

Oslo, 11. januar 2023

## Forvaltning ved inngangen til 2023

Vi går inn i 2023 med fortsatt tro på langsiktighet i aksjeinvesteringer i tråd med hva den enkelte investor har risikotoleranse for. Selv om markedet noen ganger favoriserer andre typer selskaper, tror vi at kvalitet holder i det lange løp. Hva angår taktisk allokering, er vi om lag nøytralvektet for risikoaktiva ved inngangen til det nye året.

Årets brev diskuterer først vår investeringsfilosofi for langsiktig investering i kvalitetsselskaper til en fornuftig pris. Vi spør oss selv: Hva er et godt selskap? Er det bare gode kvartalsregnskap, eller bør vi dykke dypere i en kvalitativ forståelse av selskapet?

Vi søker også å formidle en forståelse av Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren mv. som trådte i kraft 1. januar 2023.

Deretter gjennomgår brevet utviklingstrekk som vil ha innflytelse på markedsutviklingen for inneværende år:

- Inflasjonen har igjen fått den fulle oppmerksomhet etter mange år med desinflasjon og lav inflasjon. Med inflasjonens påvirkningskraft på rentenivået, følger vi fremdeles nøye muligheten for feilsteg i finans- og pengepolitikk. Velkommuniserte signaler fra de store sentralbankene har til nå skiftet forventningene i retning av en mer restriktiv pengepolitikk.
- Inntjeningsutvikling har tatt over markedets fokus etter at renteoppgangen ble en realitet. Vi ser på indikatorer som kan gi en løpende pekepinn gjennom året på hvordan inntjeningsutviklingen blir. Samtidig er det viktig å være investert i kvalitetsselskaper med mer stabil inntjening, også i mer utfordrende tider.
- Geopolitisk risiko har, på tragisk vis, ikke bare blitt en risiko, men en realitet. Vi skrev i fjor at i en verden hvor den vekstdrivende, globale handelen står overfor fornyet proteksjonisme som underliggende geopolitisk trend, vil mer rivalisering mellom Vesten og henholdsvis Kina og Russland ha innflytelse på sentimentet. Denne trenden er nå et faktum, spesielt hva energimarkedene angår.

## Hovedtemaer for årsbrevet

1	2	3
<b>Forvaltning (side 2)</b>	<b>Aktivaallokering (side 9)</b>	<b>Inntjeningsutvikling (side 18)</b>
<p>Det gode selskap (side 2)</p> <p>Den langsiktige investor (side 7)</p> <p>Forstå det sentrale om de nye rapporteringsreglene for bærekraft (side 7)</p>	<p>Hva er viktig å følge med på i 2023? (side 11)</p> <p>Inflasjonen (side 15)</p> <p>Verdsetting (side 16)</p>	<p>Hva driver inntjeningen i 2023? (side 18)</p> <p>Økonomisk syklus (side 19)</p>

## 1. Forvaltning

### 1.1 Det gode selskap

Vær investert i gode selskaper! For vår investeringsfilosofi er det noen kjerneelementer i forståelsen av det gode selskap: attraktive produktmarkeder, sterke forretningsmodeller, fundamental styrke og god ledelse. God risikojustert avkastning er en konsekvens av kvaliteten i selskapet.

#### Attraktivt produktmarked

For det **første** er det viktig at selskapet er i et produktmarked som vokser og hvor selskapet har en sterk konkurranseposisjon. Det gjør det mulig å skape store verdier over lang tid.

Et selskap preges av sitt marked. Høye marginer, stabil inntjening eller forutsigbar kontantstrøm er vanskeligere å oppnå for en råvareprodusent enn for en produsent som i høyere grad kan sette prisen på sine produkter og tjenester. Videre er det lettere for et selskap å vokse og skape større verdier for aksjonærene når selskapet selger sine produkter i et stadig voksende marked.

Nettopp det å kunne sette prisen på varen selv, i stedet for at den settes i et standardisert, globalt marked, er et klassisk aspekt som kjennetegner et godt selskap. Et selskap som i liten utstrekning kan kontrollere prisene på egne produkter, er avhengig av konjunktursvingninger, tilbud og etterspørsel. En dyktig selskapsledelse kan likevel drive selskaper som er pristakere på en god og effektiv måte. Pristakere vil likevel ha en svakhet sammenlignet med prissettere, som i høyere grad kan sette produktprisene sine selv. Et eksempel på dette finner vi i siste kvartalsrapportering fra PepsiCo, som er gjengitt i tekstboksen.

#### Sterk forretningsmodell

For det **andre** må et selskap som er godt posisjonert med sine produkter og tjenester i et profitabelt marked, også evne å bygge en sterk forretningsmodell.

Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) er et stort, men fokusert konsern av kjente varemerker innen luksussegmentet. Deres forretningsmodell er forankret i sterk integrasjon og jakt på synergier, men med lokalt

#### PRICING

*“Regarding pricing, we increased prices at the beginning of the fourth quarter based on what we knew at that point. And going forward, with the investments that we’ve made in brands, I still think we’re capable of taking whatever pricing we need.”*

*Hugh F. Johnston, Vice Chairman & Chief Financial Officer  
PepsiCo, Q3 results call 12<sup>th</sup> October 2022*

#### MODEL

*LVMH’s vocation is to ensure the development of each of its Maisons while respecting their identity and autonomy, providing all the resources they need to design, produce, and market products and services defined by excellence and the highest quality.*

*Decentralized organization, organic growth, vertical integration, creating synergies, sustaining savoir-faire, balance across business segments and geographies.*

*LVMH - An operational and functional model -  
LVMH Long-Term Vision (lvmh.com)*

*“Each of the Group’s 75 Maisons must cultivate the highest level of quality, not simply to maintain it year after year, but also to elevate it as we continually set even higher standards.”*

*Bernard Arnault, Chairman and CEO of LVMH,  
Values (lvmh.com)*

selvstyre i den enkelte del. Sammen drives selskapet av felles langsiktig visjon om å stadig høyne kvaliteten på luksusvarene.

VISA demonstrerer et annet eksempel på en sterk forretningsmodell for en kvalitetsinvestor. Størstedelen av inntektene kommer fra prosessering og oppgjør av transaksjoner, samt tilhørende tjenester for å støtte kunder i deres bruk av VISA betalingskort. Det er 3,7 milliarder betalingskort knyttet til VISA, akseptert av 80 millioner handelssteder, med 635 millioner daglige transaksjoner i 200 land. VISA er ikke avhengig av det enkelte produkts suksess, men av forbrukernes opplevelse av at det er tryggere og enklere å betale med deres kortløsninger, både i fysiske butikker og ikke minst via internett.

God selskapsstyring er en del av en sterk forretningsmodell. God selskapsstyring anses ikke bare som en sentral faktor for langsiktig inntjeningspotensial, men også for bærekraft i videre forstand, som vi kommer tilbake til i senere kapitler.

## Fundamental styrke

For det **trede** forventer vi at de øvrige elementene i sum skaper en god kontantstrøm og inntjening. Dette er den klassiske fundamentalanalysen. Et annet element ved et godt produktmarked, er i hvilken grad selskapet kan operere der med høye bruttomarginer og god egenkapitalavkastning. I tillegg kreves finansiell disiplin som ofte gir seg uttrykk i solide balanser. **FIGUR 1** viser tall for noen selskaper.

En sterk analyse av fundamental styrke stopper likevel ikke på et øyeblikksbilde av siste kvartalsregnskap. **FIGUR 2** under viser bruttomarginene over tid. Den røde grafen viser bruttomarginen for det brede aksjemarkedet generelt, estimert ved iShares MSCI ACWI. Bruttomarginene for selskapene i tabellen over er også tatt med i grafen for sammenligning. Legg merke til stabilt og signifikant høyere bruttomarginer over mange år. Dette er selskaper som har vedvarende konkurransefortrinn.

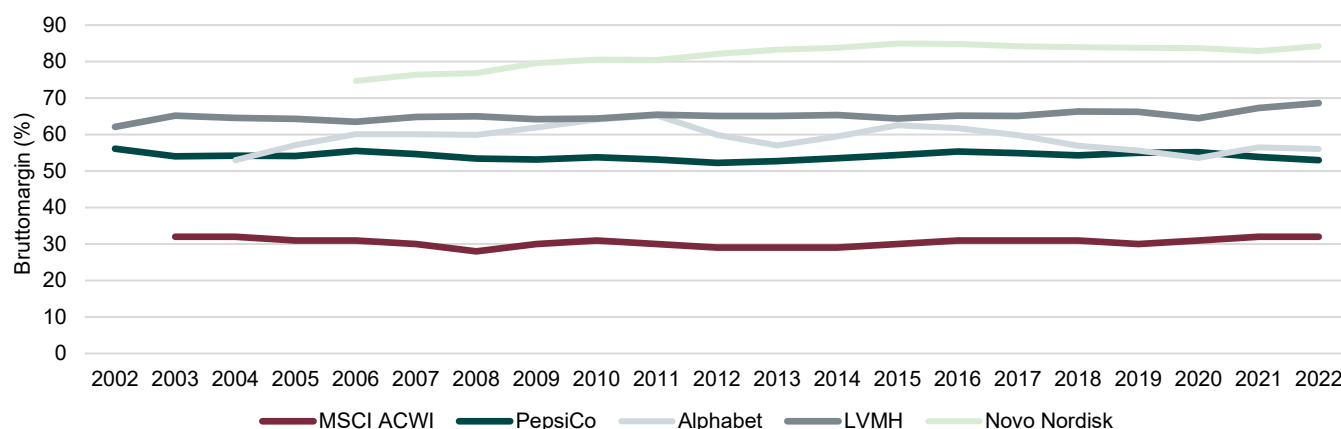
Gode regnskapstall uten underliggende sterk forretningsmodell er normalt kortvarig og er ikke langsiktig attraktivt. Selskaper i energisektoren har nå svært gode resultater på grunn energikrisen i Europa som i høy grad skyldes den tragiske krigen i Ukraina. Det finnes riktignok gode energiselskaper, men energisektoren generelt har steget på energipriser og er avhengig av dem. På den annen side kan et godt selskap gjøre forbedringsgrep som for ett kvartal eller år belaster regnskapstallene, og som kan se ut som en svekkelse i regnskapet. En fundamentalt orientert

**FIGUR 1**  
**Sterk bruttomargin over tid indikerer kvalitetsselskap**

Selskap	Bruttomargin	Profittmargin	Egenkapital-avkastning	Gjeld på EBITDA	Egenkapital på totalkapital
Alphabet	56 %	24 %	27 %	0,3	71 %
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	69 %	18 %	29 %	1,4	39 %
Novo Nordisk	84 %	32 %	74 %	0,3	32 %
PepsiCo	53 %	12 %	56 %	2,5	20 %
VISA	-	51 %	44 %	1,2	39 %
MSCI ACWI (markedsindeksen)	32 %	10 %	16 %		

Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2022

**FIGUR 2**  
Sterk bruttomargin over tid indikerer kvalitetsselskap



Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 30.09.2022

investor, som kjenner den underliggende dynamikken, vil likevel kunne se gjennom denne type midlertidige svekkelser i regnskapet og fortsatt vurdere et selskap som godt. Det er heller ikke god forvaltning å overfokusere på enkelte historiske nøkkeltall. Et mindre kjent selskap med sterk forretningsmodell i et attraktivt produktmarked, og stadig sterkere, men ennå ikke imponerende regnskapstall, kan være like godt selskap som et etablert selskap som markedet allerede har verdsatt til sitt fulle potensial.

Oppsummert betyr dette at fundamental styrke ikke er nok, men at den må være forankret i en sterk forretningsmodell i et attraktivt produktmarked. Det er videre sentralt at selskapet har en dyktig ledelse som evner å se muligheter, motivere en organisasjon og allokere tilgjengelig kapital til de mest verdiskapende virksomhetsområdene. Selskapet må videre drives for alle aksjonærenes beste.

