



OSEBX -11,68% (i år -8,21%)	SP 500 -9,34% (i år -24,77%)	DAX -4,81% (i år -23,74%)
OSEFX -12,60% (i år -15,06%)	VINX -3,29% (i år -20,94%)	
Vibrand Absolutt -6,58%	(i år -6,87%)	
Vibrand Norden -7,23%	(i år -7,36%)	
Vibrand Kreditt -0,81%	(i år +0,16%)	

Markedet og markedssyn

September ble svak måned for verdens aksjemarkeder. Oslo børs falt over 11% og SP500 falt over 9%. Vibrand Absolutt endte ned 6,58% og Vibrand Norden endte ned 7,23%.

Markedet falt på grunn av økning i styringsrentene, forventninger om høyere rentebane og fokus fra sentralbankene på å svekke arbeidsmarkedet på tross av svakere vekst og fallende inflasjon.

Vi i likhet med ledende miljøer tror på fallende inflasjon inn mot slutten av året drevet av lavere råvarepriser (inkludert energi) og lavere vekst.

Aksjemarkedet har i ledende sektorer som IT, Industri og Konsum allerede priset inn en periode med lavere vekst og lavere inntjening.

En større endring i inflasjon og vekst, vil bidra til forventninger om lavere rentebane enn det som ligger i dagens forventninger.

På grunn av dagens lave prising i de overnevnte sektorene, vil investorer begynne å kjøpe disse aksjene på grunn av fremtidig inntjeningspotensial. Vi har forklart hvorfor dette er sannsynlig lenger ned i rapporten, hvor vi har sett på perioden 2014-2017 og sammenlignet den med hva vi tror vil materialisere seg i 2022-2024.

Vi tror på en større oppgang i eksisterende portefølje, samtidig vil vi øke investeringene i de overnevnte sektorene når vårt syn med lavere inflasjon materialiserer seg. Vi tror det skjer i løpet av 4 kvartal. Vi har beskrevet det i rapporten under markedssyn og historisk sammenligning.

Litt om markedet

Det har vært en blandet måned for markedet med varierende nøkkeltall fra USA. Arbeidsmarkedsrapporten viste at det ble skapt 315k nye jobber i august som var flere enn analytikerne hadde forventet. Ledighetsraten gikk noe uventet opp til 3,7% (mot forventende 3,5%), med en årlig lønnsvekst på 5,2% (ventet 5,3%).

Samlet sett dempet dette noe av frykten i markedet for ytterligere trippelhevninger (75bps), som bidro til at markedet handlet oppover mot midten av måneden. Det positive sentimentet ble for øvrig kortvarig, når inflasjonstallene for august i USA kom inn over forventning (faktisk 8,3% mot ventet 8,1%).





Selv om den årlige inflasjonen er nedadgående, innser markedet at det blir vanskeligere å få kontroll på inflasjonen når det sterke arbeidsmarkedet vedvarer. FED svarte med å sette opp renten nye 75bps til intervallet [3,0 – 3,25], det høyeste siden 2008. Resultatet av den siste rentehevingen øker det forventede rentetaket som i praksis betyr at FED ser for seg en høy rente ved utgangen av 2023, hvor markedet tidligere hadde priset inn rentenedgang.

Inflasjonsnivået i EU er fortsatt problematisk som følge av den pågående energikrisen. Positive inflasjonstall fra Frankrike øker sentimentet for oppskalering av kjernekraft, som igjen øker presset på den tyske regjeringen for gjenåpning av tidligere nedstengte kraftverk. Tyskland har allerede besluttet at de utsetter den planlagte nedstengingen av 2/3 av de gjenværende kraftverkene.

