

## Hvilken avkastningsdriver er mest stabil?

Oslo, 6. juli 2023

### En refleksjon

“... the key lesson of Fama and French’s five-factor model and recent market history is simple if not especially revelatory: Investing in profitable companies has been a sound and time-tested strategy.”

“Fama and French: The Five-Factor Model Revisited”, Prof. Horstmeyer et al., *Enterprising Investor*, CFA Institute, januar 2022

### Artikkel hos CFA Institute sjekker Fama og French sin modell for aksjeavkastning

Sommerbrevet i år ble inspirert av en [artikkel](#) av Prof. Horstmeyer med flere, ved George Mason University i USA, publisert i *Enterprising Investor*, CFA Institute. Hensikten er å ta et dypdykk i en av de mest kjente finansielle modeller gjennom tidene: Eugene Fama og Kenneth French sin modell som søker å avdekke hva som driver avkastningen i aksjemarkedene.

Hensikten er ikke å overprøve om modellen er riktig eller om det er den beste forklaringen på aksjeavkastning, men å vurdere hvilken av de fem avkastningsdriverne i [modellen](#) som har vært mest stabil.

De fem avkastningsdriverne til Fama og French er:

- 1) risiko,
- 2) små vs. store selskaper,
- 3) lav vs. høy pris/bok for aksjene,
- 4) konservativ vs. aggressiv investering i selskapskapital, og
- 5) **robuste vs. svake selskaper.**

I finanspressens klikkevennlige overskrifter kan én avkastningsdriver eller ett tema den ene dagen stjele alle overskrifter, for så å være glemt neste dag. Det er for så vidt forståelig, da markedene og realøkonomien er sammensatt, og det skifter mellom hvilke investeringstemaer eller stiler som har med- eller motvind.

Professor Horstmeyer samlet tallmateriale for mange tiår. Selskaper med lav verdsetting målt mot fysiske aktiva, jamfør punkt tre, gav ifølge prof. Horstmeyer generelt sterkere avkastning over mange tiår, fram til finanskrisen, men har vært svakere etter dette. Det kan hende en bedre inkludering av immaterielle aktiva ville ha endret dette.

Konservativ investering i selskapskapital, jamfør punkt fire, bidro positivt til aksjeavkastningen fra 60-tallet og over tusenårsskiftet, spesielt etter at teknologiboblen brast. Heller ikke den forklaringen har bidratt sterkt til avkastningen etter dette.

Robuste selskaper har dog gitt et jevnt og positivt bidrag til aksjeavkastningen siste 40 år. Det har også her vært perioder

hvor slike selskaper var i motvind, men avkastningsbidraget har vært stabilt, sammenlignet med alle de andre avkastningsdriverne som Fama og French identifiserte.

Den observante investor vil nok spørre hva som menes med robuste selskaper. I den aktuelle analysen var det inntjening som definerte robusthet. Ulike fondsforvaltere og akademikere kan ha noe forskjellige varianter av definisjonen. Tom Hancock med flere hos fondsforvalteren GMO definerer kvalitetsaksjer som selskaper med vedvarende konkurransedyktige forretningsmodeller og høy kapitalavkastning. Den spesielt interesserte kan lese mer om dette temaet i [«What is Quality?»](#), en artikkel som vant CFA Financial Analysts Journal sin Graham and Dodd Award.

#### Et utvalg av indikatorer for kvalitetsselskaper

| Kvalitetsindikator                        |
|---|
| Sterk og gjerne voksende inntjening       |
| Sterk og gjerne voksende kontantstrøm     |
| Sterk egenkapitalavkastning               |
| Evne til å reinvestere i profitabel drift |
| Solid balanse                             |
| God selskapsstyring                       |
| God regnskapskvalitet                     |
| Sterk forretningsmodell                   |
| Evne til å være prissetter for produktene |

Kilde: Industrifinans Kapitalforvaltning

Også de andre nevnte bidragsyterne ble nok opprinnelig antatt å være langsiktige drivere for avkastning, men markedet har endret fokus og andre elementer har betydd mer for avkastningen. I 2022 falt kvalitetsaksjer mer enn markedet, og investor kan gjøre seg tanker om at heller ikke denne type aksjer for alltid vil opprettholde sin gode avkastning. Da kan prof. Horstmeyers refleksjon innledningsvis minne oss om å tenke som industrielle investorer som investerer i selskaper som selv skaper verdier.

Vi opprettholder derfor vårt fokus på aksjefond som søker etter gode selskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering.

## Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 24,8 % hittil i år, per 30. juni, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 13,4 %.

MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value har gitt henholdsvis 36,1 % og 14,2 % hittil i år, per 30. juni, målt i NOK. Beste sektoravkastning kommer fra MSCI ACWI IT, som har gitt 50,0 % avkastning i samme periode, målt i NOK, mens MSCI ACWI Energy har gitt 7,0 %.

Det er stor spredning på avkastningen i markedsoppgangen hittil i år. MSCI opplyser at det er 2884 selskaper i den brede aksjeindeksen MSCI ACWI. Hittil i år har sju av dem stått for over halvparten av avkastningen. Disse er Apple, Microsoft,

NVIDIA, Amazon, Meta, Tesla og Alphabet. Tesla har steget på bakgrunn av gode salgstall, mens en felles faktor for de andre seks, er satsingen på kunstig intelligens.

Løpende renteavkastning for norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, er 5,2 % per 30. juni. Dette er om lag på linje med Bloomberg Global Aggregate Corporate indeks, med 5,3 % løpende renteavkastning på samme tidspunkt. Dagens løpende avkastning er god, og ved en realøkonomisk utvikling som tilsier uendrede eller fallende renter, vil både norske og globale obligasjoner med høy kredittverdighet kunne gi en god relativ avkastning.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

### Likviditet

For å forstå dagens situasjon i sentralbanklikviditet, bør investor tenke i tre ledd: Hva påvirker pengepolitikken? Hvordan settes pengepolitikken? Hva er allerede priset inn i markedene?

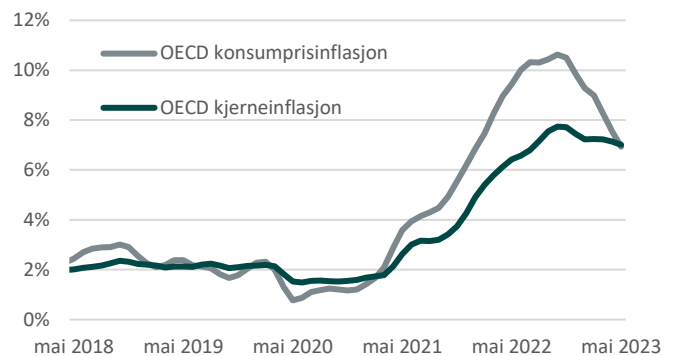
Hovedfaktoren som påvirker pengepolitikken, inflasjonen, viser tegn til svekkelse. Figuren til høyre viser at kjerneinflasjon svekkes svakt, internasjonalt, ifølge siste tall fra OECD. For OECD samlet sett er sist oppdaterte tall 6,9 % i mai, litt svekket fra sin topp på 7,8 % i oktober 2022. Den brede konsumprisinflasjonen er derimot svekket fra 10,7 % i oktober 2022 til 6,5 % i mai i år. Her inkluderes mat- og energipriser.

Pengepolitikken blir ikke automatisk endret selv om siste inflasjonstall er lavere, da sentralbankene vurderer dagens inflasjon opp mot forventninger. Et eksempel er USA. Selv om Federal Reserve (Fed) forventer at kjerneinflasjonen (her målt ved Personal Consumption Expenditures, excluding food and energy) vil svekkes fra dagens 4,6 % til 3,9 % innen utløpet av året, mener beslutningstakerne i Fed likevel at det fremdeles vil være naturlig å heve sentralbankrentene ytterligere 0,25 til 0,5 prosentenheter, da forventet inflasjon fremdeles er for høy.

Det er heller ikke slik at markedskursene endres når pengepolitikken endres, dersom forventningen om endring allerede har etablert seg i markedet. I eksempelet er det

allerede priset inn at Fed vil sette opp rentene i år og deretter sette dem ned igjen i 2024. Den langsiktige investor ser igjennom dette, og amerikanske og globale statsrenter med lengre løpetid har i sum vært stabile i år mellom 3 og 4 %.

### Konsumprisinflasjon svekkes, vil kjerneinflasjon følge?



Kilde: OECD

Verdsettingen har steget noe etter årets markedsutvikling, og forskjellen mellom overskuddsavkastningen i globale aksjer og løpende renteavkastning for globale statsobligasjoner er lavere nå enn den har vært de siste ti årene.

### Sentimentet

Sentimentet er 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. Markedet forventer lavere renter neste år.

Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen, og forventet inntjeningsvekst er marginalt positiv.

Sentimentet er positivt.

Vi har samlet nøytral vektning og gjør ingen taktiske endringer.

### Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2023

|                                |  | 1 mnd    | 3 mnd    | Hittil i år | 12 mnd   | 3 år     | 5 år     | Yield / kurs |
|--------------------------------|--|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|--------------|
| Norske renteindekser           | NOLIQSTD                                   | 0,26 %   | 0,96 %   | 1,85 %      | 3,34 %   | 4,65 %   | 8,20 %   | 4,96 %       |
|                                | NOGOVD3M                                   | 0,23 %   | 0,70 %   | 1,43 %      | 2,43 %   | 2,80 %   | 4,88 %   | 3,76 %       |
|                                | NORM123D3                                  | -1,48 %  | -1,89 %  | -1,14 %     | 0,79 %   | -3,37 %  | 3,91 %   | 5,16 %       |
|                                | NOHYNH                                     | 0,83 %   | 3,05 %   | 5,23 %      | 11,04 %  | 29,75 %  | 28,61 %  | 10,64 %      |
| Globale renteindekser          | Bl. Global Agg. H. NOK                     | -0,19 %  | -0,14 %  | 2,02 %      | -1,34 %  | -10,18 % | 0,58 %   |              |
|                                | Bl. Global HY H. NOK                       | 1,92 %   | 2,02 %   | 3,86 %      | 7,61 %   | 1,96 %   | 4,46 %   |              |
| Norske aksjeindekser           | OSEFX                                      | 0,05 %   | 1,53 %   | 3,73 %      | 4,95 %   | 44,99 %  | 36,53 %  |              |
|                                | OSEBX                                      | 1,30 %   | 2,49 %   | 2,11 %      | 3,75 %   | 52,68 %  | 38,10 %  | 1214,1       |
|                                | OSEEX                                      | 4,71 %   | 9,71 %   | 11,32 %     | 19,17 %  | 82,82 %  | 114,23 % |              |
|                                | OBX ESG                                    | -1,15 %  | 0,94 %   | 6,02 %      | 8,06 %   | 40,52 %  | 32,75 %  |              |
|                                | OBX ESG ex O&G                             | -2,78 %  | 0,02 %   | 4,72 %      | 3,07 %   | 30,93 %  | 44,22 %  |              |
| Nordiske aksjeindekser         | VINX BM Cap NOK NI                         | -0,96 %  | 2,44 %   | 15,08 %     | 24,28 %  | 44,01 %  | 84,72 %  |              |
|                                | VINX Real Estate NOK NI                    | -1,07 %  | -7,50 %  | -7,67 %     | -6,84 %  | -14,96 % | 29,23 %  |              |
| Globale aksjeindekser regioner | MSCI ACWI NR                               | 2,51 %   | 11,01 %  | 24,83 %     | 27,04 %  | 52,58 %  | 94,57 %  |              |
|                                | MSCI ACWI NR NOK Hedged                    | 5,16 %   | 7,35 %   | 13,43 %     | 14,09 %  | 33,33 %  |          |              |
|                                | MSCI World NR                              | 2,74 %   | 11,78 %  | 26,09 %     | 29,20 %  | 57,53 %  | 103,44 % |              |
|                                | MSCI World NR NOK Hedged                   | 5,40 %   | 8,09 %   | 14,59 %     | 15,90 %  | 37,71 %  |          |              |
|                                | MSCI Developed Europe (EMEA)               | 1,53 %   | 6,52 %   | 24,45 %     | 32,80 %  | 51,31 %  | 69,70 %  |              |
|                                | MSCI Developed North America               | 3,30 %   | 13,73 %  | 27,56 %     | 29,07 %  | 63,44 %  | 125,53 % |              |
|                                | MSCI Emerging Latin America NR             | 8,53 %   | 17,41 %  | 29,85 %     | 41,55 %  | 76,23 %  | 66,50 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR         | -0,12 %  | 3,01 %   | 12,87 %     | 9,89 %   | 20,15 %  | 42,57 %  |              |
|                                | MSCI Japan NR                              | 0,85 %   | 10,99 %  | 23,81 %     | 28,79 %  | 31,79 %  | 53,75 %  |              |
| Globale aksjeindekser sektorer | MSCI Emerging Markets NR                   | 0,56 %   | 4,84 %   | 14,92 %     | 10,93 %  | 19,54 %  | 38,04 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Communication Services           | -0,23 %  | 12,39 %  | 37,42 %     | 20,50 %  | 22,92 %  | 78,53 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Consumer Discretionary           | 6,52 %   | 14,14 %  | 35,39 %     | 30,00 %  | 38,49 %  | 86,26 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Consumer Staples                 | 0,04 %   | 4,34 %   | 13,62 %     | 17,38 %  | 38,34 %  | 77,97 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Energy                           | 3,28 %   | 4,64 %   | 7,01 %      | 23,44 %  | 113,36 % | 53,54 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Financials                       | 2,79 %   | 9,45 %   | 13,52 %     | 21,54 %  | 63,09 %  | 63,95 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Health Care                      | -0,18 %  | 6,69 %   | 10,10 %     | 15,25 %  | 39,03 %  | 106,25 % |              |
