

Porteføljerapport per 31. desember 2021

2021 – Slutten på pandemien?

Med introduksjon av massevaksinering i 2021 skulle vi se enden på koronapandemien. På tampen av året blir vi imidlertid overrasket av omikron, en mutasjon som smitter raskere enn tidligere, også blant vaksinerte. «Rykk tilbake til start!» er en følelse som mange deler ved inngangen til et nytt år, og usikkerheten om hvordan korona vil prege hverdagen og økonomiene står igjen i sentrum. Det paradoksale er at selv om pandemien har vært inngripende i hverdagen har de brede økonomiske konsekvensene vært begrenset. Selskapene som sliter med effekten av smitteverntiltak er konsentrert innen kultur-, reiseliv- og restaurantbransjen og utgjøre en liten del av aksjemarkedenes verdi. Ser vi på alle verdens aksjeselskaper under ett har inntjeningen økt med hele 45 % i 2021. Da er det enklere å forstå hvorfor verdens aksjemarkeder steg 20 % i fjor og 2021 går inn i historien som et meget godt år for aksjer.

Aksjemarkedenes utvikling i lokal valuta siste 12 måneder



Målt i lokale valutaer har globale aksjemarkeder steget 20 % i 2021. De fleste store markeder har steget mye, men fremvoksende økonomier skiller seg ut ved å falle nesten 4 %.

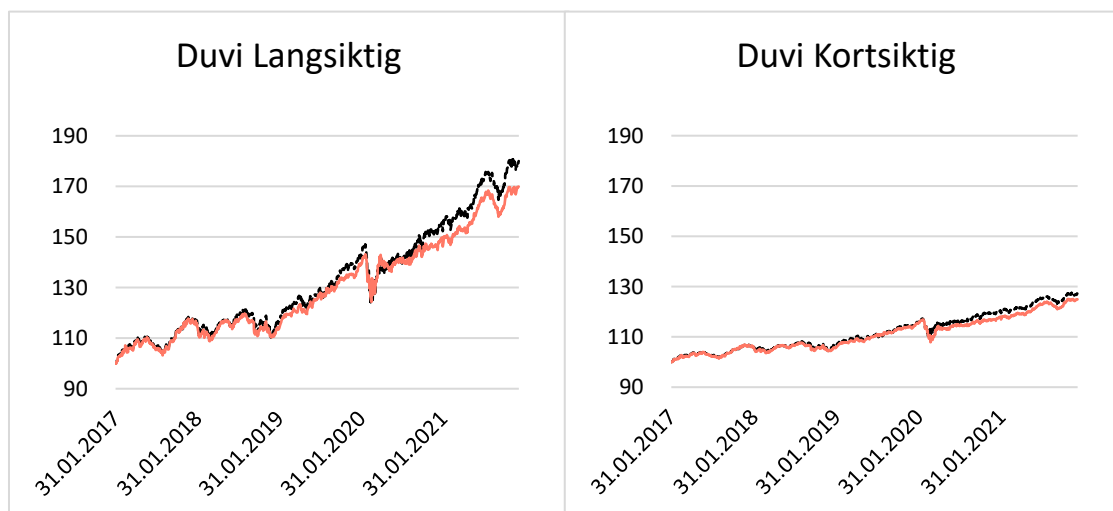
Porteføljenes avkastning

Porteføljenes avkastning hittil i 2021 har vært god sett i relasjon til den pågående koronakrisen. Duvi Langsiktig har steget 15,7 % og har utviklet seg 2 % -poeng svakere enn referanseporteføljen. Mindreavkastningen kommer i hovedsak fra valutasikring og lavere eksponering mot amerikanske aksjer, spesielt teknologisektoren. Amerikanske teknologiselskaper har vært vinner-selskapene også i 2021. Duvi Kortsiktig har steget 6,8 %, og har utviklet seg noe bedre enn referanseporteføljen. Meravkastningen kommer i hovedsak fra aktivt forvaltede fond som har levert bedre avkastning enn underliggende marked.