Makro

September

KPI September (August): EMU: +10% år/år (+9,10%) USA: +8,30% år/år (+8,50%) Norge: +6,50% år/år (+6,80%) Kina: +2,50% år/år (+2,70%) PMI Manufacturing september (August): EMU: 48,40 (49,60) USA: 52,00 (51,50) Kina: 48,10 (51,70) (tall fra S&P Global)	PMI Service september (August): EMU: 48,80 (49,80) USA: 49,30 (43,70) Kina: 55,00 (55,50) Detaljhandel september (August): EMU: 0,30% m/m (+0,20%) USA: +0,03% m/m (+1,00%) Norge: +0,70% m/m (-2,10%)	BNP vekst Q2 (Q1): EMU: +0,80% kv/kv (0,60%) USA: -0,60% kv/kv (-1,60%) Kina: -2,60% kv/kv (1,30%) Norge: +0,70% kv/kv (-1,00%) Styrringsrente september: ECB: 1,25% (0,50%) USA: 3,25% (2,50%) Kina: 3,65% (3,7%) Norge: 2,25% (1,75%)
---	---	--

Vi tror sentralbankene med FED i spissen vil fortsette å sette opp renten som tidligere indikert. Vi tror derimot at FED kan modere renteøkningene i etterkant av den siste trippelhevingen. Årsaken til dette er svakhetstegnene vi starter å se i den amerikanske økonomien. Vi vet at effekten av rentehevinger på boligmarkedet i USA henger litt etter fordi flere har fastrente. Resultatet av dette er at rentehevingene først vil merkes ved kjøp av bolig og nytutstedte lån. Nå som rentenivået har kommet markant opp fra tidligere nivåer, tror vi færre vil kjøpe bolig i frykt for at lånet vil bli dyrere i fremtiden, noe som fører til lavere aktivitet. Videre noterer vi marginalt lavere lønnspress i den siste arbeidsmarkedsrapporten som vil være viktig for å kontrollere inflasjonsnivået.

Inflasjonen i Europa har steget kraftig og vil forbli på et høyt nivå til man har funnet en løsning på energi krisen. Selv om det ikke foreligger en løsning på dette nå, ser vi positive indikatorer som kan hjelpe situasjonen. Europa har klart å fylle gass lagrene sine (>80%) raskere enn tidligere antatt, og man er nå bedre posisjonert for vinteren. Beslutningen om å utsette nedstengingen av 2/3 kjernekraftverk i Tyskland er et steg i riktig retning.





Videre vet vi at Europa ikke deler bekymringen om inflasjonspress fra lønnsleddet, som betyr at energidelen vil være nøkkelen i tiden som kommer.

På grunn av de overnevnte faktorene er det grunn til å tro at det fortsatt kommer rentehevinger fra både Europa og USA, men at disse hevingene kan modereres etter hvert som effekten av tidligere hevinger styrkes.

Den ferske regjeringen i Storbritannia med Liz Truss i spissen har sendt det britiske pundet til sitt laveste mot dollaren siden 1985. Reaksjonen kommer som en respons på «minibudsjettet» hun la frem ved slutten av måneden som inkluderte en finanspolitisk krisepakke. Pakken skal fryse britenes energiregning i to år og redusere dokumentavgift på bolig. Inntil nylig inkluderte den også kutt i toppskatt, men dette har regjeringen nå gått tilbake på. Formålet med pakken er sikre høyere fremtidig vekst. Med inflasjon på nærmere 10% og økende budsjettunderskudd mener vi at regjeringen tvinger BoE opp i et hjørne. Hvis sentralbanken i tillegg gjennomfører annonserte nedslag av stats- og selskapsobligasjoner som ble kjøpt i forbindelse med Brexit og COVID-19 er det relativt liten tvil om at renten må økes betydelig. Dette vil igjen ha en kontraktiv innvirkning på økonomien (og finanspakken). Hvis pakken iverksettes og lykkes, dvs. BoE får inflasjonen ned og pakken stimulerer til vekst, kan den imidlertid få ringvirkninger til europeiske styresett, som kan bli mer åpen for målrettede hjelpepakker til husholdningene som i utgangspunktet vil fremskynde vårt makroøkonomiske syn.

Vårt syn er at aksjemarkedet har diskontert inn en kortere periode med resesjon. Når vi ser en rentetopp vil markedet igjen begynne å vurdere aksjer innen konsum, industri og IT, på bakgrunn av lavere verdsettelse og høy fremtidig inntjeningskapasitet. Den siste rentehevingen fra FED hever prognosene våre for rentetaket, men vi er fortsatt av den oppfatning at rentene vil nå en topp i 4kv og de lange rentene vil starte å falle i 1kv. Årsaken til dette er at vi mener renteoppgangen vil ha en eskalerende effekt på økonomien. Når vi allerede ser tegn til lavere inflasjon, samt fallende energipriser og lavere stigningstakt i boligpriser mener vi denne effekten er i ferd med å slå inn for fullt.

