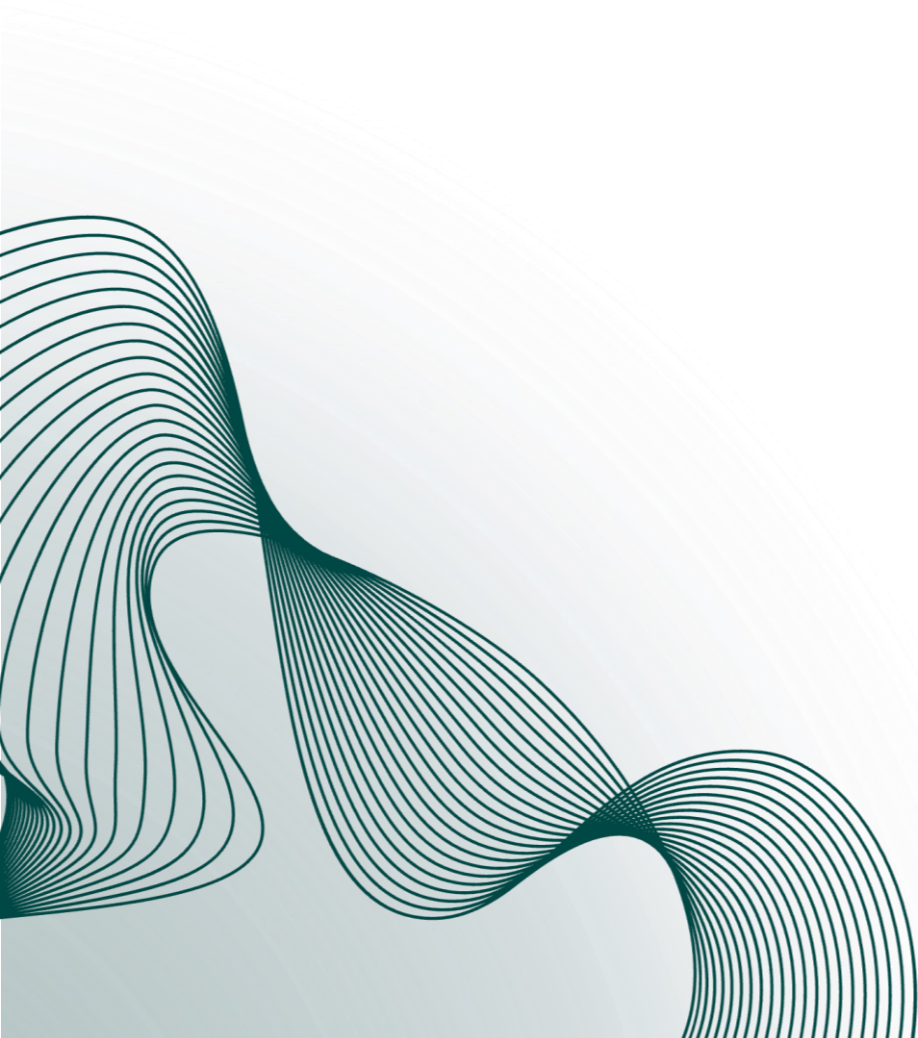


Månedsbrev mai 2024

Oslo, 7. mai 2024



En refleksjon

“The speculator’s primary interest lies in anticipating and profiting from market fluctuations. The investor’s primary interest lies in acquiring and holding suitable securities at suitable prices. Market movements are important to him in a practical sense, because they alternately create low price levels at which he would be wise to buy and high price levels at which he certainly should refrain from buying and probably would be wise to sell.”

«The Intelligent Investor», Benjamin Graham, 4. utgave, 1973

Taktisk allokering hos Industrifinans Kapitalforvaltning

I tråd med investorlegendens refleksjon, tror Industrifinans Kapitalforvaltning først og fremst på å investere langsiktig i porteføljer av gode kvalitetsselskaper. Som investorer, legger vi også en langsiktig strategi for aktivaallokering, i tråd med den enkelte kundes risikoprofil.

Selv for Graham kan likevel en viss taktisk allokering ha sin plass, jamfør sitatet. Industrifinans anvender dette likevel kun i moderat grad, snarere ved spesielle anledninger og ikke med altfor kort horisont.

