



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

PORTEFØLJEKOMMENTAR

Desember 2023

“En god måned i markedet, men utenlandske aksjer holdt igjen av en sterk krone”

Desember måned fortsatte der forrige måned slapp, fallende renter, reduserte kredittpåslag og økt optimisme for en «myk landing» sendte både aksje- og rentemarkedene opp. Den norske kronen styrket seg ytterligere mot de fleste relevante valutaer etter at Norges Bank hevet styringsrenten i desember. Dette ga et negativt valutabidrag for norske investorer i utenlandske aksjer.



Sturla Skogland, CFA
INVESTERINGSDIREKTØR

Om aksjer (Norge: **1,2 prosent** MSCI World: **-1,2 prosent** MSCI EM: **-2,1 prosent** MSCI China All: **-7,6 prosent**)

Desember ble nok en sterk måned for aksjemarkedet. I lokal valuta var MSCI World opp 4,2 prosent, ledet av amerikanske aksjers oppgang på 4,5 prosent (målt ved S&P 500), mens europeiske aksjer steg 3,8 prosent (målt ved Stoxx 600). Norges Bank overrasket markedet ved å heve styringsrenten til 4,5 prosent, som bidro til at kronen styrket seg i så stor grad at oppgangen i utenlandske aksjer ble til en nedgang for norske investorer. Målt i norske kroner var indeksene ned henholdsvis 1,2, 1,5 og 0,9 prosent.

På sektornivå var det eiendom og industri som utmerket seg med 8,0 og 6,4 prosent avkastning i lokal valuta, der førstnevnte trolig ble drevet opp av forventninger om at den amerikanske sentralbanken vil kutte styringsrenten i 2024. Energisektoren endte ned 0,8 prosent, og var den eneste sektoren som var negativ denne måneden. Dersom man sammenlikner sektorene mot verdensindeksen (MSCI ACWI) så underpresterte sektorene energi, konsumvarer og forsyning henholdsvis med 4,9, 1,8 og 2,3 prosent respektivt i lokal valuta. Bredden på sektornivå gjenspeiles også i at MSCI World likevektet slo den vanlige indeksen med 1,6 prosent, og selskaper med lavere markedsverdi slo de store med hele 4,8 prosent (målt med MSCI World Small Cap versus MSCI World Large Cap). Det blir spennende å se om dette markerer et vendepunkt der det fremover ikke bare er de største aksjene som driver avkastningen.

Det norske aksjemarkedet leverte positiv avkastning, selv om det hang etter resten av verden målt i lokal valuta. Oslo Børs Fondindeks var opp 1,2 prosent, mens OBX-indeksen som inkluderer de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs, endte ned 0,5 prosent. Deler av «meravkastningen» fra fondsindeksen sammenlignet med OBX, skyldes lavere eksponering mot Equinor, som falt 7,5 prosent (Oslo Børs energiindeks var ned 6,0 prosent). Brent olje falt 3 USD til 77,7 USD fatet i desember, og har falt fra 95,4 USD ved inngangen på oktober.

I forrige måned steg fremvoksende markeder («EM») 3,1 prosent. Mye av oppgangen var drevet av India og Brasil som var opp henholdsvis 7,9 og 5,5 prosent i lokal valuta. Kinesiske aksjer falt 2,3 prosent i lokal valuta (målt ved MSCI China All Shares). Den norske kronen styrket seg kraftig, også mot EM valutaer, så målt i norske kroner var avkastningen til de indeksene nevnt over henholdsvis -2,1, +1,9, +1,0 og -7,6 prosent. Innenfor EM var stilfaktoren «verdi» 3,0 prosentpoeng bedre enn «vekst», drevet av sektorene forsyning, industri, energi, finans og materialer som alle overpresterte EM indeksen, selv om vekstsektoren IT også gjorde det bedre enn det brede markedet målt i lokal valuta. Kommunikasjon var ned 4,7 prosent målt i lokal valuta, drevet av et nytt forslag til regulering av spillutviklere i Kina førte til at Tencent falt over 10 prosent (aksjen utgjør over 40 prosent av denne sektorindeksen).

I snitt slo våre foretrukne aksjeforvaltere sine respektive referanseindekser. Kronestyrkelsen førte til at det valutasikre globale aksjefondet SGA Global Growth steg hele 4,2 prosent og ble aksjefondet som bidro mest i desember. Derimot kom høyest relativ avkastning fra Bin Yuan, som slo MSCI China All Shares med 4,8 prosentpoeng (men endte måneden ned 2,9 prosent), men også GQG (EM kvalitet), Schroders Global Recovery (Global verdi), Holberg (norske aksjer) og Arctic (norske aksjer) slo sine respektive indekser med henholdsvis 2,7, 2,4, 2,3 og 2,3 prosentpoeng. Vår momentumforvalter Jennison endte desember 2,1 prosentpoeng bak sin indeks, og var eneste aksjeforvalter som var nevneverdig bak indeks i desember.

