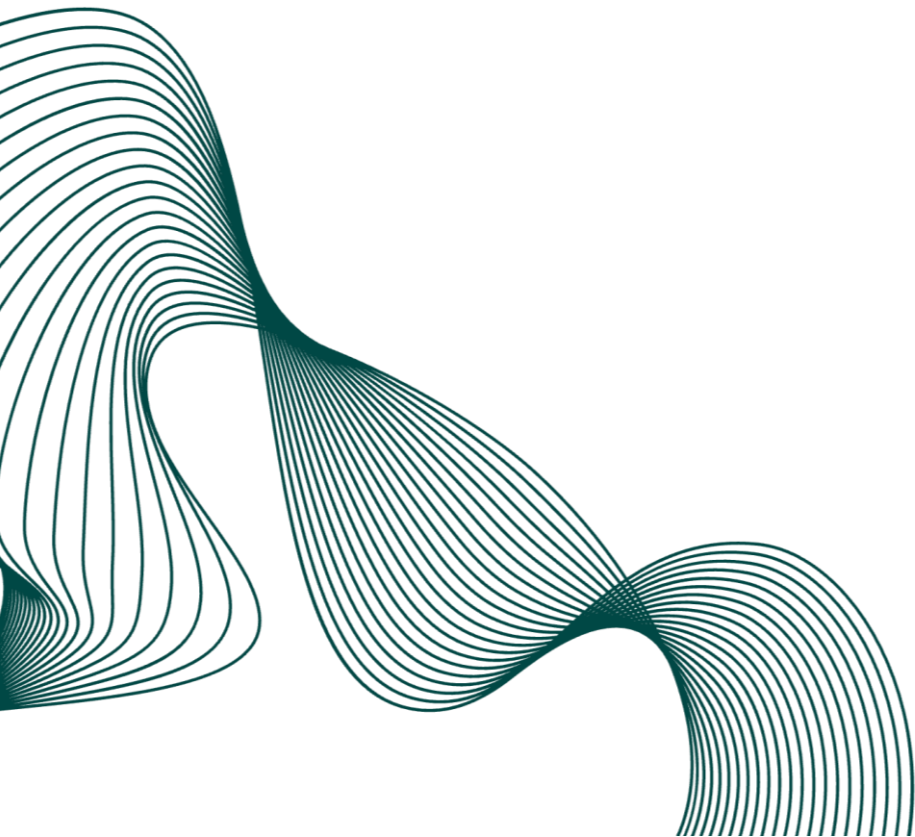


Månedsbrev oktober 2024



En refleksjon

«The message is clear: In the long run, stock returns depend almost entirely on the reality of the investment returns earned by our corporations. The perception of investors, reflected by the speculative returns, counts for little.»

“The Little Book of Common Sense Investing”, John C. Bogle, 2007

Fundamentalt viser kvalitetsaksjer sin styrke i 2024

I 2024 har vi på ny sett at kvalitetselskaper har hatt god utvikling i fundamental verdiskapning, sammenlignet med andre typer selskaper. Figurene til høyre viser sammenligning med verdiselskaper, det vil si selskaper med relativ lav verdsetting.

Over tid er det inntjeningen som styrer hvilken avkastning selskapenes aksjer får, som investorlegenden og grunnleggeren av Vanguard, John C. Bogle, så tydelig presiserer i refleksjonen over. Vektlegging av det fundamentale skiller investoren fra spekulanten.

Figurene viser inntjening per aksje for ulike perioder for to indekser for det brede, globale aksjemarkedet: henholdsvis MSCI ACWI Quality for kvalitetselskaper og MSCI ACWI Value for verdiselskaper. Siste 12 måneders inntjening for selskapene i de nevnte indeksene er vektet med indeksevenk til et samletall på indekssnivå. Dette aggregerte tallet er deretter indeksert for å sette søkelys på utviklingen i den bestemte perioden. MSCI ACWI Value er ikke brukt for å argumentere prinsipielt mot alle verdiselskaper, men mer som en alternativ gruppe selskaper å sammenligne kvalitetselskaper med.

