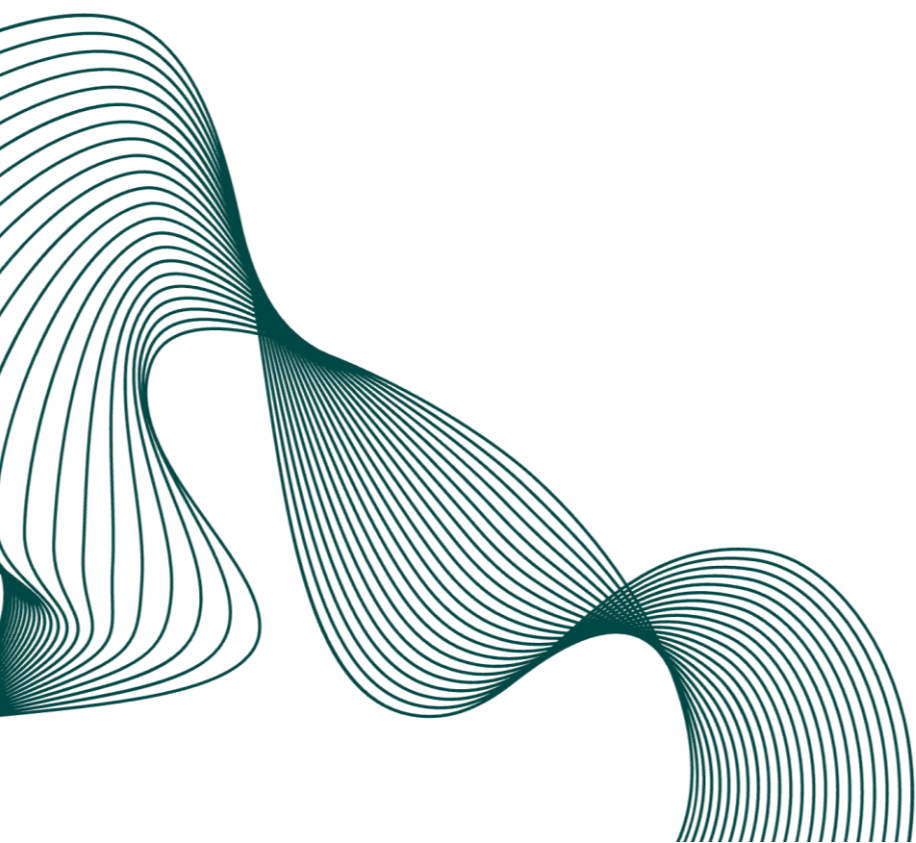


Månedsbrev juli 2024



En refleksjon

“The real fortunes in this country have been made by the people who put their capital into a business that had a future, worked hard, invested more capital, and stayed with their investment throughout the years – depression and boom alike.”

“What is a share in a business worth” tale av T. Rowe Price, 1947 fra “T. Rowe Price: The Man, The Company, and The Investment Philosophy” C. C. Bond, 2019

Aktiv og passiv forvaltning hos Industrifinans Kapitalforvaltning

Forskjellen mellom aktiv og passiv forvaltning er måten investor forholder seg til investeringsmulighetene. Spørsmålet er: vil investor aktivt velge ut investeringer, eller vil investor passivt investere i det relevante markedet? Industrifinans kan betjene kunder med vår kompetanse på begge felt.

Noen vil hevde sterkt at aktiv forvaltning ikke har noe for seg, fordi det i gjennomsnitt ikke kan ha bedre avkastning enn markedet. Rent prinsipielt er jo markedet gjennomsnittet av alle aktørers transaksjoner og investeringer. Kenneth R. French argumenterte i velkjente «Presidential Address: The Cost of Active Investing» fra 2008 at om alle investorer investerte i en passiv markedsvektet portefølje i stedet for å søke meravkastning, ville investorer i snitt få høyere avkastning, da de slipper kostnadene ved å søke å oppnå de beste investeringene.

