

Porteføljerapport per 30. september 2023

Er rentetoppen i sikte, igjen?

I vår forrige rapport påpekte vi at det virket som om finansmarkedene forventet at den toneangivende amerikanske renten var nær toppen. Imidlertid har den forventede renten for de neste 20 årene økt betydelig siden den gang, noe som har ført til store utfordringer i markedet for obligasjoner med lang løpetid. Parallelt har aksjemarkedet trent negativt. Dette har skapt en utfordrende situasjon for tradisjonelle pensjonsporteføljer som er sammensatt av en kombinasjon av aksjer og langløpende obligasjoner. Duvi klarte å unngå den største nedgangen i obligasjonsmarkedet i 2022 ved å ha posisjoner i obligasjoner med kort løpetid. Denne strategien har vi opprettholdt, noe som har beskyttet oss mot de mest markante nedgangene i høst som følge av fallende obligasjonspriser.

Nedenforstående graf illustrerer utviklingen i Verdensindeksen sammenlignet med aksjefondene Duvi investerer i. I løpet av de siste 12 månedene har globale aksjer opplevd en oppgang på hele 25 % målt i norske kroner. Utviklingen overrasket mange som antok at økende inflasjon ville drive opp renten og legge en demper på aksjemarkedet.

Aksjefondenes utvikling siste 12 måneder



Kilde: ft.com

Globale aksjemarkeder, grønn linje representert ved KLP Aksjeglobal indeks, steg mye frem til sommeren og har siden gått over i en volatil fase.

Framtidsutsikter

Etter å ha steget markant første halvår av 2023 har aksjemarkedene falt etter sommeren. Nedgangen kan delvis tilskrives høyere renter og usikkerhet knyttet til faren for vedvarende høy inflasjon. Det er fremdeles uavklart om sentralbankene klarer den vanskelige balansegangen mellom å sette rentene høye nok til å dempe inflasjonen uten å utløse økonomiske nedgangstider. I tillegg har geopolitisk risiko blitt mer fremtredende, spesielt med tanke på konflikten i Midtøsten. Dette kan potensielt medføre større volatilitet i markedet fremover. Gitt de rådende forholdene mener vi porteføljene har en god innretning med lav renterisiko og overvekt i stabile aksjeselskaper med lavere risiko.

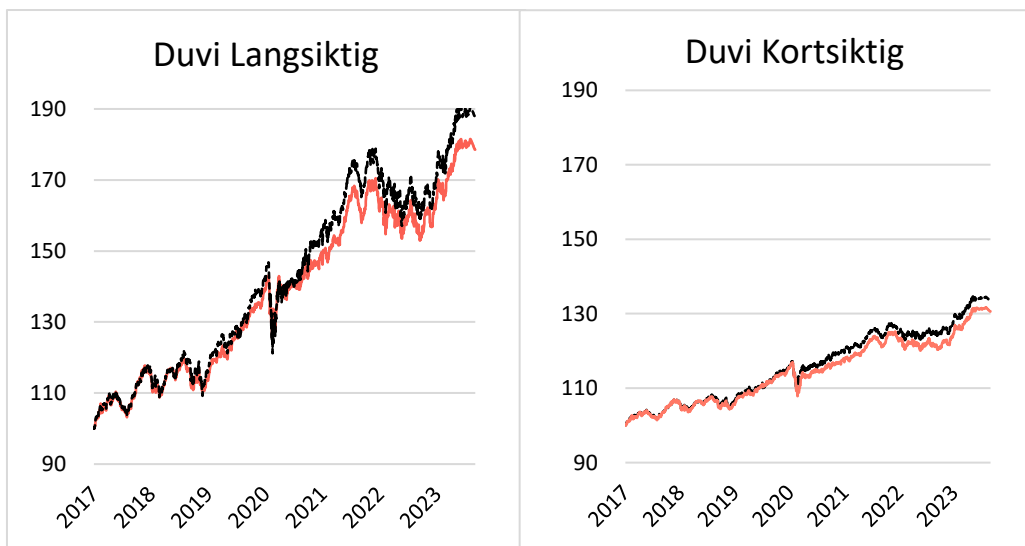
Porteføljenes avkastning og endring

Duvi Langsiktig og Duvi Kortsiktig har steget henholdsvis 12,7 % og 7,8 % hittil i år. Avkastningen i Duvi Langsiktig er 2 %-poeng lavere enn i referanseporteføljen. Lavere avkastning skyldes i hovedsak lavere risiko i aksjeporteføljen og lavere eksponering mot utenlandsk valuta som har steget mye. Duvi Kortsiktig har steget noe mer enn referanseporteføljen, i hovedsak som følge av god avkastning fra aktiv forvaltning i renteporteføljen. Porteføljer med eksponering mot obligasjoner med lang løpetid har falt rundt 9 % hittil i år. Både referanseporteføljene og porteføljene i Duvi har unngått dette tapet siden de begge har lav renterisiko.

