

Porteføljereport per 30. juni 2023

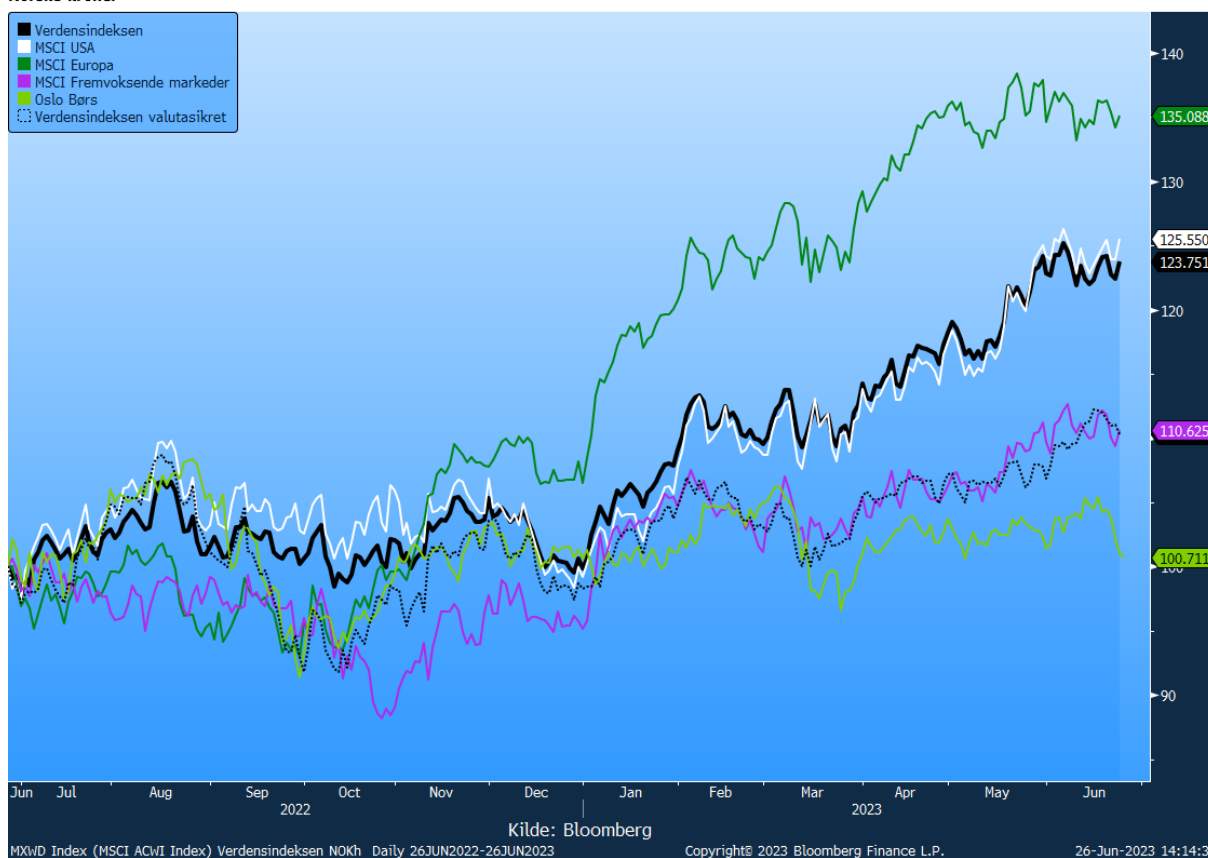
Er rentetoppen i sikte?

Finansmarkedene synes å tro at den viktige amerikanske renten begynner å nærme seg toppen. Verdien av enkelte typer selskaper er følsomme for endringer i renten. For eksempel selskaper som selger kapitalvarer der kunden ofte finansierer kjøpet med et lån eller selskaper som i hovedsak skal tjene penger langt inn i fremtiden faller ofte mye når renten gjør et byks oppover. Denne typer selskaper har imidlertid gjort det relativt bra den siste måneden, noe som kan være et tegn på at investorene tror den amerikanske rente toppen er nær.