Som en enkel introduksjon, vil vi skille mellom to typer aktuelle taktiske allokeringer:

- 1) **Markedsdrevne posisjoner:** Taktisk aktivaallokering oppstår oftest i vår forvaltning når markedsutviklingen gjør at aktivaklassevektene avviker fra strategiske vekter. Dette avviket justerer vi ikke for ofte, for å unngå unødig høyt antall handler. Når avviket blir mer signifikant, vurderer vi løpende ut fra en markedsvurdering når aktivaklassevektene føres tilbake til strategiske vekter.
- 2) **Aktiv posisjonering:** En sjelden gang kan vi også se muligheter i verdipapirmarkedene hvor vi aktivt ønsker å posisjonere porteføljene. Dette er ikke kortsiktig handel, hvor vi reallokerer kun en måneds horisont, men kan være kontrære posisjoner vi tar og kan sitte på i lengre perioder inntil de har tjent sin hensikt for risikostjert avkastning.

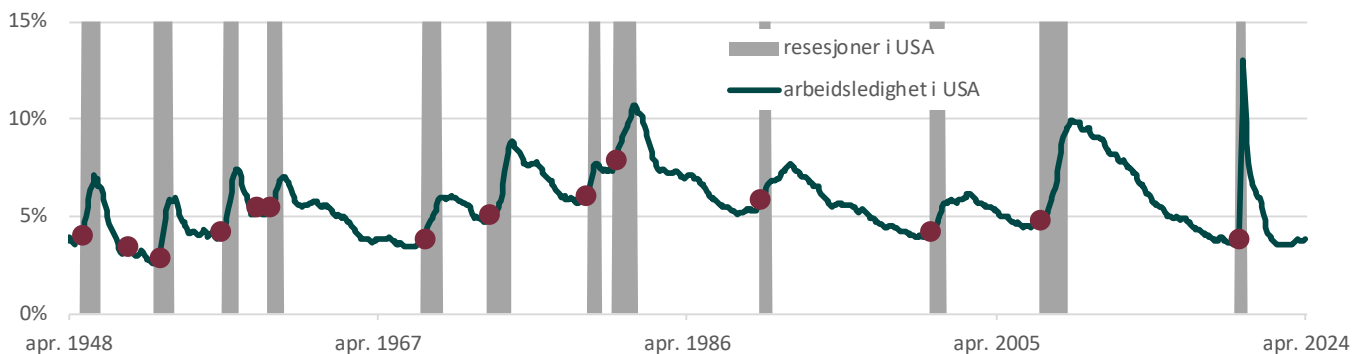
Eksempel på en passiv markedsdrevne posisjon er den gjeldende svake overvekten i aksjer. Den er behandlet i større detalj på neste side.

Eksempel på en aktiv posisjonering er den gjeldende høyere rentefølsomheten i relevante aktivaklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Den er også behandlet i større detalj på neste side.

Hva angår aktuelle, taktiske vurderinger, har forventningene til videre realøkonomisk utvikling vært mye diskutert etter perioden med sterk inflasjon og renteøkning. Noen aktører forventer en myk landing med fortsatt vekst, men lavere renter. Dette har bidratt til fortsatt god avkastning i aksjemarkedet. BCA Research omtaler forventningene til amerikansk resesjon i maiutgaven av Bank Credit Analyst. De hevder at selv om forventningene er skjøvet frem i tid, kan en resesjon ikke avlyses. BCA Research viser i samme publikasjon at hver resesjon etter 1948 har sammenfalt med en tredels prosentenhets økning i rullerende tre måneders arbeidsledighet. Figuren under illustrerer deres poeng. Vi søker ikke for vår del å predikere når neste resesjon kommer, men ser at nåværende rentenivåer er høye nok til at det kan forsvares å sikre mer av porteføljene på dagens nivåer.

Til sist, våre kunder kan også be seg fritatt fra taktisk allokering. De vil også da få tilpassede strategiske vekter for sin langsiktige aktivaklasseallokering, med frihetsgrader rundt denne allokeringen. Seleksjonen vil følge ordinær utvelgelsesprosess for investeringsobjekter. Deres porteføljer vil dog bli automatisk rebalansert når kundeporteføljens aktivaklassevekter avviker tilstrekkelig fra strategiske vekter.

Hvor sterk økning i arbeidsledighet har det vært forut for historiske resesjoner?



De røde punktene indikerer de gangene tre måneders rullerende arbeidsledighet økte tredels prosentenhets ved resesjonstart.

