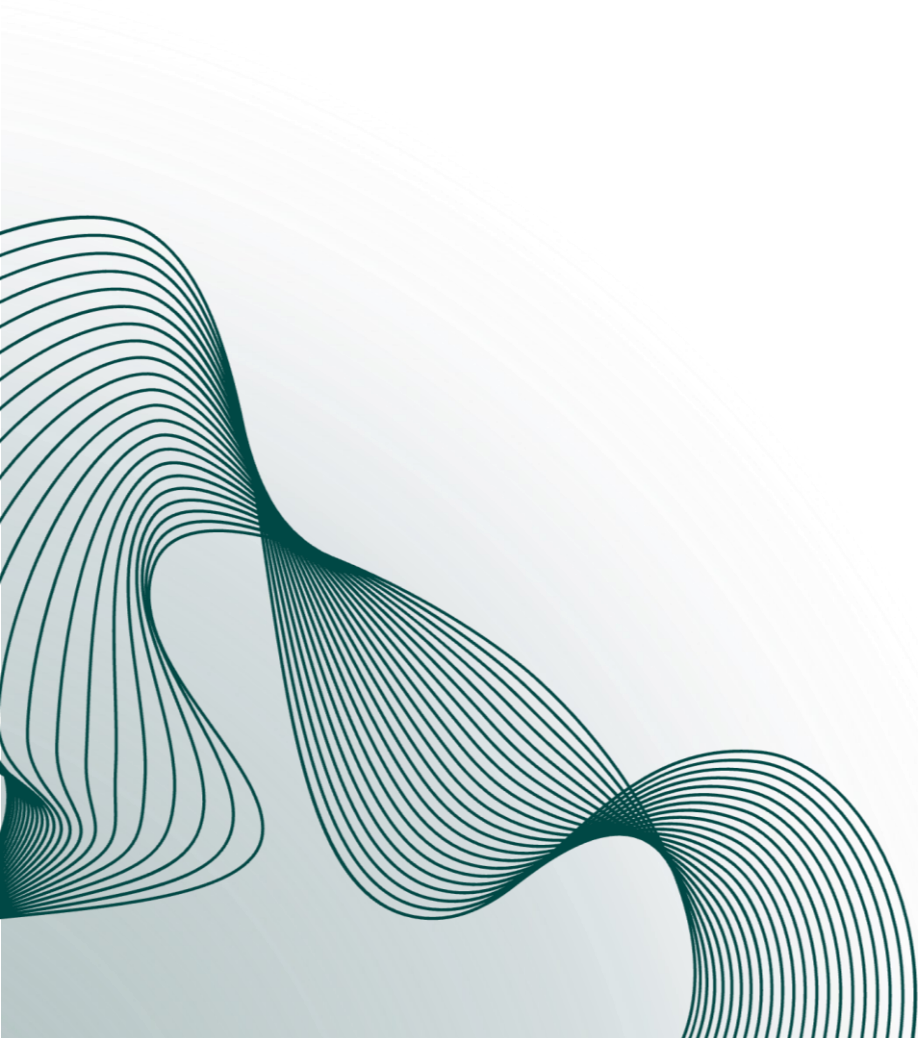


Månedsbrev februar 2024



Sentrale parametre i inntjeningsutvikling for 2024

Oslo, 7. februar 2024

En refleksjon

“What you’re asking here is what makes a company valuable, and why it will be more valuable tomorrow than it is today. There are many theories, but to me, it always comes down to earnings and assets. Especially earnings.”

«One Up on Wall Street», Peter Lynch - forvalter av Magellan Fund, 2000

Med langsiktig fokus, følger vi likevel løpende med på inntjening

En langsiktig kvalitetsinvestor følger sin investeringsstrategi over tid og søker å distansere seg fra skiftende sentiment og finansnyheter. Søkelyset er mer sentrert rundt utviklingen i den konkrete porteføljen av selskaper investor er investert i og hvordan selskapene utvikler seg fundamentalt over lengre tid. Vi er likevel observant på markedets samlede inntjening fra år til år, for bedre å forstå utviklingen i aksjemarkedet generelt.