I Norge er situasjonen annerledes. Det er som om vi stadig oppdager nye topper på vår fottur; hver gang vi tror vi er ved enden, viser det seg en ny topp. En komplisert blanding av lønnsvekst, prisøkninger og endringer i valutakurser presser Norges Bank til å øke rentene for å bremse økonomisk aktivitet og redusere inflasjonen. En svak utvikling av kronekursen har spesielt bidratt til inflasjonsproblemer. Økonomer har en tendens til å gi unøyaktige prognoser og detaljerte forklaringer i ettertid, men i dette tilfellet er det overraskende få klare økonomiske forklaringer på nedgangen i kronekursen. Som investorer må vi forberede oss på at endringer i renter og valutakurser vil påvirke risikoen og avkastningen for en stund fremover.

Aksjemarkedenes utvikling siste 12 måneder

Globale markeder Norske kroner



Globale aksjemarkeder fortsetter oppturen, ledet an av europeiske aksjer og forsterket av synkende kroneverdier. Målt i norske kroner har Verdensindeksen steget 24 % siste 12 måneder mens den valutasikrede utgaven av Verdensindeksen har steget 10 %. Oslo Børs er omtrent uendret i perioden.

Framtidsutsikter

I første halvår av 2023 har aksjemarkedene overrasket med positiv utvikling. En viktig forklaring kan være at markedene tror den viktige amerikanske renten er på vei til å nå sitt høyeste nivå. Aksjemarkedene har reagert raskt på signaler om at den amerikanske sentralbanken er i ferd med å roe ned en overhettete økonomi. Hovedrisikoen for fortsatt positiv utvikling er om renten enten har økt for mye eller for lite. En for høy rente kan føre til en økonomisk nedtur, som igjen kan føre til fall i aksjemarkedene. Hvis sentralbanken stopper renteøkningene for tidlig, kan inflasjonen komme tilbake, og det kan bli nødvendig med flere runder med renteøkninger. Sentralbankene prøver å balansere på en knivsegg; de prøver å bremse en økonomi med for høy aktivitet, men hvis de bremser for hardt, kan det føre til økonomisk nedgang. Hvis de ikke bremser nok, vil økonomien bare fortsette å akselerere. Dette er en vanskelig balansegang, spesielt siden det tar lang tid fra sentralbanken begynner å bremse til de kan se effekten på økonomien. Vi forventer at denne situasjonen vil prege aksjemarkedene også i tiden fremover.