Markedssyn

Vi har fortsatt det samme markedssynet med overvekt i aksjer, på tross av at forventet renteoppgang er noe høyere. De siste tallene fra USA indikerer at vi har sett toppen i stigningstakten for inflasjonen, og at denne nå er svakt nedadgående. For Europa sin del er vi noe mer usikker på grunn av økningen i strømpriser. Vi er fortsatt av den oppfatning at inflasjonen har nådd en topp, og vi tror vi at vi vil se lavere inflasjon, drevet av lavere vekst inn mot slutten av året og starten av 2023. Videre tror vi nedgangen i inflasjon i USA vil sette fart etter hvert som rentehevingene får innvirkning.

Vi mener en høyere rentebane vil øke viktigheten av selektive sektor- og aksjeplasseringer, og vi er fortsatt positive til bank/finans, restaurant/reiseliv og matproduksjon. Vi liker oljeservice og fornybar energi. Vi har fremdeles aksjer innen produkttank og kjemikalietransport, men vi reduserer disse posisjonene etter en god oppgang som reduserer fremtidig oppsidepotensiale. Vi tror fortsatt man skal eie aksjer som tar fordel av at samfunnet skal tilbake til normalen. Den største risikoen for markedet er fortsatt krigen i Ukraina og implikasjoner på energimarkedet.





De nordiske bankene i porteføljen er mer eller mindre uforandret, sparebankene i porteføljen har hatt en gjennomsnittlig nedgang på 5%. Bankene har falt fordi markedet frykter større tap og lavere vekst. Vi ser imidlertid økende rentemarginer som fører til høyere renteinntekter og fortsatt utlånsvekst som sterke indikatorer til videre kursoppgang.

Vi mener denne inntjeningsveksten vil vise seg i kvartalene fremover og den underliggende frykten vil dempes. Etter vår mening kan dette påvirke bankaksjer opp 10-20% fra dagens nivåer. Videre mener vi livsforsikrings selskaper som Storebrand vil ha bedre inntjeningsvekst kombinert med høyere EK fra lavere fremtidige forpliktelser. Vi mener derfor at den relative utviklingen for disse selskapene bør være bedre enn f.eks. skadeforsikring som har gjort det veldig bra den siste perioden med økende frykt i markedet, på tross av at forsikringsresultatet svekkes med økede skadefrekvens fra gjenåpningen av samfunnet.

Det udekkede behovet innenfor reiseliv er stort, og vi mener vi kun har sett starten på dette. Det er ikke utenkelig at lavere disponibel inntekt vil svekke dette momentet, men vi mener det langsiktige bildet er veldig positivt. Videre mener vi selskaper som Pandox, Scandic Hotels og Duni vil realisere en reprising til tidligere nivåer basert på det langsiktige bildet.

Vi er fortsatt veldig positive til produksjon av matvarer, og den nedadgående input prisen er positivt for produsentene. Produsenter som Orkla og Scandi Standard har nå satt opp prisene slik at de fullt ut kompenserer for de økte kostnadsnivået. Nå som inputprisen i tillegg starter å falle forventer vi at marginene vil bedres de neste kvartalene og inn mot 2023.

Vi er fortsatt positive til transport av raffinerte produkter innen produkttank og kjemikalietransport. Vi har den siste måneden fortsatt å redusere eksponeringen i Hafnia. Selv om selskapet kan stå overfor en supersyklus som vi snakket om i forrige månedssrapport, mener vi mye av kapasiteten allerede er tatt ut og usikkerheten rundt krigen i Ukraina medfører at vi ser det fornuftig å realisere gevinsten i tiden fremover.

Vår strategi er å kunne ta ut potensialet i eksisterende portefølje, videre tenker vi å vri porteføljene mer inn mot sektorene IT, Industri og konsum, når og hvis vi ser at vårt makrosyn begynner å materialisere seg.

Vårt syn og historisk sammenligning:

Ved forrige månedssrapport gjennomførte vi en historisk sammenligning av tidligere perioder med likhetstrekk til den situasjonen vi ser i dagens marked. Den perioden vi fant flest likhetstrekk med var 2014 – 2017 (målt opp mot 2021-2024). Hovedfokuset vårt for analysen baserer seg på svensk industri, mer spesifikt Husqvarna, Electrolux, Thule, SKF og Volvo.

