

Med øye for en lang horisont

Oslo, 7. september 2023

En refleksjon

“Our annual study ... finds investors earned about 6 % per year on the average dollar they invested in mutual funds and exchange-traded funds over the trailing 10 years ended Dec. 31, 2022. This is about 1.7 percentage points less than the total returns their fund investments generated over the same period. This shortfall, or gap, stems from poorly timed purchases and sales of fund shares, which cost investors roughly one fifth the return they would have earned if they had simply bought and held.”

“Mind the Gap 2023”, Morningstar Portfolio and Planning Research, 31. juli 2023

Investorer kan svekke sin avkastning ved å gå inn og ut av sine investeringer

Det velkjente analyseselskapet Morningstar har gjennom en årrekke analysert fond. Med sin rapport «[Mind the gap 2023](#)» ønsker de denne gang å sette søkelyset på investorene. Investorenes atferd og reaksjoner på markedsutvikling kan påvirke deres aggregerte avkastning fra sine investeringer i de aktuelle fondene.

Morningstar gjør denne analysen ved å estimere den alminnelige, private investors avkastning, når hensyn tas for innskudd og uttak i fondene. Disse beslutningene har ulike drivkrefter, hvorav flere fører til redusert avkastning. De klassiske drivkreftene er å selge etter at verdien har falt mye i frykt for ytterligere fall og investere etter at verdien har steget svært mye i håp om å få med seg noe av den avkastningen som andre allerede har fått.

Studien omfattet amerikanske investorer og er beregnet i USD. Metoden benytter data for aggregert kapitalflyt inn og ut av fond. Her er noen sentrale punkter fra studien:

- Investorer i fond oppnådde i snitt 6 % annualisert avkastning for deres fondsandeler for 10-årsperioden til og med 2022. Fondene gav derimot 7,7 % annualisert avkastning i samme periode.
- Denne forskjellen på 1,7 prosentenheter årlig var i tråd med Morningstars tilsvarende studier for de foregående fire tiår.
- Gapet varierte mellom ulike typer investeringer. Dess større svingninger i avkastningen, desto større utslag fikk gjerne investors skiftende tro på de aktuelle fondene.

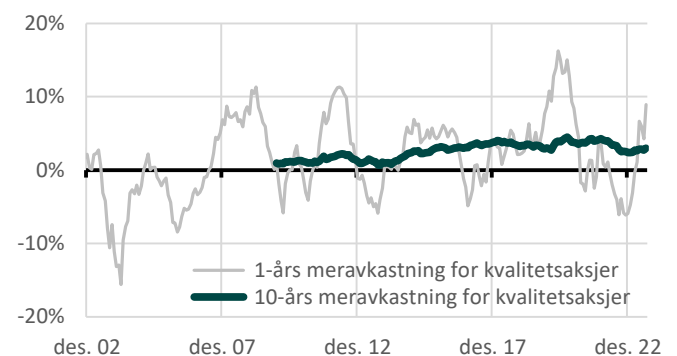
Det kan også være mange rasjonelle årsaker til at investorer bytter mellom fond eller endrer aktivaallokering. Det kan være planer om bruk av kapitalen eller endringer i risikotoleransen hos investor. Vi tror også på mulighetene i en disiplinert taktisk allokering mellom aktivaklasser. Men hovedpoenget fra studiet må være det generelt positive ved å være tro mot sin investeringsplan over tid.

Noe av samme tanke sett kan anvendes om investeringer i fond som følger vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Figuren under viser rullerende meravkastning i NOK over en gitt periode for kvalitetsindeksen for aksjemarkedet, MSCI ACWI Quality, i forhold til den brede verdensindeksen MSCI ACWI. Hvert punkt viser meravkastningen for den aktuelle perioden fram til datoen angitt i tidsaksen.

En investor kan i sin begeistring over ekstra god avkastning i enkelte år kaste seg på ideen om fundamentalt, kvalitetsorientert investeringsfilosofi. Deretter kan samme investor ønske å gi slipp på denne etter år som i fjor.

År for år kan gode, verdiskapende selskaper ha med- eller motvind i markedet, men over tid vil markedene anerkjenne den verdien som skapes. Dette er illustrert i figuren ved at 10-års rullerende meravkastning har vært positiv for hele perioden vi har data tilgjengelig.

Rullerende meravkastning for kvalitetsaksjer



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Gode selskaper er attraktive for den langsiktige investor. Kjerneelementer er attraktive produktmarkeder, sterke forretningsmodeller, fundamental styrke og god ledelse. God risikjustert avkastning over tid er en konsekvens av kvaliteten i selskapet.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 24,4 % hittil i år, per 31. august, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 14,1 %.

MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value har gitt henholdsvis 33,9 % og 14,0 % hittil i år, per 31. august, målt i NOK. Siste tre år under ett har fremdeles MSCI ACWI Value høyere avkastning enn MSCI ACWI Quality, spesielt etter renteøkningen i 2022, men siste 5 og 10 år under ett, har MSCI ACWI Quality gitt høyest avkastning

Oljeprisen har steget 1,1 % hittil i år per 31. august, målt i USD. Oslo Børs Fondsindeks har steget 6,3 % i samme periode, målt i NOK.

NPB Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK hadde en løpende renteavkastning på 5,2 % per 31. august. Dette er høyere enn 4,1 % i løpende renteavkastning ved nyttår. Indeksen har med stigende renter gitt negativ avkastning, men

de to siste månedene med mer stabile renter, har indeksen gitt god avkastning.

De globale obligasjonsmarkedene har også høy løpende renteavkastning. Bloomberg Global Aggregate Corporate hadde en løpende renteavkastning på 5,3 % per 31. august. Med om lag samme løpende renteavkastning som den norske indeksen hadde per 31. august, forventes avkastningen over tid å være tilsvarende som det norske obligasjonsmarkedet. Med høyere rentefølsomhet på 6 år for den globale indeksen versus 3 år for den norske indeksen, vil denne avkastningen være mer rentefølsom og kunne gi mer beskyttelse og relativt bedre avkastning om rentene skulle falle både der ute og her hjemme. Det motsatte vil imidlertid være tilfelle dersom rentene skulle stige videre.

NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged har hatt et relativt stabilt kredittpåslag uten store svingninger i 2023.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Videre oppgang i styringsrenter preger markedslikviditeten. Løpende renteavkastning for amerikanske statsobligasjoner med lengre løpetid har også steget, blant annet ved forventninger til større volum av amerikanske statsobligasjoner i markedet. Det skjer ved at Federal Reserve nettoselger obligasjoner når sentralbankbalansen bygges ned, samt at føderale amerikanske myndigheter vil måtte utstede flere obligasjoner for å dekke økende renteutgifter og lavere skatteinntang.

Verdsetting

Verdsettingen varierer med valg av måltall. BCA Research skriver i sin Bank Credit Analyst av 31. august at den amerikanske økonomien har vært sterk i tredje kvartal. Figuren til høyre viser en indikator for selskapers aktivitet (PMI). For USA har den vært høyere enn for eurosonen de siste månedene, men har falt til om lag 50, som indikerer nullvekst.

Generelt anbefaler likevel BCA Research en defensiv allokering, noe som er reflektert i vår nøytrale aktivaallokering og vekt på kvalitetsselskaper i den globale aksjeporteføljen.

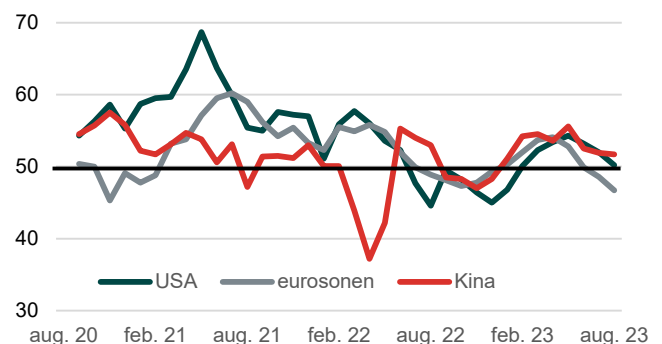
Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram.

Dette synet er også i tråd med Alpine Macro sin siste Global Strategy fra 4. september, som balanserer høstens gode aksjeavkastning i USA med usikkerhet for videre realøkonomisk vekst.

Bedriftene rapporterer lavere vekst



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, S&P Global PMI indeks

Sentimentet

Sentimentet er negativt i Europa, men positivt i USA. Det er også positivt i Norge.