|                                | MSCI ACWI Industrials                      | 5,18 %   | 10,94 %  | 24,31 %     | 36,50 %  | 64,29 %  | 89,87 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Information Technology           | 2,51 %   | 19,20 %  | 49,99 %     | 46,39 %  | 74,05 %  | 197,79 % |              |
|                                | MSCI ACWI Materials                        | 3,58 %   | 3,63 %   | 14,41 %     | 22,19 %  | 56,35 %  | 76,17 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Real Estate                      | 0,84 %   | 2,44 %   | 9,95 %      | 1,51 %   | 14,64 %  | 33,36 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Utilities                        | -0,44 %  | 3,89 %   | 8,73 %      | 9,83 %   | 33,15 %  | 74,88 %  |              |
| Globale aksjeindekser stiler   | MSCI ACWI Growth                           | 2,56 %   | 14,41 %  | 36,12 %     | 34,15 %  | 46,82 %  | 116,60 % |              |
|                                | MSCI ACWI Minimum Volatility               | -0,51 %  | 6,43 %   | 13,70 %     | 15,33 %  | 31,88 %  | 71,58 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Momentum                         | 2,92 %   | 8,12 %   | 12,72 %     | 19,37 %  | 25,45 %  | 81,11 %  |              |
|                                | MSCI ACWI Quality                          | 2,13 %   | 14,37 %  | 32,58 %     | 33,04 %  | 54,38 %  | 129,95 % |              |
|                                | MSCI ACWI Value                            | 2,46 %   | 7,42 %   | 14,22 %     | 19,87 %  | 56,02 %  | 69,49 %  |              |
| Valuta                         | USDNOK                                     | -3,11 %  | 3,44 %   | 9,56 %      | 9,02 %   | 11,60 %  | 31,79 %  | 10,7         |
|                                | EURNOK                                     | -1,29 %  | 3,28 %   | 11,59 %     | 13,47 %  | 8,31 %   | 22,95 %  | 11,7         |
|                                | GBPNOK                                     | -1,09 %  | 6,00 %   | 15,01 %     | 13,78 %  | 14,32 %  | 26,74 %  | 13,6         |
|                                | SEKNOK                                     | -2,53 %  | -0,66 %  | 5,81 %      | 3,39 %   | -3,46 %  | 9,22 %   | 99,6         |
| Råvarer                        | Brent Crude (USD/Boe)                      | 3,08 %   | -5,51 %  | -12,82 %    | -34,76 % | 82,02 %  | -5,72 %  | 74,9         |
|                                | LBMA Gold Price (USD/Oz t.)                | -2,65 %  | -2,72 %  | 5,43 %      | 5,24 %   | 8,15 %   | 52,92 %  | 1912,3       |
|                                | MSCI ACWI Commodity NR                     | 6,26 %   | -1,10 %  | -2,71 %     | 12,89 %  | 79,99 %  | 25,78 %  |              |
|                                | Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg) | -17,66 % | -23,75 % | 19,74 %     | -8,18 %  | 51,60 %  | 44,99 %  | 89,5         |
|                                | S&P Goldman Sachs Commodity                | -0,87 %  | -1,34 %  | -2,94 %     | -16,92 % | 85,31 %  | 46,13 %  |              |
| Andre indekser                 | Dow Jones                                  | 1,42 %   | 8,90 %   | 14,97 %     | 24,69 %  | 57,82 %  | 108,38 % |              |
|                                | FTSE EPRA/NAREIT                           | -0,21 %  | 5,29 %   | 10,68 %     | 4,05 %   | 23,14 %  | 31,14 %  |              |
|                                | Hang Seng                                  | 1,13 %   | -2,33 %  | 6,04 %      | -2,32 %  | -6,44 %  | 1,48 %   |              |
|                                | NASDAQ 100                                 | 3,23 %   | 21,36 %  | 52,68 %     | 45,33 %  | 70,50 %  | 197,31 % |              |
|                                | S&P 500                                    | 3,29 %   | 14,11 %  | 28,07 %     | 30,55 %  | 67,70 %  | 135,53 % |              |

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

**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.