

Hvilke selskaper beholder inntjeningen best i dårligere tider?

Oslo, 8. mai 2023

En refleksjon

“The investor with a portfolio of sound stocks should expect their prices to fluctuate and should neither be concerned by sizable declines nor become excited by sizable advances.”

“The Intelligent Investor”, Benjamin Graham

Kvalitetsselskaper har mer stabil inntjening

Uansett hva du mener om sannsynligheten for svakere økonomiske tider foran oss, vil vi framheve styrken i kvalitetsselskaper.

Det skrives mye om hvilken realøkonomisk vekst vi kan forvente. Det internasjonale pengefondet (IMF) påpeker i [World Economic Outlook](#) av april at den siste tidens reduksjon i inflasjon kommer av blant annet reduserte energipriser, mens kjerneinflasjonen fremdeles er høy. IMF forventer 1,3 % vekst i 2023, som er det laveste nivået på mange år og under veksten i perioden 2015 til 2022.

Hvilke selskaper vil du eie dersom det blir dårligere tider? Kvalitetsaksjer har jevnt over bedre marginer og mindre konjunkturfølsom omsetning.

Figuren under viser de to periodene i senere år hvor det finnes gode indekstall for kvalitetsselskaper, målt ved MSCI ACWI Quality. Vi benytter rullerende 12 måneders inntjening for henholdsvis MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value i illustrasjonen under.

Figuren viser at for inntjeningsfallene observert i 2015 og 2020, falt inntjeningen for MSCI ACWI Quality betraktelig mindre enn for MSCI ACWI Value. [MSCI ACWI Quality](#) består

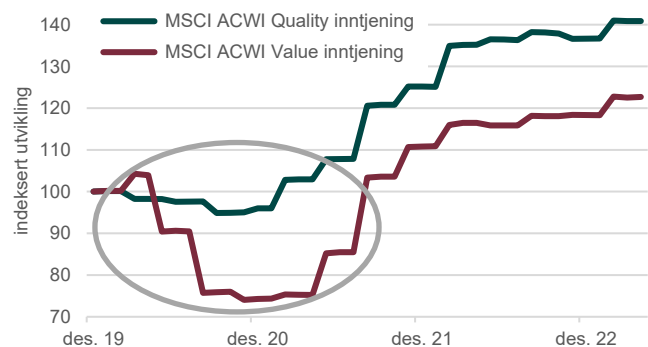
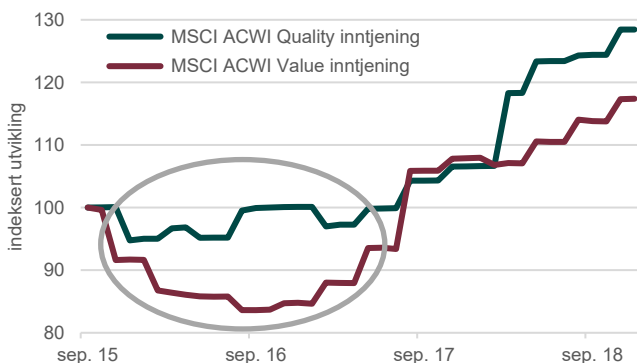
av selskaper med høy egenkapitalavkastning, stabil årlig inntjeningsvekst og lav gjeldsgrad. Vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi strekker seg dypere enn de nevnte regnskapstallene for å definere kvalitetsselskaper. Vi ser også på forretningsmodell, selskapsledelse og markedsposisjon. Poenget blir likevel det samme: Når vi søker å være investert i gode selskaper, er dette selskaper som også håndterer dårligere tider godt.

Markedsverdiene kan, i situasjoner som illustrert under, falle like mye for alle typer aksjer inntil markedet lærer å skille mellom selskaperens kvalitet.

For Benjamin Graham, som tidlig løftet fram den objektive verdipapiranalysen, handlet det mer om å kjøpe de gode selskapene til en riktig pris. Med fokus på finne fundamentalt gode selskaper til porteføljen, tar ikke lenger markedets stadige svingninger nattesøvnen. Dette formulerte han som gjengitt i refleksjonen over.

For våre investorer handler det også om langsiktighet i investeringene. Den langsiktige investor har mer fokus på de underliggende verdiene og tilhørende inntjening enn på å treffe konjunktursyklus. Samtidig gjelder det å være investert i de selskapene som tåler realøkonomiens svingninger bedre.

Kvalitetsaksjer kom mye bedre ut av det i de to siste inntjeningsfallene i 2015 og 2020



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 18,2 % hittil i år, per 30. april, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK og Oslo Børs Fondsindeks steget henholdsvis 8,3 % og 5,8 %.

Hittil i år er det vekst- og kvalitetsaksjer som har gitt klart best avkastning. MSCI ACWI Growth og MSCI ACWI Quality har gitt henholdsvis 25,0 % og 22,2 % hittil i år, per 30. april, målt i NOK.