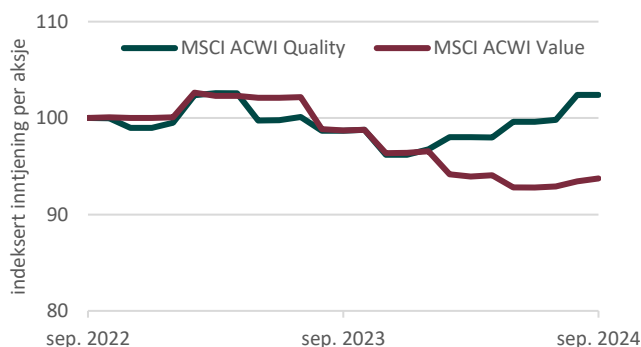
Figur A viser utviklingen siste to år. Også denne gangen har den fundamentale utviklingen preget aksjeverdien, og markedsavkastningen i 2024 har vært i favør av fundamentalt sterke kvalitetsaksjer.

Figur B viser utviklingen under koronakrisen. Da pandemien brøt løs, forverret inntjeningen seg for mange selskaper. Inntjeningen for verdiselskaper falt i gjennomsnitt over 25 % målt ved MSCI ACWI Value, men kvalitetselskapene holdt bemerkelsesverdig stand. Legg merke til at y-aksen for denne figuren har større verdiskala på grunn av de sterke utslagene i koronakrisen.

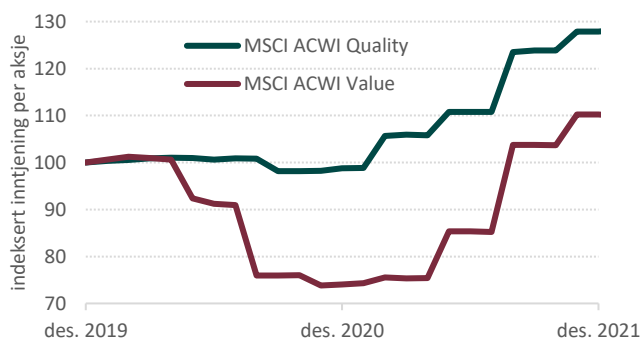
Figur C viser tilsvarende i en periode preget av oljeprisfall etter økt oljetilbud, samt svakere vekst i Kinas realøkonomi. Devaluering av kinesisk yuan lot usikkerheten smitte over på andre markeder og økonomier. Dette gav svakere fundamental utvikling for mange selskaper, men også da var den fundamentale selskapsutviklingen for kvalitetsaksjer betydelig sterkere enn for flere andre typer selskaper, herunder verdiaksjer, som illustrert i figuren.

Figur A, B og C viser tre perioder for de årene vi har gode måltall for, og illustrerer stabiliteten i inntjeningen for kvalitetselskaper. Inntjening per aksje er i tillegg, absolutt sett, signifikant høyere for kvalitetselskaper.

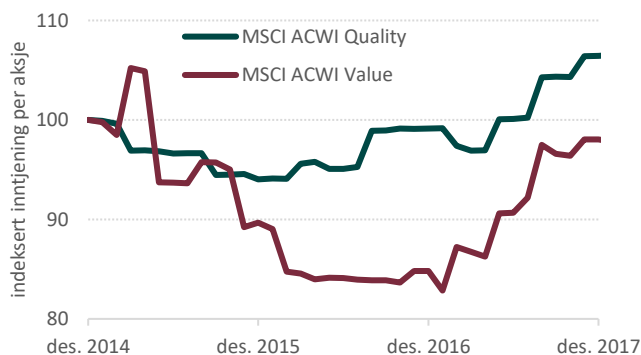
FIGUR A: fundamental utvikling siste to år



FIGUR B: fundamental utvikling under Covid-19



FIGUR C: fundamental utvikling med fallende råvarepriser



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, MSCI

For den langsiktige investor, som ser forbi stadige skift i sentiment, frykt og grådighet som finansmedia omtaler løpende, er det betryggende å være investert i den type selskaper som fundamentalt sett har sterkere verdiskapning.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

MSCI ACWI har steget 22,9 % hittil i år per 30. september, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 18,4 %. Vi ser at en andel av avkastningen hittil i år i åpen valuta har kommet fra svekkelsen av NOK mot flere valutaer. Utviklingen har vedvart over flere år.

