

Den langsiktige avkastningsdriveren

Oslo, 6. mars 2023

En refleksjon

"In the long run, investing is not about markets at all. Investing is about enjoying the returns earned by businesses."

John Clifford Bogle, grunnlegger av The Vanguard Group

I det lange løp drives avkastning av inntjening

Den langsiktige investor fokuserer på den langsiktige avkastningen. Den drives mye av selskapenes inntjening.

For de med kort investeringshorisont er det mange faktorer som gir store utslag, og de skifter. Siste dagers finansnyheter betyr mye for siste dagers kurssvingninger.

Figuren til høyre gir et eksempel og viser totalavkastningen for Microsoft, et selskap som gjerne har inngått i fond med kvalitet som investeringsfilosofi. Søylen viser totalavkastning siste 20 år i USD, til og med 2022. Denne perioden startet da teknologiboblen stort sett var over og har med både finanskrisen, koronapandemi og renteøkning. Totalavkastningen til venstre er dekomponert i tre felt: Det røde feltet viser den delen av avkastningen som kan tilskrives endret forholdstall mellom pris og inntjening (P/E). Det grå feltet viser effekten av utbytte reinvestert i aksjen i perioden. Det resterende, grønne feltet er da bidraget til inntjeningen etter utbytte.

Fra år til år kan multipler som P/E svinge mye og bety mye for avkastningen. Det er illustrert med den røde søylen i midten som viser de sterkeste årlige utslagene for P/E i perioden. Den grønne søylen til høyre spenner fra sterkest årlig fall i inntjening til sterkest økning. Forskjellen på kort og lang sikt ligger i at inntjeningen kan fortsette å vokse, mens P/E vil svinge bety stadig mindre for den langsiktige avkastningen. Utbytte og tilbakeholdt inntjening vil derimot kunne få stor betydning, som i dette eksempelet med Microsoft.

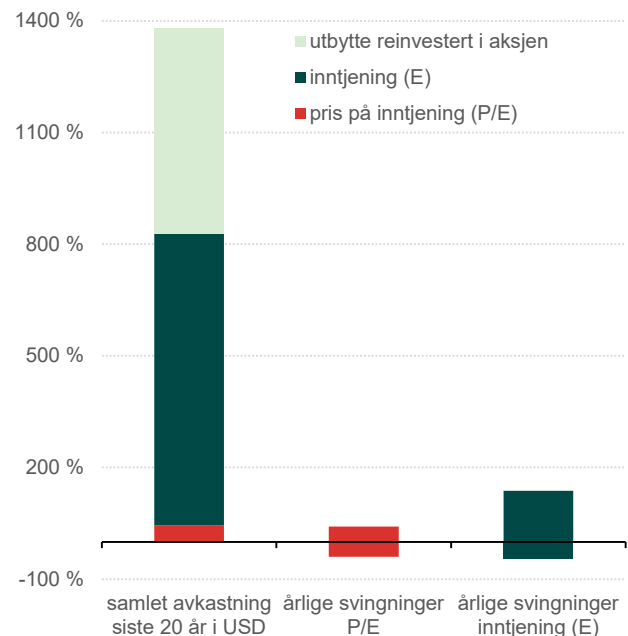
Noen år tilbake kom [artikkelen](#) av professor Hendrik Bessembinder hvor han viste at kun 4 % av børsnoterte selskaper i USA skapte hele verdistigningen, målt i dollar over selskapenes levetid. I høst kom [studien](#) som utdypet søket etter forklaringer på hva som kan ha drevet dette. Det er en omfattende analyse som dekker en stor bredde av selskaper, så sant data er tilgjengelig.

Prof. Bessembinder søker etter forklaring av langsiktig, selskapsspesifikk avkastning blant annet i total kapitalavkastning, som her er definert som årsoverskudd dividert på total kapital. Denne faktoren er velkjent i en kvalitetsorientert investeringsfilosofi. Han studerte det halve århundret fra og med 1970-tallet til og med 2010-tallet, hvor

det var tilstrekkelig tilgjengelig regnskapsdata. Studien fant at den femtedelen av de amerikanske selskapene med sterkest total kapitalavkastning hadde 11 % årlig meravkastning over amerikanske statskasserveksler (Treasury Bills). Vekst i inntjeningen forklarte avkastningsforskjeller i enda sterkere grad.

Prof. Bessembinder hevder ikke at dette kan predikere avkastning, men at studien gir nytt lys til forklaring av at relativt få selskaper står for en relativt stor del av markedsavkastningen.

Dekomponering av avkastning for Microsoft



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sitatet av John C. Bogle innledningsvis føyer seg inn i rekken av utsagn fra fundamentalt orienterte forvaltere, hvor alle framhever en eller annen variant av at det er verdiskapningen i det enkelte selskapet som betyr mest på sikt. Det kan måles i kontantstrøm eller inntjening, nominelt eller som nøkkeltall, men det sentrale er å ha øynene festet på den horisonten som betyr noe for deg som investor.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 10,3 % hittil i år, per 28. februar, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK og Oslo Børs Fondsindeks steget henholdsvis 4,4 % og 6,3 %. Sterkest stillavkastning har vekst og kvalitet hatt med henholdsvis 13,1 % og 10,2 % avkastning i samme periode, målt i NOK.

Norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, har falt 0,5 % hittil i år per 28. februar, målt i NOK. Løpende renteavkastning har steget fra 4,1 % ved nyttår til 4,5 % per 28. februar. Kredittpåslaget har falt fra 90 basispunkter ved nyttår til 79 basispunkter per 28. februar. Dette nivået er fremdeles blant de høyeste siden indeksens oppstart i 2014.

Norske høyrenteobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NOHYNH har steget 2,9 % hittil i år per 28. februar. Løpende renteavkastning har falt fra 9,3 % ved nyttår til 9,1 % i perioden. Kredittpåslaget har falt litt i perioden.

Globale kredittobligasjoner høy kredittverdighet sikret til NOK, målt ved Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK, har steget 0,4 % hittil i år per 28. februar. Løpende renteavkastning har steget fra 3,7 % per nyttår til 3,9 % per 28. februar.

Globale høyrenteobligasjoner sikret til NOK, målt ved Bloomberg Global High Yield Hedged NOK, har steget 2,1 % hittil i år per 28. februar. Løpende renteavkastning har falt fra 9,4 % ved nyttår til 9,2 % per 28. februar.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

På nytt har inflasjonen overrasket i styrke for mange investorer. Det har gitt endringer i forventede sentralbankrenter. Figuren til høyre viser endringen i forventet styringsrente fra Federal Reserve, målt ved Fed Funds Futures. Ved nyttår var forventningen en rentetopp rundt sommeren, under 5,0 %. Fredag 5. mars var forventningen steget til en rentetopp oppunder 5,5 % utpå høsten i år, samt at styringsrenten, selv ved utgangen av inneværende år vil ligge over 5,0 %.

Federal Reserve sin styringsrente ligger nå på 4,75 %. Deres egen forventning til inflasjonen og styringsrenten vil oppdateres 16. mars. Det vil da være interessant å følge med på om forventningene er endret fra forrige offentliggjøring, da de anså at inflasjonen vil være nær målsetningen i 2024-2025 og at styringsrenten gradvis vil falle til 2,5 %, som er en langsiktig forventning. Norges Bank har satt styringsrenten til 2,75 %, den europeiske sentralbanken til 3,0 % og Bank of England til 4,0 %.

Verdsetting

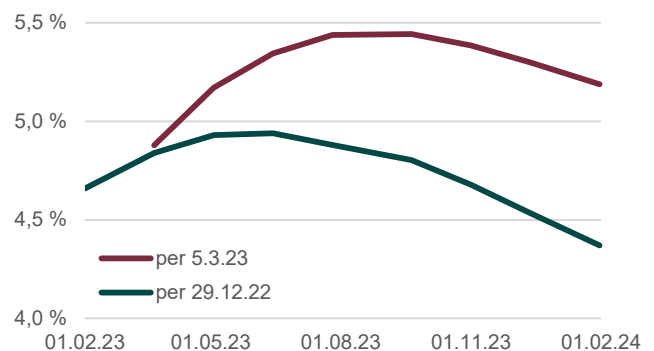
Verdsettingen er det siste året blitt redusert ved at inntjeningen har kommet tilbake etter koronapandemien og med fallende aksjekurser i 2022.

Konklusjon

Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Det er stigende renter og den fundamentale usikkerheten som skaper usikkerhet ved verdsettingen. Selv om realisert inntjening holder seg, har forventet inntjening falt til nivåer som tilsvarer om lag nullvekst i inntjeningen.

Endring i forventet styringsrente fra Federal Reserve



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet

Sentimentet har vært svært skiftende i det volatile markedet i fjor, men det har vært positivt for brede aksjeindekser for USA og Europa i januar og februar.

Verdsettingen er rundt langsiktig nivå, gitt at inntjeningen holder seg stabil i det globale aksjemarkedet. Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen.