### God avkastning

For det **fjerde**, som effekten av alt det forut nevnte, kommer god avkastning. God avkastning i en periode alene er ikke bevis på at selskapet er godt. Det vil være like naivt å løpe etter god avkastning, som å sette alt på det fotballaget som laget flest mål de siste kampene, i stedet for å ta seg tid til å analysere ballferdigheter over tid, spillestil, lagstruktur, treningsprogram og klubbkultur. Avkastningseffekten av investeringsfilosofien forventes materialisert over tid. Det er kvartaler og år, hvor ulike markedssentiment kan gjøre at denne type selskaper ikke gir meravkastning. Investor bør også ta høyde for den konkrete fondsforvalterens prosess, hvor ingen seriøse forvaltere vil love meravkastning i enhver periode på grunn av valgte filosofi.

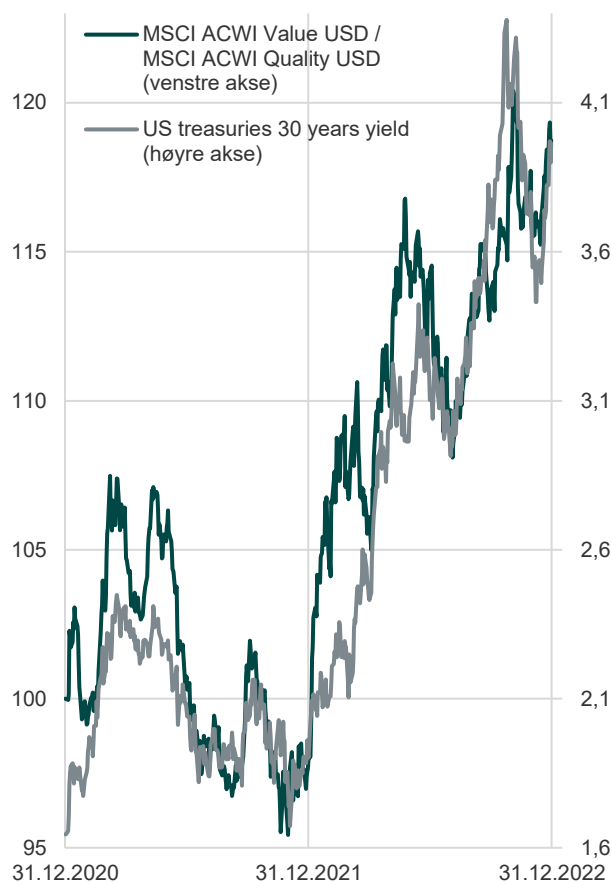
**FIGUR 3** viser at MSCI ACWI Quality ikke har meravkastning hvert enkelt kalenderår. Dette er en stilindeks for det globale aksjemarkedet basert på *regnskapstall*, og vår investeringsfilosofi har en bredere forståelse av kvalitet, men vi bruker denne indeksen som illustrasjon. Kriteriene for indeksen er høy egenkapitalavkastning, stabil inntjeningsvekst og lav gjeldsgrad. Det har vært enkeltår og perioder hvor andre type selskaper har gitt bedre avkastning enn kvalitetsselskaper, men kvalitetsselskaper har historisk stått seg godt i turbulente perioder med unntak av 2022, hvor kvalitetsselskaper var mer rentesensitive.

År for år gir ikke alltid denne type selskaper meravkastning, men vi er overbevist om at gode selskaper over tid vil bli anerkjent i markedet med tilhørende god avkastning.

I tider med syklisk oppgang, ofte kjennetegnet av sterkere inflasjon og stigende renter, vil markedet gjerne favorisere mer sykliske aksjer. Dette skjedde i noen perioder i fjor og kan skje igjen i 2023. Vi er observant på disse skiftende sentimentene, men reallokerer ikke nødvendigvis porteføljen etter forventninger knyttet til skiftende sentiment. **FIGUR 4**, grønn linje og venstre akse, viser indeksutviklingen til MSCI ACWI Value dividert på MSCI ACWI Quality. MSCI ACWI Value består typisk av mer sykliske aksjer. Vi kan observere at den relative styrken til de mer sykliske aksjene samvarierte temmelig godt med løpende avkastning for amerikanske 30-årige statsobligasjoner, både i 2021 da det varierte hvilken av indeksene som var i favør og i 2022, da verdiindeksen hadde tydelig bedre avkastning enn kvalitetsindeksen gjennom store deler av året.

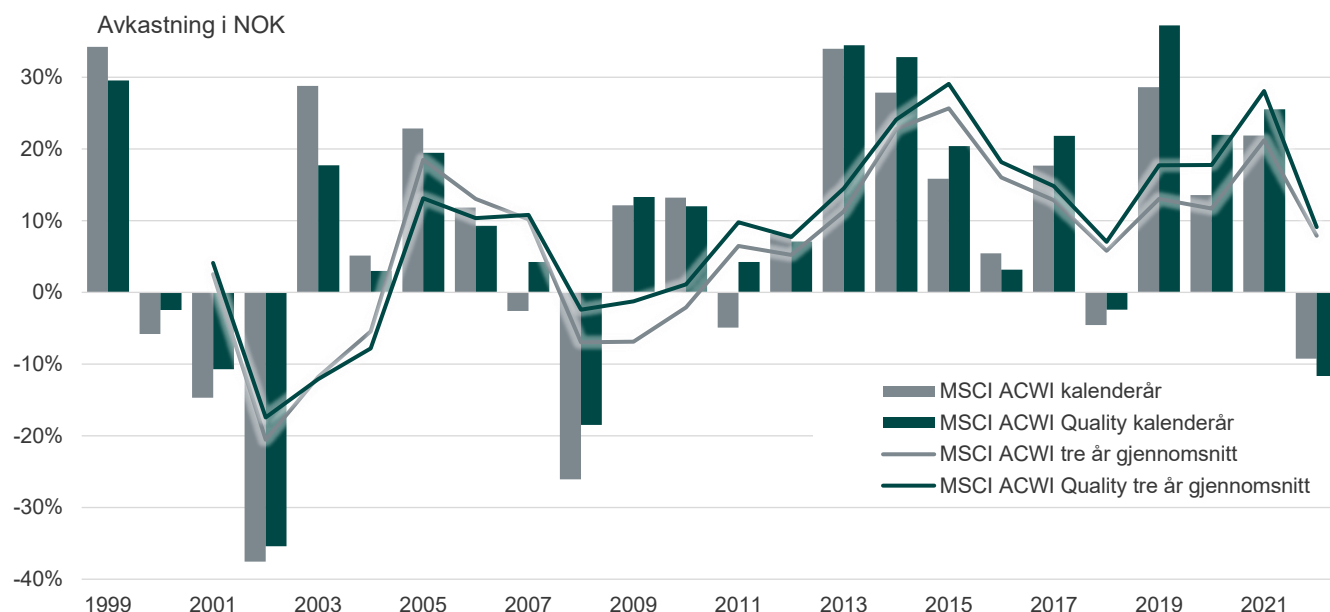
En langsiktig investor investert i gode selskaper er vårt prefererte utgangspunkt!

**FIGUR 4**  
Stilavkastning påvirkes av renteendringer



Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2022

**FIGUR 3**  
Avkastning for investeringsstilen kvalitet målt mot verdensindeksen



Kilde: MSCI, Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2022

## 1.2 Ulike former for gode selskaper

Innenfor den kvalitetsorienterte investeringsfilosofien, er det en stor palett av gode selskaper tilgjengelig. Ulike fondsforvaltere vil typisk favorisere ulike undergrupper av disse gode selskapene. Deres analysemetode vil gjerne framheve visse egenskaper som mer fordelaktige enn andre og dette resulterer i porteføljer med ulike varianter av gode selskaper, selv om forvaltningen i utgangspunktet følger samme overordnede filosofi.

Et eksempel på variasjon er bruk av verdiskapningen. Vi mener at en kjernefaktor for et godt selskap er god egenkapitalavkastning. Denne egenkapitalavkastningen kan enten reinvesteres i driften for å skape videre vekst eller betales løpende tilbake til aksjonærene ved tilbakekjøp av egne aksjer eller utbetaling av utbytte. De selskapene som har mulighet for reinvestering av kapitalen i egen virksomhet er gjerne vekstselskapene, mens utbytteselskaper gjerne har en profil mer i tråd med verdiselskaper. Noen kaller gjerne de førstnevnte for «growth at a reasonable price» eller «quality growth», mens de sistnevnte selskapene kalles «high dividend» eller «quality dividend», begreper som innebærer nyanser i vektleggingen.

De fleste av våre globale aksjefond er i kategorien som tenderer mer i retning av vekstselskaper enn verdiselskaper. Med ny framtidstro på realøkonomien uten for mye tilhørende inflasjon og rentehevinger, tror vi disse igjen vil skape meravkastning.

## 1.3 Investering i gode selskaper gjennom fond

Industrifinans investerer i gode selskaper gjennom fond. Det sentrale er derfor å finne de fondsforvaltere som har samme overordnede investeringsfilosofi som oss selv, men ellers gi dem en viss fleksibilitet. Vi søker nødvendigvis ikke forvaltere hvor alle har samme investeringsstil, lik analysemetode, identisk risikostyring eller porteføljer der eksponering mot enkelte kvalitetsfaktorer maksimeres. Vi har respekt for nyanser i implementeringen av en felles investeringsfilosofi og vurderer ulike metoder og vektlegging av elementer i filosofien som en styrke i diversifisering snarere enn et problem.

For det andre kan de ulike forvalterne ha forskjellig metoder for å finne det gode selskap. Det blir for trangt å skulle begrense vår seleksjon til fond med samme investeringsfilosofi og samme metode for å implementere denne filosofien. Det gjør at fondene kan få litt ulike stilnyanser og verdier for nøkkeltall, som nevnt i nivå 3 under delkapittel 1.1. Mens et etablert kvalitetsselskap har sterk inntjening, har til eksempel ikke et godt selskap i vekstfasen den samme sterke inntjeningen eller standard egenkapitalavkastning som gjerne kan observeres i mer modne kvalitetsselskaper.

Noen vil kanskje spørre: Kan ikke Industrifinans fokusere på noen bestemte regnskapsparametere og sette sammen porteføljer som maksimerer disse? Rent teknisk er dette delvis mulig. Det finnes et stort antall av ulike indeksfond, og det vil nok over tid også utvikles en palett av indeksfond som følger MSCI ACWI Quality, som framhever høy egenkapitalavkastning, lav gjeldsgrad og stabil inntjening. Det er dog ikke stort utvalg av de sistnevnte, men bruken av det/de som finnes kan fort gi investor enda bedre oppnåelse av disse måltallene enn ved bruk av klassiske kvalitetsfond. Rent konseptuelt er tilnærmingen også besnærende: Finn det måltallet eller de måltallene som investor synes er viktigst og sett sammen en portefølje som maksimerer dem på porteføljenivå. Investor mister dessverre likevel noe – de to første punktene i foregående delkapittel, som framhevet den kvalitative forståelsen av selve selskapet investor er investert i. Denne kvalitative forståelsen skal besvare spørsmålene: Hvorfor har disse

selskapene slike gode regnskapstall? Er nøkkeltallene bærekraftige over tid? Er forverrede nøkkeltall for ett selskap indikator på at noe er galt eller bare at selskapets disponeringer for en sterkere inntjening gir en kortvarig svekkelse av resultatene?

Helt motsatt av forrige punkt, ser vi tendenser til at forvalterteam med samme investeringsfilosofi ikke blir så ulike når alt kommer til alt og at våre kunder kan være investert i samme selskap gjennom flere fond. Det er ikke et problem med vår seleksjonsmetode, men mer en konsekvens av at flere forvalterteam anerkjenner kvaliteten i samme selskaper. Fondene har sjelden veldig høy andel av overlapp, men det er ofte noen velkjente kvalitetselskaper går igjen. I et slikt tilfelle er det helt greit at investor oppnår en større investering i selskaper som flere gode forvaltere er enige om at er et godt selskap.