Svensk industri hadde et godt år i 2014 med markant omsetningsvekst og bedring i marginer for flere av selskapene. Dette mener vi ligner bra på utviklingen vi så i 2021, hvor flere av selskapene kunne vise til samme resultatforbedring. Denne utviklingen vedvarte gjennom H1 (første halvdel) 2015, før omsetningsveksten og marginene startet å svekke seg i andre halvdel 2015 i lys av lavere vekst i BNP (Sverige, USA & Kina), Volkswagens utslippsskandale og økende styringsrenter i USA.





Vi ser flere likhetstrekk med denne perioden og inneværende år (2022), hvor første halvdel i stor grad sørger for en omsetningsvekst på årsbasis, og en mer trøblete andre halvdel kjennetegnet med lavere vekst kombinert med kostnadsinflasjon som reduserer resultatene.

Videre mener vi at denne utviklingen vil vedvare inn på nyåret, som følgelig sender estimatene for H1 2023 nedover. Etter hvert som renten settes videre opp vil inflasjonsnivået reduseres, og vi forventer at andre halvdel av 2023 vil bedres. Kombinasjonen av nedadgående inflasjon og ekspansiv pengepolitikk i 2024 legger til rette for ett godt svensk industri år. Denne utviklingen samsvarer godt med sammenligningsperioden hvor svensk industri bunnet ut i midten av 2016 (for oss 2023) før den satte fart i 2017 (for oss 2024).

Vi mener at man nå bør begynne å posisjonere seg for denne utviklingen forklart ovenfor. For ordens skyld deler vi inn sammenligningen i 3 deler, dvs. Historisk, Nåtid og Fremtid.

Historisk: Perioden 2014-2015 vs. 2021-2022

Både 2014 & 2021 hadde et dårlig foregående år, preget av høye styringsrenter i 2013 og COVID-19 i 2020. Nedadgående styringsrenter og delvis gjenåpning av samfunnet satte derimot fart på økonomien i henholdsvis 2014 og 2021. I 2015 endret imidlertid det makroøkonomiske bildet seg med økende styringsrenter i USA, utslippsskandaler og lavere vekst i BNP. Denne utviklingen samsvarer ganske godt med situasjonen vi har sett i inneværende år, dvs. økende renter, lavere vekst og høyere inflasjon.

I løpet av disse periodene har derimot aksjekursen utviklet seg svært ulikt. Industriselskapene har hatt et gjennomsnittlig kursfall på hele -40% så langt i år, hvor de samme selskapene hadde en positiv kursutvikling på +21% i sammenligningsperioden (2014-2015). På bakgrunn av dette mener vi at årets kursfall er overdrevet, også med tanke på PB og fremtidig inntjenings kapasitet.

Nåtid: Perioden 2015-2016 vs. 2022-2023

Starten av 2015 og 2022 kan kjennetegnes som gode perioder som utnyttet momentet fra foregående år (forrige periode) på tross av trøblete makroøkonomiske utsikter. Det er først i andre halvdel av 2015 og 2022 at makroen forverres, veksten stopper og rentene øker. Denne utviklingen fortsatte inn i H1 2016, før den bedret seg i andre halvår.

Resultatet av dette ble tilnærmet null vekst og en gjennomsnittlig negativ kursutvikling på 5% for industriselskapene i perioden 2015-2016. Vi vurderer det som sannsynlig at veksten fra 2022 til 2023 blir tilnærmet lik null. Videre mener vi at risikoen for et eventuelt kursfall (tilsvarende sammenligningsperiode på 5%) inn mot midten av 2023 er mindre sannsynlig når vi hensyntar årets kursfall. Vi mener derfor at en oppgang mot reviderte median kursmål er berettiget når vi hensyntar årets kursfall på -40%, som gir en gjennomsnittlig oppside på 35% inn i 2023.