Porteføljenes avkastning

Duvi Langsiktig			Referanse Langsiktig		
Periode	Avkastning		Avkastning		
2023	12,7 %		15,7 %		
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)	7,5 %		8,6 %		
Siste fem år (per år)	8,9 %		9,5 %		

Duvi Kortsiktig			Referanse Kortsiktig		
Periode	Avkastning		Avkastning		
2023	7,8 %		6,8 %		
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)	4,1 %		4,2 %		
Siste fem år (per år)	4,1 %		4,4 %		



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: 01.10.2023

* 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 jevnlig 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

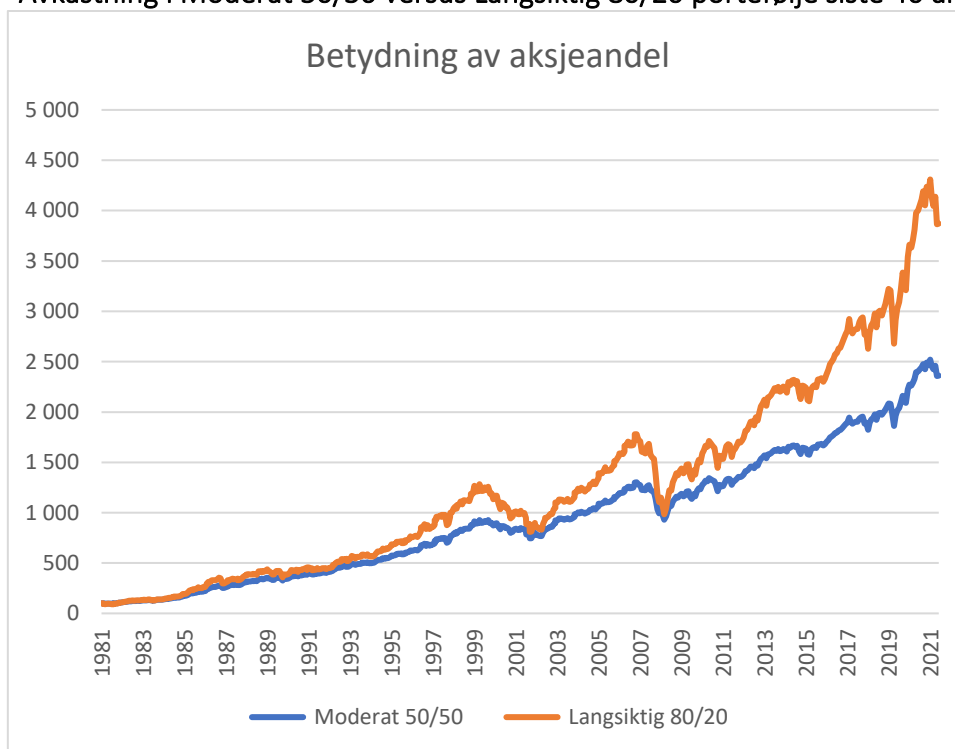
Duvi ble etablert som en følge av at vi mente det manglet pensjonsleverandører som var innrettet mot å gi investor et egnet produktvalg og som var opptatt av å hjelpe investorene å fatte gode beslutninger. Basert på våre undersøkelser¹ var pensjonsmidler i hovedsak investert i profiler med 50 % aksjer 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	12,7 %	15,4 %	15,7 %
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)	7,5 %	9,1 %	8,6 %
Siste fem år (per år)	8,9 %	10,7 %	9,5 %
Siden oppstart	9,1 %	11,0 %	9,9 %

Duvi Kortsiktig			Referanse Kortsiktig
Periode	Avkastning	Risikjustert avkastning	Avkastning
2023	7,8 %	9,0 %	6,8 %
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)	4,1 %	4,8 %	4,2 %
Siste fem år (per år)	4,1 %	4,8 %	4,4 %
Siden oppstart	4,1 %	4,7 %	4,4 %