Porteføljenes avkastning

Periode	Duvi Langsiktig		Referanse Langsiktig	
	Avkastning	Årlig avkastning	Avkastning	Årlig avkastning
Siden oppstart	69,9 %	11,4 %	80,0 %	12,7 %
Siste tre år	52,5 %	15,1 %	58,5 %	16,6 %
2021	15,7 %		17,7 %	
2020	9,6 %		10,7 %	
2019	20,2 %		21,6 %	
2018	-4,1 %		-3,3 %	
2017 (fra 31/1-17)	16,0 %		16,8 %	

Periode	Duvi Kortsiktig		Referanse Kortsiktig	
	Avkastning	Årlig avkastning	Avkastning	Årlig avkastning
Siden oppstart	24,9 %	4,6 %	27,3 %	5,0 %
Siste tre år	19,2 %	6,0 %	20,5 %	6,4 %
2021	6,8 %		6,4 %	
2020	3,2 %		5,0 %	
2019	8,2 %		7,9 %	
2018	-1,4 %		-0,9 %	
2017 (fra 31/1-17)	6,2 %		6,3 %	



Oppdatert: 03.01.2022 Referanse aksjer: iShares MSCI ACWI ETF
 Kilde: Bloomberg Referanse renter: KLP Kort Stat

Porteføljenes sammensetning

Allokering i Duviporteføljene				
Duvi Langsiktig				
Fondsinvestering	Aktiva	Forvaltning	Valuta	Vekt
KLP Kort Stat	Rente	Passiv	NOK	10 %
Danske Invest Norsk Kort Obligasjon	Rente	Aktiv	NOK	10 %
Danske Invest Global Indeks	Aksje	Passiv	Utenlandsk	18 %
Danske Invest Global Indeks NOKh	Aksje	Passiv	NOK	20 %
KLP Aksjeglobal Flerfaktor I	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	30 %
Handelsbanken EM Indeks ESG	Aksje	Passiv	Utenlandsk	7 %
Handelsbanken Global SMB ESG	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	5 %
Kontanter	Rente	Passiv	NOK	0 %
Sum aksjer				80 %
Sum renter				20 %
Sum aktiv forvaltning				45 %
Sum passiv forvaltning				55 %
Sum NOK				41 %
Sum Utenlandsk				59 %
Duvi Kortsiktig				
Fondsinvestering	Aktiva	Forvaltning	Valuta	Vekt
KLP Kort Stat	Rente	Passiv	NOK	34 %
Danske Invest Norsk Kort Obligasjon	Rente	Aktiv	NOK	34 %
Danske Invest Global Indeks	Aksje	Passiv	Utenlandsk	16 %
KLP Aksjeglobal Flerfaktor I	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	12 %
Handelsbanken EM Indeks ESG	Aksje	Passiv	Utenlandsk	2 %
Handelsbanken Global SMB ESG	Aksje	Passiv	Utenlandsk	2 %
Sum aksjer				31 %
Sum renter				69 %
Sum aktiv forvaltning				46 %
Sum passiv forvaltning				54 %
Sum NOK				69 %
Sum Utenlandsk				31 %

Oppdatert per

03.01.2022

Markedsutsikter

Kort oppsummert

For en langsiktig investor mener vi aksjemarkedet tilbyr best risikojustert avkastning. Risikoen er imidlertid høyere enn vi får inntrykk av når vi ser siste 10 år i bakspeilet. Vi tror mange investorer har urealistiske forventninger til forholdet mellom avkastning og risiko. Det kan lede til dårlige investeringsbeslutninger og være en kilde til skuffende utvikling. I denne rapporten belyser vi enkelte risikodrivere vi mener kan være underkommunisert, og konkluderer at selv med høyere risiko i aksjemarkedet er den største risikoen for en langsiktig investor å selge seg ut av aksjer.