Inntjeningen i 2023 for det globale aksjemarkedet, målt ved den brede aksjeindeksen MSCI ACWI, er foreløpig rapportert om lag like høy som i 2022, ifølge Bloomberg. S&P Global melder at snart halvparten av kvartalsrapporteringen er gjennomført for 4. kvartal 2023 for den amerikanske aksjeindeksen S&P 500. Inntjeningen er her foreløpig rapportert høyere for 2023 enn for 2022. Inntjeningen for framvoksende markeder generelt, målt ved MSCI Emerging Markets, falt tydelig både i 2022 og 2023 og er nå lavere enn på flere år. Kinas inntjening har også falt. Forventningene er dog positive for alle de store regionene, unntatt Europa.

For *det enkelte selskap* er det den *interne* kvaliteten på forretningsmodell, produktmarked, selskapsledelse og finansiell styrke som er interessant på lang sikt. For *alle selskaper aggregert* er følgende *eksterne* drivere interessante å følge med på i 2024 for bedre å forstå generell utvikling:

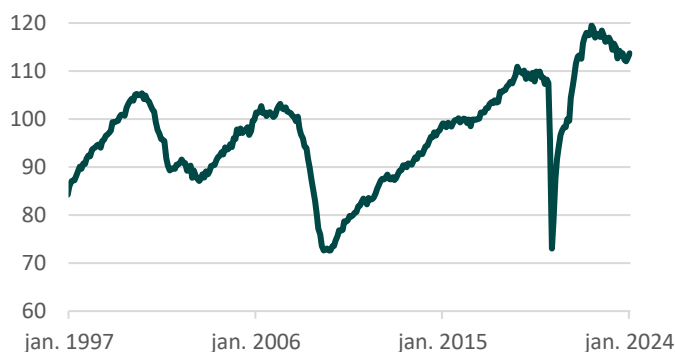
- 1) Videre realøkonomisk vekst har vært et mye omdiskutert tema for inntjeningsutviklingen. Markedsaktørene diskuterer hvorvidt og når en amerikansk resesjon vil

komme. Det amerikanske arbeidsmarkedet er en nøkkelindikator for vurderingen av fortsatt vekst. På den ene siden kan det se ut som om det amerikanske arbeidsmarkedet svekkes, jamfør figuren under til venstre som viser en veletablert samleindikator. På den andre siden viser figuren under til høyre en ny positiv rapportering fra selskapene, som gir giv for ansettelsene.

- 2) Inflasjonen og rentenivået henger naturlig sammen. Med svekket inflasjon vil rentenivået falle, som igjen vil senke kostnadene for mange høyt belånte foretak. Mange selskaper trenger imidlertid å fornye langsiktige obligasjonslån som går til forfall i 2024. Med fortsatt høyt rentenivå, vil deres nye kupongrente og rentekostnad i mange tilfeller være høyere enn det gamle obligasjonslånet, spesielt sett i lys av en høyere andel fastrentelån internasjonalt. Samtidig vil fortsatt høyt rentenivå legge en videre demper på konsumveksten.
- 3) Ekspansiv finanspolitikk ble stadig etterspurt av sentralbankene i tiden med lave renter og inflasjon. Til slutt kom den og gav kraftige resultater i form av realøkonomisk oppgang og tilhørende inflasjon. Det høye amerikanske budsjettunderskuddet bidrar i 2024 til stort offentlig forbruk og kjøp av varer og tjenester.

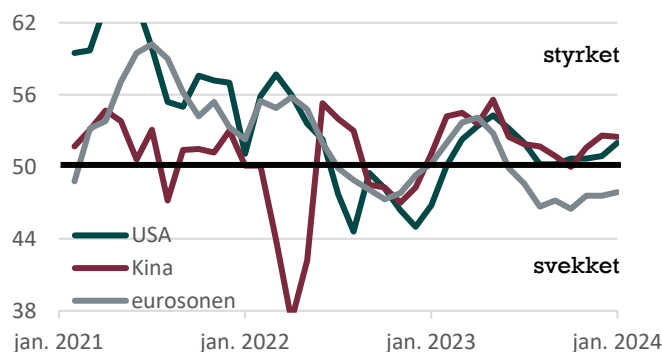
Disse eksterne driverne er interessante aggregert sett, men for våre kunder fortsetter vi å søke etter selskaper som står mer fundamentalt robuste gjennom konjunktursvingningene.