Blant stilindeksene er det MSCI ACWI Momentum som totalt dominerer avkastningen hittil i år, med oppgang på 36,9 % per 30. september, målt i NOK.

Oljeprisen er USD 71,8 per 30. september, med et fall siste måned etter en relativt stabil utvikling i årets første 8 måneder.

Referanseindeksen for obligasjoner høy kredittverdighet, NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, hadde 4,1 % i effektiv rente per 30. september, en tanke lavere enn ved nyttår. Effektiv rente for høyrente var 8,9 % per 30. september mot 10,8 % ved nyttår. Lavere kredittpåslag bidrar til dette.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Det er stor oppmerksomhet knyttet til arbeidsmarkedstall og inflasjon i USA. Det store spørsmålet er om aksjeverdiene vil bli påvirket av sentralbankpolitikken og konsekvensene av denne. Hovedspørsmålet alle stiller seg er hvorvidt sentralbankenes rentehevinger de siste årene har greid å temme inflasjonen uten å skade arbeidsmarkedet for mye. I USA satte sentralbanken ned styringsrenten med 0,50 prosentenheter i september, mens arbeidsmarkedstall for september overrasket positivt. Dette var en positiv avkastningsdriver.

Den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenten med ytterligere 0,25 prosentenheter i september. Fra utgangen av 2024 er planen at de lar de store beholdningene av aktiva kjøpt under programmer for kvantitative lettelse bli redusert etter hvert som de finansielle instrumentene går til forfall.

Den kinesiske sentralbanken gjennomførte flere sterke grep i september, og Shanghai-børsens CSI300 indeks steg med over 21 % i lokal valuta i september.

Vi har fremdeles høyere rentefølsomhet for relevante aktivaklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Hensikten for den taktiske posisjonen er i høyere grad å sikre den fremdeles relativt høye effektive renten. Med skiftende sentiment i forventningen til renteutviklingen, vil også avkastningen knyttet til denne posisjonen variere. Skulle rentenivået falle, vil høyere rentefølsomhet være gunstig.

Konklusjon

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

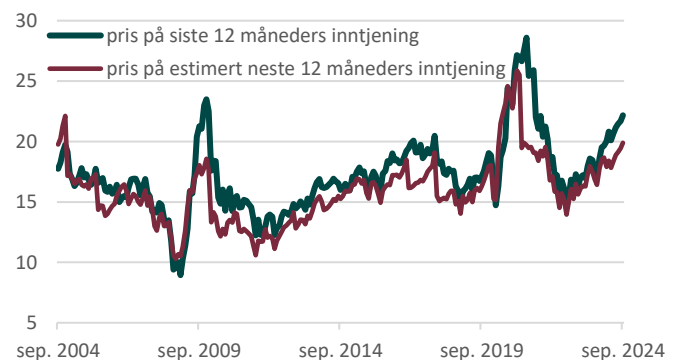
Taktisk allokering vurderer vi slik: Sentralbanklikviditeten er stram, men i ferd med å lettes. Inflasjonen er svekket, og det forventes ytterligere rentekutt gjennom vinteren. Verdsettingen

Verdsetting

Verdsettingen er høy og reflekterer forventninger om ytterligere styrket inntjening og fallende rentenivå. Som figuren under viser, har verdsettingen for MSCI ACWI sjelden vært mye høyere siste 20 år, med unntak av finanskrisen og koronakrisen. Dette gjelder om vi måler pris på oppnådd inntjening eller pris på estimert, fremtidig inntjening.

Vi har svak overvekt i aksjer, drevet av markedsutviklingen, hvor avkastningen hittil i år er god. Som alltid er det viktig at videre inntjening oppfyller de positive forventningene dagens verdsetting bygger på.