Kilde Industrifinans, BCA Research, Bloomberg

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 13,9 % hittil i år per 30. april, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 6,4 %.

Vi observerer at en stor del av avkastningen i åpen valuta skyldes valutavekkelsen for NOK. Dette kan følgelig reverseres om NOK styrkes igjen.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

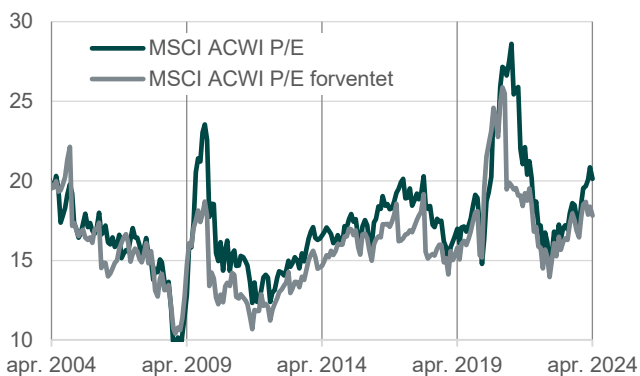
Tegn til at inflasjonen ikke avtar så fort eller mye som håpet har gjort at de store sentralbankene endrer sine indikasjoner på hvordan styringsrenten vil utvikle seg. Når forventningene til framtidige styringsrenter og til inflasjonen på litt lengre sikt endrer seg, endrer også effektiv rente seg for lån med lengre løpetid, som inngår i våre fond med høy kredittverdighet.

Vi opprettholder høyere rentefølsomhet for relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Hensikten for den taktiske posisjonen er i større grad å sikre den relativt høye effektive renten. Se figuren under til høyre. Skulle rentenivået falle, vil det være gunstigere med en portefølje med noe høyere rentefølsomhet.

Verdsetting

Verdsettingen stiger med god avkastning i aksjemarkedet. Med unntak av koronakrisen, må vi tilbake til 2017 for tilsvarende nivåer. BCA Research hevder i sin Special Report 25. april at $\frac{3}{4}$ av avkastningen hittil i år for MSCI ACWI er

Verdsetting – pris på siste og forventet 12 mnd inntjening



Kilde: Bloomberg, MSCI

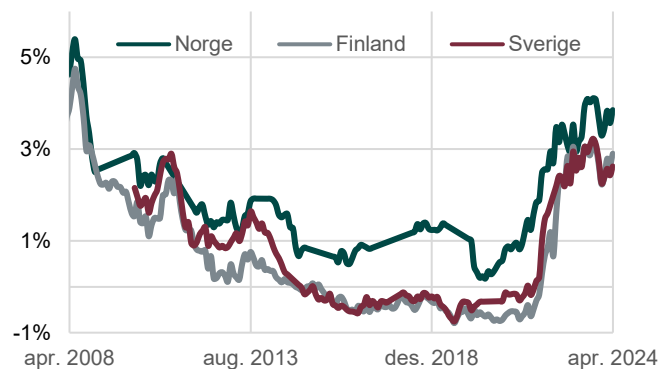
drevet av høyere multipler, det vil si høyere verdsetting. Mens forventet inntjening har økt kraftig, har realisert inntjening så langt i første og andre kvartal vært mer på samme nivå som før. PMI, som er en bred og oppdatert spørreundersøkelse om utviklingen i selskaper verden over, indikerer fremdeles vekst globalt, men for USA er veksten svakere enn i første kvartal.

Med fortsatt positiv utvikling og med kun en svak overvekt i aksjer som følge av markedsutvikling, lar vi denne ligge også i mai. Med moderate avvik fra strategi, vil vi være forsiktige med stadige rebalanseringer for å begrense antall transaksjoner med tilhørende kostnader. Men med dagens høye verdsetting, følger vi likevel den realøkonomiske utviklingen nøye.

Sentimentet

Sentimentet, som målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt i Europa, og det norske markedet. I USA har sentimentet blitt noe svakere den siste måneden. American Association of Individual Investors måler også en noe mer nøktern holdning til markedet i sine spørreundersøkelser.