Totalindikator for det amerikanske arbeidsmarkedet



Kilde: The Conference Board Employment Trends, Bloomberg

Selskapenes egenrapportering av fundamental utvikling



Kilde S&P Global PMI, Bloomberg

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, steg 3,4 % i årets første måned, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 1,2 %.

I kommentaren «U.S. Equities Market Attributes January 2024» viser S&P Global at det er de store selskapene som drev avkastningen i den nevnte indeksen i 2023 og videre i januar 2024. Dette er Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA og Tesla. Disse selskapenes avkastning utgjorde 62 % av avkastningen til S&P 500 i 2023 ifølge S&P Global. Deres bidrag har fortsatt i januar, med unntak av Tesla, som nå har falt i verdi. MSCI ACWI

Momentum hadde sterkest avkastning blant stilindeksene i årets første måned, som en indikator på at disse selskapene også har hatt en sterk avkastningstrend.

Oslo Børs Fondsindeks falt med 1,5 % i årets første måned, svakere enn de fleste MSCI regionindekser, og mer på nivå med andre sykliske regioner som MSCI Emerging Markets.

Effektiv rente for NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3, som måler norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, var 4,5 % per 31. januar mot 4,3 % ved nyttår. Effektiv rente for tilsvarende høyrenteindeks var 9,9 % samme tid, mot 10,8 % ved nyttår.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Sentralbanklikviditeten er fortsatt stram. Både USA, eurosonen og Norge holdt styringsrenten fast på høyt nivå. Kina, derimot, lettet på pengepolitikken i januar etter realøkonomisk svekkelse.

De store sentralbankenes balanser er redusert med en femtedel siden toppen etter koronakrisen, som bidrar til større volum av obligasjoner i omløp og indirekte høyere effektiv rente.

Verdsetting

Som figuren til høyre viser, er rentenivået i nordiske obligasjoner fremdeles høyere enn på mange år. Verdsettingen av markedet for obligasjoner høy kredittverdighet vurderer vi fremdeles som attraktiv. Det gjør at vi opprettholder høyere rentefølsomhet for relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Noen bruker også betegnelsen lengre rentedurasjon som alternativ til høy rentefølsomhet. Hensikten for den taktiske posisjonen er i større grad å sikre den høye effektive renten. Skulle rentenivået falle, vil det også være mer gunstig med en portefølje med noe høyere rentefølsomhet.

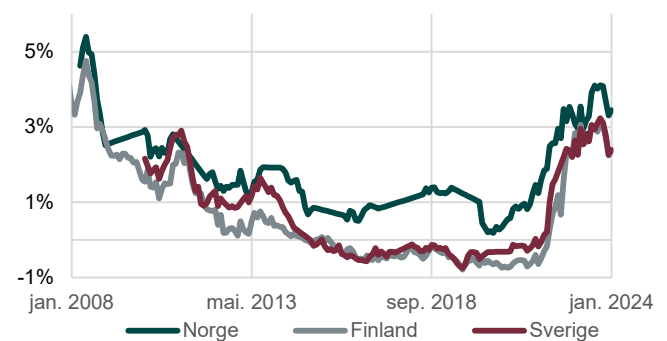
Verdsettingen i det globale aksjemarkedet stiger og er høyere enn på lenge, med unntak for koronaperioden. Det gjelder for ulike former for verdsettingsindikatorer og fundamentalverdier.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram. Inflasjonen svekkes, og pengepolitikken forventes å normaliseres over tid. Verdsettingen stiger. Sentimentet er sterkt.

Nordiske statsrenter med rentefølsomhet 4



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet

American Association of Individual Investors hadde et tydelig skifte i november fra negativt til positivt. Dette reflekter den fornyede tro på myk landing etter rådende realøkonomiske ekspansjon. Dette sentimentet reflekteres i allokeringen til institusjonelle investorer, målt ved State Street Investor Confidence Index, som er positiv for USA, men mer negativ for Europa.

Sentimentet målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positiv i USA, fremdeles positivt i Europa, men svekket i det mer sykliske norske markedet.