Mot normalisering

Frykten for at koronapandemien skal skape vedvarende økonomiske nedgangstider har ledet myndighetene til å stimulere økonomien med lave renter, kreativ pengepolitikk og ekspansiv finanspolitikk. En utilsiktet konsekvens av å støtte opp økonomien er at aksjekursene stiger mer enn de ellers ville gjort. Det skaper en underlig sammenheng mellom dårlige nyheter (pandemi), myndighetenes tiltak og stigende aksjekurser. Vi opplevde det samme etter finanskrisen da myndighetenes tiltak var medvirkende til å skape en av de beste epokene i aksjemarkedets historie. Når stimulanser rulles tilbake og økonomiske tilstander skal normaliseres går investorene en forvirrende tid i møte. Gode nyheter som normalt assosieres med markedsoppgang kan sende markedene ned som følge av frykt for at myndighetene reduserer stimulanser for fort. Dette vil være en forbigående periode før markedet finner fotfeste og aksjeprisene støttes opp av selskapenes underliggende verdi.

For langsiktige investorer er det selvfølgelig godt nytt at aksjekursene stiger selv om utviklingen delvis skyldes ekstraordinære tiltak. God avkastning gir høyere pensjonsutbetalinger! Men, dagens situasjon krever omtanke. Når vi legger et regime bak oss – pandemi og stimulansepakker fra myndighetene – og går over til bærekraftig finans- og pengepolitikk, kan det være villedende å bruke utviklingen de foregående årene som guide for de kommende årene. Etter mer enn et tiår med spesielle omstendigheter, skapt av finanskrisen og pandemi, er det sannsynlig at de kommende 10 årene vil være annerledes.

Vedvarende påvirkning fra myndighetene skaper ubalanser i markedet som kan gjøre det vanskeligere å fatte gode beslutninger. Stimulansene er i stor grad finansiert av økt gjeld, og gjeld skal betales tilbake før eller siden. Til en viss grad kan vi si at ekstraordinær høy avkastning i dag, som er skapt av økt gjeld, kommer på bekostning av lavere avkastning en gang i framtiden. For en langsiktig investor er dette verken en gevinst eller et tap, men bare et spørsmål om når avkastningen kommer.

Så lenge myndighetene fortsetter å bygge opp gjeld er det et regime (= et sett med «regler» som gjelder for investorene) og når myndighetene starter å betale tilbake gjeld går vi over i et nytt regime. Et regime sier noe om hvor mye vi kan forvente at markedet skal stige og hvilke typer investeringer som er mest lønnsomme. Overgang fra ett regime til et annet skaper ekstra usikkerhet.

Forventet utvikling i kjøpekraft

Når myndighetene stimulerer økonomien sender de også signaler til markedet gjennom å endre prisen på aksjer, obligasjoner og penger. Det påvirker hva investorene ønsker å eie. I Europa har renten vært negativ i flere år og sikret investorene en negativ avkastning på bankinnskudd. Tyske og amerikanske statsobligasjoner er ansett for å være blant de sikreste investeringene, men falt med rundt 5 % i verdi i 2021. Framtidsutsiktene for sikre statsobligasjoner er ikke positive for de neste årene heller.

I tillegg til negativ eller lav avkastning på rente-investeringer reduserer inflasjonen kjøpekraften. SSB rapporterer at prisene har steget hele 5,3 % i 2021 (ekstraordinære energipriser er sannsynligvis forbigående). Prisstigningen illustrer hvorfor det er så viktig for den langsiktige investoren å tenke på utvikling i kjøpekraft. Det skal ikke mange årene til med null-avkastning på bankinnskudd og høy inflasjon før verdien av pensjonsmidlene er betydelig redusert!

I motsetning til obligasjoner gir aksjer gir en viss beskyttelse mot prisstigning. På tross av forventet høyere risiko og lavere avkastning enn det vi er vant med, og et forestående regimeskifte, mener vi det er viktig å opprettholde aksjeandelen i porteføljene. Nye spilleregler kan tilsi at morgendagens vinnere ikke nødvendigvis er de samme som gårsdagens vinnere. Vi mener det er riktig å spre risikoen i aksjeporteføljen mest mulig basert på forventninger om hva som ligger foran oss og ikke hva som har vært.