Vår investeringsfilosofi stikker i utgangspunktet likevel dypere enn stilindeksenens måltall. Vi ønsker å kjenne selskapene vi har investert i. Vi ønsker å vite hva vi eier.

## 1.4 Den langsiktige investor

En strategisk, langsiktig investor er ikke en som blindt lar sine investeringer ligge uten tilsyn i håp om at alt går bra til slutt. En strategisk investor tenker heller mer som en industriell investor, som søker å finne de riktige investeringene, forstå verdiskapingen og følge selskapene over tid. Salg av investeringene skjer helst først når begrunnelsen for investeringen endrer seg, verdien har steget tilfredsstillende eller forvalter har funnet en bedre investeringsmulighet.

Den strategiske investor utnytter også aktivklassenes langsiktige karakteristika. På kort sikt er aksjemarkedet i høy grad preget av sentiment og daglige svingninger som deler av finansmedia søker å forklare med ulikt hell. På lang sikt er det samme aksjemarkedet i høyere grad preget av den underliggende inntjeningsutviklingen og den realøkonomiske verdiskapningen.

**FIGUR 5** viser rullerende avkastning for globale aksjer med henholdsvis 1, 5 og 10 års investeringshorisont. Vi observerer at det har vært få 10-års perioder med negativ avkastning siden 80-tallet. Med lang investeringshorisont kan investor i større grad utnytte risikopremien for aksjeinvesteringen.

## 1.5 Ny bærekraftsrapportering i 2023

Lovgivning og bransjestandarder for bærekraft og bærekraftsrapportering er i rivende utvikling. Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren mv. som inkorporerer EUs Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR) har trått i kraft i Norge per 1. januar. Formålet med reguleringen er blant annet å øke kapitalstrømmer fra private og institusjonelle investorer til bærekraftige investeringer ved å fremme kunnskap og transparens. SFDR pålegger fondsforvaltere ulike opplysningskrav avhengig av hvilken SFDR-kategori fondsforvalter har kategorisert et fond som. De tre kategoriene er følgende:

- 1) Fond som har bærekraftige investeringer som (ett av) investeringsmålene skal følge rapporteringskravene beskrevet i SFDR artikkel 9.
- 2) Fond som fremmer sosiale eller miljømessige egenskaper, skal følge rapporteringskravene beskrevet i SFDR artikkel 8.



3) Øvrige fond som verken kategoriserer seg som SFDR artikkel 8 eller 9, har også informasjonskrav knyttet til bærekraft.

Våre kunder har alle egne, diskresjonære porteføljer. Gjennom året vil vi sammen med den enkelte kunde kartlegge hvilke bærekraftspreferanser kunden har for sin forvaltning hos oss. Etter at kartlegging er gjennomført, vil vi i samråd med kunden se hvorvidt det gir konsekvenser for investeringsplanen og aktivaklasser i denne. Vi vil fortsette med den allerede etablerte gruppen av aktivaklasser vi kaller for «mer bærekraft», som med det nye regelverket, i utgangspunktet vil bli assosiert med fond som er kategorisert som SFDR artikkel 8. Det vil være en naturlig innfasingsperiode, samtidig som regelverket også er forventet å utvikle seg over tid.

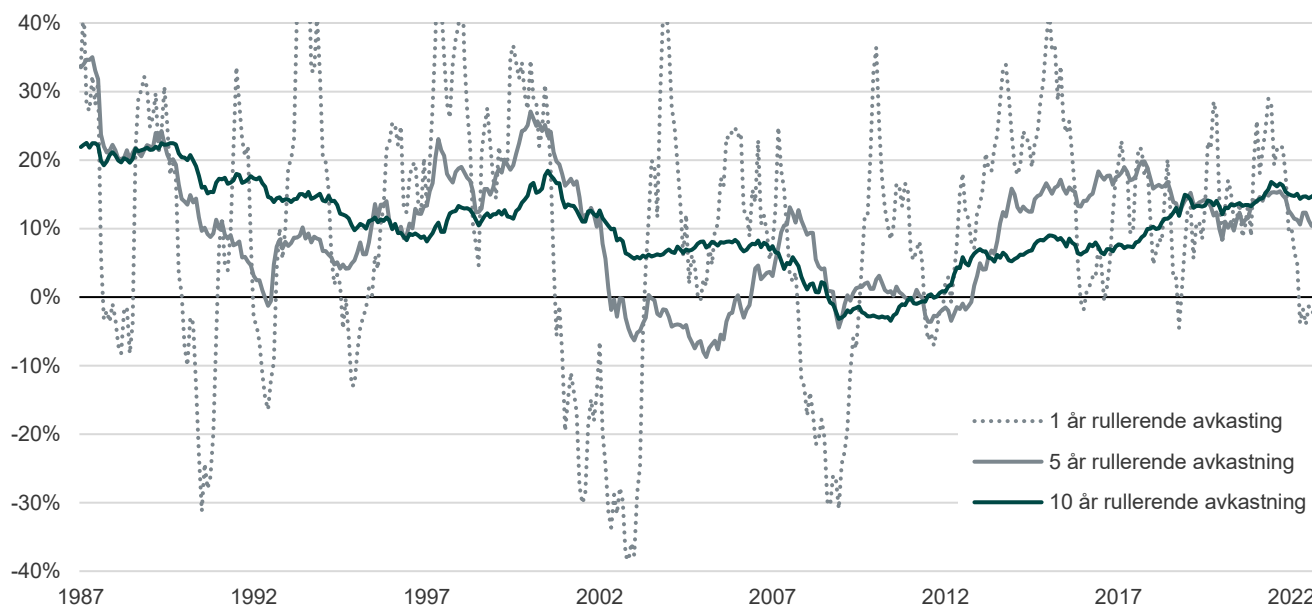
Flere av våre standard fond fremmer bærekraftsegenskaper og er derfor kategorisert som artikkel 8 og inngår p.t. både i standard aktivaklasser og aktivaklassene med mer bærekraft.

Våre kunder behandles uansett individuelt og har full mulighet til å oppgi særskilte retningslinjer for bærekraft, langt ut over og mer detaljert enn hva SFDR sine definisjoner omfatter. Slike retningslinjer inkorporeres i forvaltningen og knyttes til ny lovgivning hvor det passer.

Industrifinans er medlem av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif). Norsif er en uavhengig forening for kapitaleiere, forvaltere, tjenestetilbydere og bransjeorganisasjoner med interesse for ansvarlig og bærekraftig forvaltning. Norsif skal fremme kunnskap om og bidra til utviklingen av fagområdet ansvarlige investeringer i finansbransjen og blant andre interessenter.

Vi tror at bevissthet rundt bærekraft vil bidra til god verdiskaping i selskapene over tid. Manglende bevissthet rundt miljøansvar er ikke nødvendigvis en kostnad på kort sikt, men vil kunne representere skjulte forpliktelser, for eksempel ved mulige framtidige miljøavgifter, som skaper usikkerhet rundt forventningene til framtidig inntjening.

**FIGUR 5**  
**Langsiktig avkastning i globale aksjer**



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, MSCI, 31.12.2022

MSCI ACWI omregnet i åpen valuta til NOK er benyttet som estimat så langt vi har historikk. Forut for dette er MSCI World benyttet tilsvarende.



Ansattes rettigheter er en viktig del av det sosiale ansvaret for et selskap. For eksempel vil en selskapsledelse som ikke tar seg av sine ansatte tilstrekkelig bra, kanskje spare kostnader på kort sikt, men få økte kostnader på lang sikt ved manglende kompetansebygging, sykefravær og utskiftninger. Et selskap som forurenser eller selger helseskadelige produkter uten at dette er fanget opp av lovverket, har skjulte forpliktelser på balansen som vil skade selskapets omdømme og verdi når forholdene kommer for dagen.

Vi vurderer alle fond i vår forvalterseleksjonsprosess med hensyn til bærekraft. For hvert fond som inngår i investeringsbeslutningen, skriver vi et tilhørende fondsnotat med et eget kapittel om bærekraft, hvor fondets ESG-tilnærming beskrives. I fondsnotatet fremkommer det også om fondets forvalterforetak har signert PRI eller hvilke eksklusjonskriterier forvaltningen benytter.

Industrifinans benytter seg blant annet av analysekompetanse fra MSCI ESG, en av verdens største leverandører av ESG-analyser og data. Ved hjelp av MSCI ESG kan vi overvåke hvilke selskaper som er i brudd med internasjonalt anerkjente normer, som FNs Global Compact. Vi kan også overvåke og filtrere porteføljene i detalj for hvert enkelt fond sine beholdninger, basert på en lang rekke kundespesifikke kriterier.

## 2. Aktivaallokering

Ved inngangen til 2023 opprettholder vi langsiktig vekt i risikoaktiva, men tar ikke ny *taktisk* risiko.

Kundens risikobærende evne og vilje er utgangspunktet for *strategisk* vekt i risikoaktiva.

Våre selekterte renteforvaltere har likevel tatt en posisjon med høyere rentedurasjon mot slutten av året. Det var en riktig posisjon da løpende renteavkastningen falt med om lag ett prosentpoeng for standard norske obligasjonsfond fra slutten av oktober og ut året. Vi vurderer ikke potensiell risikojustert gevinst ved egen taktisk posisjon i lengre durasjon som tilstrekkelig til at vi tar en aktiv, taktisk posisjon i durasjon ved inngangen til året, men vurderer dette løpende. Våre forvaltere sitter dog nærmest markedet og har mer fleksibel rebalansering. Det er derfor godt å ha renteforvaltere med et aktivt forhold til rentedurasjon.

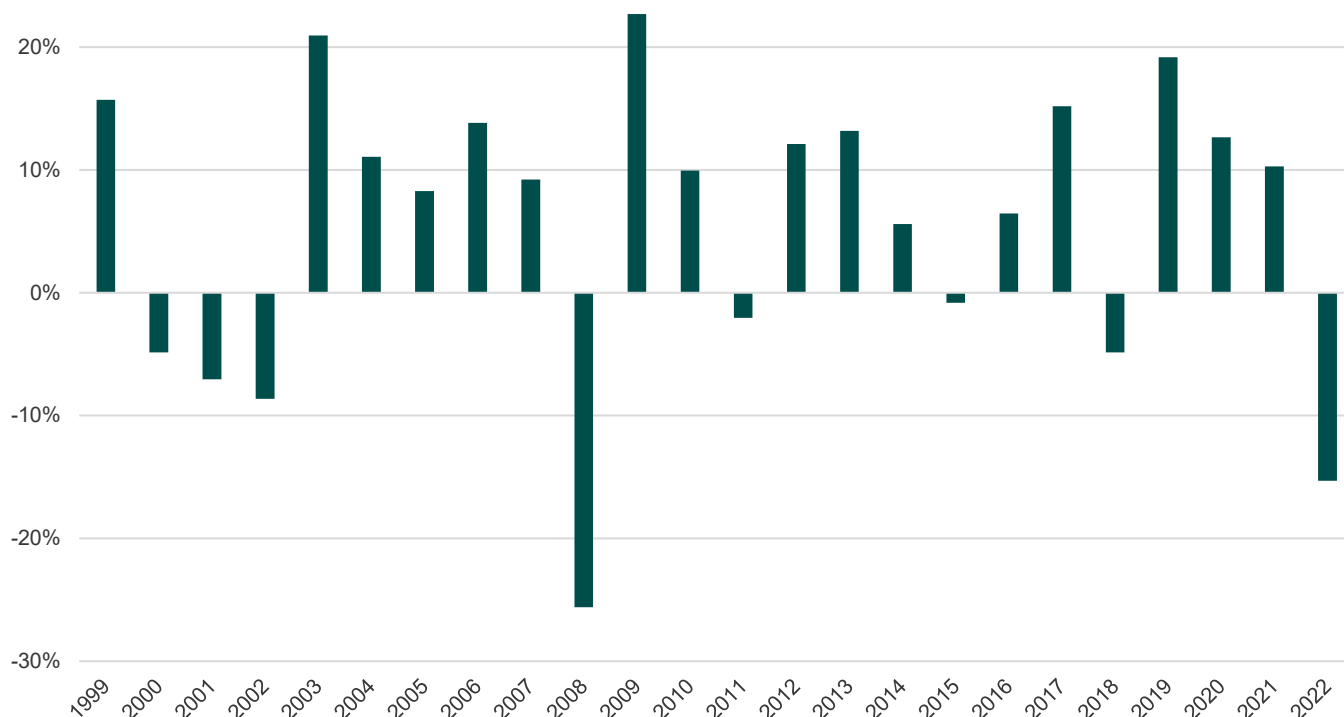
Vi vurderer det som mindre sannsynlig å ta en taktisk posisjon i høyrente, på grunn av fundamental usikkerhet som gir risiko for større kredittpåslag.