Sentimentet vurderes som positivt. Vi er om lag nøytralvektet risiko og gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 28. februar 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert	1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield	Kurs
Norske renteindekser								
NOLIQSTD	0.34%	1.26%	0.76%	2.36%	4.16%	7.54%	3.72%	
NOGOVD3M	0.18%	0.72%	0.45%	1.63%	2.27%	4.02%	3.16%	
NORM123D3	-1.50%	0.85%	-0.52%	-1.47%	0.06%	5.57%	4.50%	
NOHYNH	1.12%	4.31%	2.85%	8.98%	17.82%	28.08%	9.06%	
Globale renteindekser								
Bl. Global Agg. H. NOK	-1.80%	-0.82%	0.36%	-9.32%	-11.19%	-0.48%		
Bl. Global HY H. NOK	-1.61%	2.53%	2.10%	-6.60%	-5.04%	0.82%		
Norske aksjeindekser								
OSEFX	3.21%	5.46%	6.31%	0.39%	43.63%	49.94%		
OSEBX	3.80%	3.33%	4.37%	3.22%	49.46%	51.37%		1240.9
OSEEX	7.59%	13.53%	6.56%	-0.53%	63.94%	98.43%		
Nordiske aksjeindekser								
VINX BM Cap NOK NI	4.94%	10.48%	10.83%	12.85%	50.54%	77.23%		
VINX Real Estate NOK NI	-0.76%	9.06%	9.94%	-23.00%	-9.16%	59.06%		
Globale aksjeindekser regioner								
MSCI ACWI NR	0.97%	5.96%	10.26%	8.12%	42.33%	74.31%		
MSCI ACWI NR NOK Hedged	-2.03%	1.72%	4.40%	-7.90%	23.81%			
MSCI World NR	1.45%	5.76%	10.69%	9.22%	46.66%	83.23%		
MSCI World NR NOK Hedged	-1.66%	1.59%	4.80%	-7.18%	27.23%			
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.30%	11.56%	14.39%	16.60%	40.45%	56.87%		
MSCI Developed North America	1.31%	4.31%	10.12%	7.34%	52.45%	102.71%		
MSCI Emerging Latin America NR	-2.50%	6.78%	9.16%	17.54%	18.38%	17.55%		
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-3.08%	8.88%	7.28%	3.77%	19.05%	31.69%		
MSCI Japan NR	-0.04%	4.64%	8.18%	6.90%	22.22%	31.74%		
MSCI Emerging Mkts NR	-2.79%	7.71%	6.87%	-0.15%	13.73%	19.55%		
Globale aksjeindekser sektorer								
MSCI ACWI Communication Services	-1.00%	10.51%	14.11%	-8.51%	11.26%	44.24%		
MSCI ACWI Consumer Discretionary	0.10%	9.41%	16.39%	0.85%	34.63%	65.46%		
MSCI ACWI Consumer Staples	1.40%	1.67%	4.70%	13.12%	34.64%	66.98%		
MSCI ACWI Energy	-0.92%	-0.16%	3.98%	33.68%	78.76%	70.77%		
MSCI ACWI Financials	1.54%	8.53%	11.66%	13.52%	43.11%	50.88%		
MSCI ACWI Health Care	-0.50%	-0.76%	0.95%	14.62%	44.99%	95.83%		
MSCI ACWI Industrials	2.79%	7.19%	10.75%	16.38%	44.62%	65.56%		
MSCI ACWI Information Technology	3.52%	8.53%	16.51%	1.89%	62.57%	140.15%		
MSCI ACWI Materials	-2.08%	6.79%	9.69%	9.34%	64.91%	68.56%		
MSCI ACWI Real Estate	-2.02%	6.25%	8.79%	0.57%	5.71%	40.80%		
MSCI ACWI Utilities	-1.51%	-0.77%	0.20%	10.19%	17.97%	74.61%		
Globale aksjeindekser stiler								
MSCI ACWI Growth	1.31%	7.28%	13.10%	1.94%	40.05%	85.71%		
MSCI ACWI Minimum Volatility	0.03%	0.83%	3.69%	10.56%	21.26%	62.05%		
MSCI ACWI Momentum	0.48%	-0.05%	3.65%	3.78%	31.30%	70.61%		
MSCI ACWI Quality	1.31%	5.57%	10.16%	5.01%	43.93%	95.44%		
MSCI ACWI Value	0.63%	4.72%	7.60%	13.90%	41.08%	58.99%		
Valuta								
USDNOK	3.95%	3.63%	5.92%	17.86%	10.49%	31.36%		10.4
EURNOK	1.32%	6.04%	4.73%	11.21%	6.04%	14.07%		11.0
GBPNOK	1.50%	4.12%	5.24%	5.62%	3.62%	14.86%		12.5
SEKNOK	3.87%	4.43%	5.42%	6.47%	1.43%	4.10%		99.2
Råvarer								
Brent Crude	-0.71%	0.84%	-2.35%	-16.93%	66.05%	27.53%		83.9
LBMA Gold Price	-5.16%	4.47%	0.60%	-4.46%	13.34%	38.45%		1824.6
MSCI ACWI Commodity NR	-6.23%	-1.20%	-0.88%	5.35%	70.71%	37.59%		
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	25.28%	44.18%	50.53%	27.91%	64.37%	80.80%		112.5
S&P Goldman Sachs Commodity	-0.20%	-0.07%	1.02%	1.89%	79.36%	72.39%		
Andre indekser								
Dow Jones	-0.15%	0.85%	4.72%	15.66%	51.03%	91.53%		
FTSE EPRA/NAREIT	-0.64%	7.38%	10.34%	0.05%	6.87%	44.99%		
Hang Seng	-5.89%	18.44%	5.28%	5.45%	-9.19%	-1.11%		
NASDAQ 100	3.56%	8.27%	16.78%	0.31%	61.18%	142.21%		
S&P 500	1.41%	4.58%	9.83%	8.49%	55.92%	110.45%		

Kilde er Bloomberg Data License eller direkte fra administrator. Omregning til NOK med Bloombergs standard New York Valutakurs om tilgjengelig for 01.01.2023. Omregning til NOK med MSCIs standard valutakurser fra og med 01.01.2023. LBMA Gold Price og Brent Crude er oppgitt i USD.

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet 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.