

## Vi fokuserer på det vi kjenner best

Oslo, 7. november 2023

### En refleksjon

*“...there are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things [we know] we do not know. But there are also unknown unknowns — the ones we don't know we don't know.”*

*“Known and Unknown: A Memoir”, Donald Rumsfeld, 2010 (pressekonferanse i 2002)*

### Hvordan få resultater av det vi kjenner best, uten stadig å ha meninger om alt annet

Den kvalitetsorienterte fondsforvalteren Terry Smith som grunnla Fundsmith benytter den tidligere amerikanske forsvarsministerens mest kjente sitat i sin bok «Investing for growth». Han gjør det relevant for investorer på denne måten: «I am amazed by how much time and effort people waste trying to guess what will happen in known unknowns. Brexit, China, commodities, interest rates, the oil price, quantitative easing and the US presidential election are all known unknowns. »

Smith kaller denne type ukjente for annengrads ukjente. Ikke bare er det spesielt usikkert å søke å spå om disse makroøkonomiske begivenhetene, men i tillegg er det ikke gitt hvordan og når markedet reagerer på utfallet.

Derimot er det tre prinsipper forvalteren framhever som gode:

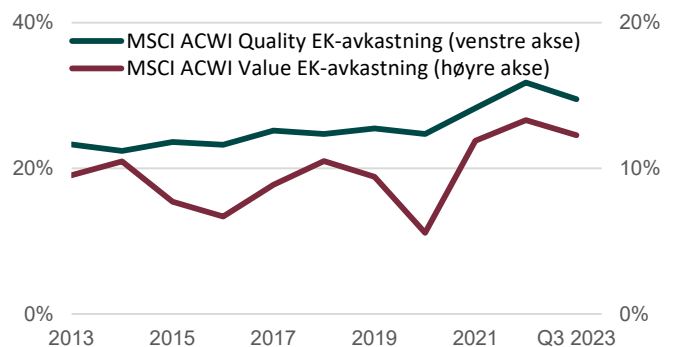
- 1) Invest i aksjer i gode selskaper. Det er ikke spesielt vanskelig å finne dem, da de gjerne har vært til stede i årtier med gode resultater.
- 2) Invest i det du forstår. De færreste vil være uenige i dette prinsippet, men har vanskelig å begrense seg i hva de mener at de forstår.
- 3) Tenk gjerne gjennom hva du betaler, men kvalitet koster. Er du langsiktig investor vil du kunne høste fruktene av den fundamentale verdiskapningen. Er du ikke langsiktig investor, bør du spørre deg selv hva du gjør i aksjemarkedet i det hele tatt.

Så mye i de oppmerksomhetssøkende finansartikler ønsker å dra lesernes fokus mot alt det de vet at de ikke vet nok om. Vi stiller ikke spørsmålsteget ved at slike variabler, som vi kjenner så godt til, men ikke kjenner utfallet av, kan være relevante for investeringenes avkastning i en eller annen periode. Det er heller ikke slik at investorer ikke kan ta en veloverveid, taktisk posisjon basert på forventninger til kjente, men usikre faktorer. Terry Smith retter likevel søkelyset bort fra det fascinerende ukjente til velkjent kunnskap og investeringsfilosofi.

En velkjent kunnskap er den stabiliteten i den underliggende verdiskapningen veldrevne selskaper kan ha, målt mot

markedet generelt. Figuren under viser hvordan egenkapitalavkastningen for kvalitetsaksjer versus verdiaksjer har utviklet seg så lenge Bloomberg har beregnet tall. Det er to hovedelementer å legge merke til. De fundamentale regnskapstallene er først og fremst sterkere. Det framgår ved at det er to y-akser, hvor kvalitetsaksjer jevnt over har signifikant høyere egenkapitalavkastning (EK-avkastning), og derfor har en egen akse med dobbelt så store verdier. Dernest er den fundamentale utviklingen mindre sårbar i svake konjunkturer.

### Hvilke aksjer er det godt å eie når konjunkturerne svekkes?



Kilde: Bloomberg

I figuren kjenner vi igjen to realøkonomiske svekkelser av ulik opprinnelse de senere årene, hvor kvalitetsaksjer holdt egenkapitalavkastningen stabil, mens de mer sykliske verdiaksjene svekket seg fundamentalt. I slike perioder kan også kvalitetsaksjer ha svak avkastning, men da er det viktig å se gjennom markedets skiftende sentiment og nyhetenes tunge overskrifter. Et sted under støyen er det fremdeles noen veldrevne selskaper med sterke markedsposisjoner som selger gode produkter til markedet.

Den kjente kunnskapen om mer motstandsdyktige reelle resultater fra gode selskaper er minst like relevant som før, om investor i disse tider skulle bli usikker på hva fremtiden byr på.

## Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 21,7 % hittil i år, per 31. oktober, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 7,0 %. Den ekstra avkastningen som førstnevnte har over sistnevnte skyldes svekkelsen av NOK.

Oslo Børs Fondsindeks har hatt 6,7 % avkastning hittil i år per 31. oktober, ikke så langt unna avkastningen til MSCI ACWI Hedged NOK.