Året 2022 gav svak avkastning for både aksjer og obligasjoner, hovedsakelig drevet av renteoppgangen. I 2022 steg rentene markant fra et nivå nær null. For aksjeverdiene steg neddiskonteringsraten og det samme gjaldt obligasjonsverdiene. **FIGUR 6** viser utviklingen til en portefølje med 60 % globale aksjer og 40 % globale obligasjoner over år. Vi ser at 2022 var nest svakeste kalenderår siden 1999.

For å forstå hvordan sentralbanklikviditeten kan påvirke i 2023, er det interessant å tenke gjennom hvordan den har påvirket i 2022. Sentralbanklikviditeten bidro signifikant til den negative avkastningen i 2022. Det gjorde den på to måter: endring og nivå.

Endringen i sentralbankrentene gjennom 2022 skapte høyere markedsrenter generelt og neddiskonteringsrente spesielt. Nåverdien av framtidige kontantstrømmer ble mindre verd. Aksjonærer i selskaper med en stabil eller stabilt

**FIGUR 6**  
**Avkastning pr. kalenderår for en portefølje med 60 % globale aksjer og 40 % globale obligasjoner**



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, MSCI, 31.12.2022

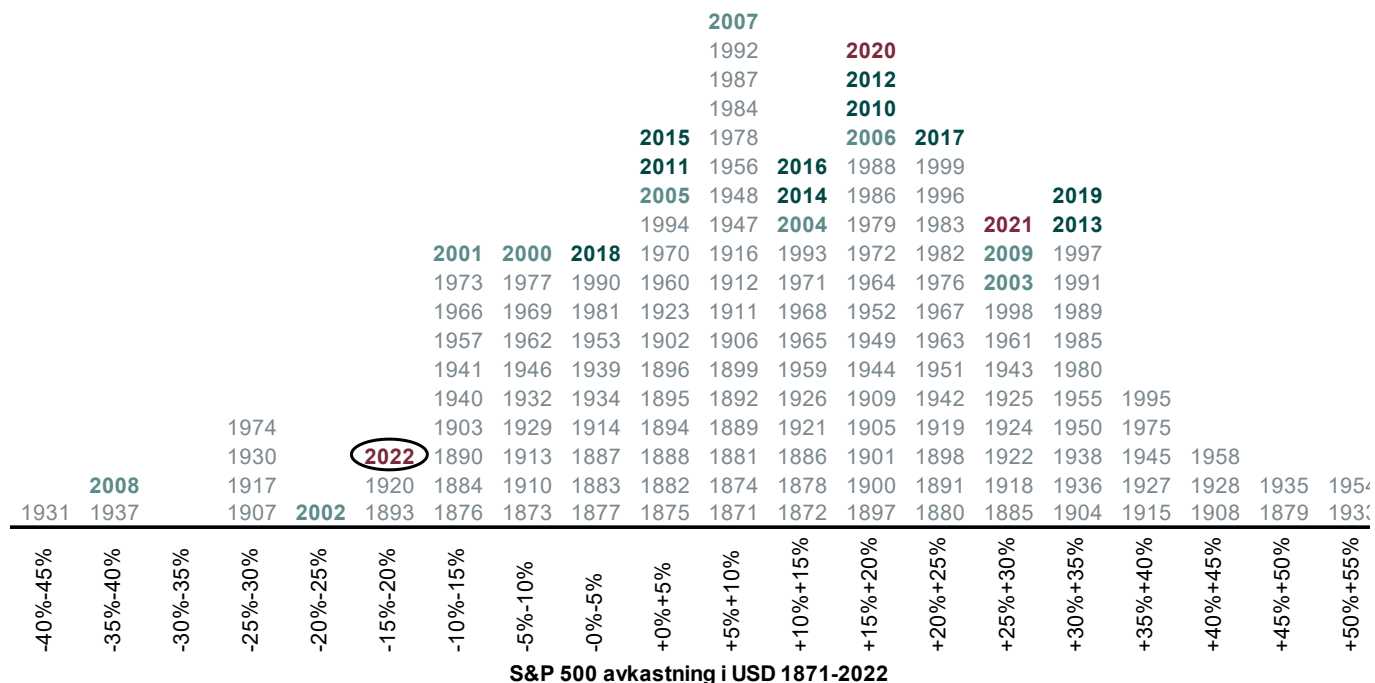
Figuren illustrerer kalenderårsavkastning for en portefølje av 60 % MSCI ACWI og 40 % Bloomberg Global Aggregate siden 1998, målt i USD, og hvor obligasjonene er sikret til USD.

voksende inntjening/kontantstrøm merket dette negativt. I tillegg var denne endringen med å utheve den fundamentale risikoen for belånte selskaper som tidligere nøt godt av lavere renter. Investors beholdning av risikoaktiva ble nominelt sett mindre verdt *uten at investor rebalanserte til lavere fundamental og markedsmessig risiko*.

Nivået på sentralbankrentene gikk fra ekspansivt til kontraktivt. Investorer stod i et marked hvor løpende renteavkastning på norske obligasjoner med høy kredittverdighet steg fra 2 % til 4%. De norske bevegelsene reflekterte de globale endringene. Med dette utgangspunktet endte flere investorer opp med å *ta lavere fundamental og markedsmessig risiko, da dette nå gav høyere løpende avkastning enn før*. Dette blir bekreftet av State Street sin undersøkelse blant profesjonelle investorer, kalt State Street Investor Confidence Index, som per siste måling i desember 2022 viste en av de laveste allokeringene til risikoaktiva siden tusenårsskiftet. Denne dynamikken var generelt den motsatte av hva som skjedde i årene med fallende rente fram mot 2022.

**FIGUR 7** er en velkjent graf som viser fordeling av kalenderårsavkastning for den brede amerikanske aksjeindeksen S&P 500 fra 1871 til 2022. I nyere tid er det kun kollapsen etter teknologiboblen og finanskrisen som har gitt år med lavere avkastning enn årets avkastning. De to foregående årene, også de markert i rødt gav på den annen side meget god avkastning. Markedet har for så vidt også bak seg mange gode år, hvor alle år fra og med 2009 til og med 2021, med unntak av 2018, gav positiv avkastning.

FIGUR 7  
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Industrifinans, Nordea Investment Management, Standard & Poors, 10.01.2023

## 2.1 Hva er viktig å følge med på i 2023?

Vi vil nevne fem momenter som bør være på radaren for 2023:

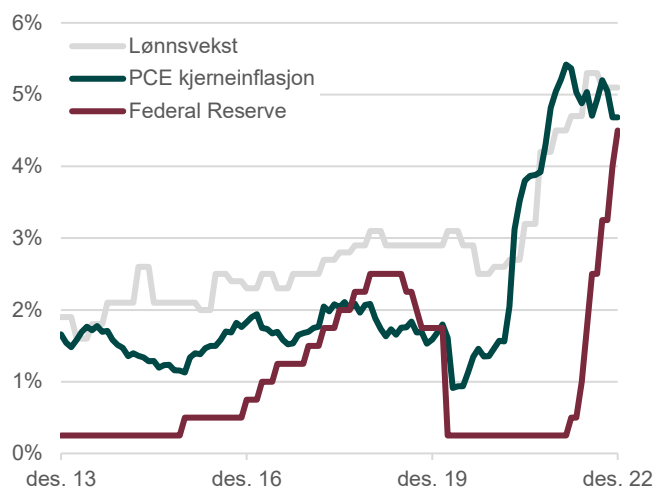
- (1) Markedsaktørene lytter for det første intenst etter signaler om når styringsrentene i verdens store sentralbanker har nådd en topp. Da inflasjonen er bestemmende for denne toppen, følger aktørene nødvendigvis nøye med på denne. Selv om de mest ekstreme utslagene går mot slutten, vil selv en mer normalisert inflasjon være høyere enn hva den har vært på mange år.
- (2) For det andre oppstår det uansett i slike brytningstider usikkerhet om sentralbankene vil heve rentene så mye at det blir et unødvendig stort tilbakeslag i den realøkonomiske veksten, primært i form av resesjon. Spenningen er tydelig nå, da markedet for Fed Futures priser inn lavere styringsrenter i 2023 og 2024.
- (3) Den realisererte inntjeningen har holdt seg gjennom 2022, men det er forventninger til en lavere inntjeningsvekst i 2023 enn ved starten av året. PMI og OECD sine ledende indikatorer indikerer svekket vekst eller tilbakeslag.
- (4) Krigen i Ukraina er først og fremst en menneskelig tragedie. I tillegg har den gitt kraftige endringer i energipolitikken i Europa, som vil gjøre seg uavhengig av Russland.
- (5) Geopolitisk risiko er blitt å regne med i høyere grad enn i de siste år. De viktigste risikoområdene er at krigen i Ukraina ikke eskalerer til en tredje verdenskrig, samt at Kina og USA kan håndtere uenigheten om Taiwan uten at det ender i en væpnet konflikt.

Hva angår punkt (1) om *inflasjonen som signal for rentetopp* viser **FIGUR 8** inflasjon, lønnsvekst og styringsrente i USA (Federal Reserve). I figuren stiger grafen for PCE kjerneinflasjon i 2021, og styringsrenten kommer etter i starten av 2022. Pengepolitikk forventes gjerne å ta 6-12 måneder før det gir virkning i realøkonomien. Sentralbankene må da avveie balansen mellom å gjøre for mye, i mangel på tålmodighet for å se dagens pengepolitiske tiltak slå gjennom, og gjøre for lite og risikere enda høyere inflasjon. **FIGUR 9** viser styringsrentene i flere land, for å gi en oversikt over utviklingen. Både Federal Reserve (Fed), den europeiske sentralbanken, Bank of England og vår egen Norges Bank har satt rentene kraftig opp. I en åpen økonomi er også inflasjon et internasjonalt fenomen, som igjen gir mer samstemte sentralbankrenter. Fed har tydelig posisjonert seg ved at de vil gjøre det som er nødvendig for å temme inflasjonen, selv om det skulle gi negative bivirkninger.

Fed sier selv at de høye styringsrentene som illustrert i **FIGUR 10** ikke vil vare. Målet er at den kontraktive pengepolitikken skal begrense inflasjonen og gjøre det mindre nødvendig med høye styringsrenter. Som figuren viser, forventer Fed en langsiktig styringsrente på om lag 2,5 %. Det forventet de under koronakrisen da styringsrenten var rundt null, og det forventer de nå når inflasjonen har vært høy og styringsrenten er over 4 %.