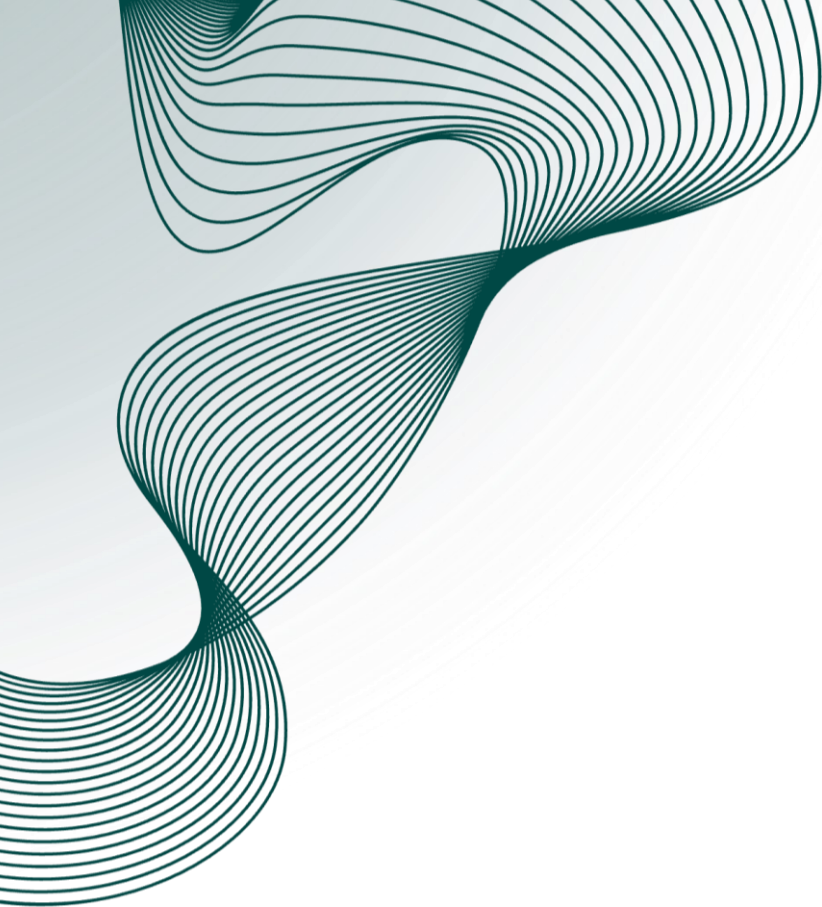
Vi har samlet nøytral vekt i aksjer.

Som det er argumentert for i dette brevet, opprettholder vi taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. På denne måten søker vi i større grad å sikre det attraktive, underliggende rentenivået.