Om renter (global «IG» kreditt: **3,6 prosent** Global «HY» kreditt: **3,4 prosent**)

Desember ble nok en sterk måned for det globale rentemarkedet. Global «IG» var opp 3,6 prosent og Global «HY» var opp 3,4 prosent. Den amerikanske sentralbanken holdt styringsrenten uendret i desember og markedet tolket kommentarer fra sentralbanksjef Powell som tegn på en såkalt «pivot», at en overgang fra heving til kutting av styringsrenten er nært forestående. Dette førte til at både rentenivået og kredittpåslag falt og kurser på rentepapirer steg. Ved utgangen av desember var effektiv rente for Global «IG» og Global «HY» 4,73 og 7,80 prosent, mens kredittpåslaget for indeksene var 1,14 og 3,80 prosent.

Rentedelen i våre anbefalte porteføljer består generelt sett av lån med noe kortere løpetid sammenlignet med indeks og middels kredittrisiko. I tillegg benytter vi en kombinasjon av rentepapirer med fast- og flytende rente. Med tanke på bevegelsene vi så i rentemarkedet i desember, lønnet det seg å ha fastrente papirer, mer kredittrisiko og lang løpetid. Som i november, var det Janus Henderson og TwentyFour Strategic Income Fund som leverte høyest avkastning i desember, med henholdsvis 3,4 og 3,5 prosent. Begge disse fondene søker høyere kredittrisiko og har rentepapirer med noe lengre løpetid. Storm Bond Fund investerer i det nordiske HY markedet og gitt at universet deres primært består av rentepapirer med flytende rente endte avkastningen på noe lavere 1,3 prosent. JPM Global Government Bond (inkludert i porteføljer til klienter med lavere aksjevektning) investerer i statsobligasjoner med lengre løpetid. Fallende renter bidro positivt og fondet leverte 3,2 prosent avkastning. Øvrige rentefond som vi kategoriserer som «IG» leverte også positiv avkastning; TwentyFour Sustainable Short Term Bond Income, Alfred Berg Nordic IG og Schroders Alternative Securitised Income steg henholdsvis 1,2, 1,1 og 0,7 prosent i løpet av måneden. Alle rentefond er valutasikret til norske kroner.

Våre klienters rentedel har en årlig brutto effektiv rente på rundt 5-8 prosent (avhengig av sammensetning), som vi anser som en attraktiv kompensasjon for kredittrisikoen som tas.

Om alternative strategier

Vi benytter alternative strategier i våre foretrukne porteføljer som et diversifiserende element mot tradisjonelle aksje- og rentefond. Sammensetning av denne aktivklassen varierer i de ulike foretrukne porteføljene. Som det har vært i de fleste månedene i 2023, så var det store forskjeller i fondenes avkastning også i desember, og mønsteret ble en fortsettelse av november. Systematica hadde enda svak måned og var ned 2,2 prosent, mens Amundi og GMO leverte henholdsvis 6,0 og 3,9 prosent avkastning. Amundi hadde blant annet medgang fra fall i lange renter, etter å ha lidd for å ha vært posisjonert for det siden 2. kvartal. Fondene er valutasikret til norske kroner.

Om valutaeffekt (MSCI ACWI i NOK versus MSCI ACWI i lokal valuta: -5,3 prosent)

Den norske kronen styrket seg i desember. Kronen styrket seg mot US dollar, euro og kinesiske yuan med henholdsvis 5,8, 4,1 og 4,7 prosent. Dette ga et negativt valutabidrag for globale aksjefond med åpen valuta.

Om overordnet posisjonering

Overordnet var vår strategiske posisjonering positiv i desember. Med fallende renter var det en ulempe å ha en overvekt av rentefond med kort durasjon i porteføljen. Det var i midlertidig en fordel med allokering mot høyrentefond, da kredittpåslaget ble lavere i løpet av måneden. Alternative strategier sin effekt i porteføljene var avhengig av om sammensetningen inkluderte Amundi eller ei, gitt fondets sterke avkastning i desember. På aksjesiden var overvekten mot EM og den opportunistiske posisjonen i Fastlands-Kina negativt, men dette ble mer enn hentet inn av kombinasjonen av innslaget av et valutasikret globalt aksjefond, samt meravkastning fra aksjeforvalterne innen Kina, Norge og EM.

