



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

ÅRSBREV 2024

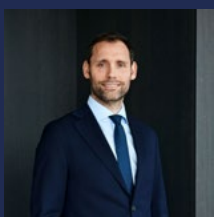
Bedre enn ventet

Sturla Skogland, CFA
INVESTERINGSDIREKTØR

26.01.2024

2023 oppsummert

Den forventede resesjonen uteble, fallende inflasjon, tegn til rentetopp og optimisme knyttet til kunstig intelligens bidro samlet til at både rente- og aksjemarkedet hadde et sterkt år.



Sturla Skogland, CFA

INVESTERINGSDIRECTØR

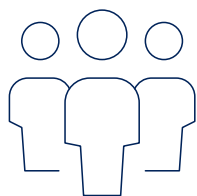


Innhold

Söderberg & Partners Wealth Management	1
Hovedtrekkene i 2023	2
Hva sa vi i fjor?	3
Gjennomgang av 2023	4
Utsikter fremover	12

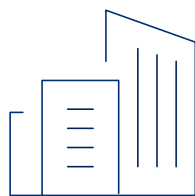
Investeringer i fond innebærer alltid en økonomisk risiko. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutvikling, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursfall. Referanser til avkastning er før honorar som belastes av Söderberg & Partners Wealth Management AS basert på den enkelte klients individuelle beholdning.

Söderberg & Partners Wealth Management er en av Nordens ledende formuesrådgivere, og den norske virksomheten har nå over 50 milliarder under rådgivning for privatpersoner, bedrifter og stiftelser. Selskapet bygger Norges ledende miljø innen formuesrådgivning gjennom fokus på rekruttering, kompetanseutvikling og hardt arbeid.



250

Ansatte



11

Kontorer



50mrd.

Kapital under rådgivning

Din uavhengige rådgiver

Vi benytter kun eksternt forvaltete fond og har dermed ingen egne produkter. Vi står dermed fritt til å velge ut førsteklasses forvaltningsmiljøer fra det globale fondsuniverset og sette dette sammen til en portefølje tilpasset den enkeltes klients risikobudsjett og investeringsmål.

Alle klienter får et eget team ledet av klientens primære formuesrådgiver som ivaretar kontakten og løpende behov.

Våre klientløfter

Våre klientløfter danner grunnlaget for å gjøre vår visjon mulig, og å levere på det vi tror på. Sammen med våre verdier skal de bidra til å heve kvaliteten på tjenestene vi leverer til våre klienter.

- ✓ Personlig
 - ✓ Åpen
 - ✓ Analytisk
-

Hoved- trekkene fra 2023

AKSJER:

27,6 %

Utviklede markeder

13,2 %

Fremvoksende markeder

11,2 %

Oslo Børs

RENTER:

Global Investment Grade

6,9 %

Global High Yield

10,8 %



Global BNP - vekst:

3,0 %

(anslag fra IMF)

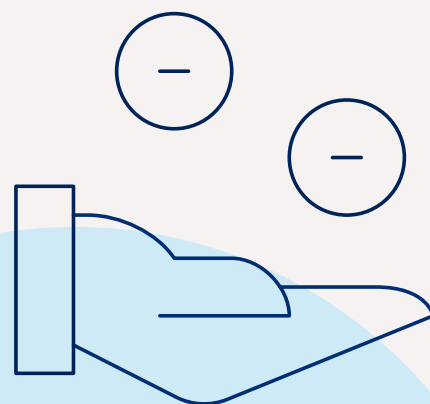
Norge

Registrert arbeidsledighet fra 1,6 til 1,9 %

Inflasjon fra 5,8 til 4,8 %

Styringsrente fra 2,75 til 4,5 %

- **Årets gladmelding:** Inflasjonen kom ned
- **Årets positive:** Avkastning fra aksje- og rentefond
- **Årets billigste:** Det kinesiske aksjemarkedet
- **Årets taper:** Den norske kronen, igjen
- **Årets lettelse:** Ingen resesjon
- **Årets tema:** "Magnificent 7"



NOK/USD

fra 9,84 til 10,16

NOK /EUR

fra 10,51 til 11,24

Hva sa vi i fjor?

Tradisjon tro, starter vi årets brev med å se på hvordan det gikk med forventningene som vi hadde for fjoråret. På tross av dystre økonomiske spådommer fra de fleste analytikere og fondsforvaltere ved inngangen på 2023, påpekte vi at det var flere lyspunkter for langsiktige investorer:

1. Inflasjonstoppen så ut til å være bak oss: ✓

Inflasjonstakten kom gradvis ned i løpet av fjoråret, primært drevet av fallende priser på varesiden. Selv om man ikke kan avfeie at inflasjonen skyter fart igjen fremover, var inflasjonstoppen i 2022.

2. Rentetoppen så ut til å være nært forestående: ✓

Overraskende robust forbrukerretterspørsel, et sterkt arbeidsmarked og lønnsøkninger førte samlet til høyere økonomisk vekst enn ventet, spesielt i USA. Europa hadde vist seg tilpasningsdyktig i møte med energikrisen i 2022, og som vi spekulerte i fortsatte regionens økonomiske aktivitet å gjøre det bedre enn fryktet også i fjor. Kombinert med vedvarende høy inflasjon på tjenestesiden, var likevel inflasjonstallene langt unna sentralbankenes inflasjonsmål på 2 til 2,5 prosent gjennom året. Vestlige sentralbanker svarte med å heve sine styringsrenter ytterligere, langt inn i andre halvår av 2023. Rentetoppen ble trolig nådd i 2023, men i kontekst av fjorårets årsbrev gir vi oss ikke «grønt» på beskrivelsen "nært forestående".

3. Kinas gjenåpning etter corona, ville ha tilsvarende sterke positive effekter på kinesisk økonomi som det vi erfarte i Vesten: ✗

Kina fikk en positiv effekt av gjenåpningen, og BNP akselererte fra 3,0 prosent i 2022 til 5,2 prosent i 2023. Etter 1000 dager med smittevernsrestriksjoner og det som anslås som 20,000 til 30,000 milliarder kroner i ekstra oppsparte midler for husholdningene, forventet vi en mye sterkere økonomisk rekyl liknende det vi opplevde i forbindelse med

gjenåpningen i Vesten. Et fortsatt svakt boligmarked og historisk lav forbrukertillit har gjort at kineserne ikke bare unnlot å bruke av sine oppsparte midler, men økte sparingen ytterligere i 2023.

4. Lavere verdsettelse vil støtte utviklingen, spesielt for renter: ✓

Etter negativ utvikling for aksjer og renter i 2022 ble prisingen mer attraktiv, og for rentemarkedets del mer attraktiv enn på et tiår. Effektiv avkastning (yield) på rentedelen av våre foretrukne porteføljer var 6 til 9 prosent ved inngangen på 2023 (avhengig av sammensetning), og var etter vårt syn en god pekepinn på forventet avkastning de kommende årene. Fasit for 2023 ble 6,5 til 8,9 prosent, mye takket være utviklingen de siste to månedene. Aksjer hadde også et sterkt år der MSCI All Country World leverte 26 prosent målt i norske kroner, men det kan ikke alene tilskrives at det var lavere prising ved inngangen på året. Mer om det senere.

Et kalenderår er etter vårt syn en noe kunstig, og ikke minst kort, måleperiode gitt vår investeringsfilosofi og tilnærming. For å oppnå våre klients investeringsmål legger vi vekt på å:

1. ta risiko som blir kompensert med avkastning utover inflasjon
2. spre den risikoen og
3. tilpasse graden av 1) og 2) til investeringshorisonten til våre klienter.