Effektiv rente statsobligasjoner med rentefølsomhet 4



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

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 ikke like fort som markedet har trodd, og pengepolitikken forventes å være stram noe lenger. Verdsettingen stiger. Sentimentet er

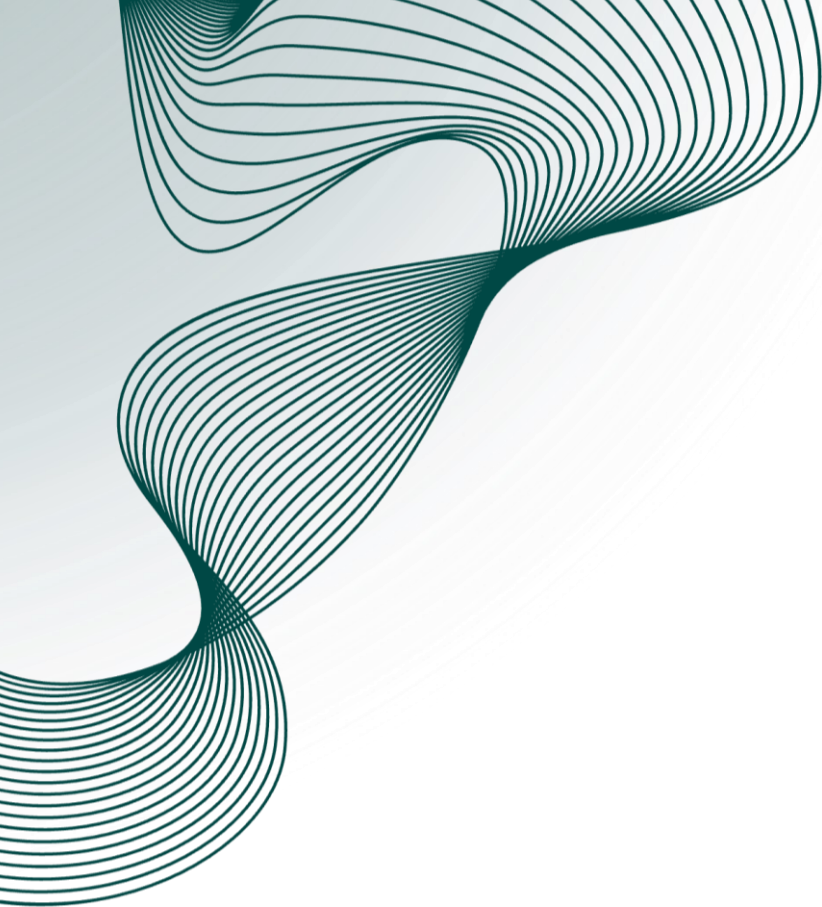
godt, men noe svekket siden mars. En svak overvekt i aksjer har oppstått ved markedsutvikling. Vi opprettholder denne på basis av vurderingen ovenfor.

Vi opprettholder også taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet, som begrunnet ovenfor.