Globalt diversifiserte, børsnoterte eiendomsinvesteringer, målt ved MSCI ACWI Real Estate, har gitt 2,7 % avkastning hittil i

år, målt i NOK per 31. oktober. Nordiske, børsnoterte eiendomsinvesteringer, målt ved VINX Real Estate, har falt 9,6 % målt i NOK i samme periode. Siste 5 år har den førstnevnte globale indeksen gitt 27,3 % totalavkastning, mens den sistnevnte nordiske har gitt 20,9 % totalavkastning.

NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged har hatt et relativt stabilt kredittpåslag uten de store svingningene eller høye nivåene i 2023.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

### Likviditet

Likviditeten er fortsatt stram. Det er sterkere indikasjoner på at toppen er nær for sentralbankenes styringsrenter. Den europeiske sentralbanken holdt renten uendret på 4,0 % i siste møte 26. oktober, og Federal Reserve avsto fra å heve styringsrenten andre gang på rad og beholdt renten på 5,5 % i beslutningen onsdag 1. november. Her hjemme holdt Norges Bank renten uendret på 4,25 % i siste rentemøte. At sentralbankrentene etter hvert skal ned, er en konsekvens av at de oppnår sitt lovfestede mål om å holde inflasjonen rundt 2 % i gjennomsnitt. Få vil hevde at rentene skal helt tilbake til null, og det store spørsmålet er hvor fort og hvor mye de faller.

Markedet priser allerede inn forventninger om noe rentefall over tid, og obligasjoner vil få ytterligere verdistigning om markedet forventer sterkere rentenedgang.

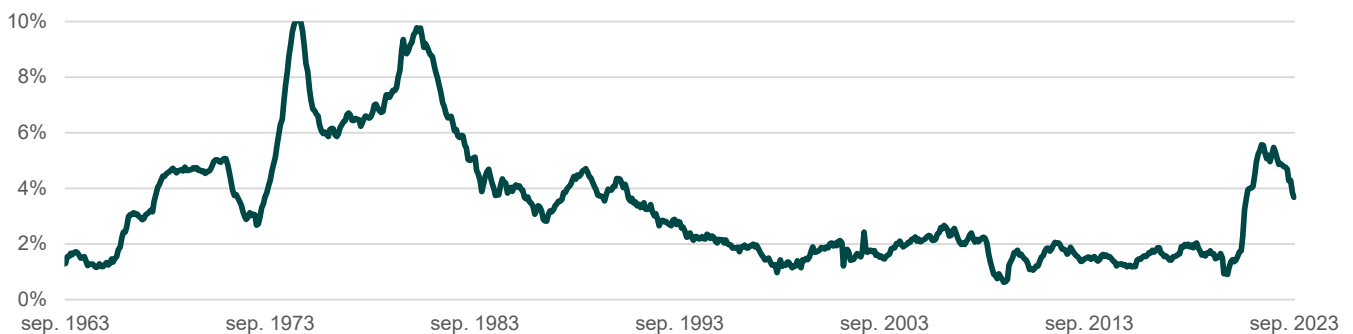
### Verdsetting

Verdsettingen spriker mellom ulike segmenter av markedet. I sum er den ikke ekstrem i noen retninger.

### Sentimentet

Sentimentet blant institusjonelle investorer har vært stigende, med unntak av europeiske investorer, jamfør State Street Investor Confidence Index. Sentimentet målt ved glidende gjennomsnitt, er positivt i Norge, blandet i Europa og negativt i USA.

## Inflasjonen i USA er blitt tydelig svakere



Kilde: [Federal Reserve Economic Data](#) (FRED®)

## Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram.

Inntjeningsveksten har flatet ut, og det er lave forventninger om vekst.

Sentimentet er svakt.

Vi har samlet nøytral vektning og gjør ingen taktiske endringer.

