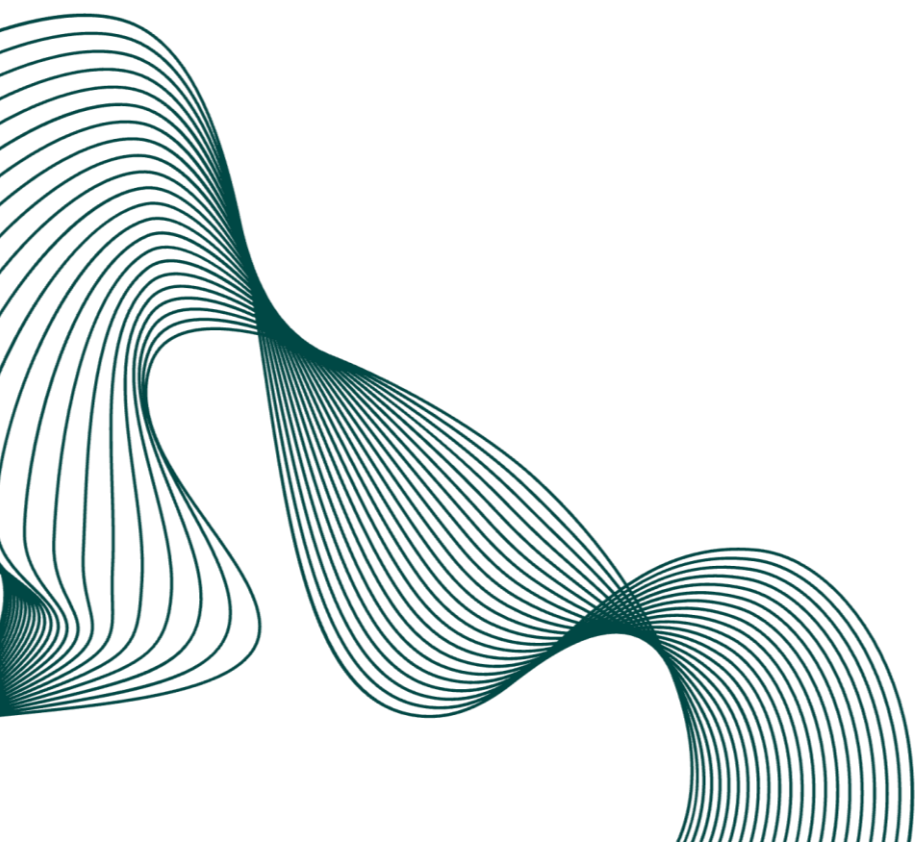


Månedsbrev november 2024



En refleksjon

«A good company is one that regularly makes a high return in cash term on capital employed, and can reinvest at least part of that cash flow in order to grow its business and compound the value of our investment.»

“Investing for Growth: How to make money by only buying the best companies in the world”, Terry Smith, 2020

Vi investerer ikke i politikk, men i gode selskaper

Selskapene i globale aksjeporteføljer forvaltet av forvaltere selektert av Industrifinans er der først og fremst fordi de er selskaper med sterke forretningsmodeller med god selskapsstyring i gode produktmarkeder. Langsiktige investeringer i fundamentalt gode selskaper står seg gjennom ulike økonomiske sykler, politiske vinder og presidentskap.

Det globale aksjemarkedet kan generelt på kort sikt oppleve svingninger på grunn av frykt eller håp om endringer i politisk rammeverk. Våre globale aksjeforvaltere har på den annen side hatt selskaper som de siste fem år har hatt en estimert gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 17 %, mot 13 % som estimert for det globale aksjemarkedet.¹ I seg selv er en så solid ekstra verdiskapning attraktivt. Når denne verdiskapningen delvis kan reinvesteres i samme gode forretningsmodeller, får vi en akkumulerende effekt, som forretningsmodellenes renters rente.