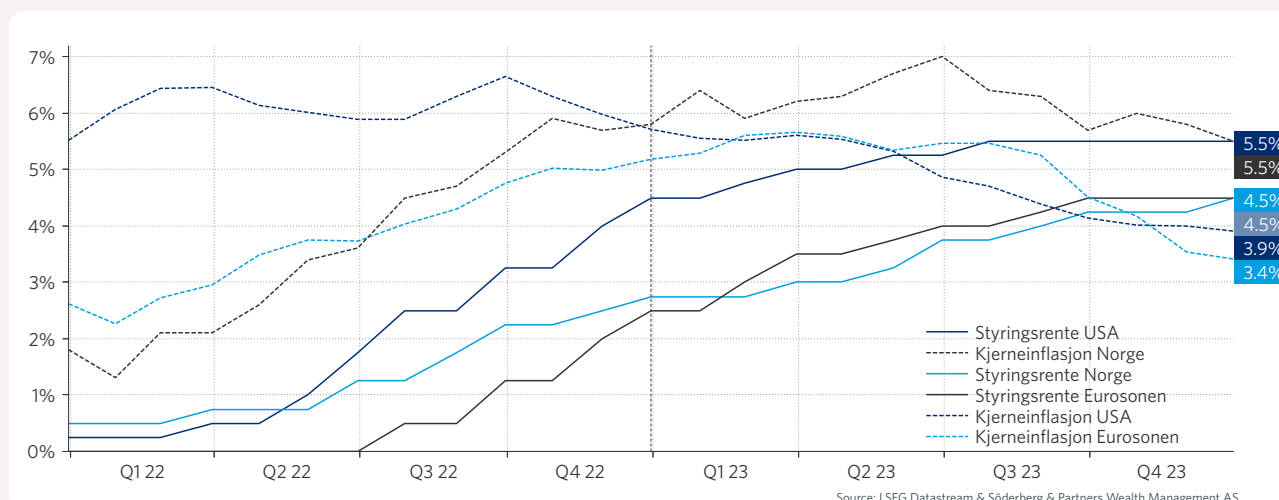
Dette er (heldigvis) viktigere enn vår evne til å spå fremtiden, og vi påpeker at vår synsing om fremtiden stort sett har begrenset påvirkning på hvordan vi løpende tilpasser porteføljer. Som den greske filosofen Pericles sa: *"The key is not to predict the future, but to prepare for it"*.

Gjennomgang av 2023

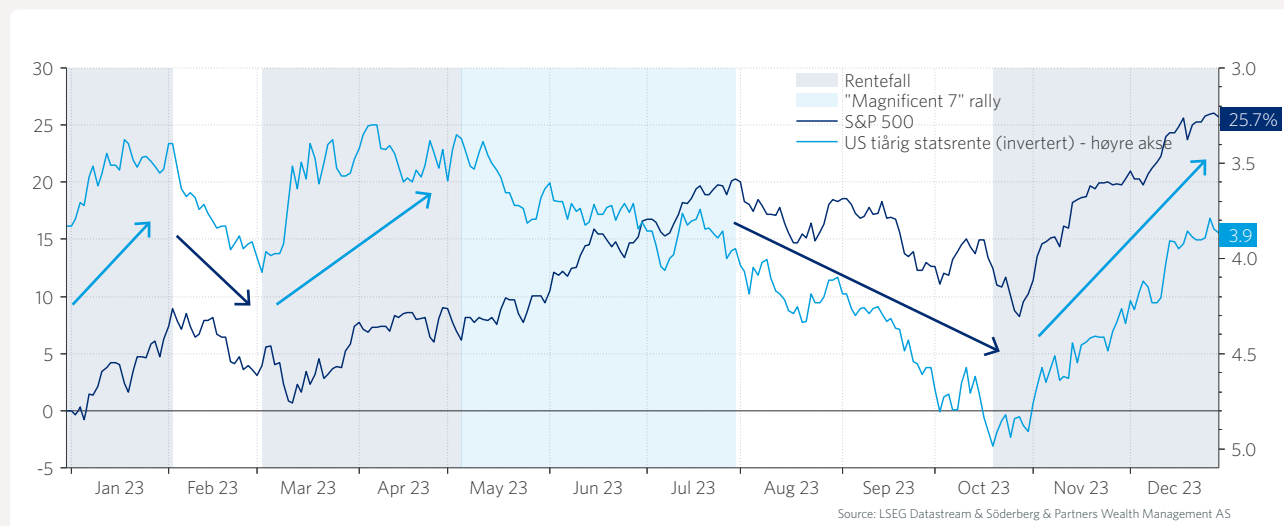
Markedet overordnet

Sentralbanker fikk som ventet en av hovedrollene i 2023. Stadige forbedringer innen globale forsyningskjeder, forbrukere som fortsatte å flytte etterspørselen fra varer tilbake til tjenester, og økende lønninger gjorde at kjerneinflasjonen (inflasjon uten energi og matvarer) forble ukomfortabelt høy gjennom mesteparten av året. Sentralbankene i Vesten svarte med å sette styringsrentene stadig høyere, mens «alle» ventet på 1) styringsrentetoppen, 2) når de høyere rentene ville føre til høyere arbeidsledighet og resesjon, eller 3) at noe i økonomien kom til å "gå i stykker".

I mars så det ut som noe "gikk i stykker", da tre amerikanske regionale banker endte med å bli satt under administrasjon av myndighetene. Stigende renter og kursfall på lange statsobligasjoner hadde ført til store urealiserte tap på bankenes obligasjonsportefølje, samtidig oversteg en høy andel av deres kunders innskudd nivået som var garantert av USAs versjon av bankenes sikringsfond ("FDIC"). Kundene fryktet at innskuddene kunne gå tapt og tok pengene ut (som i motsetning til tidligere tilfeller av innskuddsflukt, ble gjort med et tastetrykk via en mobilapp eller internett), som igjen førte til at markedet mistet tilliten til at bankene ville overleve.



GRAF 1: STYRINGSRENTER OG KJERNEINFLASJON



GRAF 2: AKSJER OG RENTER I TAKT

For å unngå at tillitskrisen spredte seg videre i banksystemet, ble bankene satt under statlig administrasjon og alle bankinnskudd i USA ble garantert av myndighetene. Europa slapp heller ikke unna uroen, der storbanken Credit Suisse til slutt ble tvangssammenslått med sin sveitsiske storebror UBS av sveitsiske myndigheter. De kontante svarene fra myndighetene på begge sider av Atlanterhavet sørget for at krisen ble avverget, og aksjemarkedet endte til og med mars måned i pluss.

Økonomiske data overrasket positivt stort sett hele året, og sentimentet beveget seg i takt med endringer i markedets syn på fremtidig realrente og inflasjon. Graf 2 viser hvordan det amerikanske aksjemarkedet (**mørkeblått**) beveget seg i takt med rentenivået på den amerikanske tiårige statsobligasjonen, den såkalte «tiaringen». (Invertert akse. Lavere rente gir stigning i den **lysblå linjen**).

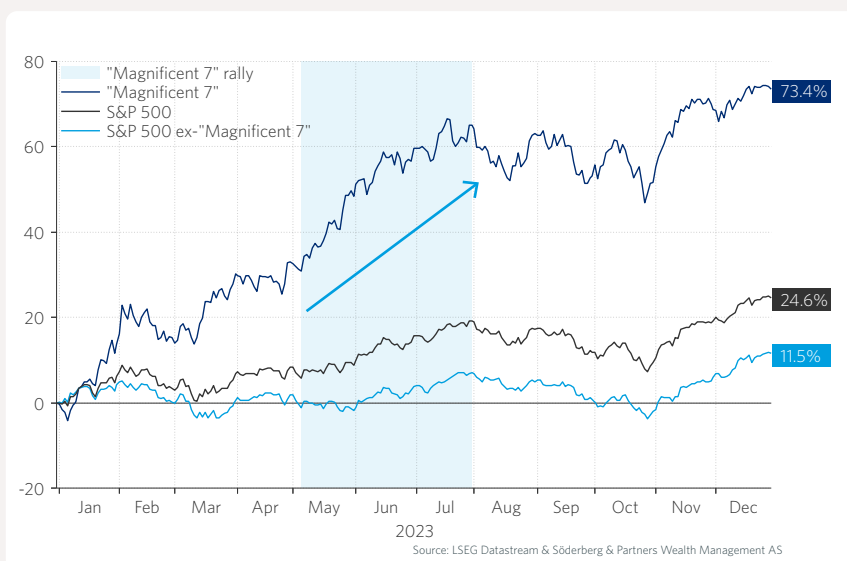
Unntaket oppstod i perioden fra mai til juli (lysblått område i graf 2), da aksjemarkedet og renten på tiaringen steg samtidig. Dette var drevet av økende optimisme om det som endte med å bli en annen hovedrolleinnehaver i 2023: AI («artificial intelligence», kunstig intelligens på norsk).