Våre vurderinger fremover

- Våre klienters rentedel ligger an til å bidra med årlig brutto effektiv rente på rundt 5-8 prosent (avhengig av sammensetning) de neste årene.
- Volatiliteten i rentemarkedet fører til at vi fortsetter evalueringen av sammensetningen av våre anbefalte porteføljers rentedel, med spesielt fokus på om vi har tilstrekkelig rentesensitivitet.
- Alternative strategier forventes å bidra med risikodemping og avkastning fremover.
- I 2023 har aksjemarkedet i stor grad vært drevet av at de store amerikanske vekstelskapene har blitt dyrere. På tross av motvind fra vår posisjonering innen aksjer (lavere vekting mot USA relativt til markedet og en balansert tilnærming til forvalterstilene verdi, kvalitet og vekst), har meravkastning fra aksjeforvalterne ført til at porteføljene har hengt godt med. Fremover noterer vi oss at vår posisjonering, kombinert med at aksjevalgene til de underliggende aksjeforvalterne gir en aksjedel med rimeligere verdsettelse, høyere utbyttegrad, høyere forventet inntjeningsvekst og lavere belåningsgrad relativt til verdensindeksen.

Relevante indekser	Forrige måned	Hittil i år (ut forrige måned)
RENTER		
Global «IG» kreditt (lokal valuta)	3,6 %	8,2 %
Global «HY» kreditt (lokal valuta)	3,4 %	12,4 %
AKSJER		
Norge (Oslo Børs fondsindeks)	1,2 %	11,2 %
MSCI World i NOK	-1,2 %	27,6 %
MSCI EM i NOK	-2,1 %	13,2 %
MSCI China All Shares i NOK	-7,6 %	-8,8 %
VALUTAEFFEKT - AKSJER		
MSCI ACWI i NOK versus i lokal valuta	-5,3 %	4,4 %
STILFAKTOR - AKSJER		
MSCI ACWI Verdi i NOK	-0,8 %	22,3 %
MSCI ACWI Kvalitet i NOK	-1,2 %	36,5 %
MSCI ACWI Momentum i NOK	-1,8 %	14,4 %
MSCI ACWI Vekst i NOK	-1,8 %	37,3 %

Ordliste

BEGREP	BESKRIVELSE
IG	IG står for "Investment Grade", som på norsk er investeringsgrad. Det betegner obligasjoner av høyere kvalitet (med kreditrating fra AAA til BBB-) og har historisk hatt lavere sannsynlighet for mislighold.
HY	HY står for "High Yield". Det betegner obligasjoner av lavere kvalitet (med kreditrating under BBB-) og har historisk hatt høyere sannsynlighet for mislighold relativt til IG.
Kredittrisiko	Risiko for tap som følge av (utsteders/en institusjons) mangelde evne eller vilje til å utføre betalinger ved forfall
Kredittpåslag	Påslag en investor krever for å ta økt kredittrisiko
Rentesensitivitet	Obligasjonskursers sensitivitet til endringer i rentenivået
MSCI ACWI	MSCI ACWI står for "Morgan Stanley Capital International All Country World Index" som vi på norsk omtaler som verdensindeksen. Den består av de 23 utviklede landene som finnes i MSCI World og de 25 fremvoksende landene i MSCI Emerging markets (se under).
MSCI EM	MSCI EM står for "Emerging markets", på norsk fremvoksende markeder. Det omfatter land som enda ikke er industrialiserte økonomier, som blant andre Kina, India og Brasil.
Volatilitet	Volatilitet måles med standardavvik. Et mål på svingninger som beregner hvor store variasjoner det er rundt en aktivas gjennomsnittlige avkastning.
Alternative strategier	Likvide fond som søker å skape avkastning som i mindre grad er drevet av utviklingen i de tradisjonelle aksje- og rentemarkedene. Oppnås ved å investere på tvers av aktivaklasser og geografier. Kan også skape avkastning både med stigende og fallende kurser.
Valutasikring	Når man investerer i verdipapirer i utenlandsk valuta er man utsatt for valutakurssvingninger mellom kjøp- og salgstidspunktet. Ved å bruke valutaterminer (en avtale om kjøp/salg av en valuta frem i tid til en kurs fastsatt ved avtaleinngåelse) kan man nøytralisere effekten av valutakurssvinginger.
Indekser målt i lokal valuta	Viser indeksens underliggende selskapers vektet kursutvikling, målt i valutaen der hvert selskap er børsnotert. Dette fjerner effekten av valutakurssvingninger på indeksens utvikling.



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

Söderberg & Partners Wealth Management AS
Postboks 2081, 0125 OSLO

Org. nr.: 990 317 844
Ruseløkkveien 30, 0251 OSLO

22 44 77 00
post@soderbergpartnerswealth.no
soderbergpartners.no