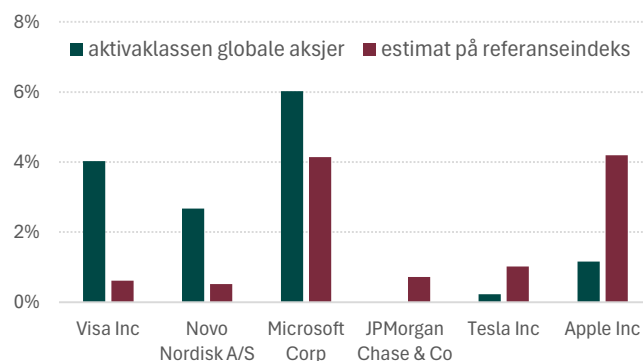
Investeringer innebærer kostnader, og vi tror helt klart på transparens for våre kunder med tydelige kostnadsrapporter. Fra en annen vinkel kan vi dog spørre om det er irrasjonelt å søke de beste forvalterne fordi forvalterne i snitt ikke er bedre enn gjennomsnittet av forvalterne. Dette argumentet brukes i mindre grad om andre tjenester. For eksempel slutter ikke boligeiere å søke etter de gode håndverkerne fordi håndverkere i gjennomsnitt ikke er bedre enn gjennomsnittet i sin bransje. Folk flest søker god kvalitet, nettopp fordi de fleste sektorer av tjenesteytere har aktører med varierende kvalitet. Lønner det seg da med aktiv forvaltning? Det kommer naturligvis an på om investor lykkes å finne de aktive forvalterne som over tid yter sine tjenester med god kvalitet. Her er Industrifinans en god samtalepartner.

Den investor som søker passiv forvaltning, vil også møte på interessante spørsmål. Hvilken del av markedet er det investor ønsker å ha en passiv forvaltning i forhold til? Hvilken indeks er det investor ønsker porteføljen skal replikere? Bloomberg har registrert over 3000 tilgjengelige aksjeindeksfond globalt sett, som er mer enn det er selskaper i MSCI ACWI, den brede verdensindeksen for aksjemarkedet. Det er så mange muligheter for passiv forvaltning, at dette fort blir et aktivt valg. Det er indeksfond for region, sektor, bransje, selskapsstørrelse og investeringsstil med mer. Dette anser vi ikke som et problem; det leder heller til viktige samtaler med de investorer som ønsker denne formen for forvaltning.

Noen vil på den annen side i høyeste grad søke aktiv forvaltning og hevde at det er vanskelig å oppnå dette i stor nok grad hos en forvalter som Industrifinans, som investerer i

en gruppe av fond. Tanken er at de aktive posisjonene i ulike fond vil gå i ulike retninger og at den totale eksponeringen blir nær passiv forvaltning. Problemstillingen er forståelig. Det finnes dog et veletablert eget måltall for å sammenligne hvor stor grad av aktiv forvaltning en portefølje representerer. Det er aktiv andel (active share) som måler avviket mellom porteføljen og relevant referanseindeks, hva angår vekt i det enkelte selskapet. Er aktiv andel lik 0 %, betyr det at vekten av det enkelte selskap i porteføljen er helt lik selskapsvektene i referanseindeksen. Er aktiv andel lik 100 %, har porteføljen ingen av selskapene i referanseindeksen. Finanstilsynet kritiserte etter et tilsyn i 2015 fond med aktiv forvaltning og målsetning om meravkastning når de hadde kun rundt 30 % aktiv andel. Hele Industrifinans Kapitalforvaltning sin aktivaklasse globale aksjer har gjerne 60 % til 70 % i aktiv andel. I figuren under har vi illustrert noen store aktive posisjoner i aktivaklassen per nyttår, hvor den grønne søylen viser total selskapsvekt i aktivaklassen etter gjennomgang av alle fondene. Den røde søylen viser estimat på tilsvarende selskapsvekt i referanseindeksen. Våre kunder har tilgang til mer oppdaterte tall.

