

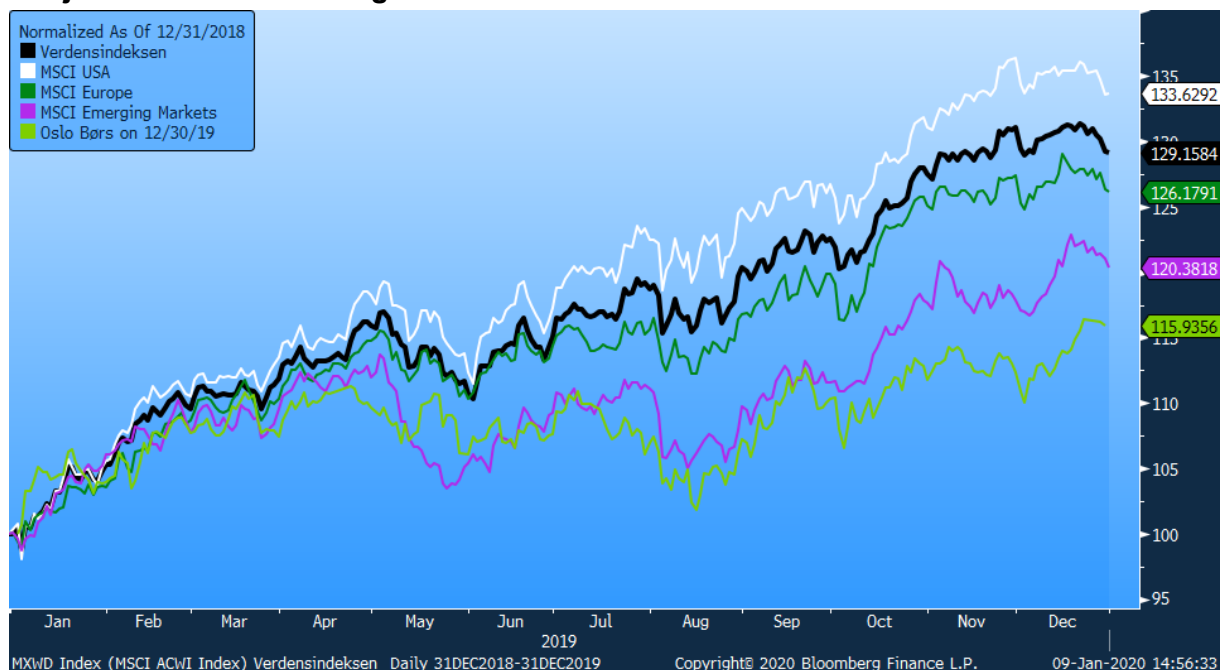
## PORTEFØLJERAPPORT PER 31. DESEMBER 2019

### God fart i aksjemarkedene

Ved inngangen til 2019 var vi forsiktige optimister til aksjemarkedets utvikling. Etter mange år med oppgang i aksjemarkedet, der aksjekursene steg raskere enn selskapenes inntjening, framsto aksjer som dyre i et historisk perspektiv. Selv om mange eksperter lever av å rope «ulv, ulv» med ujevne mellomrom viser historien at man skal være forsiktig med å redusere aksjeandelen fordi aksjer fremstår som dyre. Høyt prisende aksjemarkeder kan fortsette å stige i en årrekke, spesielt når underliggende økonomisk vekst er god og inflasjonen moderat.

Utviklingen i 2019 er et godt eksempel på hva det kan koste å stille seg på sidelinjen av et aksjemarked som er dyrt. Grafen under viser at globale aksjer steg nesten 30 % i løpet av året. Et betydelig fall i aksjemarkedet virker omtrent like nær forestående nå som det gjorde for et år siden. Penger på sidelinjen gir tilnærmet ingen avkastning, verken bankrente eller obligasjonsrenter holder tritt med prisstigningen. De som stilte seg på sidelinjen i fjor har betalt en høy pris og står ovenfor samme dilemma i år som i fjor. Før eller siden vil pessimisten få rett, og markedet vil falle kraftig, men det er lite som tyder på at det er lønnsomt å prøve å forutsi når aksjer kommer på billigsalg neste gang.