Fremtid: Perioden 2016-2017 vs. 2023-2024

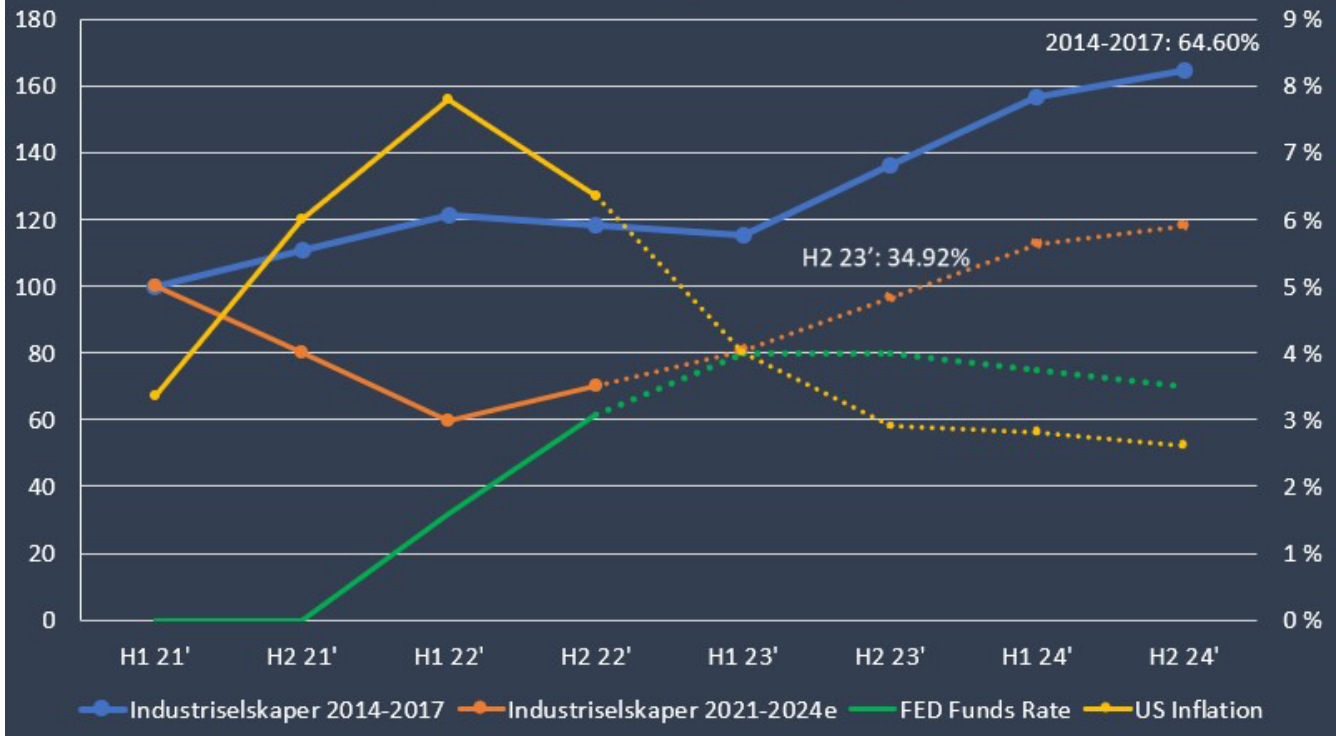
Andre halvdel av 2016 og hele 2017 var igjen en god periode for svensk industri, med økende inntjening og høy økonomisk vekst. Vårt syn er at den aggressive rentepolitikken vi har sett til nå, vil fortsette noe inn mot 4kv før den topper ut i starten av 2023.

Videre mener vi at de hyppige renteøkningene ikke har rukket å gi den ønskede effekten, fordi flere aspekter ved inflasjonen henger etter. Resultatet av denne laggen vil intensivere nedgangen i inflasjonen som igjen vil signalisere tidligere rentekutt fra sentralbankene.





Gjennomsnittlig kursutvikling



Med kraftig nedadgående inflasjon og lavere styringsrente inn mot 2024, argumenterer vi for estimatrevideringer som bedre gjenspeiler de makroøkonomiske utsiktene. Dette betyr at vi ser ytterligere oppsidepotensiale inn mot 2024 for industri porteføljen, samt selskaper innen konsum, IT og vekst.