Store aktive posisjoner i globale aksjer per 31.12.23



Kilde: Industrifinans, forvaltere, Bloomberg

Vår investeringsfilosofi, som vektlegger kvalitetselskaper og ønsket om å vite hva vi eier, leder oss til aktiv forvaltning i utgangspunktet. En selektiv forvaltning gir mulighet til å søke de selskapene som ligger nærmest investors idealer. Dette betyr oftest ikke en veldig aktiv aksjehandel med hyppige kjøp og salg, men sterke kriterier for utvalget av aksjer forvalterne våre kjøper for å eie, gjerne med lang horisont. Vi deler dog gjerne også av vår kompetanse på passiv forvaltning for de investorer som skulle ønske det, med vurderinger rundt alle de spørsmål denne type forvaltning medfører.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 16,5 % første halvår, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 13,0 %. Dermed er en tydelig andel av avkastningen i åpen valuta kommet fra svekkelsen av NOK mot flere valutaer. Dette har vært en vedvarende trend også siste 5 og 10 år. MSCI ACWI sin avkastning siste 10 år per 30. juni er totalt 290,1 %, mens tilsvarende for MSCI ACWI Hedged NOK er totalt 135,1 %.

Det er momentum-aksjer som har hatt best avkastning første halvår, med 34,6 % avkastning for MSCI ACWI Momentum.

Referanseindeksen for obligasjoner høy kredittverdighet, NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, har 4,6 % i effektiv rente nå, noe som er høyere enn 4,3 % ved nyttår. Likevel har indeksen hatt positiv avkastning da den høyere effektive renten mer enn utligner verdireduksjonen som renteøkningen påfører obligasjonene.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Gjennom første halvår har markedet endret forventningene til rentenedgang og legger nå til grunn at det vil ta noe lengre tid enn først antatt. Rentenivået for lån med noen års løpetid har derfor blitt noe høyere enn ved nyttår. Tanken er at sentralbankene vil være nødt til å holde renten på nåværende nivå lenger for å få inflasjonen ned til målsetningen rundt 2 %. Den amerikanske kjerneinflasjonen som Federal Reserve ofte henviser til (PCE) har dog falt 3 prosentpoeng, fra toppen på 5,6 % til dagens 2,6 %.

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. 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 langt tilbake for tilsvarende nivåer. Figuren til høyre viser at verdsetting for MSCI ACWI har steget, målt både mot realisert og forventet inntjening. Med

unntak av pandemiperioden er verdsettingen nå høyere enn på lenge.

Vi har svak overvekten i aksjer, drevet av markedsutviklingen. Med moderate avvik fra strategi, vil vi være forsiktige med hyppige rebalanseringer, for å begrense antall transaksjoner med tilhørende kostnader. Men med dagens verdsetting, følger vi likevel den realøkonomiske utviklingen nøye.

Verdsettingen har steget



Kilde: Bloomberg

Sentimentet

Sentimentet, som målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt i Europa, USA og Norge.

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 er svekket, og ECB har gjennomført første rentekutt siden 2019. Verdsettingen stiger ved at aksjemarkedet stiger i verdi uten at selskapene globalt sett har tilsvarende høyere inntjening.