### Aksjemarkedenes utvikling i 2019



*Globale aksjemarkeder har steget mye i 2019. Det amerikanske aksjemarkedet har fått et ekstra løft ved at amerikanske dollar har styrket seg mot norske kroner. Oslo Børs har steget 16 %, men utviklingen framstår som svak sammenliknet med resten av verden.*

Mange mener mye om når aksjemarkedene skal stige eller falle, og de som roper høyest er gjerne sysselsatt for å få sine meninger på trykk i rikspresen. Å eie aksjer har vært ensbetydende høy langsiktig avkastning samtidig som verdien har halverer seg fra tid til annen. Det er fristende å tenke at hvis man kan redusere aksjeandelen i porteføljen rett før en krise vil avkastningen øke betydelig. Mange har prøvd, men svært få lykkes med en slik strategi over tid.

En systematisk gjennomgang av ekspertenes spådommer på den amerikanske TV kanalen for aksjeinteresserte, CNBC, er nedslående nyheter for ekspertene og de som følger deres råd. Ekspertenes prognoser var oftere feil enn de var riktige. Med mindre man har den magiske krystallkula, vil det å gå inn og ut av aksjemarkedet fort lede til høyere risiko og lavere avkastning sammenliknet med en langsiktig investeringsstrategi.

### **Markedsutsikter**

I likhet med inngangen til 2019 er vi ved inngangen til 2020 forsiktige optimister med tanke på aksjemarkedets utvikling. Globale aksjemarkeder har steget nesten uavbrutt siden finanskrisen i 2008 og aksjer fremstår som høyt priset i et historisk perspektiv. Historien viser oss imidlertid at for den langsiktige investoren er også dyre aksjer en bedre investering enn å ha penger i banken. Aksjemarkedene har en tendens til å riste av seg dårlig nytt overraskende raskt og de som stiller seg på sidelinjen for å kjøpe billige aksjer ender ofte med å betale mer enn de som sitter i ro.

Historisk sett har aksjemarkedet steget med rundt 10 % i året, og 2019 ligger langt over det historiske gjennomsnittet. Hvis vi tar lave renter, moderat inflasjon og høye priser med i betraktningen er det god grunn til å forvente at aksjemarkedet vil gi lavere avkastning enn det historiske gjennomsnittet. Finans Norge legger til grunn en forventet avkastning fra globale aksjer på 5,75 % de neste årene.

Duvis investeringsfilosofi er tuftet på å høste den underliggende verdiskapningen som aksjemarkedet representerer og anvender en tilnærming som er egnet for investorer med lang tidshorison. Da er lav aksjeandel som følge av overdreven frykt for kortsiktige svingninger en stor risiko for porteføljenes langsiktige avkastning. En høy aksjeandel knytter utviklingen i kjøpekraft til aksjemarkedets verdiskapning, noe som passer de fleste som sparer til pensjon godt.

I dagens investeringsklima er det ingen grunn til å øke aksjeandelen utover den strategiske allokeringen. Duvi har vært disiplinert med å selge aksjer når aksjeandel har økt som følge av kursoppgang. Dette er en strategi vi planlegger å følge i 2020 også. Hvis aksjemarkedet fortsetter å stige mye vil vi fortsette å selge aksjer slik at aksjeandelen holder seg rundt 80 % i Duvi Langsiktig og 30 % i Duvi Kortsiktig. Skulle aksjemarkedet starte en nedtur (=reduert aksjeandel i porteføljene) vil vi være tålmodige og ikke kjøpe aksjer før blodet flyter i gatene og aksjer har kommet på billigsalg.

## Litt om valuta

Det skrives mye om forventet utvikling i valutamarkedet. Spesielt etter at norske kroner har svekket seg til rekordlave nivåer etter mange års fall i kronekursen. For norske investorer med en internasjonal portefølje har kronesvekkelsen bidratt betydelig til porteføljens avkastning. Det kan være betimelig å spørre om det ikke er på tide å sikre denne valutagevinsten ved å enten investere i norske aksjer eller valutasikre investeringen i utenlandske aksjer.