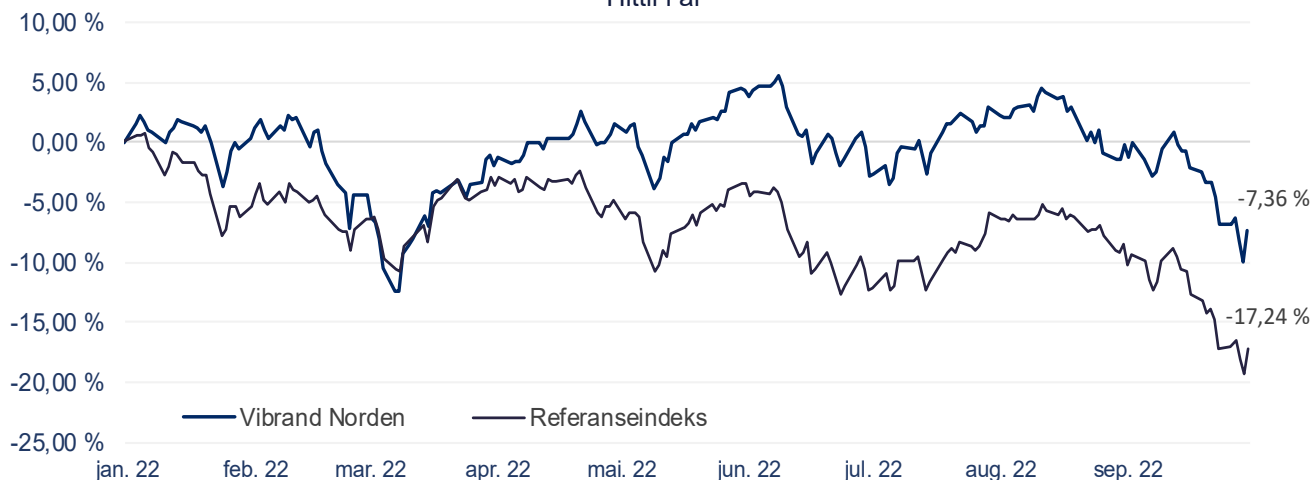
Ovenfor har vi laget en grafisk fremstilling av kursutviklingen til industrielskapene i sammenligningsperioden (blå), dagens situasjon & våre estimater (oransje), samt de viktigste økonomiske indikatorene som vil drive markedet fremover (FEDs styringsrente og inflasjonen i USA).





Vibrand Norden

Hittil i år



Topp 10 aksjeposisjoner

Novo Nordisk B	8,4 %
Yara Internat.	6,5 %
Storebrand Ord.	5,0 %
Orkla	4,8 %
Stolt-NielsenLtd	2,1 %
Scandi Standard	4,1 %
Swedbank AB A	3,8 %
Telenor ASA	3,6 %
DNB Bank ASA	3,6 %
Autoliv SDB	3,2 %
Resterende posisjoner	51,4 %
Aksjer totalt	96,6 %
Kontanter	3,4 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Norden falt 7,23% i september

Vår referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX falt 7,91%

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Svenske Handelsbanken, Swedbank, Kahoot, Stolt Nielsen og Aker BP.