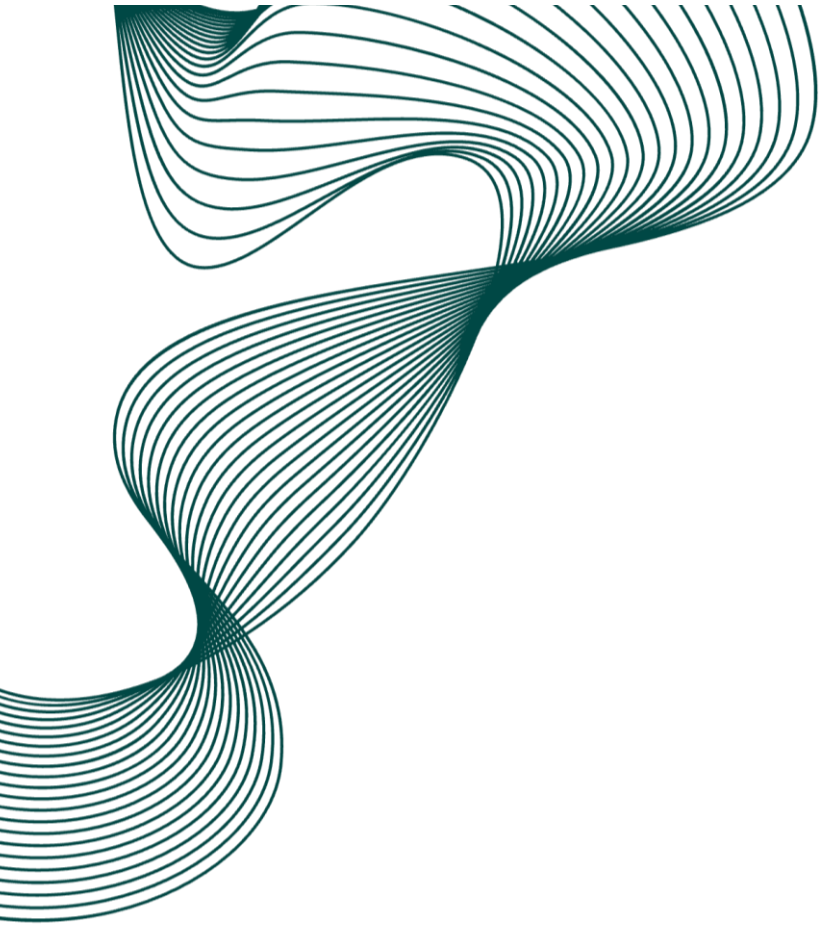
Sentimentet er imidlertid fortsatt positivt. En svak overvekt i aksjer har oppstått ved markedsutvikling. Vi opprettholder denne på basis av vurderingen ovenfor.