Duvi mener at kronesvekkelsen ikke er en valutagevinst for pensjonssparere flest. Aksjeporteføljene har unektelig gitt ekstra god avkastning, men motvekten er at kostnaden av framtidig forbruk har steget tilsvarende mye. Mye av det vi forbruker, og skal forbruke, importeres fra utlandet og blir dyrere å kjøpe når norske kroner faller i verdi. Ekstra valutagevinst i porteføljene oppveies av lavere kjøpekraft, og vice versa hvis kronen skulle styrke seg i tiden framover. Derfor mener vi at det er hensiktsmessig å ikke sikre valutaeksponeringen fra globale aksjer. Vi anser valutaeksponeringen i aksjeporteføljen som en naturlig motvekt til valutarisikoen bakt inn i vårt framtidige forbruk.

## Porteføljenes avkastning i 2019

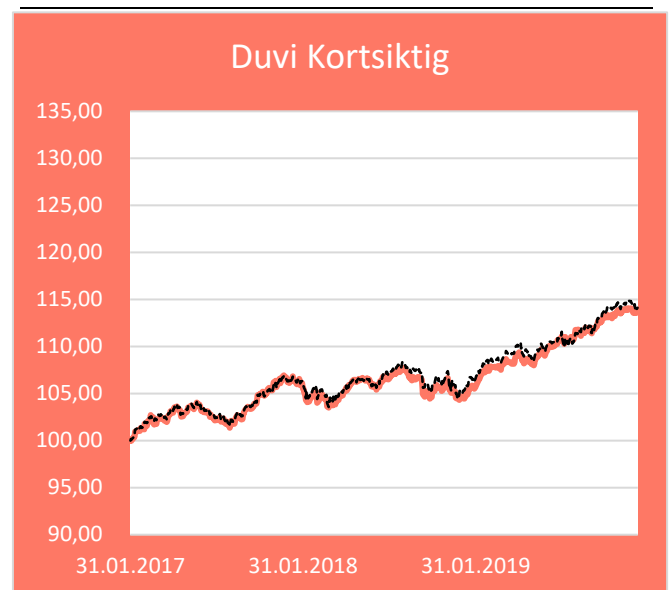
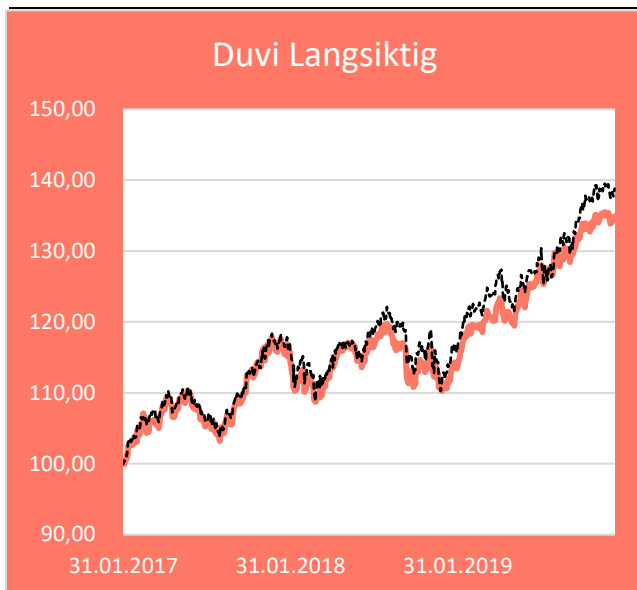
Utviklingen i Duvi Langsiktig (+ 20,4 %) og Duvi Kortsiktig (+ 8,5 %) har vært meget god i 2019, og langt over det vi forventet ved inngangen til året. Duvi har en diversifisert portefølje av globale aksjer og kraftig oppgang i globale aksjemarkeder har drevet utviklingen i porteføljene. Lav eksponering mot norske aksjer har vært medvirkende til den gode avkastningen. Likeledes har styrking av amerikanske dollar bidratt positivt. Styrkeforholdet mellom euro og norske kroner har vært tilnærmet uendret i 2019. Aktiv forvaltning, representert ved Sector Kernel, har gitt betydelig lavere avkastning enn passiv indeksinvestering, representert ved Handelsbanken Indeks.