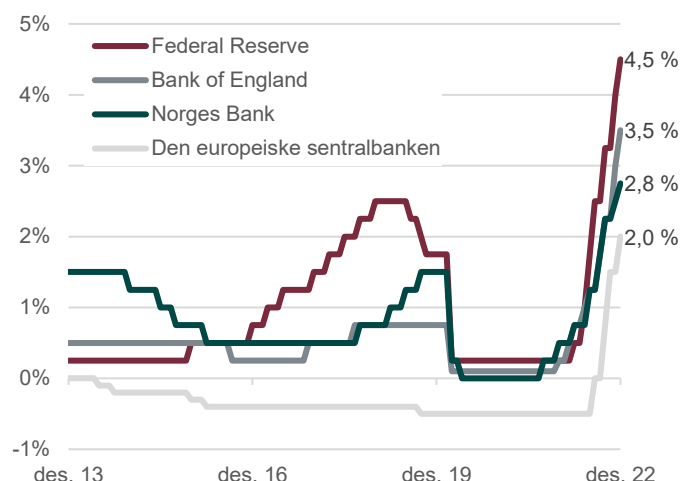
Hva punkt (2) om *feilkommunikasjon* angår, er den mest velkjente episoden de siste årene, den såkalte *taper tantrum* i 2013, den sterke reaksjonen (tantrum) da den amerikanske sentralbanken forrige gang annonserte moderering (taper) av det daværende programmet for verdipapirkjøp. Det virker som både sentralbanker og markedet har lært siden den gang. Federal Reserve og den europeiske sentralbanken har tydelig annonsert at inflasjonen skal bekjempes, og investor bør være forberedt på at dette har prioritet over god markedsavkastning. **FIGUR 11** viser med den grønne linjen hvordan Fed tror styringsrenten vil gå like over 5,0 % i løpet av 2023, før den gradvis justeres ned mot langsiktig nivå på 2,5 %. Den røde linjen (Fed Futures) viser likevel at markedet ikke helt tror på Fed sitt eget anslag på utviklingen i styringsrenten. Dersom Fed viser seg å gjennomføre sitt eget anslag, blir dette en negativ overraskelse på markedet.

**FIGUR 8**  
**SENTRALBANKRENTER OG INFLASJON**



Kilde: Bloomberg 31.12.2022

**FIGUR 9**  
**SENTRALBANKRENTER I ULIKE LAND**



Kilde: Bloomberg 31.12.2022

Punkt (3) om *inntjeningsutviklingen* er for så vidt relevant hvert år, da konsensusforventning ofte er høyere enn hva som til slutt realiseres. I 2022 har forventningen til inntjeningsvekst blitt redusert. Det ble ikke en forventning om fall, men om lavere vekst enn ved starten av året. Noe av dette er en naturlig følge av høyere rentekostnader og råvarepriser, og inngår i en naturlig økonomisk syklus som vi diskuterer nærmere i kapittel 3.2 om økonomiske sykler.

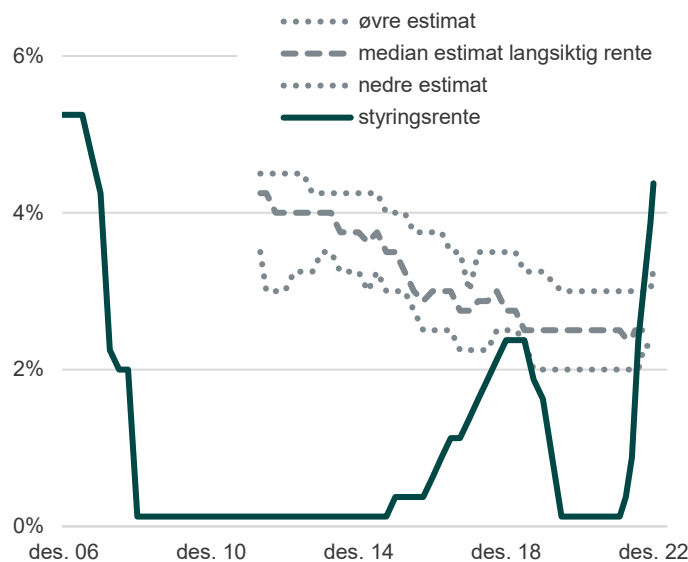
En utfordring med å følge inntjeningsutviklingen er at tallene stort sett blir publisert kvartalsvis. En tilnærming til å følge forholdet mellom realøkonomien og aksjemarkedet tettere, er derfor å følge mer frekvente, aggregerte måltall som fra Institute of Supply Management (ISM) for USA og lignende globale tall, kalt PMI. Nøkkelen til å forstå sammenhengen mellom disse tallene og aksjemarkedet, er inntjening. Bedre tider med høyere produksjon gir gjerne bedre inntjening. Bedre inntjening gir gjerne bedre avkastning.

**FIGUR 12** viser ISM måltall for industriproduksjon i USA, som en tilnærming til verdens industriproduksjon, illustrert som en grønn linje, koblet til venstre Y-akse. Med måltall over 50 har selskapene rapportert vekst og vice versa med måltall under 50. Vi ser temmelig tydelig at meravkastningen til globale aksjer over globale obligasjoner følger denne utviklingen. Etter koronakrisen var det sterk industriproduksjon og gode konjunkturer med god aksjeavkastning. Mot slutten av 2022 ble begge disse moderert.

Hva punkt (4) angår om krigen i Ukraina, er den naturlig viktig å følge med på. Utfallet av krigen er fortsatt uvisst, men vi må forholde oss til en drastisk endring, hvor det som før var en geopolitisk risiko, nå er en tragisk realitet. Europa har gjort en kraftig snuoperasjon for å gjøre seg uavhengig av Russland i energipolitikken, og energipriser sammen med høye renter utgjør en reell byrde for den jevne forbruker.

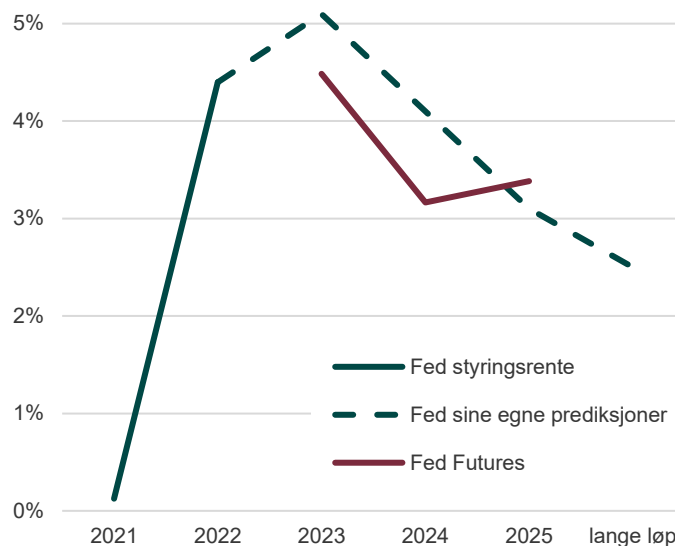
Hva punkt (5) angår om geopolitisk risiko, er det mange aktuelle politiske spenninger. Dersom Kina øker støtten til Russland, vil det kunne medføre en eskalering av krigen. Global handel generelt og energihandel spesielt blir preget

**FIGUR 10**  
Fed anslår selv at dagens styringsrente er høyere enn den vil være på lang sikt



Kilde: Bloomberg 31.12.2022

**FIGUR 11**  
Fed forventer en rentetopp over 5 %. Markedet forventer lavere rentetopp.



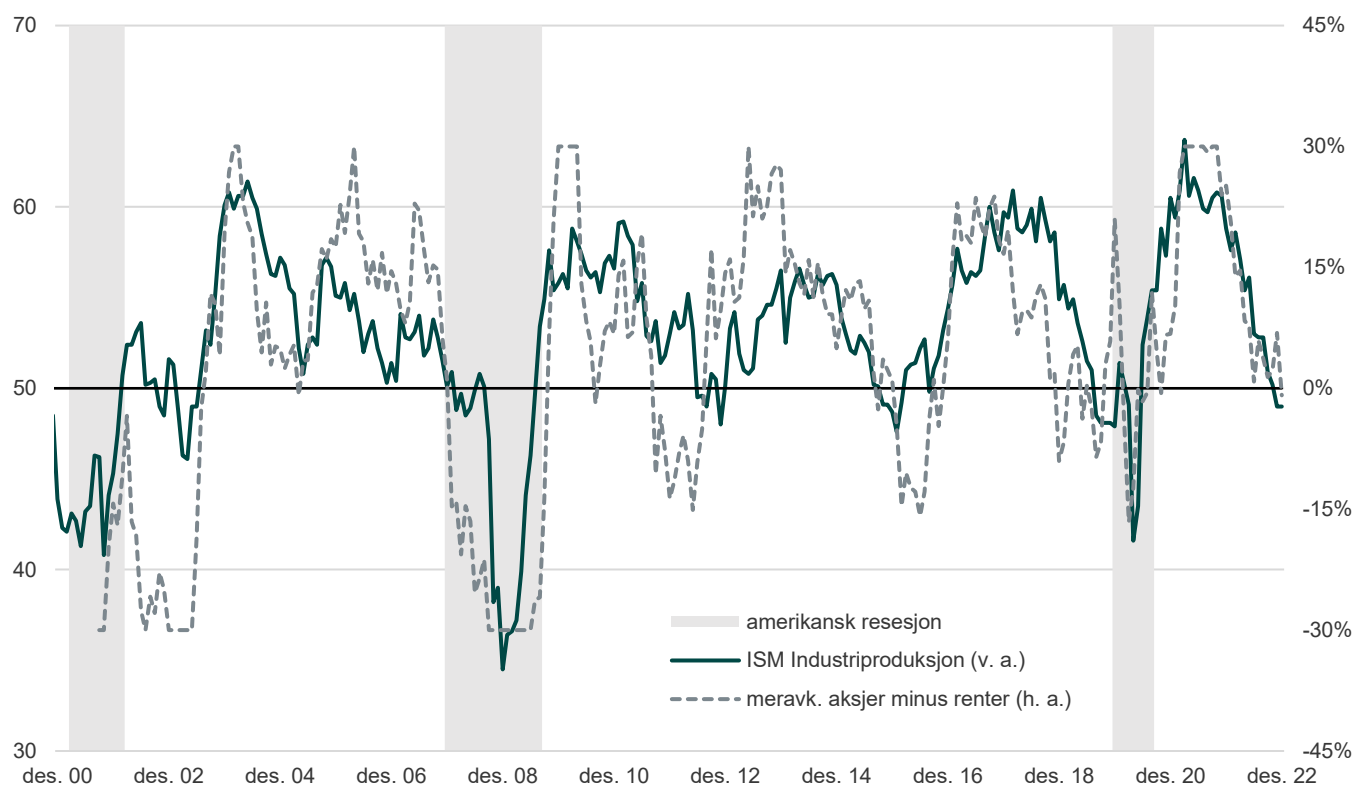
Kilde: Bloomberg 31.12.2022

av denne konflikten. En ytterligere eskalering med nye spenninger og sanksjoner mellom Kina og Vesten ville kunne skape nye realøkonomiske konsekvenser.

I tillegg har vi striden om Taiwan, offisielt Republikken Kina, hvor spenningen har økt etter mange militære øvelser fra kinesisk side like i nærheten av øya. Den tverrpolitiske, amerikanske forskningsinstitusjonen Center for Strategic & International Studies har publisert en rapport om mulige utfall av en krig mellom Kina og Taiwan hvor USA blir involvert. Deres [introduksjonskommentar](#) til studien er tankevekkende: «*What was once unthinkable—direct conflict between the United States and China—has now become a commonplace discussion in the national security community. Although Chinese plans are unclear, a military invasion is not out of the question and would constitute China’s most dangerous solution to its ‘Taiwan problem.’*». En slik krig ville koste store, direkte tap, i tillegg til langtrekkende konsekvenser for geopolitisk balanse og global handel.