De svakeste har vært Lerøy og Mowi

Endringer i porteføljen

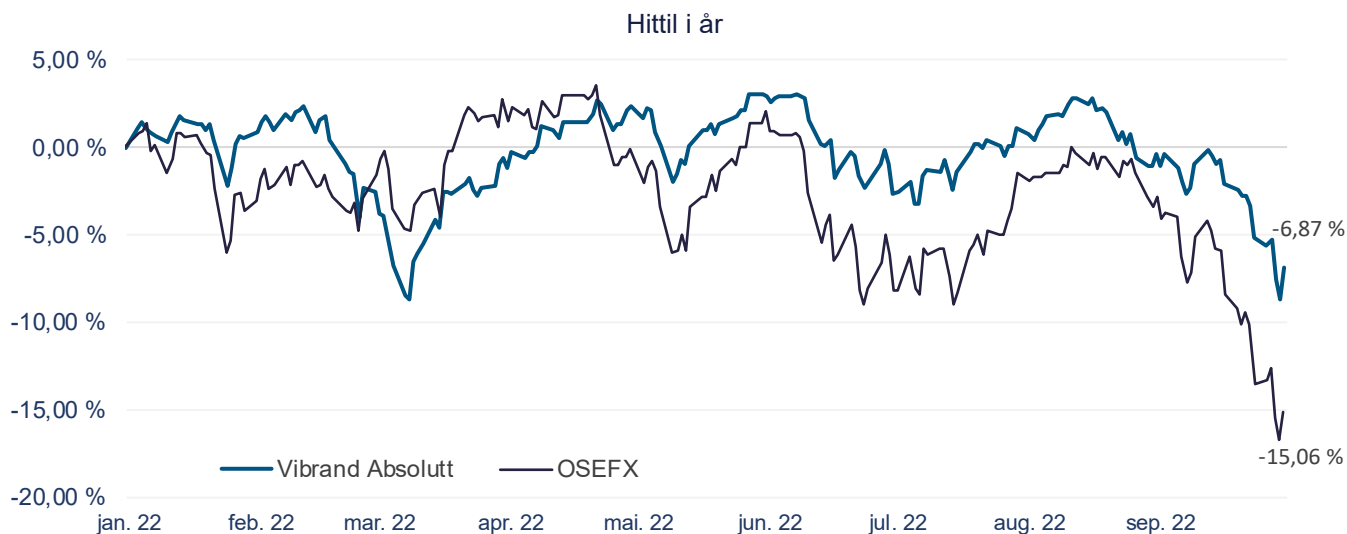
Vi har økt eksponeringen i: *Autoliv, Elektrolux, Husquarna, Investor AB, Scandi Standard, STB, Ork, Aker BP og Xplora*

Vi har redusert i: *Hafnia, Stolt Nilsen*





Vibrand Absolutt



Topp 3 obligasjonsposisjoner

Klaveness	2,9 %
Wallenius Wilhelmse	2,2 %
Protector Forsikring	2,2 %
Totalt obligasjoner	18,8 %

Topp 5 aksjeposisjoner

Telenor ASA	5,5 %
Storebrand Ord.	5,4 %
Orkla	5,4 %
Yara Internat.	5,4 %
Stolt-NielsenLtd	2,8 %
Resterende posisjoner	51,6 %
Aksjer totalt	76,0 %
Kontanter	5,2 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Absolutt falt 6,58% i September

Vår referanseindeks OSEFX falt 12,60%

De beste aksjene denne måneden i porteføljen har vært Svenske Handelsbanken, Swedbank og Aker BP

De svakeste har vært: Lerøy Seafood og Mowi.

Endringer i porteføljen

Vi har økt eksponeringen i: *Dnb, Orkla, Scandic Hotels, Scandi Standard, LSG, Mowi, Aker BP og Novo Nordisk*

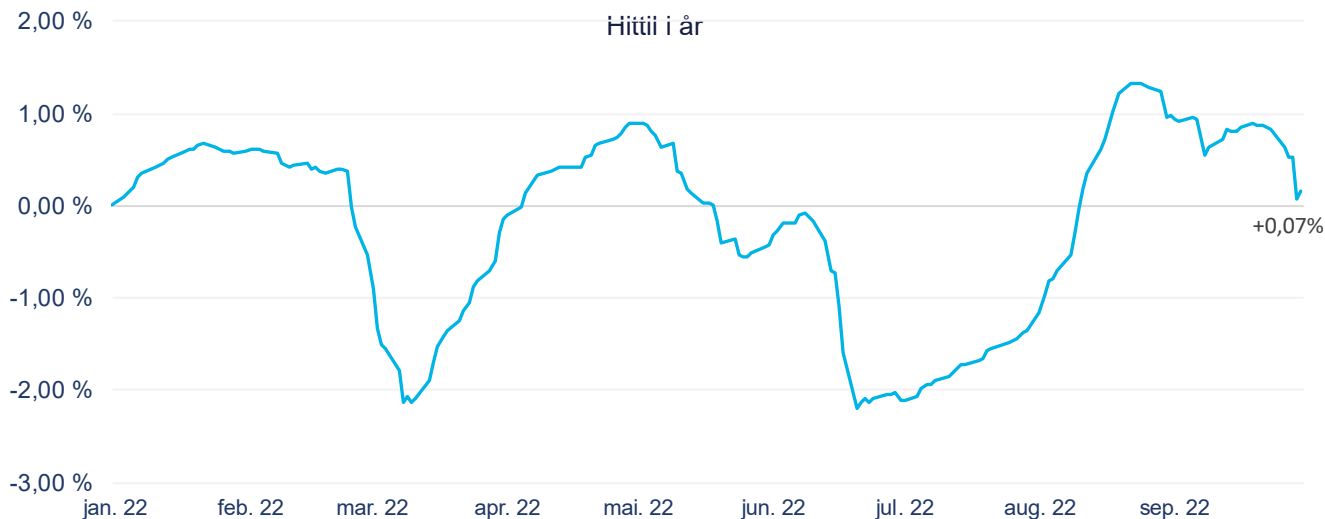
Vi har redusert i: *Hafnia, Stolt Nielsen og Olav Thon*