Utvikling i Duviporteføljene i 2019					
DUVI LANGSIKTIG	Fondsinvestering	Vekt i dagens porteføljen	Gjennomsnittlig vekt i 2019	Avkastning	Bidrag til porteføljens avkastning
Hele porteføljen			100,0	20,4	20,4
	Handelsbanken Indeks	40,0	42,0	30,3	12,1
	KLP Kort Stat	20,0	17,6	1,0	0,2
	Sector Kernel Globale aksjer	40,0	40,4	19,8	8,1
DUVI KORTSIKTIG	Fondsinvestering	Vekt i dagens porteføljen	Gjennomsnittlig vekt i 2019	Avkastning	Bidrag til porteføljens avkastning
Hele porteføljen			100,0	8,5	8,5
	Barings Aktiv Kort Rente	35,0	20,0	1,6	0,6
	Handelsbanken Indeks	15,0	16,6	30,3	4,5
	KLP Kort Stat	35,0	47,3	1,0	0,5
	Sector Kernel Globale aksjer	15,0	16,2	19,8	3,0

## Langsiktig avkastning

Tabellen og grafene under viser porteføljenes utvikling siden oppstart, 1. februar 2017.

Duvi Langsiktig			Duvi Kortsiktig		
Periode	Avkastning	Årlig avkastning	Periode	Avkastning	Årlig avkastning
Siden oppstart	34,9 %	10,7 %	Siden oppstart	13,7 %	4,5 %
2019	20,4 %	20,4 %	2019	8,5 %	8,5 %
2018	-4,1 %	-4,1 %	2018	-1,4 %	-1,4 %
2017 (fra 31/1-17)	16,0 %	17,6 %	2017 (fra 31/1-17)	6,2 %	6,8 %



Oppdatert: 08.01.2020

Kilde: Bloomberg

Heltrukket oransje linje viser porteføljenes utvikling og sort stiple linje viser referanseporteføljens utvikling. Referanseporteføljene består av iShares MSCI World Index og NIBOR 3 måneder.

## Forventet framtidig avkastning i Duvis porteføljer

Det er i hovedsak markedenes utvikling, og da særlig aksjemarkedet, som er avgjørende for risiko og avkastning i Duvis porteføljer.

Investeringskomiteen i Duvi vurderer kontinuerlig Duvis porteføljer med den hensikt å optimere forholdet mellom forventet risiko og avkastning. Det blir lagt spesiell vekt på å kunne opprettholde markedets langsiktige avkastning med så lav risiko som mulig.

Investeringskomiteen vurderer særlig endring i allokering mellom aksjer og renter samt valg av fond.

Duvi forventer derfor at porteføljene på lang sikt vil gi bedre risikjustert avkastning enn markedets utvikling. Siden Investeringskomiteens forvaltning er spesielt innrettet mot å redusere risikoen, ikke å øke avkastningen, legger Duvi forventet markedsavkastning til grunn for porteføljenes forventede avkastning. Duvi utarbeider ikke egne prognoser for markedets avkastning, men bruker bransjens felles standard for forventet avkastning.

Duvi legger Finans Norge sine prognoser til grunn for beregning av porteføljenes forventede avkastning:

<https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2018/10/revidert-bransjeavtale-om-avkastningsprognoser/>

### Forventet avkastning i Duviporteføljene

DUVI LANGSIKTIG	Allokering	Vekt i porteføljen	Forventet Avkastning	Bidrag til porteføljens avkastning
Hele porteføljen		100,00	<b>5,10</b>	5,10
	Globale aksjer	80,00	5,75	4,60
	Renter	20,00	2,50	0,50

DUVI KORTSIKTIG	Allokering	Vekt i porteføljen	Forventet Avkastning	Bidrag til porteføljens avkastning
Hele porteføljen		100,00	<b>3,48</b>	3,48
	Globale aksjer	30,00	5,75	1,73
	Renter	70,00	2,50	1,75