Sentimentet endrer seg gjerne samtidig med eller i etterkant av hendelsene som endrer markedet. Investor vil gjerne være i forkant av skiftet i sentimentet for å benytte det til allokering, eller henge seg på et nytt sentiment som investor tror blir vedvarende. Begge deler avhenger gjerne av fundamental analyse av de utløsende faktorer som styrer sentimentet, ikke kun av sentimentet selv. American Association of Individual Investors (AAII) har hatt en relativt stabil deling gjennom 2022 med 40-60 % som er pessimister (bears) og 20-30 % som har vært optimister (bulls). State Street gjør en analyse av profesjonelle investorer i mange land, og deres faktiske risikoeksponering. Ifølge denne målingen har profesjonelle investorer siden årtusenskiftet kun hatt lavere risikoeksponering én gang, i 2019.

**FIGUR 12**  
**Det er sammenheng mellom økonomisk vekst og avkastning**



Kilde: Markit, Bloomberg, 31.12.2022

Meravkastning er differansen mellom 12 måneders rullerende avkastning for MSCI ACWI og Bloomberg Global Aggregate Treasuries.

## 2.2 Inflasjon som konsekvens av penge- og finanspolitikk

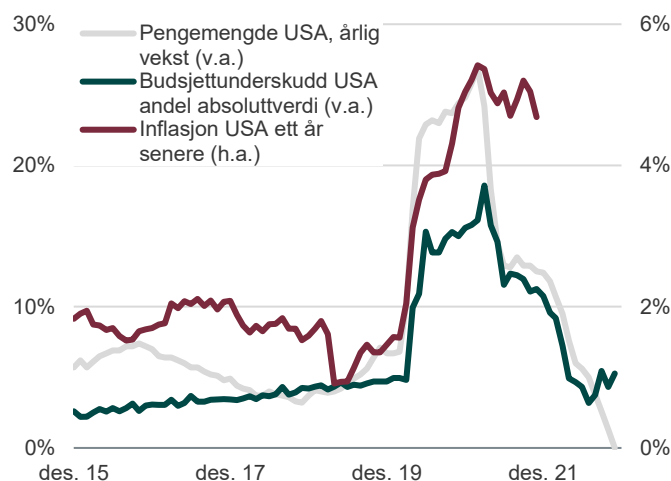
Det er mange faktorer som driver inflasjon. Det tydelige prosjektet fra myndighetenes side etter finanskrisen var å få høyere inflasjon. I mange år var problemet for lav inflasjon med tilhørende frykt for lavt forbruk og svekket vekst i produksjon og velferd. Ekspansiv og ultraekspansiv pengepolitikk virket i mange år ikke å føre fram.

Jeremy Siegel, professor i finans ved Wharton, University of Pennsylvania, har vi referert også i tidligere brev. Han har vektlagt at finanspolitikk går rett inn i økonomien og er derfor mer inflasjonsdrivende enn pengepolitikk. Den mer ensidige pengepolitikken etter finanskrisen var derfor ikke like effektiv for inflasjonen som de mer balanserte tiltakene etter koronakrisen. Det internasjonale pengefondet (IMF) etterspurte også lenge mer ekspansiv finanspolitikk fra verdens regjeringer etter finanskrisen.

De lærde strides om årsaker til inflasjon. **FIGUR 13** viser to velkjente årsaker for amerikansk inflasjon. Den ene årsaken er pengemengden. Kvantitative lettelser i en ultraekspansiv pengepolitikk gir økt pengemengde. Pengemengden er knyttet til inflasjon på den måten at når vi har mer penger å handle for, men ikke større tilbud, vil prisene for varene stige. Den andre årsaken er finanspolitikken, her gitt ved budsjettunderskuddet. Både pengemengden og budsjettunderskuddet (i absolutte termer) fikk seg et løft under koronakrisen. Inflasjonen styrket seg etter et år, her indikert ved Fed sin favorittversjon PCE Core. Tidsaksen for inflasjon er forskjøvet med ett år, for å illustrere poenget. Som diskutert i tidligere brev, var det kanskje den ekspansive finanspolitikken som var den utslagsgivende faktoren for inflasjonen. Uansett, inflasjonen kom og den kom kraftig. Nå er økonomien oppe igjen etter koronakrisen og både veksten i pengemengden og budsjettunderskuddet er kraftig moderert. Den sterke inflasjonen har derfor mindre støtte fra disse vesentlige faktorene.

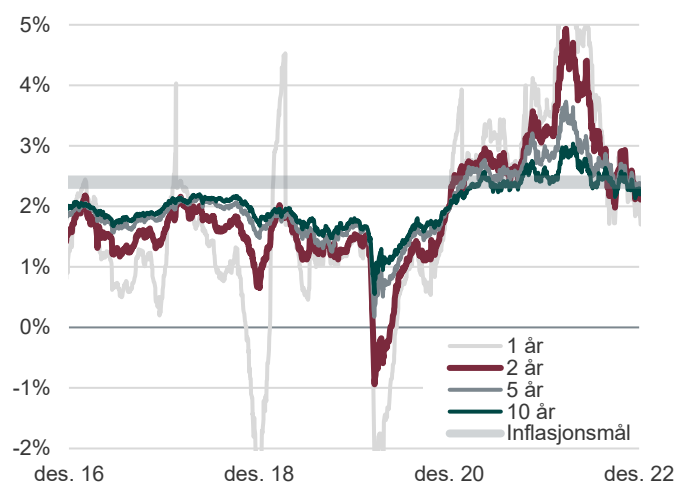
**FIGUR 14** viser at inflasjonsforventningene for ulike horisonter i USA nå er forankret rundt det båndet som tilsvarer at den amerikanske sentralbanken oppnår sitt inflasjonsmål. ISM Manufacturing har verdi like under 50, som indikerer nedgang i industriproduksjonen og den tilhørende ISM Manufacturing Report on Business Prices er også tilbake på lave nivåer. Inflasjonen i

**FIGUR 13**  
Inflasjonen får ikke lenger støtte fra økt pengemengde eller finanspolitikk i USA



Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 30.11.2022

**FIGUR 14**  
Inflasjonsforventninger i USA



Kilde: BCA Research, Bloomberg, 07.01.2023



Europa virker også å bli noe svakere. Spesielt overrasket Tyskland med svekket inflasjon, men inflasjonen er fremdeles høyere enn den har vært på mange år.

Gode konjunkturer og utnyttelse av produksjonskapasitet er en annen slik faktor. Denne faktoren er nok noe svekket, som vi vil komme tilbake til i kapittel 3.

## 2.3 Verdsettingen ble moderert i 2022 da rentene steg

Det finnes mange ulike verdsettelsesmåltall. **FIGUR 15** viser et sett av disse. Alle viser at etter markedsfallet i 2022, er vi på vei inn i 2023 med en lavere verdsettelse for globale aksjer enn ved fjorårets start. Poenget med figuren er at vi ikke velger én favorittindikator. Ulike måltall har styrker og svakheter, og investor bør vurdere disse samlet. Globale obligasjoner, både de med høy kredittverdighet og høyrente, har også lavere verdsettelse ved at de har høyere underliggende rentenivå og kredittpåslag. Lokale markeder her hjemme skiller seg ikke nevneverdig fra dette.

Hva verdsettelse angår, er det sentralt å forstå hvilke tall som bør brukes i hvilken sammenheng.

Dersom en vurderer dagens verdsetting for markedet generelt opp mot historiske verdier, er det fornuftig å sammenligne med perioder som har lignende markedsparametere som de vi har i dag. Markedene har vært gjennom en lang periode med tilnærmet nullrenter, som har påvirket den gjeldende neddiskonteringsraten og gitt generelt høy verdsetting sammenlignet med perioder med mer normale rentenivåer. Nå har rentenivået steget og verdsettingen falt.

Hva renter angår, observerer vi at selv om høyrente nå har høyere løpende renteavkastning, kommer mesteparten av dette fra høyere underliggende renteavkastning. Obligasjoner med høy kredittverdighet har derimot et kredittpåslag som er relativt høyt sammenlignet med siste 8 år, som er så lenge indeksen har historikk. Dersom rentenivået faller ved større usikkerhet, vil kredittpåslaget til både høyrente og høy kredittverdighet kunne øke, men det vil være obligasjoner med høy kredittverdighet som vil hente mest gevinst fra en eventuell rentenedgang, på grunn av lengre rentedurasjon.

### FORKLARINGER

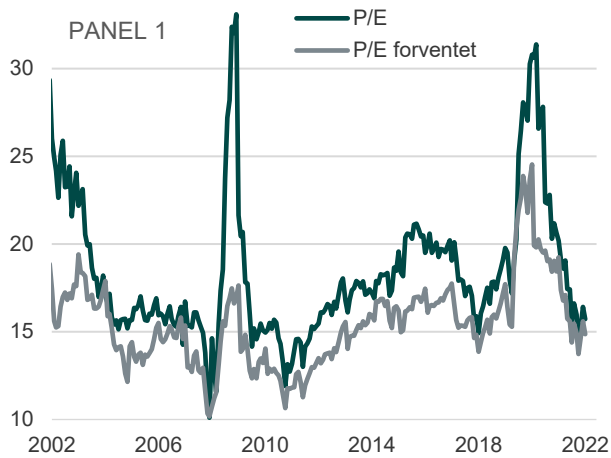
For den interesserte leser, følger her en forklaring av de ulike verdsettelsesgrafene i **FIGUR 15**.

Panel 1, 2 og 3 viser ulike måltall for verdsettelse av verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI. Panel 1 viser verdsettelse målt ved forholdstallet pris dividert på siste 12 måneders inntjening (P/E) og pris på forventet inntjening neste 12 måneder (P/E forventet). Panel 2 viser forholdstallet pris dividert på forventet fri kontantstrøm neste 12 måneder (P/CF forventet). Panel 3 viser forholdstallet pris dividert på bokverdi (P/B). Den viser også syklisk justert P/E, som er forholdstallet pris dividert på inflasjonsjustert gjennomsnittlig inntjening siste 10 år.

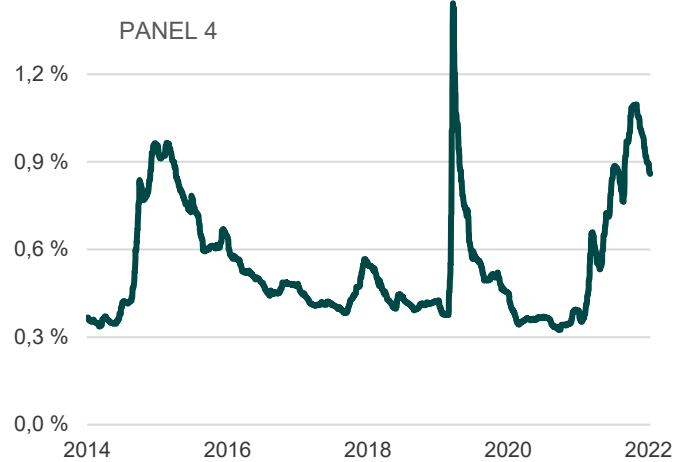
Panel 4 viser kredittpåslag for norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet målt ved NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index. Panel 5 viser kredittpåslag for norske høyrenteobligasjoner målt ved NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged.

Panel 6 kombinerer verdsettelse for aksjer med verdsettelse for obligasjoner. Figuren viser løpende inntjeningsavkastning som er forholdstallet av siste 12 måneders inntjening dividert på pris. Dette er beregnet for MSCI ACWI og kalles løpende inntjeningsavkastning. Figuren viser også løpende renteavkastning for Bloomberg Global Aggregate Treasuries og differansen mellom de to.