Relevante markedsindikatorer per 30. april 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,51 %	1,38 %	1,82 %	5,26 %	8,74 %	11,90 %	5,00 %
	NOGOVD3M	0,35 %	1,09 %	1,42 %	3,88 %	6,22 %	7,78 %	4,42 %
	NORM123D3	-0,34 %	0,25 %	-0,32 %	3,09 %	1,39 %	7,52 %	4,88 %
	NOHYNH	0,79 %	3,13 %	4,78 %	11,89 %	27,05 %	36,20 %	9,43 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-1,73 %	-1,25 %	-1,96 %	0,32 %	-8,50 %	-1,67 %	
	Bl. Global HY H. NOK	-0,74 %	1,58 %	1,64 %	10,24 %	-0,06 %	8,34 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	3,35 %	7,85 %	6,60 %	12,09 %	20,92 %	54,15 %	1371,2
	OSEBX	3,24 %	6,90 %	4,94 %	11,80 %	27,38 %	55,66 %	
	OSEEX	5,98 %	10,95 %	12,09 %	19,76 %	59,32 %	121,23 %	
	OBX ESG	5,03 %	10,14 %	10,55 %	17,56 %	23,06 %	56,22 %	
	OBX ESG ex O&G	2,64 %	7,09 %	6,71 %	9,22 %	8,58 %	50,81 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	0,93 %	10,03 %	10,07 %	11,02 %	33,48 %	98,07 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-5,81 %	1,88 %	-2,32 %	9,71 %	-9,99 %	37,81 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	-1,26 %	8,99 %	13,90 %	22,15 %	50,90 %	101,54 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	-2,85 %	4,00 %	6,43 %	17,65 %	14,72 %		
	MSCI World NR	-1,69 %	8,50 %	14,12 %	23,11 %	56,88 %	111,02 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	-3,31 %	3,44 %	6,53 %	18,53 %	19,01 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	0,17 %	9,55 %	12,38 %	11,77 %	49,57 %	78,29 %	
	MSCI Developed North America	-2,10 %	8,25 %	14,83 %	26,93 %	61,79 %	129,95 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-1,47 %	3,34 %	0,88 %	19,83 %	66,93 %	47,73 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	2,53 %	13,56 %	11,59 %	11,82 %	11,15 %	45,58 %	
	MSCI Japan NR	-2,86 %	9,06 %	14,97 %	23,99 %	43,38 %	75,09 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	2,56 %	13,49 %	11,94 %	14,26 %	11,67 %	40,92 %	
	MSCI ACWI Communication Services	0,52 %	9,28 %	19,38 %	31,78 %	26,56 %	82,04 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	-1,82 %	9,39 %	10,85 %	20,76 %	21,91 %	83,92 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	0,86 %	6,97 %	10,38 %	0,73 %	40,87 %	60,60 %	
	MSCI ACWI Energy	2,71 %	15,61 %	19,81 %	19,11 %	136,01 %	88,96 %	
	MSCI ACWI Financials	-0,93 %	10,51 %	15,43 %	25,20 %	56,89 %	81,72 %	
	MSCI ACWI Health Care	-1,86 %	6,53 %	12,01 %	8,96 %	49,79 %	101,75 %	
	MSCI ACWI Industrials	-0,71 %	12,48 %	15,47 %	25,08 %	57,07 %	98,70 %	
	MSCI ACWI Information Technology	-3,54 %	6,47 %	15,24 %	38,95 %	74,41 %	205,69 %	
	MSCI ACWI Materials	0,23 %	11,63 %	8,88 %	11,14 %	34,37 %	87,89 %	
	MSCI ACWI Real Estate	-4,58 %	2,68 %	0,79 %	2,26 %	10,80 %	20,23 %	
	MSCI ACWI Utilities	3,18 %	12,09 %	11,64 %	4,80 %	39,17 %	59,70 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	-1,55 %	8,74 %	14,94 %	27,09 %	47,52 %	124,70 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	-0,57 %	6,14 %	11,00 %	9,43 %	43,01 %	61,48 %	
	MSCI ACWI Momentum	-1,87 %	15,39 %	26,63 %	31,94 %	43,16 %	109,71 %	
	MSCI ACWI Quality	-1,58 %	9,44 %	16,80 %	31,35 %	62,97 %	140,71 %	
	MSCI ACWI Value	-0,96 %	9,27 %	12,83 %	16,99 %	52,07 %	75,17 %	
Valuta	USDNOK	2,10 %	6,09 %	8,86 %	3,99 %	33,11 %	28,35 %	11,1
	EURNOK	0,95 %	4,50 %	5,33 %	0,83 %	18,34 %	22,25 %	11,8
	GBPNOK	1,25 %	4,72 %	7,21 %	3,61 %	20,67 %	23,30 %	13,9
	SEKNOK	-0,55 %	0,60 %	0,07 %	-2,80 %	2,63 %	10,95 %	100,9
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	0,43 %	6,02 %	14,04 %	10,46 %	30,65 %	20,69 %	87,9
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	4,18 %	12,92 %	11,00 %	16,37 %	30,51 %	79,91 %	2307,0
	MSCI ACWI Commodity NR	2,53 %	9,88 %	6,83 %	9,34 %	45,80 %	50,78 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-1,74 %	8,33 %	24,33 %	1,39 %	85,15 %	62,78 %	113,2
	S&P Goldman Sachs Commodity	2,75 %	10,46 %	19,13 %	7,89 %	54,25 %	68,52 %	
Andre indekser	Dow Jones	-2,92 %	4,48 %	9,86 %	17,77 %	57,92 %	103,09 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-3,99 %	2,04 %	1,02 %	3,08 %	13,67 %	21,01 %	
	Hang Seng	9,74 %	20,15 %	13,85 %	-3,17 %	-9,77 %	-9,06 %	
	NASDAQ 100	-2,42 %	5,76 %	13,11 %	38,07 %	71,59 %	200,27 %	
	S&P 500	-2,07 %	8,52 %	15,43 %	27,55 %	67,95 %	138,47 %	

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 brevs 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.