AI gjode for alvor sitt inntog på folkemunne i forbindelse med at prototypen av ChatGPT (Chat Generative Pre-trained Transformer) ble offentlig tilgjengelig i slutten av 2022, men fikk økt oppmerksomhet i løpet av mars/april 2023. Selv om vi tror kunstig intelligens har stort potensiale til å øke produktiviteten i økonomien, er det samtidig vanskelig å forutsi når den reelle effekten vil vise seg, hvor stor effekten vil være, eller hvilke selskaper som vil være

de store vinnerne av videreutviklingen av kunstig intelligens. Aksjemarkedet valgte likevel ut et knippe selskaper til å representere den kommende teknologiske revolusjon; de såkalte «Magnificent 7» (Microsoft, Alphabet, Nvidia, Tesla, Apple, Amazon og Meta). Som grafen under viser (Graf 3), sto disse syv tungvektene¹ i S&P 500 for mesteparten av avkastningen helt frem til november (da den **lysblå** linjen, S&P 500 fratrakk «Magnificent 7», bryter nullpunktet for avkastning).

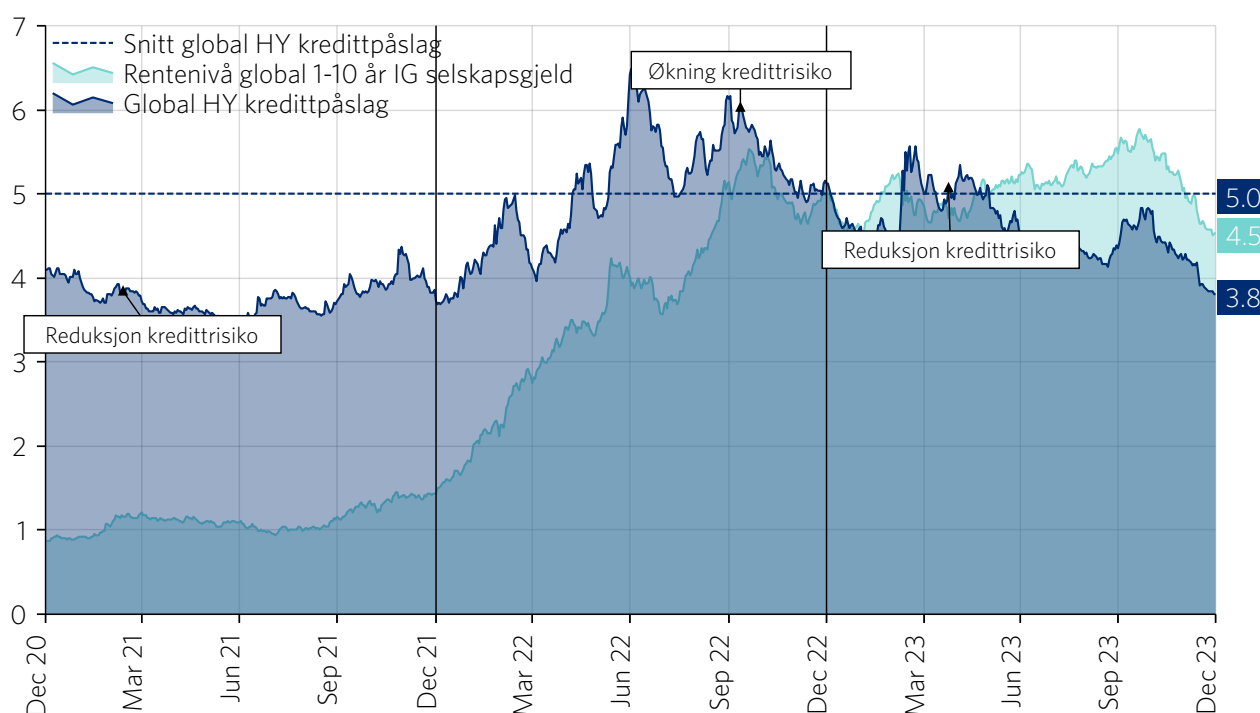
Optimismen knyttet til disse aksjene var spesielt sterk i perioden mai til juli. De syv aksjene steg over 26 prosent og dro indeksen med seg, som forklarer mye av hvorfor sammenhengen mellom bevegelsen i «tiaringen» og aksjemarkedet i grafen over brøt sammen da.

I årets siste to måneder falt renten på «tiaringen» fra i underkant av 5 prosent til under 3,9 prosent. Markedet tolket kommentarer fra sentralbanksjefen i USA som at neste endring av styringsrenten vil være et kutt (såkalt «pivot»).



GRAF 3: MAGNIFICENT 7 OG S&P 500

¹ De vokste fra å utgjøre 21 til 29,5 prosent av S&P 500 i løpet av 2023



Source: LSEG Datastream & Söderberg & Partners Wealth Management AS

GRAF 4: KREDITTPÅSLAG OG POSISJONERING RENTER

I disse månedene var oppgangen i aksjemarkedet bredere, der de gjenværende 493 aksjene i S&P 500 holdt følge med "Magnificent 7". Det gjenstår selvsagt å se om dette er tegn på at motvinden for alle andre aksjer er i ferd med å avta, eller om 2024 igjen vil være et år der et fåtall aksjer vil dominere markedet.

For langsiktige investorer bør det riktignok være mer interessant hva som skjer med "Magnificent 7" de neste ti årene, ikke bare i 2024. Disse aksjene utgjør over 17 prosent av MSCI All Country World indeksen ("MSCI ACWI"), og etter fjorårets avkastning har også deres prising² økt fra 28 til 32 ganger neste års forventet inntjening. Vi vil understreke at vi ikke er negative til disse store selskapene, men prisingen tilsier at det i alle fall er mye optimisme bygget inn i kursene allerede.

At MSCI ACWI ex USA (ACWI strippet for amerikanske aksjer) indeksen prises på 15 ganger neste års inntjening, tolker vi som et tegn på at det finnes gode muligheter for langsiktig avkastning i andre deler av aksjemarkedet også.

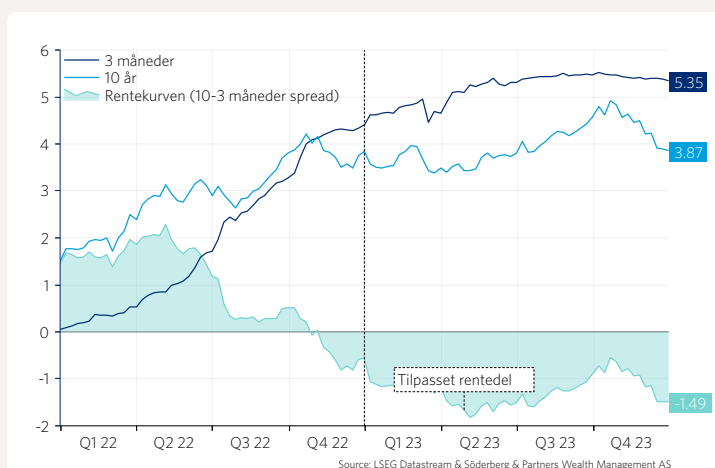
Posisjonering i løpet av året

Våre foretrukne porteføljer leverte mellom 9 og 21 prosent avkastning i 2023, avhengig av sammensetning. På bakgrunn av endringene

i rentemarkedet i 2022 lanserte vi i tillegg en foretrukken kredittportefølje i oktober 2022, som i fjor leverte 8 prosent avkastning.