Verdsettingen for MSCI ACWI er høy



Kilde: Bloomberg, MSCI

Sentimentet

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

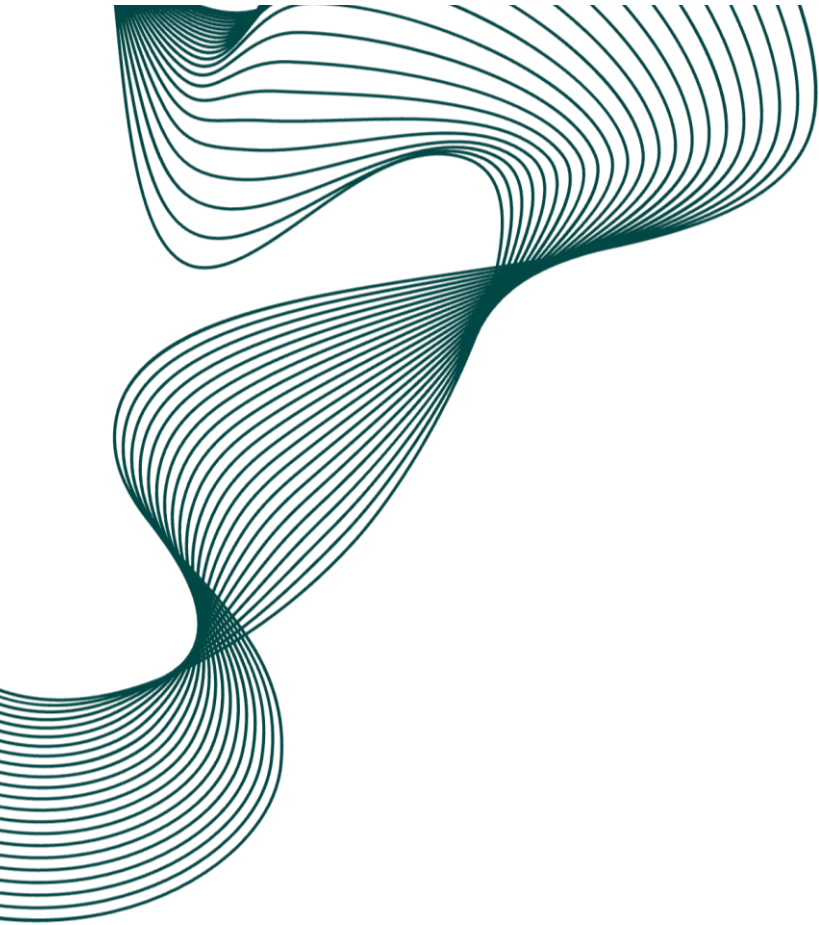
er høy. Sentimentet har snudd tilbake til positiv retning. Overvekten som er oppstått på grunn av markedsutviklingen er liten, og vi velger derfor å la den være uendret.