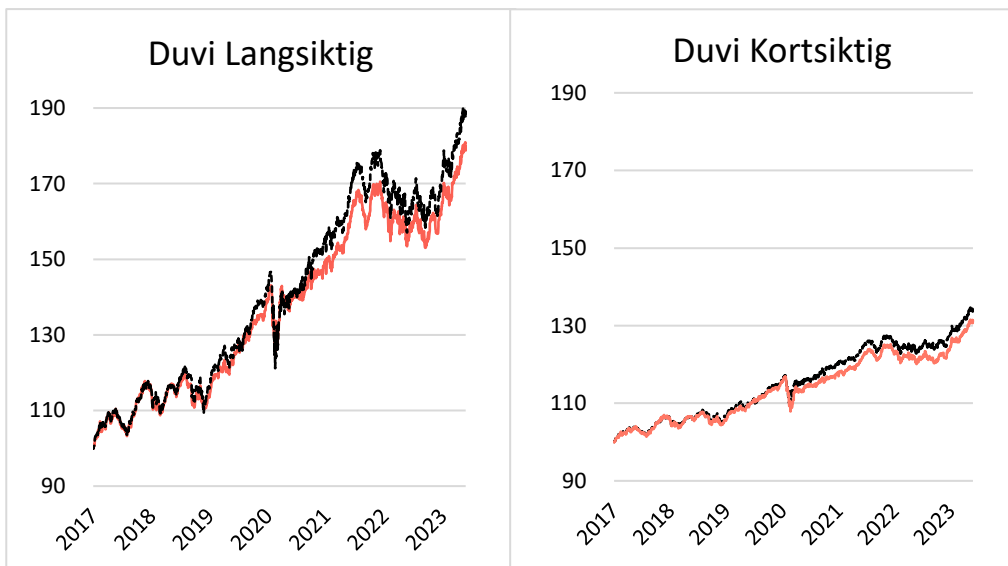
Porteføljenes avkastning og endring

Duvi Langsiktig og Duvi Kortsiktig har steget henholdsvis 15,6 % og 8,1 % i første halvår. Avkastningen i Duvi Langsiktig er noe lavere enn i referanseporteføljen, i hovedsak som følge av lavere eksponering mot utenlandsk valuta som har steget mye. Energiprisene har falt og trukket med seg kursene på energiaksjer ned. Aksjer med lavt karbonavtrykk (lave CO2 utslipp) har bidratt positivt mens aksjer med lav risiko har bidratt negativt til avkastningen hittil i år.

Porteføljenes avkastning

Duvi Langsiktig			Referanse Langsiktig		
Periode	Avkastning		Avkastning		
2023	15,6 %		17,3 %		
2022	-7,5 %		-8,6 %		
2021	15,7 %		16,6 %		
2020	9,6 %		10,9 %		
2019	20,2 %		22,3 %		
2018	-4,1 %		-3,1 %		
Siste tre år (per år)	9,0 %		10,5 %		
Siste fem år (per år)	9,5 %		10,6 %		

Duvi Kortsiktig			Referanse Kortsiktig		
Periode	Avkastning		Avkastning		
2023	8,1 %		7,7 %		
2022	-2,5 %		-1,6 %		
2021	6,8 %		6,4 %		
2020	3,2 %		5,0 %		
2019	8,2 %		7,9 %		
2018	-1,4 %		-0,9 %		
Siste tre år (per år)	4,8 %		5,1 %		
Siste fem år (per år)	4,4 %		4,8 %		



Referanse Langsiktig*: 60 % iShares MSCI ACWI ETF, 20 % MSCI World NOKh, 20 % KLP Kort Stat

Referanse Kortsiktig: 30 % iShares MSCI ACWI ETF, 70 % KLP Kort Stat

Kilde: Bloomberg

Oppdatert: 23.06.2023

* Siden 30.06.2021

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	19 %
KLP Aksjeglobal Flerfaktor I	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	21 %
KLP AksjeGlobal Indeks Valutasikret	Aksje	Passiv	NOK	15 %
Handelsbanken EM Indeks ESG	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	7 %
Kontant Depot	Rente	Passiv	NOK	0 %
Sum aksjer				80 %
Sum renter				20 %
Sum aktiv forvaltning				38 %
Sum passiv forvaltning				62 %
Sum NOK				54 %
Sum Utenlandsk				46 %
Duvi Kortsiktig				
Fondsinvestering	Aktiva	Forvaltning	Valuta	Vekt
KLP Kort Stat	Rente	Passiv	NOK	34,75 %
Danske Invest Norsk Kort Obligasjon	Rente	Aktiv	NOK	34,75 %
Danske Invest Global Indeks	Aksje	Passiv	Utenlandsk	15,00 %
KLP Aksjeglobal Flerfaktor I	Aksje	Aktiv	Utenlandsk	7,50 %
KLP AksjeGlobal Indeks Valutasikret	Aksje	Passiv	Utenlandsk	1,90 %
Handelsbanken EM Indeks ESG	Aksje	Passiv	Utenlandsk	5,60 %
Kontant Depot	Rente	Passiv	Utenlandsk	0,50 %
Sum aksjer				30 %
Sum renter				70 %
Sum aktiv forvaltning				42 %
Sum passiv forvaltning				58 %
Sum NOK				70 %
Sum Utenlandsk				31 %