1. Posisjonering innen renter:

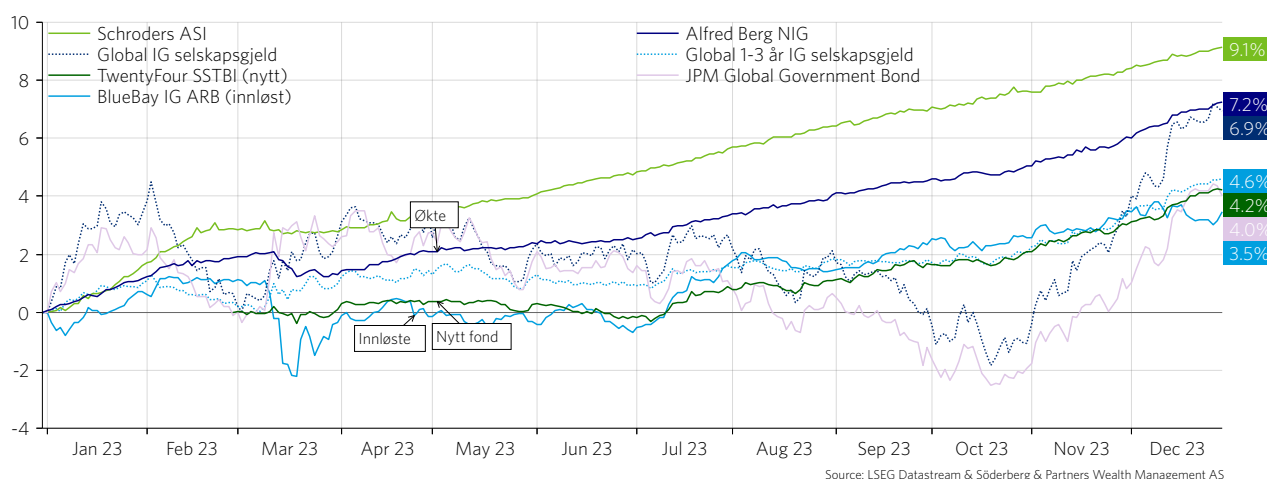
I september i 2022 økte vi løpetidsrisiko og kreditttrisiko, på bakgrunn av høyere renter og kredittpåslag (se graf 4 over i perioden for 2022). Den grønne linjen viser oppgangen i effektiv rente for global selskapsgjeld og den mørkeblå linjen viser endringen i kredittpåslaget for "high yield" selskapsgjeld). Vår vurdering var at det var sannsynlig at styringsrentene ville fortsette å stige noe, så vi økte samtidig



Source: LSEG Datastream & Söderberg & Partners Wealth Management AS

GRAF 5: INVERTERT RENTEKURVE

²Vektet etter selskapenes respektive markedsverdi



GRAF 6: "IG" RENTEFOND OG INDEKSER

andelen av obligasjoner med flytende rentebinding. Vi startet dermed 2023 med en rentedel bestående av lån med kortere løpetidsrisiko sammenlignet med vårt nøytrale punkt (3 år), og høyere kredittrisiko.

I løpet av årets første kvartal fikk vi høyere styringsrenter og som graf 5 på forrige side viser en stadig mer invertert rentekurve (når renten fra obligasjoner med kort rentebinding er høyere enn for obligasjoner med lang rentebinding).

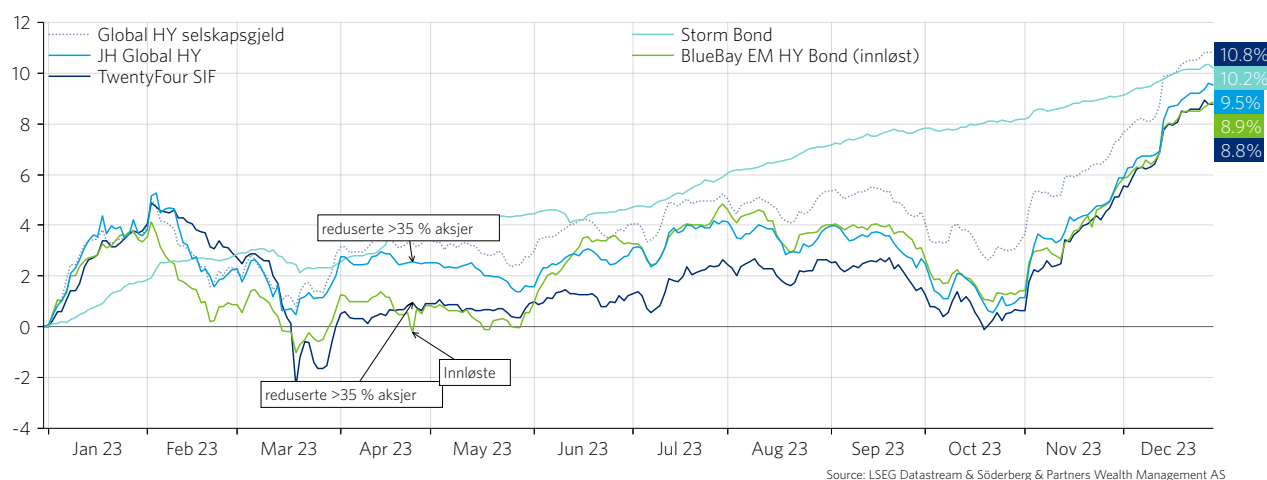
I løpet av april, etter at bankuroen som oppstod i mars hadde roet seg, utnyttet vi de inverterte rentekurvene ved å introdusere et rentefond med fokus på obligasjoner med kort rentebinding og reduserte eksponeringen mot fond som tar høyere kredittrisiko, uten å redusere effektiv avkastning i særlig grad.

På grafene 6 og 7 vises endringene som ble gjort, og avkastningen fra rentefondene over året.

- Graf 6 viser rentefondene som primært investerer i obligasjoner med lavere kredittrisiko ("IG").
- Graf 7 viser rentefondene som i større grad investerer i obligasjoner med høyere kredittrisiko ("HY").

Både rentenivået og kredittpåslagene falt i løpet av 2023. Dermed ga det en motvind å ha lavere løpetidsrisiko, og man ville fått høyere avkastning ved å ta enda høyere kredittrisiko.

Samlet leverte rentedelen mellom 6,5 og 8,9 prosent avkastning, som vi likevel anser som et godt resultat for det som var en mindre aggressiv posisjonering etter endringene vi gjorde i april.



GRAF 7: "HY" RENTEFOND OG INDEKSER

Med fortsatt inverterte rentekurver, lavere kredittpåslag, og ikke minst rentemarkedets sterke avslutning på året, er vi komfortable med posisjoneringsen av våre klients rentedel inn i 2024.

Vi fortsetter å diskutere om det er hensiktsmessig å bygge inn ytterligere nedsidebeskyttelse fremover.

2. Posisjonering innen alternative strategier:

Vi inkluderer alternative strategier i våre foretrukne porteføljer som et risikodempende og diversifiserende tilskudd til aksje- og rentedelen. Denne delen av porteføljen kan være mer krevende å vurdere over kortere måleperioder. De hadde et positivt bidrag i 2022, et år der både aksje- og rentedelen hadde svak avkastning. I 2023, da renter og spesielt aksjer hadde sterk avkastning, bidro alternative strategier samlet med 5 til 8 prosent avkastning, avhengig av sammensetning. De holdt ikke tritt med de mer tradisjonelle aktivaklassene avkastningsmessig, men reduserte porteføljenes avhengighet

på utviklingen i aksje- og rentemarkedet, slik som de gjorde i 2022.