Løpende renteavkastning for norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, har steget marginalt fra 4,1 % ved nyttår til 4,3 % per 30. april. Kredittpåslaget har falt marginalt fra 90 basispunkter ved nyttår til 85 basispunkter per 30. april. Dette nivået er fremdeles blant de høyeste siden

indeksens oppstart i 2014. Siden oppstart har ikke løpende renteavkastning vært over 5,0 %. Kredittpåslaget har i samme periode ikke vært over 100, med unntak av starten av koronapandemien. Ved en realøkonomisk utvikling som tilsier et større rentefall, vil denne aktivaklassen kunne skape en god avkastning.

Løpende renteavkastning for norske høyrenteobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NOHYNH har steget fra 9,3 % ved nyttår til 9,8 % i perioden. Kredittpåslaget har steget marginalt i perioden. Disse nivåene er ikke svært høye sammenlignet med historikk siden indeksens oppstart i 2014. Både i perioden etter oljeprisfallet i 2014 og i en lengre periode under koronapandemien, var begge måltallene høyere.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Forventningene til amerikanske styringsrenter har falt kraftig siste to måneder, som vist ved futures på Federal Reserve (Feds) styringsrente i figuren til høyre. Det i seg selv har vært en drivkraft for aksjeavkastningen siste måneder, men avgjør ikke de videre forventningene til aksjeavkastningen.

Endringen i forventningene kan på den ene siden tolkes til at Fed og andre sentralbanker nå har strammet pengepolitikken nok til å temme inflasjonen og ser en viss lettelse i inflasjonen. Derfor kan renten settes noe ned, nærmere den langsiktige likevektsrenten.

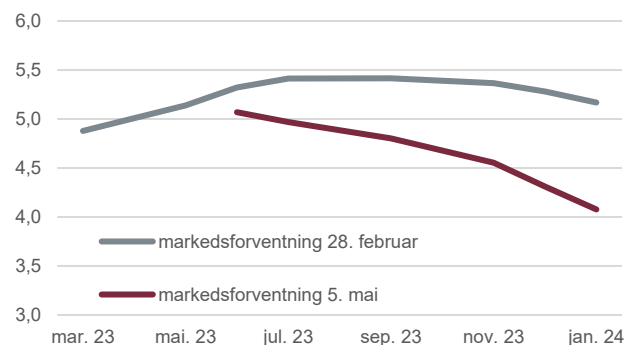
På den annen side noterer vi at markedet forventer større rentenedsettelse enn Fed selv. Kraftige rentenedsettelse vil bli nødvendig ved resesjon, som nesten aldri har kommet uten aksjefall, jamfør BCA Research. Selv med styringsrente på 4,0 % er rentekurven fallende, med dagens 3,4 % løpende rente på 10-årige amerikanske statsobligasjoner.

Verdsetting

Nå er verdsettingen i det amerikanske aksjemarkedet, ifølge BCA Bank Credit Analysis som publisert 1. mai, tilsvarende en

veldig mild resesjon. MSCI ACWI er verdsatt i tråd med snittet siste 10 år, mens vekst og kvalitetsaksjer fremdeles er priset høyere enn snittet siste 10 år.

Markedsforventninger til styringsrenter har falt kraftig



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet

Sentimentet er skiftende i det volatile markedet for brede aksjeindekser for USA og Europa etter nyttår, men er nå positivt.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram. Hvor stram den er, avhenger av synet på langsiktig likevektsrente. Markedet forventer helt klart lavere renter.

Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen, og forventet inntjeningsvekst er positiv, men på lavt nivå.

Sentimentet er positivt.

Taktiske vektorer har glidd ved markedsutviklingen, men ikke mer enn til svak overvekt for aksjer samlet sett. Vi følger med på denne utviklingen, men gjør ingen taktiske endringer nå.