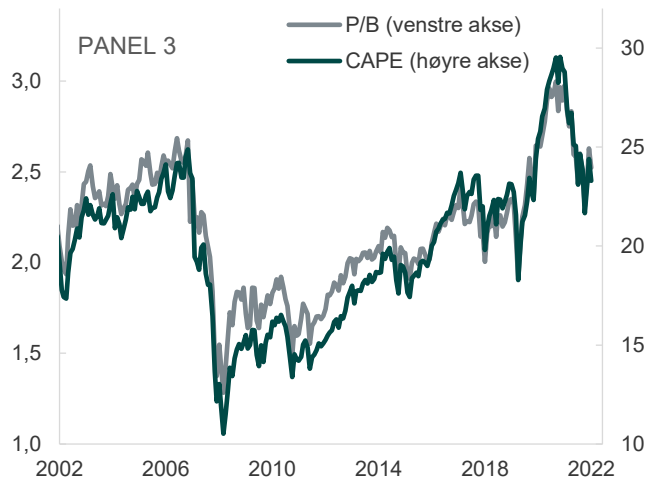
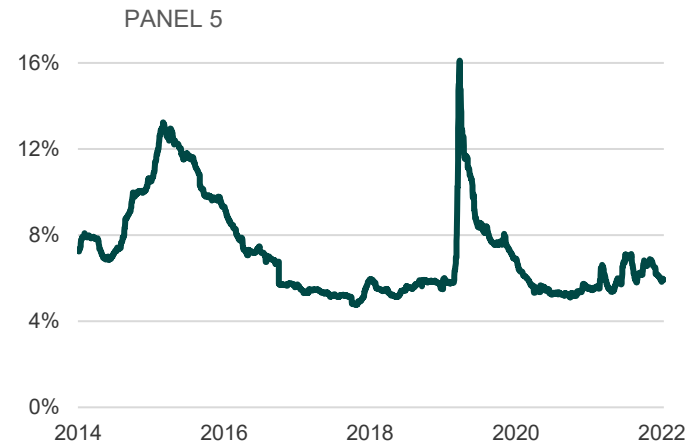
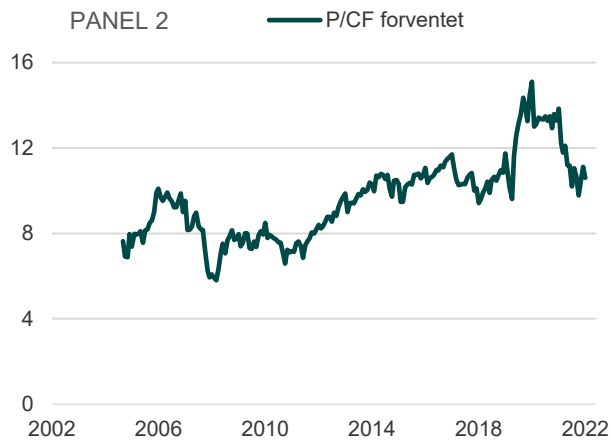
**FIGUR 15**  
Lavere aksjeverdsettelse uavhengig av måltall



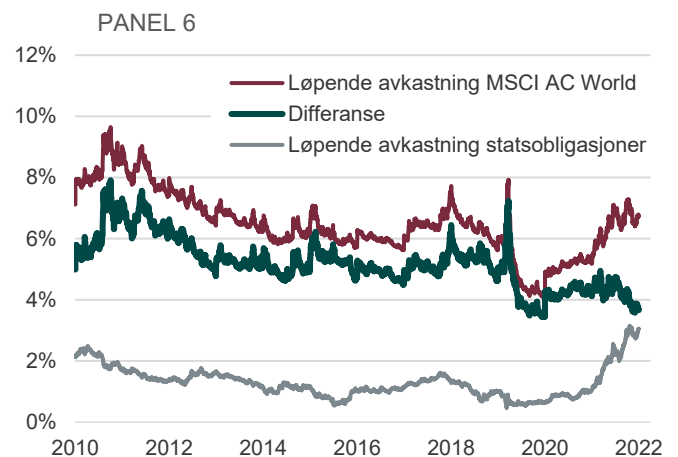
Økt kredittpåslag obligasjoner høy kredittverdighet



Varierende kredittpåslag høyrenteobligasjoner



Løpende overskuddsavkastning globale aksjer



Kilde: Bloomberg, 31.12.2022

### 3. Inntjeningsutvikling

I første kapittel diskuterte vi vår forvaltning. I andre kapittel diskuterte vi momenter ved taktisk allokering. I dette kapittelet er temaet den realøkonomiske utviklingen, sett med en investors fokus på inntjeningsutvikling.

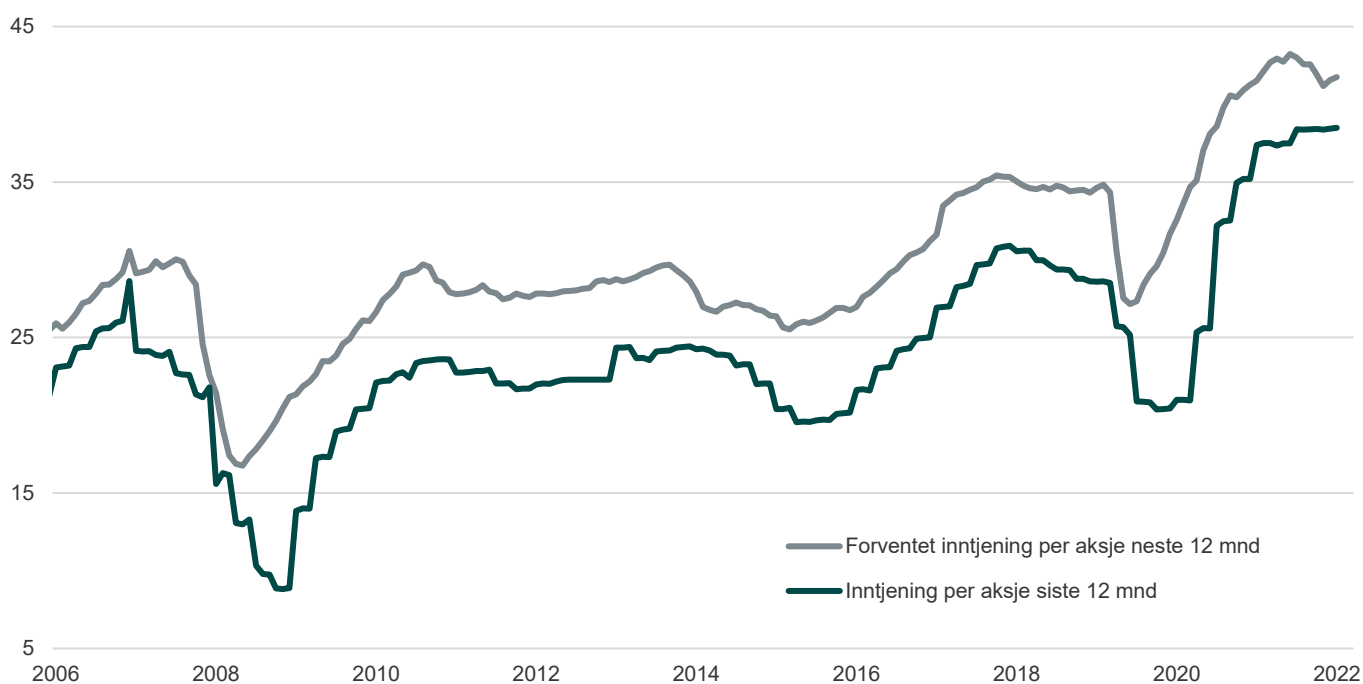
#### 3.1 Hva driver inntjeningsveksten i 2023?

Inntjeningsutviklingen er sentral for enhver investor. Våre månedsbrev framhever verdsettelse, likviditet og sentiment i vurderingene av aktivaklassene. Analyse av inntjeningsutviklingen inngår da i evalueringen av verdsettelsen av aksjemarkedet.

Noen analytikere fokuserer på inntjeningen i sine beregninger, andre bruker forskjellige varianter av kontantstrøm, utbytte eller egenkapitalavkastning. Begrepet inntjeningsutvikling benyttes her som samlebetegnelse. Uavhengig av nyanser i utregningen av måltallet, vil forskjellen og endringene i forventningene til inntjeningsutviklingen mellom selskapene bidra til store forskjeller i tilhørende aksjeverdier.

Verdiene i **FIGUR 16** er en indeksert verdi for alle selskapene i den globale aksjeindeksen MSCI ACWI. Den grønne linjen viser for hvert punkt aggregert inntjening per aksje for foregående 12 måneder. Den grå linjen for samme punkt viser tilsvarende forventet inntjening per aksjer for kommende 12 måneder. Den observante leser kjenner raskt igjen fallet i inntjeningen etter finanskrisen i 2008 og 2009 og fallet i inntjeningen under koronakrisen i 2020. Et stykke ut i finanskrisen snudde forventningene, selv om det tok tid før inntjeningen per aksje begynte å stige. Det samme

**FIGUR 16**  
Forventet og realisert inntjeningsvekst for globale aksjer



Kilde: Bloomberg, 31.12.2022 – Inntjeningen er oppgitt som en indeksert verdi av inntjening per aksje

skjedde etter koronasjokket 2020. Denne forventede veksten i inntjening per aksje var en hovedkraft for den gode aksjeavkastningen i 2021.

Gjennom 2022 kan det dog observeres at forventningene til neste 12 måneders inntjening har falt noe tilbake. Dette var en ytterligere faktor for fallende aksjeverdier i tillegg til renteoppgangen.

Konsensusindikatorer på videre utviklingen i regionene kan finnes i **FIGUR 17**, som viser PMI for USA, eurosonen og Kina. Respondentene i alle regionene, gir nå svar som i sum indikerer tilbakegang, og ikke videre vekst.

Kostnadsutviklingen ligger også til grunn for inntjeningsutviklingen. Den mest omtalte av disse i 2022 var energiprisene. I konflikten mellom Russland og Vesten, merker Europa konkret spenning når energiforsyningen er avhengig av gass fra Russland. Energipriser har ulike roller i inntjeningen, avhengig av om selskapet produserer eller forbruker energi. Når elektrisitetsprisene stiger, er virkningene dog større enn at kraftbrukernes tap blir kraftprodusentenes gevinst. Høye innsatsfaktorer bidrar til inflasjon som legger demper på den generelle forbruksveksten. **FIGUR 18** viser utviklingen av spotprisen på elektrisitet ved den norske elektrisitetsbørsen Norpool. Med moderering av forventningene til realøkonomisk vekst og inflasjon, vil om ikke annet prisen for elektrisitet kunne bli avdempet i 2023.

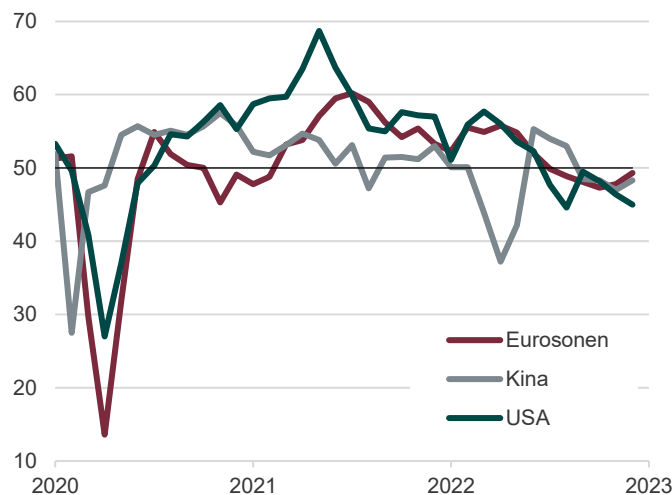
### 3.2 Økonomisk syklus

I flere av de foregående årsbrevene har vi benyttet oss av OECDs samlede ledende indikator (CLI) som utgangspunkt for å diskutere videre økonomisk vekst. **FIGUR 19** viser OECD CLI for OECD-området. Figuren er inndelt i fire felter:

1. Innhenting: lav, men styrket vekst
2. Ekspansjon: høy og styrket vekst
3. Tilbakeslag: lav og svekket vekst
4. Avdemping: høy, men svekket vekst