Som grafen under viser (graf 8), var det spesielt Amundi multi-strategy growth som trakk ned. De var posisjonert for en resesjon, og hadde uttrykt dette blant annet med å gradvis øke eksponeringen sin mot lange statsobligasjoner etter hvert som rentenivået på disse steg. I takt med at rentene steg videre, falt kursene på obligasjonene og på fondet. Etter en gjennomgang av fondet i august, konkluderte vi med Amundi hadde opptrådt i henhold til sitt mandat og markedssyn, til tross for den skuffende og unormalt svake avkastningen frem til da. Fondet var på det laveste ned 12,6 prosent, før renter på lange statsrenter begynte å falle (som er positivt for kursene) og fondet klatret 11,5 prosent og avsluttet året ned 2,4 prosent.

Det er som alltid et vidt utfall av scenarier som kan utspille seg fremover, og vi mener fortsatt at alternative strategier har en verdifull rolle å spille i våre foretrukne porteføljer.



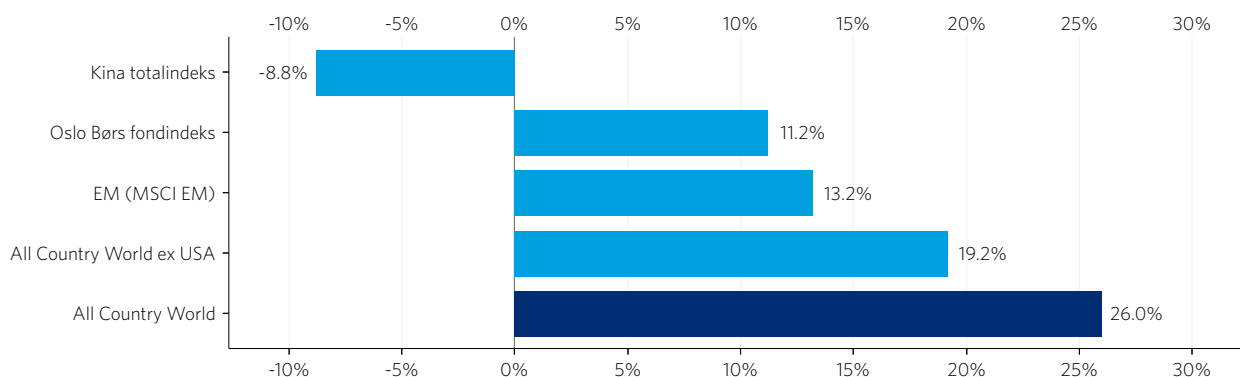
GRAF 8: ALTERNATIVE STRATEGIER

3. Posisjonering innen aksjer:

På aksjesiden gir vår tilnærming en mer balansert spredning mellom ulikeland, regioner, selskapsstørrelser og forvalterstiler sammenlignet med den globale markedsindeksen (MSCI All Country World ("MSCI ACWI")). Den gir også en høyere eksponering mot mindre analyserte og underrepresenterte land, hvor det historisk har vært større muligheter for aktive forvaltere å levere mer avkastning mot sine referanseindekser. Det resulterer i en lavere eksponering mot USA (som utgjør 62,5 prosent av indeksen) og en lavere eksponering mot verdens ti største selskaper. Ved utgangen av 2023 er ni av

de ti største selskapene i verden amerikanske vekstselskaper knyttet til teknologi (det tiende største selskapet er den amerikanske banken JPMorgan Chase & Co).

I et år der den globale markedsindeksen var drevet av de amerikanske "Magnificent 7", ga det vår posisjonering motvind på overordnet nivå. Som graf 9 viser, skapte landene vi har høyere eksponering mot i de fleste porteføljer (Kina, Norge og fremvoksende markeder) betraktelig lavere avkastning enn MSCI ACWI, og avstanden ned til MSCI ACWI ex USA illustrerer hvor utslagsgivende USA var i 2023. "Magnificent 7" sin dominans førte til at forvalterstilen



Source: LSEG Datastream & Söderberg & Partners Wealth Management AS

GRAF 9: AVKASTNING AKSJEINDEKSER

“vekst” fikk en voldsom rekyl innen utviklede markeder (MSCI World) i 2023, samt at indeksen for store selskaper slo den med små selskaper med stor margin. Innen fremvoksende markeder (målt med MSCI Emerging Markets (“EM”)) var det derimot stilen “verdi”, ofte noe forenklet sett på som “vekst” sin motsetning, som var best i 2023, og der slo de små selskapene de store.

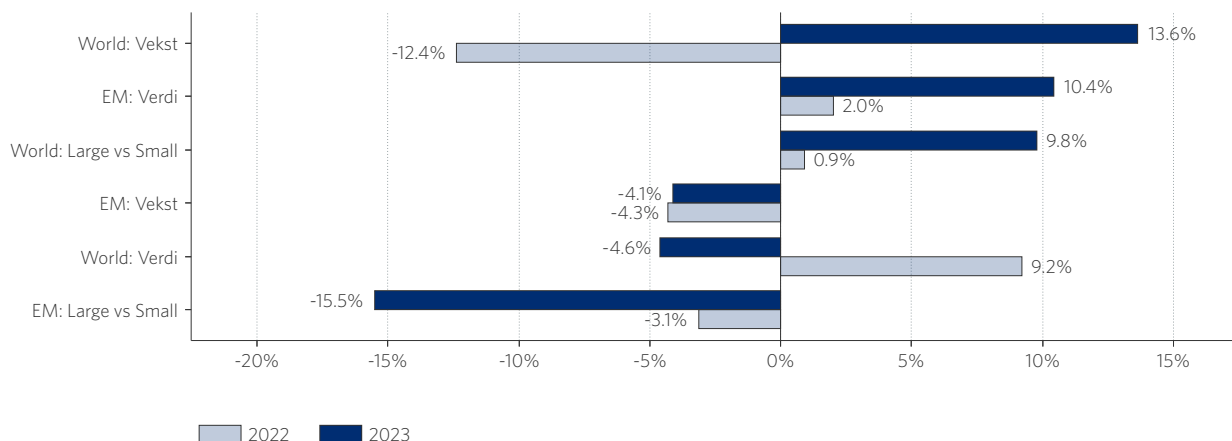
Grafen under (graf 10) viser relativ avkastning, som betyr at eksempelvis vekstindeksen til MSCI World skapte 13,6 prosent høyere avkastning enn den vanlige MSCI World indeksen i 2023, men 12,4 prosent lavere i 2022.

På tross av motvinden fra vår mer balanserte eksponering mot land og forvalterstiler, hang likevel aksjedelen av porteføljene greit med. Aksjeforvalterne leverte i snitt meravkastning relativt til sine underliggende referanseindekser, som samlet

bidro til at aksjedelen til våre foretrukne porteføljer leverte 21 til 27 prosent avkastning (mer for porteføljer med lavere aksjevekt).