Våre forvaltere av globale aksjer rapporterer løpende om de selskapene som inngår i fondene, også i høst da det var pågående valgkamp i USA. Som forventet har ikke politisk opportunisme, men den underliggende selskapsutviklingen stått i fokus også denne høsten, tro mot investeringsfilosofien. Konsentrerte porteføljer bidrar til at forvalterne kan følge det enkelte selskapet nøye. Selv etter at vi har satt sammen en portefølje av fond, har aktivklassen globale aksjer en aktiv andel på over 60 %², som indikerer tydelig konsentrasjon.

Amazon.com er et velkjent kvalitetsselskap. Vår beskrivelse av selskapet skal ikke oppfattes som en kjøpsanbefaling, men som et eksempel blant en rekke selskaper som våre forvaltere følger for vår kvalitetsorienterte forvaltning. Kjernen i en slik selskapsanalyse er ikke en opportunistisk posisjonering for en mulig medvind dersom forvalter forutså utfallet av det amerikanske valget. Det sentrale er heller hvorvidt selskapet kan beholde sin konkurranseposisjon i attraktive markeder og utvikle seg i takt med teknologien. Det hele skal bygges på en trygg selskapsstyring. Amazon.com har oppnådd en sterk posisjon med god bruttomargin³, som illustrert i figuren under. Vi behøver ikke anta at bruttomarginen nødvendigvis skal fortsette å stige som den har gjort de siste årene, men fremholder heller styrken i at den ikke har blitt oppspist av inflasjon eller konkurranse. Denne bruttomarginen har selskapet maktet å opprettholde over tid i perioder med økonomisk vekst og i global finanskrise, i tider med globalisering og med proteksjonisme og ved valgseire både for demokratene eller republikanernes presidentkandidater.

Vi har naturligvis forståelse for finansiell risikostyring for investeringsporteføljer som er sterkt eksponert mot politiske vinder, men ønsker i disse tider å vise styrken i kvalitetsaksjer som ikke er avhengig av denne medvinden for å skape verdiskapning. I det lange løp vil dette anerkjennes av markedet og være avgjørende for god avkastning.

Stødig selskapskvalitet gjennom skiftende tider, illustrert ved bruttomargin for Amazon.com



Kilde: Bloomberg

¹ Portefølleestimatene gjelder våre reelle porteføljer av fond siste 5 år. Markedsestimater er basert på tall fra Bloomberg om MSCI ACWI siste fem år. Dette er estimater med forbehold om feil.

² Aktiv andel (active share) er et måltall fra 0 – 100 % som viser grad av avvik mellom porteføljen og referanseindeks sine posisjoner.

Dersom porteføljen har samme aksjevækt som referanseindeksen, er aktiv andel lik 0 %. Dersom den overhodet ikke har noen av aksjene i referanseindeksen, er aktiv andel 100 %.

³ Bruttomargin er generelt forstått som (salgsinntekt – kostnad solgte varer) / salgsinntekt.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

MSCI ACWI har steget 25,7 % hittil i år per 31. oktober, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 17,0 %. En betydelig andel av avkastningen hittil i år i åpen valuta har kommet fra svekkelsen av NOK mot flere valutaer. Denne utviklingen har vedvart over flere år.

Avkastningen til MSCI ACWI har vært konsentrert hittil i år, hvor vi estimerer at under 40 av indeksens over 2500 selskaper har stått for over halvparten av indeksens avkastning.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn. I november rebalanserer vi aktivaklassevektene tilbake til strategiske vekter. Dette gir en nøytralisering av de avvik fra strategi som har oppstått ved markedsutviklingen.

Likviditet

Sentralbanklikviditeten er fremdeles stram. Sentralbankbalansene reduseres fremdeles og legger ytterligere beslag på likviditet. På den annen side nedjusteres sentralbankrentene og blir mindre kontraktive.