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

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,37 %	1,37 %	2,68 %	5,57 %	9,58 %	12,57 %	5,05 %
	NOGOVD3M	0,34 %	1,06 %	2,14 %	4,10 %	6,93 %	8,35 %	4,43 %
	NORM123D3	0,64 %	1,19 %	1,21 %	6,70 %	2,95 %	8,47 %	4,60 %
	NOHYNH	1,12 %	2,33 %	6,39 %	11,78 %	27,27 %	37,64 %	9,52 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	0,80 %	-0,17 %	-0,40 %	2,72 %	-7,71 %	-2,64 %	
	Bl. Global HY H. NOK	0,58 %	0,95 %	3,37 %	10,77 %	0,19 %	8,36 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	-1,56 %	7,02 %	10,40 %	18,34 %	20,59 %	61,88 %	1422,4
	OSEBX	-1,26 %	7,09 %	8,86 %	17,15 %	26,89 %	64,50 %	
	OSEEX	-1,64 %	6,53 %	12,67 %	18,61 %	52,46 %	116,74 %	
	OBX ESG	-1,43 %	8,53 %	14,23 %	25,25 %	22,51 %	62,09 %	
	OBX ESG ex O&G	-2,10 %	4,08 %	8,20 %	15,40 %	6,13 %	50,99 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-0,50 %	1,69 %	10,90 %	16,30 %	25,89 %	101,53 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-0,17 %	-3,77 %	-0,21 %	31,77 %	-17,43 %	31,33 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	3,64 %	1,01 %	16,52 %	18,36 %	45,03 %	108,02 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	2,54 %	3,18 %	13,03 %	19,30 %	17,97 %		
	MSCI World NR	3,45 %	0,77 %	16,98 %	19,17 %	50,99 %	117,78 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	2,35 %	2,84 %	13,31 %	19,98 %	22,35 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-0,89 %	-1,27 %	10,76 %	10,72 %	38,70 %	76,16 %	
	MSCI Developed North America	4,74 %	1,81 %	19,42 %	22,37 %	57,46 %	141,26 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-4,76 %	-13,79 %	-11,73 %	-6,39 %	27,30 %	25,68 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	5,30 %	4,34 %	13,56 %	12,08 %	8,10 %	51,41 %	
	MSCI Japan NR	0,66 %	-6,00 %	11,25 %	12,18 %	32,45 %	71,95 %	
	MSCI Emerging Markets NR	5,38 %	3,10 %	12,52 %	11,59 %	5,88 %	45,38 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	5,30 %	6,12 %	26,03 %	31,09 %	26,90 %	97,91 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	3,37 %	-3,26 %	9,23 %	8,10 %	14,44 %	84,64 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	-0,04 %	-1,99 %	7,26 %	0,39 %	28,70 %	56,28 %	
	MSCI ACWI Energy	-0,17 %	-2,59 %	13,63 %	15,64 %	98,37 %	83,82 %	
	MSCI ACWI Financials	0,73 %	-1,68 %	14,55 %	20,98 %	48,22 %	83,26 %	
	MSCI ACWI Health Care	3,33 %	-1,49 %	12,44 %	9,75 %	38,20 %	97,26 %	
	MSCI ACWI Industrials	-0,35 %	-3,57 %	12,15 %	14,11 %	44,98 %	94,69 %	
	MSCI ACWI Information Technology	10,64 %	9,36 %	30,65 %	36,50 %	81,99 %	253,36 %	
	MSCI ACWI Materials	-2,15 %	-4,91 %	3,29 %	5,04 %	23,24 %	76,70 %	
	MSCI ACWI Real Estate	1,77 %	-4,67 %	0,71 %	3,08 %	4,09 %	19,35 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Utilities	-2,92 %	1,70 %	10,04 %	5,49 %	36,91 %	54,78 %	
	MSCI ACWI Growth	6,24 %	4,28 %	21,75 %	23,63 %	45,33 %	138,70 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	2,58 %	-1,47 %	10,00 %	8,15 %	33,65 %	56,85 %	
	MSCI ACWI Momentum	6,07 %	4,29 %	34,57 %	37,50 %	47,13 %	120,01 %	
	MSCI ACWI Quality	5,43 %	4,38 %	23,88 %	28,41 %	59,22 %	158,20 %	
Valuta	MSCI ACWI Value	0,92 %	-2,39 %	11,20 %	12,95 %	42,41 %	75,27 %	
	USDNOK	1,38 %	-1,81 %	4,69 %	-0,85 %	23,75 %	24,81 %	10,6
	EURNOK	0,11 %	-2,63 %	1,60 %	-2,51 %	11,87 %	17,69 %	11,4
	GBPNOK	0,67 %	-1,75 %	4,04 %	-1,35 %	13,06 %	24,23 %	13,5
Råvarer	SEKNOK	0,69 %	-0,90 %	-0,28 %	0,99 %	-0,05 %	9,41 %	100,5
	Brent Crude (USD/Boe)	5,87 %	-1,22 %	12,16 %	15,37 %	15,01 %	29,84 %	86,4
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-0,74 %	5,26 %	12,15 %	21,89 %	32,20 %	65,43 %	2330,9
	MSCI ACWI Commodity NR	-3,49 %	-0,02 %	4,17 %	10,97 %	36,10 %	46,32 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-32,84 %	-25,74 %	-12,90 %	-11,37 %	31,89 %	31,89 %	79,3
Andre indekser	S&P Goldman Sachs Commodity	2,29 %	-2,50 %	13,04 %	6,11 %	33,54 %	69,72 %	
	Dow Jones	2,63 %	-3,05 %	9,70 %	15,03 %	48,99 %	104,00 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	1,73 %	-4,20 %	0,81 %	3,65 %	6,88 %	20,58 %	
	Hang Seng	0,48 %	7,20 %	11,22 %	-2,70 %	-16,07 %	-8,45 %	
	NASDAQ 100	7,74 %	6,09 %	22,98 %	29,66 %	71,35 %	234,11 %	
S&P 500	5,02 %	2,40 %	20,69 %	23,49 %	64,58 %	151,54 %		

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 prestasjon

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.