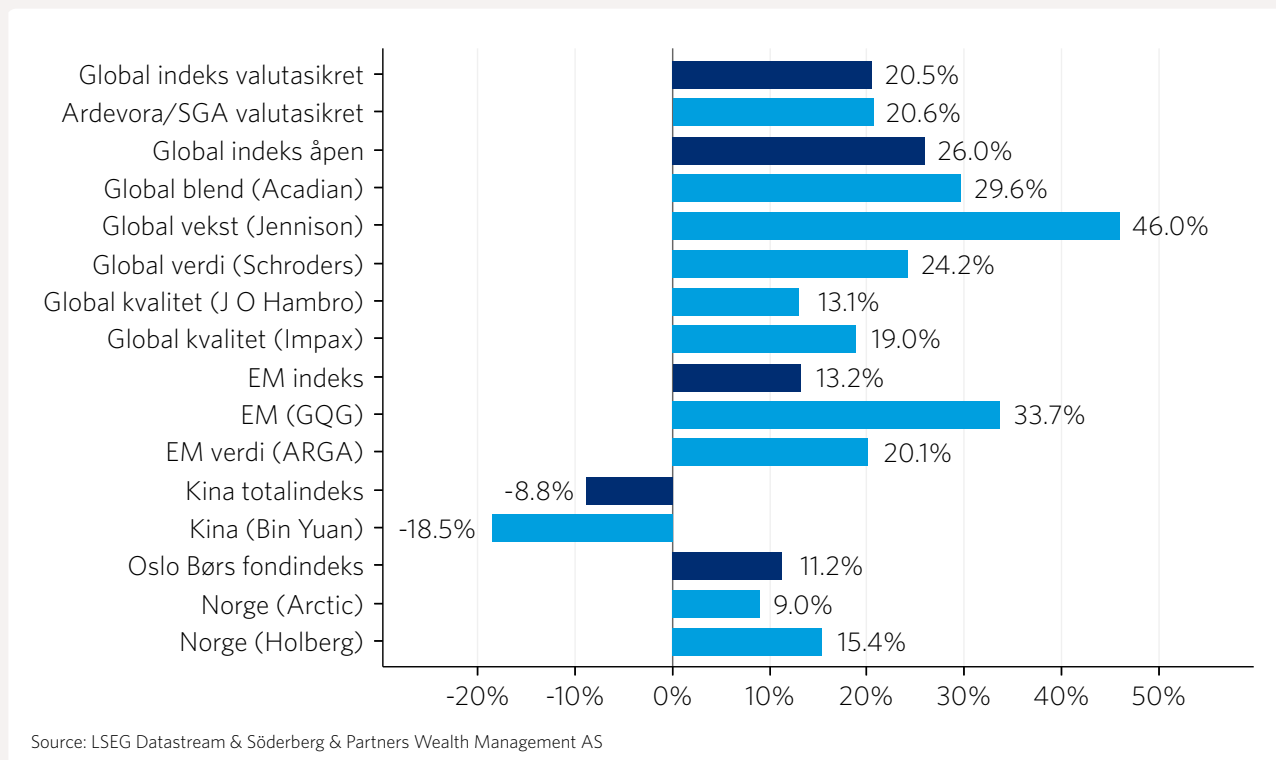
Graf 11 på neste side viser fondenes relevante referanseindekser i **mørkeblått**, mens de **lyseblå** søylene viser fondenes avkastning. Det var Jennison, som investerer i globale vekstselskaper, og GQG, som investerer i kvalitetsselskaper innen fremvoksende markeder, som bidro særskilt til både absolutt og relativ avkastning.

I løpet av april ble forvalteren Ardevora nedgradert grunnet endringer på personalsiden, som førte til at vi mistet vår overbevisning om deres evne til å skape meravkastning fremover. Vi erstattet dem med fondet SGA Global Growth³, et globalt aksjefond med fokus på kvalitetsselskaper. Søylene



Source: LSEG Datastream & Söderberg & Partners Wealth Management AS

GRAF 10: RELATIV AVKASTNING FORVALTERSTILER OG STØRRELSE

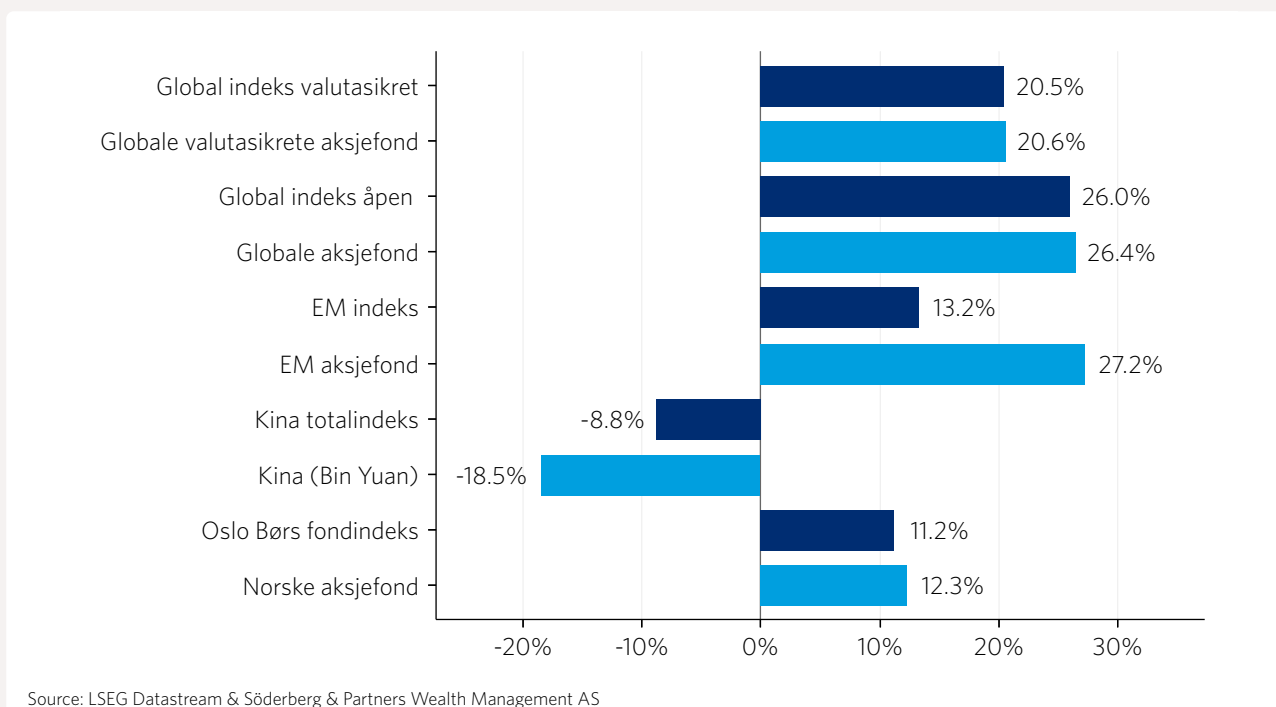


GRAF 11: AKSJEFOND OG INDEKSER

Ardevora/SGA viser dermed avkastningen fra Ardevora frem til forvalterbyttet, og SGA deretter. SGA har vært en positiv bidragsyter siden mai, selv om effekten av valutasikring også i 2023 var en motvind.

Vår preferanse for aktive forvaltere som har et lavt antall aksjer innenfor hver region og forvalterstil, leder som regel til

forskjeller mellom fondenes avkastning i et gitt kalenderår, og 2023 var intet unntak. Grafen under (graf 12) viser hvordan fondene som opererer innen samme univers har gjort det samlet sett, gitt deres vektning⁴ og justert for eventuelle rabatter som tilkommer våre klienter:



GRAF 12: AKSJEFOND SAMLET OG INDEKSER

³ for porteføljer med lavere aksjeandel økte vi vekten mot de bestående fondene Acadian og Impax

⁴ tar utgangspunkt i sammensetningen for aksjedelen til porteføljer som har 50 prosent aksjeksponering, eller høyere

Graf 12 viser:

1. EM aksjefondene slo EM indeksen, Global indeks og til og med de globale aksjefondene (som samlet også leverte meravkastning).
2. De globale aksjefondene med valutasikring leverte i tråd med Global indeks valutasikret, men det lønnet ikke å ha beskyttelse mot utenlandsk valutasvekkelse i 2023.
3. Norske aksjefond gjorde det bedre enn Oslo Børs Fondindeks, men Norge leverte betraktelig lavere avkastning enn det globale markedet.
4. Kina, som utgjør 5 prosent av porteføljenes aksjedel⁵, hadde nok et tøft år, og vår utvalgte forvalter Bin Yuan gjorde det betraktelig dårligere enn sin referanseindeks.