Relevante markedsindikatorer per 31. januar 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,46 %	1,44 %	0,46 %	4,75 %	7,49 %	10,97 %	5,10 %
	NOGOVD3M	0,34 %	0,98 %	0,34 %	3,45 %	5,11 %	6,88 %	4,13 %
	NORM123D3	-0,35 %	3,27 %	-0,35 %	2,84 %	1,05 %	8,18 %	4,51 %
	NOHYNH	1,67 %	3,59 %	1,67 %	10,52 %	26,70 %	34,90 %	9,87 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-0,29 %	5,97 %	-0,29 %	2,65 %	-8,52 %	1,59 %	
	Bl. Global HY H. NOK	0,04 %	8,23 %	0,04 %	7,30 %	-0,39 %	9,66 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	-1,49 %	2,63 %	-1,49 %	6,34 %	24,65 %	50,72 %	
	OSEBX	-2,17 %	-0,21 %	-2,17 %	6,93 %	32,21 %	53,04 %	1278,3
	OSEEX	0,49 %	6,98 %	0,49 %	18,91 %	63,79 %	117,23 %	
	OBX ESG	-0,15 %	7,57 %	-0,15 %	12,03 %	25,32 %	50,93 %	
	OBX ESG ex O&G	-0,65 %	9,01 %	-0,65 %	5,63 %	13,87 %	51,20 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	0,83 %	11,31 %	0,83 %	15,22 %	31,22 %	96,75 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-2,88 %	31,00 %	-2,88 %	6,89 %	-4,93 %	43,79 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	3,43 %	7,80 %	3,43 %	20,10 %	46,11 %	101,28 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	1,23 %	13,29 %	1,23 %	13,72 %	19,91 %		
	MSCI World NR	4,06 %	8,71 %	4,06 %	22,50 %	54,28 %	112,76 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	1,79 %	14,27 %	1,79 %	15,90 %	26,49 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	2,70 %	7,87 %	2,70 %	15,38 %	46,78 %	79,58 %	
	MSCI Developed North America	4,29 %	8,84 %	4,29 %	25,42 %	60,50 %	133,15 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-2,11 %	10,02 %	-2,11 %	20,40 %	65,80 %	38,22 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-2,10 %	0,22 %	-2,10 %	-1,47 %	-3,23 %	38,20 %	
	MSCI Japan NR	7,57 %	10,96 %	7,57 %	24,09 %	31,81 %	70,87 %	
	MSCI Emerging Markets NR	-1,95 %	0,19 %	-1,95 %	1,63 %	-3,23 %	30,34 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	5,89 %	8,16 %	5,89 %	31,32 %	22,20 %	77,91 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	0,25 %	5,26 %	0,25 %	15,52 %	13,48 %	84,92 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	2,80 %	0,42 %	2,80 %	5,87 %	35,39 %	65,19 %	
	MSCI ACWI Energy	2,46 %	-5,41 %	2,46 %	6,34 %	127,63 %	71,46 %	
	MSCI ACWI Financials	3,91 %	10,21 %	3,91 %	13,30 %	62,92 %	78,00 %	
	MSCI ACWI Health Care	5,20 %	5,62 %	5,20 %	11,45 %	41,43 %	94,30 %	
	MSCI ACWI Industrials	2,21 %	10,30 %	2,21 %	19,98 %	53,36 %	95,11 %	
	MSCI ACWI Information Technology	6,10 %	14,65 %	6,10 %	47,74 %	66,97 %	236,53 %	
	MSCI ACWI Materials	-2,75 %	2,80 %	-2,75 %	1,01 %	33,15 %	80,42 %	
	MSCI ACWI Real Estate	-2,02 %	7,38 %	-2,02 %	-0,69 %	18,11 %	23,84 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Utilities	-0,16 %	0,53 %	-0,16 %	2,29 %	26,74 %	51,71 %	
	MSCI ACWI Growth	4,15 %	9,73 %	4,15 %	28,97 %	38,13 %	128,71 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	4,15 %	2,74 %	4,15 %	12,32 %	38,60 %	63,90 %	
	MSCI ACWI Momentum	8,71 %	12,50 %	8,71 %	21,36 %	20,95 %	101,66 %	
	MSCI ACWI Quality	5,34 %	9,66 %	5,34 %	33,15 %	55,63 %	145,94 %	
	MSCI ACWI Value	2,68 %	5,73 %	2,68 %	11,40 %	52,17 %	71,57 %	
Valuta	USDNOK	2,82 %	-6,38 %	2,82 %	4,71 %	22,28 %	24,06 %	10,5
	EURNOK	1,14 %	-3,86 %	1,14 %	4,77 %	9,43 %	17,73 %	11,4
	GBPNOK	2,93 %	-2,13 %	2,93 %	8,26 %	13,45 %	20,51 %	13,3
	SEKNOK	0,37 %	1,23 %	0,37 %	5,98 %	-1,10 %	8,61 %	101,2
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	6,06 %	-6,52 %	6,06 %	-3,29 %	46,22 %	32,02 %	81,7
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-1,21 %	2,82 %	-1,21 %	6,72 %	10,16 %	55,17 %	2053,3
	MSCI ACWI Commodity NR	-3,45 %	1,53 %	-3,45 %	-5,34 %	54,45 %	40,84 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	14,78 %	25,47 %	14,78 %	16,39 %	117,94 %	71,76 %	
	S&P Goldman Sachs Commodity	6,55 %	-9,93 %	6,55 %	-4,10 %	57,48 %	68,82 %	
Andre indekser	Dow Jones	4,17 %	8,63 %	4,17 %	19,74 %	65,15 %	110,69 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-1,31 %	8,81 %	-1,31 %	1,14 %	22,58 %	23,38 %	
	Hang Seng	-6,71 %	-14,97 %	-6,71 %	-22,63 %	-26,81 %	-18,69 %	
	NASDAQ 100	4,77 %	11,58 %	4,77 %	49,55 %	65,89 %	221,31 %	
	S&P 500	4,55 %	8,61 %	4,55 %	26,51 %	66,97 %	141,81 %	

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.



Industrifinans

Tillit gjennom mennesker og prestasjoner

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.