### Relevante markedsindikatorer per 31. oktober 2023

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,47 %	1,35 %	3,70 %	4,57 %	6,27 %	9,75 %	5,30 %
	NOGOVD3M	0,34 %	0,99 %	2,72 %	3,19 %	4,10 %	6,00 %	4,15 %
	NORM123D3	0,58 %	1,56 %	0,57 %	3,34 %	-2,25 %	5,51 %	5,18 %
	NOHYNH	0,54 %	2,28 %	8,51 %	11,80 %	28,87 %	30,15 %	10,55 %
Globale renteindekser	BI. Global Agg. H. NOK	-0,85 %	-2,92 %	-1,00 %	0,06 %	-13,43 %	-1,67 %	
	BI. Global HY H. NOK	-1,05 %	-2,52 %	2,88 %	6,96 %	-2,25 %	3,27 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	-1,63 %	-0,16 %	6,73 %	9,46 %	45,09 %	38,54 %	
	OSEBX	-0,77 %	2,90 %	7,74 %	8,98 %	57,79 %	43,99 %	1281,0
	OSEEX	-0,56 %	-1,74 %	10,09 %	19,18 %	78,87 %	103,54 %	
	OBX ESG	-2,70 %	-0,96 %	7,90 %	13,07 %	35,99 %	33,16 %	
	OBX ESG ex O&G	-5,17 %	-5,66 %	1,79 %	7,71 %	20,66 %	34,06 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-0,26 %	-1,44 %	9,33 %	16,54 %	26,19 %	78,96 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-1,63 %	-7,33 %	-9,61 %	-2,11 %	-22,32 %	20,87 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	1,33 %	-0,32 %	21,66 %	18,65 %	42,31 %	89,85 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	-2,85 %	-8,32 %	6,97 %	8,04 %	21,45 %		
	MSCI World NR	1,44 %	0,01 %	22,95 %	18,63 %	48,24 %	96,95 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	-2,74 %	-8,09 %	8,09 %	8,19 %	26,45 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	0,57 %	-2,10 %	18,44 %	24,27 %	47,43 %	67,53 %	
	MSCI Developed North America	1,88 %	0,66 %	25,25 %	17,08 %	52,21 %	114,94 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-0,52 %	-4,87 %	22,52 %	11,30 %	72,01 %	39,96 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	0,21 %	-3,35 %	8,83 %	19,99 %	4,35 %	50,09 %	
	MSCI Japan NR	-0,24 %	0,60 %	21,03 %	25,40 %	23,61 %	52,94 %	
	MSCI Emerging Markets NR	0,41 %	-3,14 %	11,53 %	18,97 %	4,76 %	43,30 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	1,80 %	1,54 %	39,93 %	36,33 %	15,50 %	74,10 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	-0,51 %	-4,01 %	27,62 %	19,89 %	13,08 %	81,62 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	2,61 %	-0,43 %	8,87 %	8,85 %	29,57 %	64,89 %	
	MSCI ACWI Energy	0,02 %	9,67 %	17,97 %	10,91 %	188,92 %	76,11 %	
	MSCI ACWI Financials	0,87 %	0,20 %	13,03 %	12,99 %	62,82 %	63,90 %	
	MSCI ACWI Health Care	0,35 %	1,58 %	7,05 %	5,49 %	36,79 %	87,37 %	
	MSCI ACWI Industrials	-0,16 %	-3,20 %	17,20 %	18,15 %	44,40 %	81,82 %	
	MSCI ACWI Information Technology	3,48 %	-0,09 %	45,02 %	35,09 %	57,70 %	189,53 %	
	MSCI ACWI Materials	0,38 %	-3,33 %	10,08 %	15,08 %	38,98 %	80,52 %	
	MSCI ACWI Real Estate	0,47 %	-3,75 %	2,70 %	2,76 %	9,40 %	27,30 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Utilities	4,63 %	-0,99 %	3,51 %	5,15 %	21,04 %	60,97 %	
	MSCI ACWI Growth	1,78 %	-1,01 %	31,21 %	25,70 %	30,76 %	112,74 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	2,68 %	3,99 %	13,34 %	11,21 %	30,16 %	63,86 %	
	MSCI ACWI Momentum	1,88 %	1,14 %	11,29 %	8,12 %	13,87 %	80,27 %	
	MSCI ACWI Quality	2,81 %	2,26 %	32,02 %	29,61 %	45,16 %	126,27 %	
Valuta	MSCI ACWI Value	0,84 %	0,43 %	12,67 %	11,76 %	53,17 %	64,38 %	
	USDNOK	4,47 %	10,28 %	13,97 %	7,37 %	17,21 %	32,40 %	11,2
	EURNOK	4,61 %	6,03 %	12,65 %	15,01 %	6,38 %	23,88 %	11,8
	GBPNOK	4,35 %	4,63 %	14,69 %	14,15 %	10,20 %	26,26 %	13,6
Råvarer	SEKNOK	2,06 %	3,89 %	6,25 %	6,07 %	-6,72 %	8,60 %	100
	Brent Crude (USD/Boe)	-8,29 %	2,16 %	1,75 %	-7,82 %	133,34 %	15,82 %	87,4
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	6,76 %	1,33 %	10,10 %	21,84 %	6,11 %	64,36 %	1996,9
	MSCI ACWI Commodity NR	-4,93 %	-4,99 %	-1,45 %	2,78 %	98,80 %	37,46 %	
Andre indekser	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	8,24 %	-3,33 %	11,46 %	17,88 %	73,33 %	44,14 %	83,3
	S&P Goldman Sachs Commodity	-1,13 %	7,23 %	7,78 %	-2,72 %	98,44 %	67,41 %	
Andre indekser	Dow Jones	3,15 %	3,06 %	15,61 %	10,89 %	55,26 %	94,20 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-0,53 %	-4,72 %	3,22 %	0,90 %	17,48 %	23,03 %	
	Hang Seng	0,61 %	-5,49 %	1,78 %	30,31 %	-9,31 %	7,04 %	
	NASDAQ 100	2,34 %	1,07 %	51,14 %	36,98 %	56,44 %	186,28 %	
	S&P 500	2,27 %	1,18 %	26,15 %	18,38 %	57,48 %	123,21 %	

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.