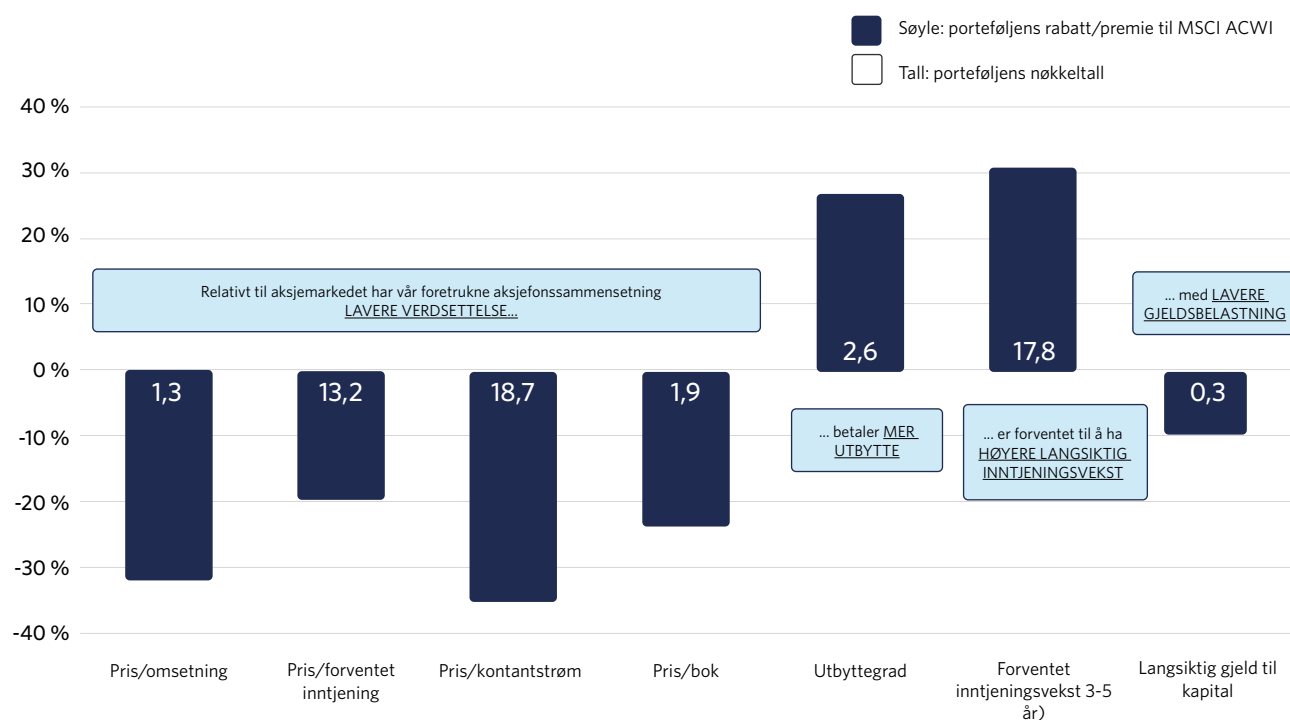
Det er spesielt i Kina at det har vært krevende å være investor de siste årene. Med strenge coronatiltak, deglobalisering, demografiske utfordringer, handelskrig med USA, regulering av teknologisektoren, boligboble, frykt for krig med Taiwan, autoritært regime og økende gjeld er det lett å forstå at sentimentet blant utenlandske investorer er på bunnivåer. Selv ikke gjenåpningseffekten etter corona ble like sterk som ventet, og forbrukertilliten blant kinesere selv er nå på bunnivåer.

Samtidig utgjør børsene i Shanghai og Shenzhen verdens nest største aksjemarked målt i markedsverdi, kun slått av USA. Det er et stort investeringsunivers med tusenvis av selskaper på tvers av ulike bransjer. Aksjemarkedet er dominert av småsparere, som kan gi store svingninger på kort sikt, men

som vi forventer leder til feilprising som langsiktige aktive forvaltere kan utnytte seg av. De kinesiske fastlandsbørsene har i tillegg lav samvariasjon⁶ med ACWI, EM og Norge, som er positivt når målet er å sette sammen en diversifisert langsiktig aksjeportefølje. De er underrepresenterte i brede indekser⁷, og ikke minst i de fleste investorers porteføljer.

Det slår oss at listen over alt som kan gå galt i Kina handler mer om frykt for at ting kan bli verre fremover, mens våre argumenter for å inkludere kinesiske fastlandsaksjer handler mer om karakteristikkene til kinesiske aksjer i sammenheng med en geografisk diversifisert aksjeportefølje. Det er selvsagt et åpent spørsmål om frykten for at ting blir verre allerede er bakt inn i den lave prisingen av kinesiske fastlandsaksjer eller ikke. Det er også umulig å vite med sikkerhet om situasjonen blir verre eller bedre. Fra vårt perspektiv veier allikevel argumentene for å investere en mindre andel av en globalt diversifisert aksjeportefølje i verdens nest største økonomi, i verdens nest største aksjemarked, som er historisk lavt priset, med en lokal langsiktig aktiv forvalter som konkurrerer med kortsiktige småsparere, tyngre.

Fremover ser vi positivt på vår posisjonering, som relativt til MSCI ACWI gir en mer balansert eksponering mot ulike forvalterstiler, selskapsstørrelser og geografi. Uttrykt med våre foretrukne aksjeforvaltere leder det til en portefølje med rimeligere verdsettelse, høyere utbyttegrad, høyere forventet inntjeningsvekst og lavere belåningsgrad relativt til verdensindeksen (se bilde under).



Kilde: Refinitiv og Morningstar. Söderberg & Partners Wealth Management. Data per utgangen desember 2023