Relevante markedsindikatorer per 30. april 2023

Avkastningsperiode, ikke annualisert	1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield	Kurs
Norske renteindekser								
NOLIQSTD	0.38%	0.91%	1.29%	2.68%	4.52%	7.85%	4.31%	
NOGOVD3M	0.21%	0.66%	0.92%	1.97%	2.34%	4.46%	3.43%	
NORM123D3	-0.10%	-0.17%	0.78%	1.09%	-0.40%	6.58%	4.30%	
NOHYNH	1.28%	1.95%	3.54%	7.02%	39.38%	27.80%	9.76%	
Globale renteindekser								
Bl. Global Agg. H. NOK	0.38%	0.80%	2.83%	-2.32%	-8.81%	1.72%		
Bl. Global HY H. NOK	0.20%	-1.01%	2.62%	-1.90%	7.66%	1.68%		
Norske aksjeindekser								
OSEFX	2.71%	2.49%	5.76%	-1.68%	53.30%	42.24%		
OSEBX	2.75%	2.62%	3.15%	-1.08%	58.23%	42.62%		1226.4
OSEEX	7.01%	11.18%	9.70%	4.55%	89.08%	114.59%		
Nordiske aksjeindekser								
VINX BM Cap NOK NI	5.30%	12.77%	19.66%	19.45%	56.61%	91.09%		
VINX Real Estate NOK NI	7.34%	-3.99%	8.55%	-16.23%	3.00%	52.11%		
Globale aksjeindekser regioner								
MSCI ACWI NR	3.17%	9.23%	18.24%	15.76%	46.20%	86.67%		
MSCI ACWI NR NOK Hedged	1.32%	2.41%	8.30%	0.27%	36.15%			
MSCI World NR	3.49%	10.37%	19.08%	17.02%	50.37%	96.54%		
MSCI World NR NOK Hedged	1.58%	3.36%	9.05%	1.10%	40.14%			
MSCI Developed Europe (EMEA)	5.93%	12.79%	25.09%	27.07%	55.44%	66.67%		
MSCI Developed North America	3.05%	10.61%	18.25%	14.76%	52.95%	118.98%		
MSCI Emerging Latin America NR	4.44%	4.39%	15.93%	19.05%	65.58%	25.95%		
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-0.02%	-0.60%	11.17%	7.25%	19.87%	36.33%		
MSCI Japan NR	2.08%	6.80%	15.77%	18.30%	22.60%	41.14%		
MSCI Emerging Mkts NR	0.55%	0.53%	11.64%	6.03%	18.02%	26.11%		
Globale aksjeindekser sektorer								
MSCI ACWI Communication Services	3.48%	13.33%	29.48%	11.38%	16.79%	61.03%		
MSCI ACWI Consumer Discretionary	0.86%	7.29%	23.01%	11.06%	31.62%	73.36%		
MSCI ACWI Consumer Staples	5.56%	13.83%	16.54%	17.93%	37.13%	86.53%		
MSCI ACWI Energy	5.85%	4.97%	9.54%	27.26%	108.78%	62.80%		
MSCI ACWI Financials	5.03%	1.12%	10.53%	14.00%	56.03%	52.31%		
MSCI ACWI Health Care	5.25%	9.75%	10.48%	18.16%	35.40%	114.07%		
MSCI ACWI Industrials	2.42%	9.41%	16.76%	22.78%	57.35%	77.53%		
MSCI ACWI Information Technology	1.05%	16.70%	29.97%	18.11%	62.71%	173.48%		
MSCI ACWI Materials	1.34%	2.40%	13.99%	8.98%	61.28%	76.05%		
MSCI ACWI Real Estate	3.35%	0.88%	10.93%	-3.88%	11.40%	37.51%		
MSCI ACWI Utilities	4.67%	9.60%	11.03%	12.72%	31.23%	79.63%		
Globale aksjeindekser stiler								
MSCI ACWI Growth	2.87%	13.03%	25.01%	16.21%	41.01%	105.58%		
MSCI ACWI Minimum Volatility	4.57%	9.86%	13.39%	14.42%	26.15%	74.74%		
MSCI ACWI Momentum	4.61%	7.89%	10.53%	12.42%	30.25%	83.47%		
MSCI ACWI Quality	3.31%	13.58%	22.20%	16.88%	44.51%	118.93%		
MSCI ACWI Value	3.48%	5.51%	11.89%	14.85%	48.86%	64.59%		
Valuta								
USDNOK	1.70%	6.82%	8.63%	13.42%	3.94%	32.91%		10.6
EURNOK	3.40%	8.45%	11.85%	18.66%	4.58%	21.24%		11.7
GBPNOK	3.61%	8.57%	12.85%	13.39%	3.75%	21.29%		13.4
SEKNOK	2.94%	8.20%	10.33%	8.60%	-1.11%	13.30%		103.8
Råvarer								
Brent Crude (USD/Boe)	-0.29%	-6.31%	-7.41%	-27.25%	214.76%	5.81%		79.5
LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	0.14%	3.04%	9.31%	3.73%	16.43%	50.97%		1982.6
MSCI ACWI Commodity NR	2.55%	-3.98%	1.26%	6.36%	96.05%	32.30%		
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-4.85%	24.35%	49.42%	12.84%	97.72%	67.14%		120.6
S&P Goldman Sachs Commodity	0.10%	0.60%	0.60%	-15.33%	128.45%	57.83%		
Andre indekser								
Dow Jones	4.32%	8.61%	12.46%	19.92%	54.39%	109.22%		
FTSE EPRA/NAREIT	3.62%	1.38%	11.54%	-3.91%	19.84%	38.57%		
Hang Seng	-0.69%	-3.44%	9.09%	10.82%	-9.10%	0.96%		
NASDAQ 100	2.23%	19.04%	31.87%	18.04%	56.29%	179.03%		
S&P 500	3.29%	11.33%	18.59%	16.54%	55.72%	128.57%		

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra administrator.

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.