Oppdatert: 23.06.2023

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. Investeringskomiteén 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. Investeringskomiteén vurderer i særskilte tilfeller 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

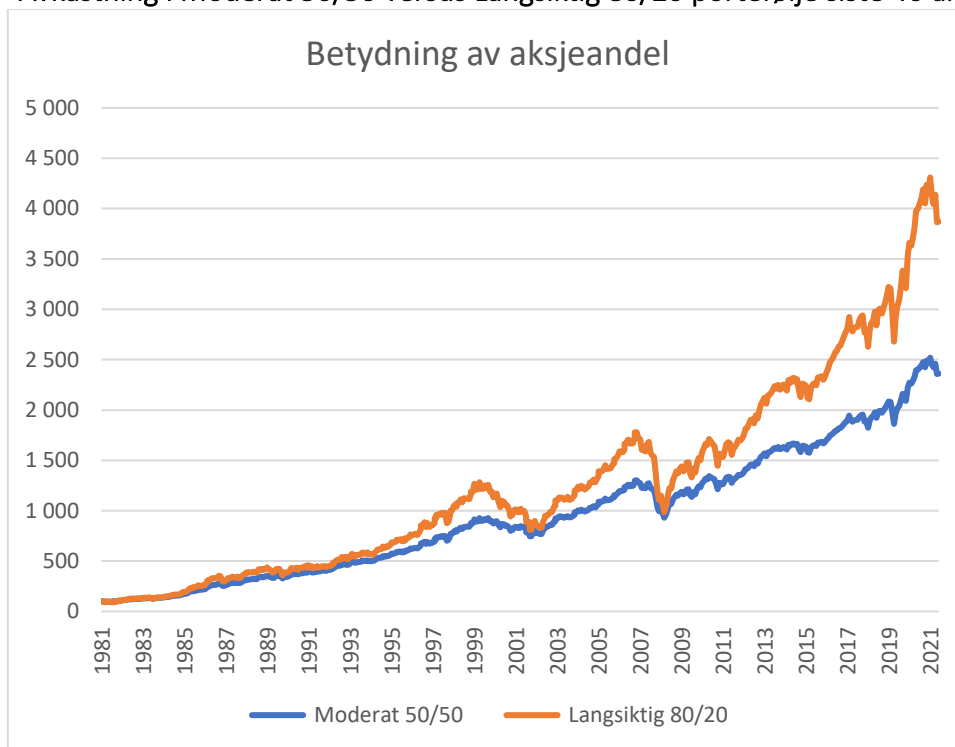
Duvi ble etablert som en følge av at vi mente det manglet pensjonsleverandører som var innrettet mot å gi investor et egnet produktvalg og som var opptatt av å hjelpe investorene å fatte gode beslutninger. Basert på våre undersøkelser¹ var pensjonsmidler i hovedsak investert i profiler med 50 % aksjer og 50 % renter, og som oftest valutasikret til norske kroner.

Nærmere 100 år med kollektiv investeringserfaring fortalte oss at dette er feil for folk flest, ei heller slik vi forvalter egne pensjonsmidler og i strid med forvaltningsfaglige prinsipper. Med egen pensjonskonto er det kunden selv som er ansvarlig for å velge riktig portefølje, herunder riktig aksjeandel. Forskning innen økonomisk atferd viser imidlertid at hvordan valgmulighetene presenteres har svært stor innvirkning på beslutningen. Det betyr at tilbydere av pensjonsordninger har et særlig ansvar for å legge til rette for at kunden fatter gode beslutninger. Hvor stor aksjeandelen i porteføljen skal være er den viktigste driveren av hvor stor pensjonsutbetalingene vil bli, og dermed den viktigste beslutningen investoren fatter.

Grafen under sammenlikner en portefølje slik de fleste pensjonspengene er investert, 50 % aksjer med valutasikring, og en portefølje med 80 % aksjer uten valutasikring.