BILDE 1: VERDSETTELSE AKSJEPORTEFØLJE MOT VERDENSINDEKSEN

⁵ i porteføljer med minst 50 prosent aksjeeksponering

⁶ deres svingninger er mindre avhengig av svingningene på andre børser

⁷ fastlandskina utgjør mindre enn 1 prosent av MSCI ACWI

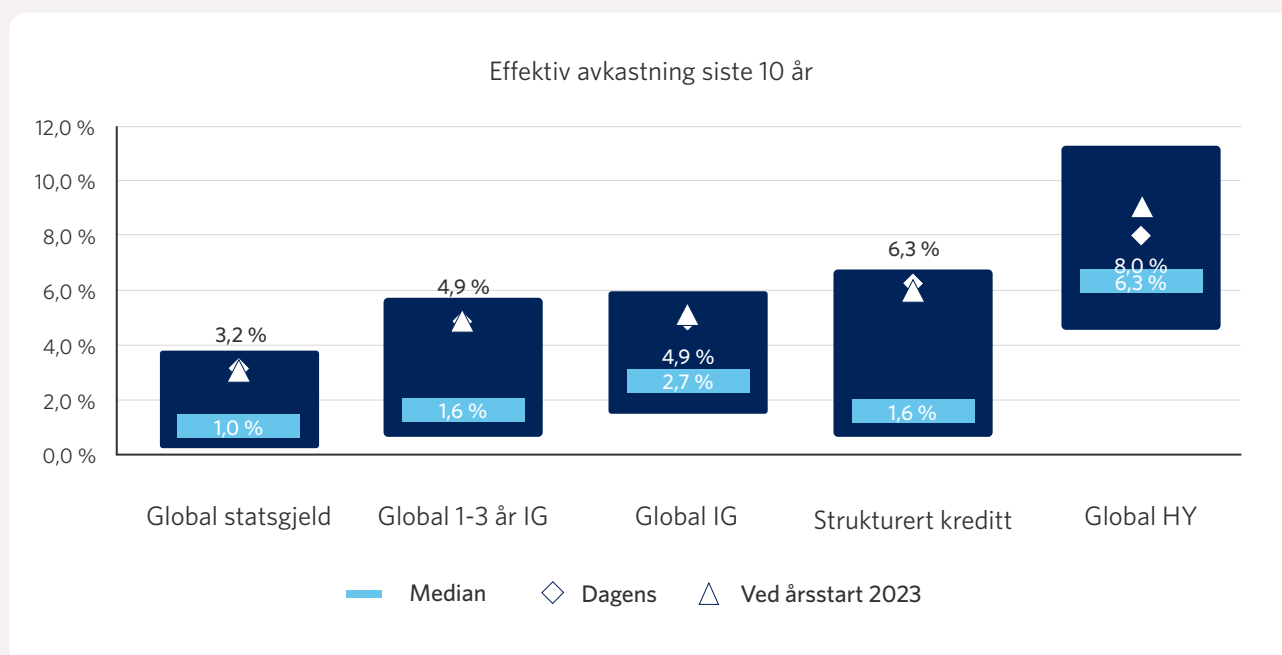
Utsiktene fremover

Markedets spådommer om resesjon i 2023 ble gjort til skamme av en global økonomi og et arbeidsmarked som holdt høy fart i møte med både høyere inflasjon og stadig stigende styringsrenter. Konsensussynet har nå gått over til å forvente en økonomisk «myk landing»⁸ i 2024, og vi ser ingen grunn til å argumentere mot det. Som sagt i innledningen til brevet så unngår vi uansett å gjøre tilpasninger i henhold til markedets økonomiske spådommer for det kommende året. Det at aksjemarkedet leverte mer enn 20 prosent avkastning i det året da flesteparten av økonomer og analytikere forventet resesjon, illustrerer også hvor skadelig det kan være å gjøre det.

Vi minner likevel på at det underveis vil være vanskelig å vite om den eventuelle «myke landingen» er endestasjonen, eller bare en rasteplass på veien mot «hard landing». Resesjon er uansett noe som man ikke kan, eller bør, forsøke å unngå som langsiktig investor. Det er viktigere at man har en portefølje som man kan leve med også den dagen resesjonen kommer. På lang sikt er avkastning kompensasjon for å ta risiko, og som den anerkjente investoren Benjamin Graham sa: *“Successful investing is not about avoiding risk, but managing it”*.

Toppen for styringsrenter ble trolig nådd i fjor, og verdsettelsen av rentemarkedet ser fortsatt attraktiv ut fremover.

I tråd med narrativet om «myk landing» falt kredittpåslaget for Global «High Yield» (HY) kraftig og er den eneste delen av rentemarkedet i grafen under som har nevneverdig lavere effektiv avkastning sammenlignet med i fjor (se graf 13 under). Vi vil fortsette å diskutere om det er hensiktsmessig å redusere kredittrisiko og øke løpetidsrisiko, for å bygge inn mer nedsidebeskyttelse i porteføljenes rentedel. De foretrukne porteføljenes rentedel har ved inngangen på 2024 en effektiv avkastning på 5,5 til i overkant av 7 prosent avhengig av sammensetning, som vi anser som en god kompensasjon for kredittrisikoen som tas.



GRAF 13: EFFEKTIV AVKASTNING SISTE 10 ÅR

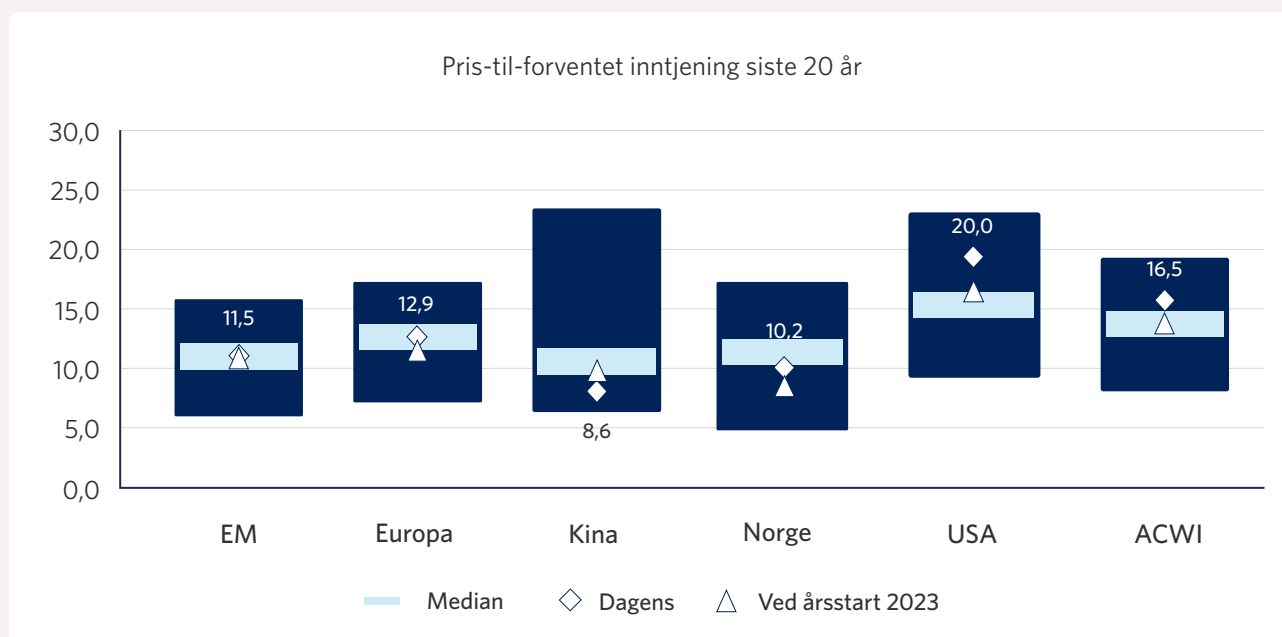
⁸ kan defineres som lavere økonomisk vekst, lavere inflasjon, men uten at arbeidsmarkedet svekkes i stor grad

Det er alltid usikkerhet knyttet til makroøkonomisk utvikling. I tillegg vil geopolitiske spenninger fortsette å prege nyhetsbildet, og det er valgår i 50 land med totalt 2 milliarder velgere, inkludert USA, Storbritannia, India, Mexico og Indonesia. Om det er krevende å treffe med makroprognoser, er geopolittikk og politikk desto verre. Dette er også en av grunnene til at vi liker å inkludere aktivaklassen alternative strategier, fond som bruker ulike verktøy for å skape avkastning som er mindre avhengig av utviklingen i rente- og aksjemarkedet.

Til tross for et sterkt aksjemarked i 2023, er store deler av markedet fortsatt moderat priset. Sammenligner vi dagens tall med historiske tall, ligger vi på nivåer som historisk har

skapt god avkastning de påfølgende 5-10 årene. Markedene som skiller seg ut er USA, som har blitt dyrere (og dratt opp prisingen av "ACWI"), og Kina, som har blitt (enda) rimeligere (som graf 14 illustrerer).

Den relative verdsettelsen gir oss ytterligere trygghet i vår tilnærming om å ha høyere vektning mot fondsforvaltere som opererer i mindre analyserte markeder. Den balanserte eksponeringen mot forvalterstilene "vekst", "kvalitet" og "verdi", sørger for at porteføljene inneholder aksjer med ulike karakteristikk og verdsettelse også innen markedene med høyere prising.



GRAF 14: PRIS-TIL-FORVENTET INNTJENING SISTE 20 ÅR

Oppsummert har vi stor tro på at våre foretrukne porteføljer er posisjonert for langsiktig verdiskapning. Vi vil fortsette å fokusere på at porteføljene er satt sammen med tanke på å kunne skape god avkastning under en rekke ulike scenarier som kan utspille seg fremover.

Tusen takk for tilliten og oppmerksomheten.

Med de beste ønsker om et fremgangsrikt 2024,

Sturla Skogland, CFA
investeringsdirektør



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

Vi forstår deg
og dine verdier

soderbergpartners.no



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