Den amerikanske sentralbankens styringsrente er knyttet til utviklingen i inflasjon og arbeidsmarkedstall. Årlig inflasjon, målt ved sentralbankens mest brukte mål Personal Consumption Expenditure (PCE) var 2,7 % ved siste kunngjøring per 30. september. Dette er en tydelig lavere inflasjon enn toppnoteringen, men fremdeles ikke ved sentralbankens mål om 2 %. Arbeidsledigheten er 4,1 %, under gjennomsnitt siste 10 år. Styringsrenten ble på ny satt ned i rentemøtet 7. november, til 4,5 %

Den europeiske sentralbanken har satt styringsrenten ned til 3,25 % så langt i år. De forventer at inflasjonen vil nå målsetningen om 2 % i løpet av neste år og anser nåværende rentenivå som fortsatt kontraktivt. Bank of England satte på ny ned styringsrenten i rentemøtet 7. november, til 4,75 %.

Den kinesiske sentralbanken har tatt flere pengepolitiske grep for å støtte økonomien, både reduksjon av ulike renter og lettelse av reservekravet for banker.

Vi har fremdeles høyere rentefølsomhet for relevante aktivaklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Hensikten for denne aktive, taktiske

Konklusjon

Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi.

Taktisk allokering vurderer vi slik: Sentralbanklikviditeten er stram, men i ferd med å lettes. Inflasjonen er svekket, og det forventes ytterligere rentekutt gjennom vinteren. Verdsettingen

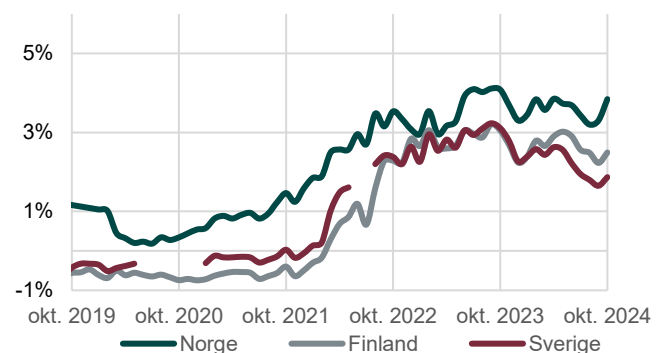
Referanseindeksen for obligasjoner høy kredittverdighet, NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, hadde 4,6 % i effektiv rente per 31. oktober, høyere enn ved nyttår. Samtidig har effektiv rente for de andre nordiske landene falt gjennom året. Referanseindeksen for høyrente, NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged hadde 8,8 % i effektiv rente per 31. oktober. Risikopåslaget (credit spread) var 4,9 prosentenheter samme tid, en av de laveste verdiene siden indeksen ble etablert for snart 10 år siden.

posisjonen er i høyere grad å sikre den fremdeles relativt høye effektive renten, jamfør figuren under. Med skiftende sentiment i forventningen til renteutviklingen, vil også avkastningen knyttet til denne posisjonen variere. Skulle rentenivået falle, vil høyere rentefølsomhet være gunstig.

Verdsetting

Verdsettingen er høy og reflekterer forventninger om ytterligere styrket inntjening og fallende rentenivå. Dette gjelder både om vi måler pris på oppnådd inntjening eller pris på estimert, fremtidig inntjening.