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 31. august 2023

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,47 %	1,20 %	2,80 %	3,97 %	5,38 %	8,93 %	5,28 %
	NOGOVD3M	0,35 %	0,85 %	2,06 %	2,90 %	3,42 %	5,41 %	4,10 %
	NORM123D3	0,75 %	-0,58 %	-0,24 %	2,72 %	-2,77 %	4,43 %	5,19 %
	NOHYNH	1,14 %	2,82 %	7,30 %	9,82 %	28,35 %	30,02 %	10,45 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-0,27 %	-0,51 %	1,69 %	-1,26 %	-10,74 %	0,18 %	
	Bl. Global HY H. NOK	-0,34 %	3,21 %	5,18 %	5,76 %	-1,51 %	5,29 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	-0,53 %	2,56 %	6,33 %	1,66 %	37,14 %	35,44 %	
	OSEBX	0,86 %	4,76 %	5,60 %	0,55 %	46,13 %	38,48 %	
	OSEEX	0,28 %	5,69 %	12,35 %	18,05 %	74,24 %	104,82 %	
	OBX ESG	-1,20 %	0,37 %	7,64 %	5,40 %	30,50 %	30,91 %	
	OBX ESG ex O&G	-2,15 %	-2,00 %	5,57 %	0,33 %	19,95 %	37,86 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	0,57 %	-3,99 %	11,56 %	18,81 %	34,09 %	67,21 %	
	VINX Real Estate NOK NI	0,16 %	4,67 %	-2,31 %	-8,24 %	-6,81 %	22,59 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	1,96 %	2,20 %	24,44 %	21,94 %	50,03 %	81,49 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	-2,19 %	5,80 %	14,13 %	10,70 %	22,68 %		
	MSCI World NR	2,38 %	2,56 %	25,86 %	23,71 %	55,02 %	88,96 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	-1,85 %	6,16 %	15,42 %	12,20 %	26,91 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	0,73 %	-0,58 %	21,87 %	31,10 %	51,03 %	60,73 %	
	MSCI Developed North America	2,95 %	3,74 %	28,09 %	22,77 %	59,08 %	106,41 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-2,75 %	4,68 %	25,25 %	26,49 %	80,02 %	55,90 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-1,50 %	-1,85 %	10,91 %	7,32 %	16,15 %	36,18 %	
	MSCI Japan NR	2,35 %	0,30 %	23,13 %	23,38 %	36,39 %	47,63 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	-1,57 %	-0,82 %	13,33 %	8,35 %	16,69 %	33,01 %	
	MSCI ACWI Communication Services	2,35 %	2,40 %	41,04 %	25,08 %	22,92 %	73,12 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	1,22 %	5,88 %	34,57 %	18,92 %	25,03 %	74,93 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	1,23 %	-2,56 %	10,68 %	12,34 %	36,52 %	65,40 %	
	MSCI ACWI Energy	6,18 %	10,24 %	14,22 %	20,12 %	152,90 %	60,90 %	
	MSCI ACWI Financials	0,69 %	2,85 %	13,59 %	17,77 %	67,90 %	54,92 %	
	MSCI ACWI Health Care	3,88 %	-0,75 %	9,47 %	17,09 %	43,29 %	82,98 %	
	MSCI ACWI Industrials	1,38 %	3,87 %	22,76 %	27,53 %	59,69 %	74,70 %	
	MSCI ACWI Information Technology	2,61 %	1,79 %	48,94 %	36,27 %	62,90 %	168,76 %	
	MSCI ACWI Materials	-0,39 %	2,69 %	13,42 %	19,32 %	51,21 %	70,69 %	
	MSCI ACWI Real Estate	1,45 %	-0,73 %	8,24 %	-1,10 %	18,45 %	26,22 %	
	MSCI ACWI Utilities	-1,06 %	-5,30 %	3,43 %	-0,26 %	33,16 %	59,95 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	2,26 %	2,12 %	35,54 %	26,12 %	39,05 %	100,17 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	2,85 %	-1,91 %	12,09 %	11,94 %	34,94 %	57,02 %	
	MSCI ACWI Momentum	3,17 %	3,65 %	13,51 %	16,84 %	18,93 %	67,82 %	
	MSCI ACWI Quality	3,70 %	3,13 %	33,87 %	30,89 %	52,33 %	113,00 %	
	MSCI ACWI Value	1,63 %	2,28 %	14,02 %	17,41 %	59,98 %	59,68 %	
Valuta	USDNOK	4,89 %	-4,14 %	8,40 %	7,01 %	21,68 %	26,67 %	10,6
	EURNOK	3,34 %	-2,88 %	9,79 %	15,32 %	10,48 %	18,43 %	11,5
	GBPNOK	3,64 %	-2,29 %	13,61 %	16,71 %	15,36 %	23,99 %	13,5
	SEKNOK	0,86 %	-4,98 %	3,15 %	4,27 %	-3,85 %	6,04 %	97,1
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	1,52 %	19,54 %	1,11 %	-9,98 %	91,83 %	12,19 %	86,9
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-1,44 %	-1,13 %	7,09 %	13,19 %	-0,77 %	61,53 %	1942,3
	MSCI ACWI Commodity NR	-1,52 %	11,58 %	2,15 %	11,05 %	80,24 %	36,35 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-10,76 %	-29,25 %	2,89 %	18,96 %	56,08 %	45,07 %	76,9
Andre indekser	S&P Goldman Sachs Commodity	4,54 %	7,32 %	5,08 %	-4,96 %	100,90 %	59,85 %	
	Dow Jones	2,78 %	1,71 %	15,30 %	20,60 %	58,18 %	88,83 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	1,37 %	-0,99 %	9,82 %	1,46 %	27,79 %	24,17 %	
	Hang Seng	-4,22 %	-1,62 %	3,15 %	2,49 %	-3,34 %	-1,59 %	
	NASDAQ 100	3,31 %	4,46 %	54,50 %	36,51 %	59,77 %	168,31 %	
S&P 500	3,22 %	3,79 %	28,70 %	24,20 %	64,54 %	114,69 %		

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.