Vi har redusert i obligasjoner med salg av Odfjell





Vibrand Kreditt



Topp 10 obligasjonsposisjoner

Wallenius Wilhelmse	6,67 %
Stolt-Nielsen	5,33 %
Klaveness	5,46 %
DNB	5,73 %
Kistefos	4,79 %
Odfjell	4,04 %
Ocean Yield	2,97 %
Sparebanken Sør	2,64 %
Teekay LNG	2,45 %
Aker	2,72 %
Resterende posisjoner	54,6 %
Obligasjoner totalt	97,4 %
Kontanter	2,6 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Kreditt

Etter to måneder med veldig sterk verdiutvikling (+3,14%) i Vibrand Kreditt, viser september en tilbakegang på 0,81%. Vi er nå tilbake på et svakt positivt resultat for året så langt.

Mange aktører i vårt marked har EUR og USD posisjoner i sine porteføljer. Utviklingen i disse valutaene mot NOK har gjort at de får marginkrav og har vært tvunget til å frigjøre kapital. Dette har vært sterkt medvirkende til salgspres og drevet prisene nedover i vårt marked. Det har derfor vært mange muligheter til å gjøre gode kjøp i det siste. Investorer får derfor svært gunstige innganger i fondet nå.

Denne måneden har vi deltatt i emisjoner i Eika Boligkreditt, Bulk Infrastruktur AS og Aker ASA. Kombinasjonen av økende Nibor og økende kredittpåslag gir svært god løpende avkastning hhv 7,18%, 9,25% og 5,60% for første 3 mnd renteperiode i disse papirene. Vi har også økt våre posisjoner i Odfjell og DNB.

Ved utgangen av september var kontant andelen 2,6%, yield to maturity 8,47% og durasjonen 2,68 år.

Hvis vårt fremtidig syn på inflasjon materialiserer seg tror vi at markedet for kreditt påslaget vil komme inn og at vi vil se et bedre marked for kreditt obligasjoner inn mot slutten av året.





Våre forvaltere



Carsten Winger

Daglig Leder/Forvalter

Carsten er utdannet ved University of San Francisco, USA. Han har drevet det som nå er Vibrand Kapitalforvaltning siden 2002. Han har jobbet innen finansnæringen siden 1987 og har bred erfaring fra hedgefond, renteforvaltning og valutamegling.



Gudbrand Fløtaker

Forvalter Kreditt

Gudbrand er utdannet ved Handelsakademiet og har bakgrunn fra finans og shipping. Han har 12 års erfaring fra administrasjon og forvaltning av verdipapirfond og har jobbet hos Vibrand siden 2008.



Andreas Thøgersen

Forvalter

Andreas er utdannet ved University of San Diego, USA. Han har 14 års erfaring fra finans som megler og forvalter på aksjer. Han har jobbet for bl.a. Kaupthing, Swedbank, Kepler Cheuvreux og Carucel. Andreas kom til Vibrand i November 2021.



Jacob Teigland

Analytiker

Jacob jobber deltid som analytiker hos Vibrand Kapitalforvaltning samtidig som han fullfører sin master i finans på BI i Oslo.



Runar Jacobsen

Junior Forvalter

Runar er utdannet ved NTNU i Ålesund. Har erfaring med aksjeforvaltning som leder for børsgruppen ved NTNU Ålesund, Alpha Finance (vinner av den nasjonale konkurransen Skoleduellen i 2021-2022), samt jobbet med valuta- og shippingmarkedet.