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.

Investeringskomitéen 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. Investeringskomitéen vurderer særlig endring i allokering mellom aksjer og renter samt valg av fond. Duvi rebalanserer porteføljene regelmessig til strategiske vekter. Når vi gjør forsiktige avvik fra strategiske vekter, er det i situasjoner vi mener det er klar asymmetri mellom oppside og nedside i markedet.

Duvi forventer at porteføljene på lang sikt vil gi markedets avkastning, men med lavere risiko. Derfor 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: [Avkastningsprognoser](#)

Forventet avkastning i Duviporteføljene			
Duvi Langsiktig			
Aktiva	Vekt i porteføljen	Forventet Avkastning	Bidrag avkastning
Globale aksjer	80 %	5,75 %	4,60 %
Renter	20 %	2,50 %	0,50 %
Duvi Langsiktig	100 %	5,10 %	5,10 %

Duvi Kortsiktig			
Aktiva	Vekt i porteføljen	Forventet Avkastning	Bidrag avkastning
Globale aksjer	30 %	5,75 %	1,73 %
Renter	70 %	2,50 %	1,75 %
Duvi Kortsiktig	100 %	3,48 %	3,48 %

Duvis investeringsfilosofi knyttet til pensjonssparing

Duvi mener at folk flest er tjent med å holde en høy aksjeandel i pensjonssparingen fram til man går av pensjon og starter uttak av pensjonsmidlene. For investorer med mer enn 10 år til pensjonsalder tilsier den lange investeringshorisonten alene en høy aksjeandel. For investorer med mindre enn 10 år til pensjonsalder, og som vil motta en betydelig del av pensjonen fra Folketrygden, tilsier en vurdering av den totale pensjonsporteføljen en høy aksjeandel i den private pensjonsporteføljen.

På det tidspunkt man går av med pensjon mener vi folk flest vil være tjent med å redusere aksjeandelen ved å bytte portefølje til Duvi Kortsiktig.

Duvi legger til grunn at det er problematisk både hvis kundene ender opp med en for høy aksjeandel og en for lav aksjeandel. Å anbefale en for lav aksjeandel er ikke konservativt eller «å være på den sikre siden». For lav aksjeandel øker risikoen for at inflasjonen spiser opp avkastningen og at realavkastningen ikke innfrir målsettingen med å øke kjøpekraften.

Duvi har som utgangspunkt at valutaeksponering i porteføljene bør ligge på nivå med valutaeksponering i fremtidig konsum. Når valutaeksponering i porteføljen er motsatt av valutaeksponeringen i framtidig forbruk vil den samlede valutarisikoen reduseres. Analyser fra SSB¹ viser at rundt 60 % av nordmenns forbruk påvirkes av valutakursene, blant annet som følge av varer og tjenester som kjøpes fra utlandet. Når utenlandsk valuta stiger i kurs blir forbruk fra utlandet dyrere, samtidig som avkastningen fra utenlandske investeringer blir høyere. 40 % av forbruket påvirkes ikke av endringer i valutakursene. Når utenlandsk valuta stiger i kurs vil prisene på denne andelen av forbruket ikke endre seg.

En portefølje som har 60 % eksponering mot utenlandsk valuta og 40 % investert i norske kroner (valutasikret), vil i stor grad være et speilbilde av valutaeksponeringen fra framtidig forbruk. I perioder kan det være ønskelig å avvike fra dette utgangspunktet. Spesielt har utenlands valuta hatt en tendens til å stige i verdi nå aksjemarkedet faller kraftig og risikoreduksjon kan i perioder være et godt argument for å øke valutaeksponeringen i porteføljen. I andre perioder kan markedssynet være at utenlandsk valuta er over- eller underpriset og tilsi at valutaeksponeringen bør avvike fra 60 %.

¹ Boug, Cappelen og Eika (2005) og von Brasch, Cappelen og Kristjansson (2020)