Statsrenter i Norden med rentefølsomhet 4



Kilde: Bloomberg, MSCI

Sentimentet

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

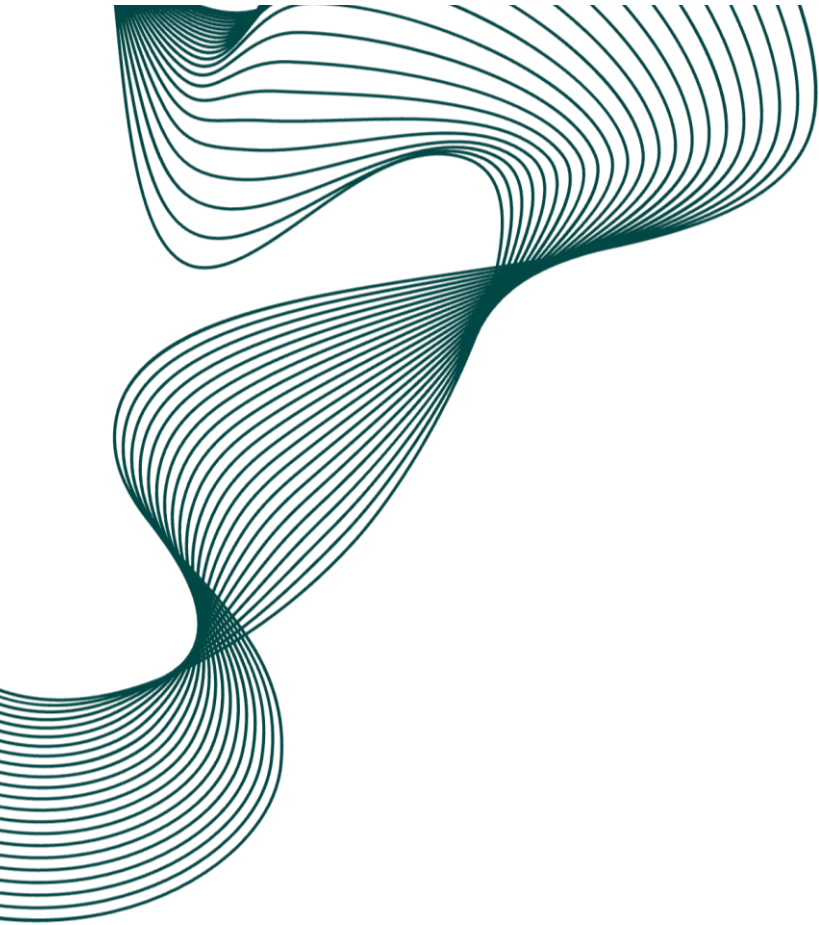
er høy. Sentimentet er blandet. Overvekten i aksjer som er oppstått på grunn av markedsutviklingen velger vi nå å nøytralisere.

Vi opprettholder taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i aktivaklasser av obligasjoner med høy kredittverdighet.