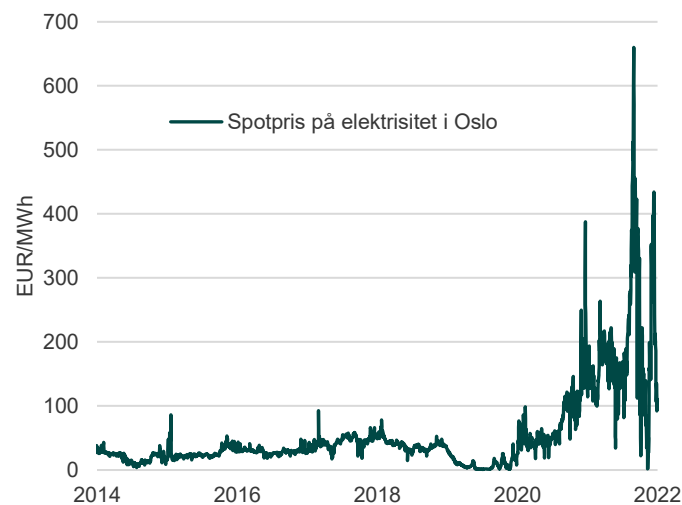
Forventningene gjennom 2020 var preget av sterke avvik som følge av koronakrisen og er sett bort fra i figuren. I desember 2020 reflekterte OECD CLI for OECD-området forventninger om innhenting. Gjennom vår og sommer

**FIGUR 17**  
PMI indikerer tilbakegang i alle store regioner



Kilde: Markit, Bloomberg, 31.12.2022

**FIGUR 18**  
Utvikling av spotpris på elektrisitet



Kilde: Norpool Power Day-ahead Price, Bloomberg, 10.01.2023

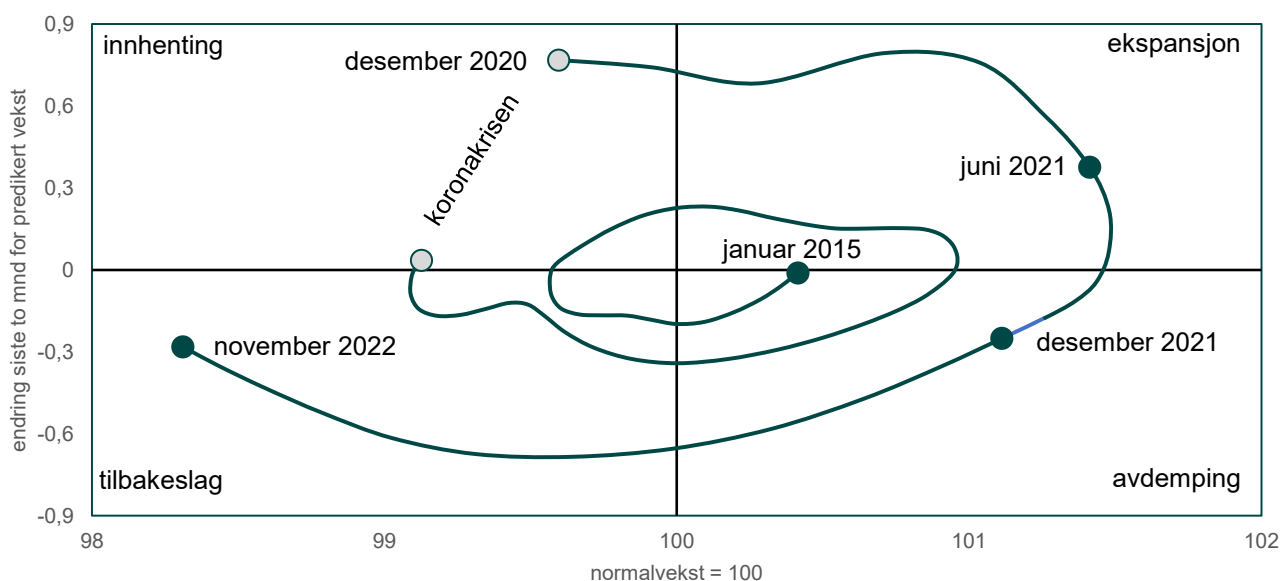
2021 gikk forventningene over til ekspansjon, med høy og ytterligere styrket vekst. Ved inngangen til 2022 endret forventningene seg til avdemping, med fortsatt høy, men svekket vekst. Mot sommeren 2022 gikk forventningene over til tilbakeslag, med lav og ytterligere svekket vekst. Den realiserte veksten, målt av OECD, ligger nå rundt trendvekst.

PMI-indikatoren fra Markit i **FIGUR 17** viser fallende produksjon. Noen analytikere hevder det ikke er noen sammenheng mellom realøkonomisk produksjon og aksjemarkedet. Realøkonomien, som målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP), er ikke nødvendigvis en predikator for inntjeningsutviklingen, men selskapenes inntjening er en signifikant del av BNP. Utviklingen i BNP gjenspeiler seg i selskapene og påvirker markedene. Vurderinger rundt framtidig utvikling i BNP er til dels også en vurdering av den underliggende realøkonomien som ligger til grunn for inntjeningen. Sammenhengen mellom realøkonomien går intuitivt via inntjeningen, som er en del av BNP. Sammenhengen avhenger naturligvis også av andre elementer, men den kan illustreres som i **FIGUR 12** i kapittel 2.1.

Skulle inntjeningsutviklingen bli negativ i tråd med OECD CLI og PMI, er det viktig å være investert i riktige aksjer. Kvalitetsaksjer holdt inntjeningen sterkest gjennom forrige realøkonomiske krise – koronakrisen og den foregående inntjeningsresesjonen i 2015. Kvalitetselskaper kan ikke unngå verdifall isolert sett, men står seg sterkere enn andre selskapstyper i tøffere tider. Skulle inntjeningsutviklingen overraske positivt, men renteutviklingen likevel nå sin topp i 2023, vil eventuelt kvalitetsaksjer, på samme måte som de falt ekstra mye ved høyere rentenivå, få sterkere relativ avkastning ved fall i rentenivået.

De tema vi her har reist i årsbrevet som aktuelle faktorer å følge med på i 2023, vil vi naturlig følge opp gjennom månedsbrevene gjennom året. Takk for at du tok deg tid til å lese våre betraktninger ved inngangen til 2023.

**FIGUR 19**  
**OECD sine ledende indikatorer har vist seg å være en god prediksjon på økonomisk utvikling**



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, OECD, 07.01.23

Relevante markedsindikatorer per 31. desember 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	1 mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs / yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,2 %	0,6 %	1,2 %	1,2 %	1,9 %	3,6 %	2,99 %
NBP Standard Liquidity Index	0,5 %	1,1 %	1,7 %	1,7 %	3,7 %	7,0 %	3,85 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	1,2 %	2,4 %	-2,0 %	-2,0 %	2,3 %	5,6 %	4,09 %
NBP høyrenteobligasjoner	1,3 %	3,4 %	5,2 %	5,2 %	15,3 %	25,7 %	9,28 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-1,3 %	0,7 %	-12,2 %	-12,2 %	-8,7 %	-1,9 %	3,73 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-0,1 %	6,0 %	-12,6 %	-12,6 %	-8,2 %	-1,9 %	9,42 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1,9 %	9,4 %	-7,1 %	-7,1 %	20,8 %	40,8 %	1 116,16
Oslo Børs Hovedindeks	-2,6 %	7,8 %	-1,0 %	-1,0 %	27,7 %	46,0 %	1 189,00
Oslo Børs Small Cap Index	1,5 %	12,8 %	-1,8 %	-1,8 %	24,0 %	31,2 %	873,76
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	5,9 %	12,5 %	-6,7 %	-6,7 %	52,3 %	100,6 %	3 334,14
VINX Benchmark Cap	0,1 %	10,1 %	-12,9 %	-12,9 %	35,1 %	57,0 %	--
MSCI ACWI	-4,3 %	-1,1 %	-9,2 %	-9,2 %	25,6 %	54,2 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-4,8 %	7,0 %	-18,0 %	-18,0 %	8,7 %	--	--
MSCI World	-4,6 %	-1,1 %	-9,0 %	-9,0 %	29,1 %	61,0 %	--
MSCI World Hedged NOK	-5,1 %	7,1 %	-18,0 %	-18,0 %	11,1 %	--	--
MSCI Emerging World	-1,8 %	-1,2 %	-11,2 %	-11,2 %	2,9 %	11,4 %	--
MSCI Frontier World	-1,9 %	-10,7 %	-18,1 %	-18,1 %	-0,1 %	5,4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-0,4 %	7,5 %	-5,6 %	-5,6 %	16,2 %	31,1 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-3,2 %	-8,8 %	-28,1 %	-28,1 %	-17,3 %	-2,9 %	--
MSCI Developed North America	-6,2 %	-3,6 %	-10,5 %	-10,5 %	36,3 %	79,7 %	--
MSCI Emerging Latin America	-4,4 %	-4,7 %	21,1 %	21,1 %	-3,6 %	13,2 %	--
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan	-0,9 %	1,0 %	-8,3 %	-8,3 %	9,6 %	20,3 %	--
MSCI Japan	-0,1 %	2,0 %	-7,3 %	-7,3 %	8,4 %	20,9 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-4,8 %	-7,7 %	-28,3 %	-28,3 %	-1,6 %	16,9 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-7,4 %	-10,6 %	-24,1 %	-24,1 %	13,5 %	42,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	-1,8 %	0,2 %	3,9 %	3,9 %	25,3 %	46,1 %	--
MSCI ACWI Energy	-4,0 %	6,1 %	48,0 %	48,0 %	44,4 %	51,2 %	--
MSCI ACWI Financials	-2,8 %	3,0 %	0,2 %	0,2 %	20,5 %	34,0 %	--
MSCI ACWI Health Care	-1,5 %	1,9 %	4,3 %	4,3 %	41,5 %	88,9 %	--
MSCI ACWI Industrials	-2,4 %	5,9 %	-3,4 %	-3,4 %	25,4 %	45,2 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-8,2 %	-4,7 %	-23,4 %	-23,4 %	42,7 %	111,4 %	--
MSCI ACWI Materials	-3,1 %	4,7 %	-1,7 %	-1,7 %	37,0 %	47,9 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-3,7 %	-4,6 %	-16,2 %	-16,2 %	-3,2 %	17,7 %	--
MSCI ACWI Utilities	-0,4 %	-0,6 %	6,0 %	6,0 %	21,6 %	59,8 %	--
USDNOK	-0,4 %	-9,9 %	11,2 %	11,2 %	11,7 %	19,5 %	9,80
EURNOK	2,4 %	-1,7 %	4,7 %	4,7 %	6,6 %	6,5 %	10,49
GBPNOK	0,0 %	-2,5 %	-0,6 %	-0,6 %	1,9 %	7,0 %	11,86
SEKNOK	0,3 %	-4,1 %	-3,3 %	-3,3 %	0,3 %	-6,2 %	0,94
Bloomberg Commodity	-2,4 %	2,2 %	16,1 %	16,1 %	43,0 %	36,6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	1,7 %	3,3 %	14,5 %	14,5 %	55,1 %	41,1 %	--
Bloomberg Industrial Metal	2,2 %	16,4 %	-2,4 %	-2,4 %	48,0 %	27,5 %	--
Brent Crude (ICE)	0,6 %	-2,3 %	10,5 %	10,5 %	30,2 %	28,5 %	85,91
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-4,2 %	15,7 %	4,8 %	4,8 %	-0,5 %	36,5 %	74,71
Gull spot	3,1 %	9,8 %	-0,3 %	-0,3 %	20,2 %	40,0 %	1 824,02
Aluminium spot	-4,0 %	9,0 %	-16,3 %	-16,3 %	31,9 %	4,1 %	2 349,51
Kobber spot	1,7 %	8,9 %	-14,1 %	-14,1 %	36,0 %	16,1 %	8 364,76

Obligasjonsindeksene er oppgitt i NOK eller sikret til NOK. Aksjeindeksene, hvor annet ikke er angitt, er oppgitt i omregnet til NOK i åpen valuta. Bloombergs råvareindekser, oljeprisen og metallprisene er oppgitt i USD.

**Ansvarsbegrensning.** Dette markedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.