¹ Det finnes ikke offentlig statistikk på hvor mye som er investert i de enkelte profilene og tallene er basert interne estimer.

Avkastning i Moderat 50/50 versus Langsiktig 80/20 portefølje siste 40 år



Kilde: Global Financial Data. En person som begynner å spare til pensjon i slutten av 20-årene skal spare i 40 år før pensjonen kan tas ut. Grafen viser forskjellen på 100 kroner investert i en portefølje med 50 % aksjer og 50 % bankinnskudd og en portefølje med 80 % aksjer fra 1981 til 2021. I dette tilfellet har 100 kroner vokst til 2 500 kroner i den moderate porteføljen og 4 000 i den langsiktige porteføljen.

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 individuelle forhold i større grad kan påvirke om det er riktig redusere aksjeandelen eller ikke. I tillegg vil kortere investeringshorisont medføre at rådende markedsforhold har større innvirkning på hva som er riktig aksjeandel. Derfor er det vanskeligere å komme med en generell anbefaling om nedtrapping. Når Duvi likevel kommer med en forsiktig anbefaling om å trappe ned aksjeandelen ved pensjonsalder er det basert på en antagelse om at folk flest legger større vekt på stabile utbetalinger enn å øke kjøpekraften i utbetalingsperioden.

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 SSB² viser at rundt 60 % av nordmenns forbruk påvirkes av valutakursene, blant annet som følge av varer

² Boug, Cappelen og Eika (2005) og von Brasch, Cappelen og Kristjansson (2020)

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.

Vedlegg – Regulatorisk informasjon

Vi har blitt oppfordret av Finanstilsynet om å informere kundene om risikjustert avkastning. Vi er selv noe usikre på hensikten med dette siden det ikke er en entydig måte å beregne risikjustert avkastning eller åpenbart hvordan risikjustert avkastning skal tolkes.

Siden oppstart har Duvi hatt lavere risiko i porteføljene enn en markedsportefølje med samme aksjeandel (referanseporteføljen). Så selv om aksjeandelen har vært den samme i Duvi porteføljene og referanseporteføljene har porteføljene svingt mindre enn referansen. Justerer vi avkastning for at risikoen har vært lavere vil risikjustert avkastning øke. Tabellen under viser faktisk avkastning har vært sammenliknet med både risikjustert avkastning og avkastning i referanseporteføljene.

Duvi Langsiktig		Referanse Langsiktig	
Periode	Avkastning	Risikjustert avkastning	Avkastning
2023	15,6 %	18,8 %	17,3 %
2022	-7,5 %	-9,0 %	-8,6 %
2021	15,7 %	19,0 %	16,6 %
2020	9,6 %	11,6 %	10,9 %
2019	20,2 %	24,5 %	22,3 %
2018	-4,1 %	-4,9 %	-3,1 %
2017 (fra 31/1-17)	16,0 %	19,4 %	15,9 %
Siste tre år (per år)	9,0 %	10,9 %	10,5 %
Siste fem år (per år)	9,5 %	11,5 %	10,6 %
Siden oppstart	9,7 %	11,8 %	10,3 %

Duvi Kortsiktig		Referanse Kortsiktig	
Periode	Avkastning	Risikjustert avkastning	Avkastning
2023	8,1 %	9,4 %	7,7 %
2022	-2,5 %	-2,9 %	-1,6 %
2021	6,8 %	7,9 %	6,4 %
2020	3,2 %	3,7 %	5,0 %
2019	8,2 %	9,6 %	7,9 %
2018	-1,4 %	-1,7 %	-0,9 %
2017 (fra 31/1-17)	6,2 %	7,2 %	6,3 %
Siste tre år (per år)	4,8 %	5,6 %	5,1 %
Siste fem år (per år)	4,4 %	5,1 %	4,8 %
Siden oppstart	4,4 %	5,1 %	4,7 %