Relevante markedsindikatorer per 31. oktober 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,40 %	1,25 %	4,47 %	5,49 %	11,31 %	13,82 %	5,00 %
	NOGOVD3M	0,38 %	1,10 %	3,66 %	4,33 %	8,52 %	9,51 %	4,46 %
	NORM123D3	-1,01 %	0,23 %	2,62 %	6,35 %	5,04 %	9,48 %	4,63 %
	NOHYNH	0,64 %	2,54 %	10,07 %	12,15 %	28,76 %	41,25 %	8,81 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-1,47 %	0,60 %	2,09 %	8,50 %	-5,27 %	-2,33 %	
	Bl. Global HY H. NOK	-0,13 %	3,27 %	8,61 %	17,50 %	5,68 %	13,66 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	1,14 %	-1,60 %	11,99 %	16,67 %	15,68 %	56,94 %	
	OSEBX	1,07 %	-1,91 %	9,55 %	11,74 %	20,01 %	59,39 %	1431,4
	OSEEX	7,27 %	3,53 %	26,04 %	34,17 %	47,43 %	136,95 %	
	OBX ESG	2,03 %	0,95 %	18,66 %	27,83 %	22,67 %	62,92 %	
	OBX ESG ex O&G	0,90 %	2,88 %	14,68 %	25,84 %	8,19 %	54,73 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-2,69 %	-2,30 %	12,42 %	24,10 %	23,43 %	87,56 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-9,60 %	-0,97 %	5,88 %	42,81 %	-21,54 %	20,47 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	2,28 %	3,47 %	25,72 %	31,03 %	53,45 %	102,86 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	-1,15 %	2,32 %	17,02 %	30,97 %	16,96 %		
	MSCI World NR	2,56 %	3,35 %	26,26 %	31,91 %	57,30 %	111,66 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	-0,93 %	2,28 %	17,35 %	31,74 %	19,50 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-1,53 %	-0,94 %	15,02 %	20,81 %	42,76 %	67,56 %	
	MSCI Developed North America	3,77 %	4,68 %	30,05 %	35,72 %	63,17 %	135,87 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-0,75 %	-1,74 %	-10,07 %	1,08 %	61,08 %	20,57 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-0,57 %	5,83 %	23,53 %	26,45 %	28,69 %	53,01 %	
	MSCI Japan NR	0,55 %	-3,12 %	17,02 %	20,71 %	40,60 %	55,27 %	
MSCI Emerging Markets NR	-0,02 %	4,49 %	21,02 %	23,66 %	25,12 %	45,45 %		
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	4,71 %	8,38 %	36,19 %	39,11 %	41,34 %	93,37 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	0,86 %	5,22 %	19,22 %	25,17 %	24,39 %	82,32 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	-0,56 %	2,17 %	15,45 %	12,77 %	40,18 %	51,00 %	
	MSCI ACWI Energy	3,43 %	-3,81 %	13,77 %	5,03 %	85,24 %	81,19 %	
	MSCI ACWI Financials	4,74 %	6,08 %	31,38 %	39,35 %	61,01 %	92,09 %	
	MSCI ACWI Health Care	-0,50 %	-1,47 %	17,58 %	18,05 %	41,88 %	84,63 %	
	MSCI ACWI Industrials	1,45 %	3,29 %	24,02 %	33,83 %	60,32 %	95,86 %	
	MSCI ACWI Information Technology	3,63 %	3,25 %	35,46 %	46,37 %	79,43 %	218,07 %	
	MSCI ACWI Materials	-1,56 %	1,14 %	10,34 %	16,63 %	36,39 %	79,68 %	
	MSCI ACWI Real Estate	0,08 %	5,94 %	16,46 %	27,63 %	19,34 %	22,08 %	
	MSCI ACWI Utilities	1,04 %	6,93 %	28,24 %	29,13 %	56,30 %	58,02 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	2,52 %	3,77 %	28,53 %	35,41 %	48,49 %	126,01 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	2,00 %	3,86 %	21,92 %	20,27 %	47,23 %	55,45 %	
	MSCI ACWI Momentum	3,69 %	4,27 %	41,93 %	46,87 %	48,91 %	112,08 %	
	MSCI ACWI Quality	1,70 %	2,26 %	29,12 %	34,41 %	61,77 %	137,32 %	
	MSCI ACWI Value	2,03 %	3,16 %	22,84 %	26,49 %	56,39 %	76,41 %	
Valuta	USDNOK	4,63 %	0,88 %	8,38 %	-1,32 %	30,65 %	19,96 %	11,0
	EURNOK	1,92 %	1,20 %	6,59 %	1,32 %	22,63 %	16,77 %	12,0
	GBPNOK	0,43 %	0,99 %	9,65 %	4,26 %	22,70 %	19,29 %	14,2
	SEKNOK	-0,79 %	1,04 %	2,24 %	3,11 %	4,92 %	8,24 %	103,1
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	1,94 %	-9,37 %	-5,04 %	-16,30 %	-13,30 %	21,47 %	73,2
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	3,96 %	12,69 %	31,55 %	36,92 %	54,55 %	80,96 %	2734,2
	MSCI ACWI Commodity NR	-3,04 %	-3,12 %	1,64 %	6,88 %	28,49 %	54,16 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	5,95 %	-4,86 %	-14,76 %	-6,82 %	33,82 %	44,03 %	77,6
	S&P Goldman Sachs Commodity	4,89 %	-2,27 %	8,09 %	-8,64 %	18,65 %	57,25 %	
Andre indekser	Dow Jones	3,32 %	3,63 %	21,93 %	27,15 %	61,87 %	105,40 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-0,69 %	4,81 %	14,98 %	26,76 %	18,37 %	19,04 %	
	Hang Seng	0,62 %	19,81 %	35,38 %	23,40 %	17,43 %	8,54 %	
	NASDAQ 100	3,78 %	3,84 %	28,96 %	37,35 %	68,02 %	207,50 %	
	S&P 500	3,68 %	4,58 %	31,11 %	36,19 %	69,49 %	144,00 %	

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Avkastningen er ikke annualisert. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI, Nordic Bond Pricing 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.