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

Relevante markedsindikatorer per 30. september 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,43 %	1,33 %	4,05 %	5,56 %	10,90 %	13,54 %	4,93 %
	NOGOVD3M	0,33 %	1,11 %	3,27 %	4,29 %	8,10 %	9,24 %	4,42 %
	NORM123D3	0,22 %	2,43 %	3,67 %	8,05 %	5,71 %	10,45 %	4,11 %
	NOHYNH	0,87 %	2,80 %	9,37 %	12,04 %	28,46 %	41,09 %	8,90 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	1,09 %	4,03 %	3,61 %	9,18 %	-4,08 %	-1,10 %	
	Bl. Global HY H. NOK	1,73 %	5,21 %	8,75 %	16,42 %	5,31 %	14,22 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	-1,21 %	0,29 %	10,72 %	13,47 %	17,94 %	57,83 %	
	OSEBX	-1,61 %	-0,43 %	8,40 %	9,71 %	21,75 %	59,75 %	1416,3
	OSEEX	-2,05 %	4,28 %	17,49 %	24,38 %	47,52 %	125,86 %	
	OBX ESG	-0,25 %	1,81 %	16,30 %	21,90 %	23,01 %	61,94 %	
	OBX ESG ex O&G	2,50 %	5,04 %	13,66 %	18,27 %	9,93 %	55,38 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-0,32 %	4,17 %	15,52 %	27,19 %	29,71 %	103,01 %	
	VINX Real Estate NOK NI	7,93 %	17,36 %	17,12 %	55,39 %	-3,56 %	33,15 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	1,78 %	5,49 %	22,91 %	29,81 %	52,10 %	105,83 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	1,90 %	4,74 %	18,39 %	28,72 %	24,05 %		
	MSCI World NR	1,29 %	5,24 %	23,12 %	30,47 %	56,33 %	113,78 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	1,49 %	4,54 %	18,46 %	29,34 %	27,14 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-0,14 %	5,46 %	16,81 %	23,39 %	46,15 %	77,41 %	
	MSCI Developed North America	1,60 %	4,95 %	25,33 %	33,26 %	62,26 %	134,24 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-0,41 %	2,65 %	-9,39 %	1,32 %	48,20 %	28,18 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	7,30 %	9,40 %	24,24 %	27,45 %	27,01 %	61,73 %	
	MSCI Japan NR	-1,10 %	4,61 %	16,38 %	19,76 %	30,34 %	63,55 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	6,12 %	7,58 %	21,05 %	24,19 %	21,91 %	53,15 %	
	MSCI ACWI Communication Services	4,71 %	3,20 %	30,06 %	35,24 %	32,24 %	90,90 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	6,87 %	8,22 %	18,20 %	23,47 %	28,44 %	87,76 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	1,00 %	8,24 %	16,10 %	16,37 %	40,01 %	53,17 %	
	MSCI ACWI Energy	-3,60 %	-3,19 %	10,00 %	1,57 %	83,76 %	76,56 %	
	MSCI ACWI Financials	1,07 %	9,50 %	25,44 %	34,20 %	56,67 %	90,45 %	
	MSCI ACWI Health Care	-3,17 %	5,10 %	18,17 %	19,05 %	42,55 %	97,15 %	
	MSCI ACWI Industrials	2,59 %	9,00 %	22,25 %	31,71 %	58,85 %	100,91 %	
	MSCI ACWI Information Technology	1,37 %	0,05 %	30,71 %	46,16 %	78,14 %	223,07 %	
	MSCI ACWI Materials	4,89 %	8,51 %	12,08 %	18,93 %	38,40 %	88,50 %	
	MSCI ACWI Real Estate	3,48 %	15,55 %	16,37 %	28,12 %	20,51 %	25,82 %	
	MSCI ACWI Utilities	4,83 %	15,34 %	26,92 %	33,73 %	55,71 %	58,75 %	
	Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	2,00 %	2,97 %	25,36 %	34,43 %	48,28 %	129,87 %
MSCI ACWI Minimum Volatility		0,46 %	8,67 %	19,53 %	21,06 %	42,74 %	55,56 %	
MSCI ACWI Momentum		1,45 %	1,71 %	36,87 %	44,31 %	47,83 %	109,58 %	
MSCI ACWI Quality		0,36 %	2,49 %	26,96 %	35,88 %	62,95 %	144,61 %	
MSCI ACWI Value		1,56 %	8,27 %	20,40 %	25,02 %	53,80 %	78,53 %	
Valuta	USDNOK	-0,53 %	-1,05 %	3,58 %	-1,48 %	20,44 %	15,81 %	10,5
	EURNOK	0,24 %	2,94 %	4,58 %	4,00 %	15,98 %	18,57 %	11,8
	GBPNOK	1,41 %	4,94 %	9,18 %	8,33 %	19,77 %	26,27 %	14,1
	SEKNOK	0,46 %	3,35 %	3,05 %	6,08 %	4,06 %	12,45 %	103,9
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	-8,92 %	-16,94 %	-6,84 %	-24,70 %	-8,60 %	18,08 %	71,8
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	4,64 %	12,83 %	26,54 %	40,60 %	50,90 %	77,07 %	2630,0
	MSCI ACWI Commodity NR	0,75 %	0,63 %	4,83 %	4,81 %	39,80 %	59,01 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-4,67 %	-7,64 %	-19,55 %	-4,81 %	38,48 %	53,43 %	73,2
	S&P Goldman Sachs Commodity	-1,24 %	-8,84 %	3,05 %	-13,88 %	15,08 %	52,90 %	
Andre indekser	Dow Jones	1,42 %	7,58 %	18,01 %	26,95 %	60,06 %	102,35 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	2,47 %	14,84 %	15,77 %	26,96 %	21,84 %	24,10 %	
	Hang Seng	18,14 %	20,98 %	34,55 %	23,39 %	16,32 %	12,77 %	
	NASDAQ 100	2,03 %	1,05 %	24,26 %	35,45 %	68,54 %	212,94 %	
	S&P 500	1,60 %	4,77 %	26,45 %	34,34 %	68,71 %	143,29 %	

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 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.