

Klient: Skien kommune

Portefølje: Renter&Aksjer

Rådgiver: Erlend Støylen

Porteføljekommentar – tertial 2/3 2026

Porteføljen i korte trekk

Porteføljen leverte en positiv avkastning på 2,6 % i 2. tertial 2026, og totalt 4,2% hittil i år. Resultatet er preget av den geopolitiske og makroøkonomiske uroen, og ligger et stykke bak referanseindeksen som har gitt 2,92% i 2. tertial og totalt 7,44% hittil i år. Porteføljen er konstruert med en defensiv profil, med betydelig overvekt mot rentebærende plasseringer (om lag 68 % av samlet markedsverdi), og denne sammensetningen har dempet svingningene i en krevende/turbulent periode.

Aksjeporteføljen isolert sett er opp 9,78% sett mot referanseindeks som er opp 17,99% i samme periode. Gapet til referanseindeksen skyldes i stor grad at den norske eksponeringen er undervektet oljeeksponering (dette belyses mer i detalj i eget avsnitt nedenfor). Skulle konflikten rundt Hormuz løse seg, vil en portefølje med undervekt olje & gass forventes å levere sterkere avkastning. Dette har vi fått bekreftet flere ganger – signert intensjonsavtale for fred mellom USA og Iran sendte oljeprisen fra USD 95 til USD 73 i juni. I slike perioder med store oljeprisfall ser vi ønsket respons i porteføljen. Dog har diplomatiske signaler gjentatte ganger blitt avløst med ny spenning, og følgelig gitt store utslag i oljeprisen på nytt.

I tillegg har Europeisk eksponering vist seg å være svak sett mot brede globale markeder. Høye olje og gasspriser tynger Europa med økte produksjonskostnader. Vi er fortsatt optimistiske til Europa på lang sikt gitt investeringspakkene annonsert i forsvar og infrastruktur. Innmelding av Sverige og Finland i NATO, samt økt fokus på Europeisk/Nordisk suverenitet forventes å kunne gi medvind fremover. Vi ser også et attraktivt langsiktig case i industriselskaper som tar i bruk AI for å effektivisere produksjon, vedlikehold og administrative prosesser. Så langt har avkastningen i AI-temaet vært konsentrert hos leverandørene, herunder halvledere, skyinfrastruktur og modellutviklere. Historisk har også en vesentlig del av verdiskapningen tilfalt anvenderne, gjennom lavere enhetskostnader og høyere kapitalavkastning. Europeiske indekser har en betydelig høyere industrivekt (lavere teknologivekt) enn amerikanske, og regionen er dermed godt posisjonert for denne tesen – vi opprettholder overvekt inn i 3. tertial 2026. Vi har også valutasikret en liten andel av aksjeporteføljen som har gitt +10% hittil i år. Denne opprettholdes som videre forsikring.

Renteporteføljen er opp 1,6%, mens referanseindeksen er opp 2,91%. Mindre-avkastningen skyldes rentedurasjon, hvor rentefond med lang durasjon får et midlertidig kurstap når rentene stiger. På grunn av inflasjonspresset fra økte energipriser har rentene kommet opp, og lengre statsrenter er på sine høyeste nivå siden finanskrisen. Målt mot en referanseindeks med 3 års rentedurasjon, ligger vi på 1,6% versus indeks på 1,57%. Vi har en noe lavere rentedurasjon, men ønsker fortsatt å opprettholde durasjon i tiden frem. Belyses mer i eget avsnitt.

BCM

Dette investeringsrådet er basert på gjeldende markedsforhold samt kundens oppgitte investeringsmål og risikotoleranse. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. All investering innebærer risiko, inkludert mulighet for tap av investert kapital.

Globale rentefond – lang durasjon

En betydelig del av renteporteføljen er plassert i globale obligasjonsfond med lang durasjon. Disse fondene har gitt et noe svakt resultat hittil i år, fordi oppgangen i lange renter har trukket kursene ned (når lange renter stiger, faller obligasjonskursene). Den strategiske begrunnelsen for posisjonen står likevel fast.

Den lange durasjonen har en viktig forsikringsfunksjon i porteføljen. Dersom konflikten i Midt-Østen blir langvarig, kan hendelsesforløpet bli at høyere energipriser forsterker inflasjonen, svekker kjøpekraft og økonomisk aktivitet, fremtvinger rasjonering, og dermed trekker global vekst ned i en potensiell resesjon. I et slikt scenario vil sentralbankene typisk måtte gå raskt over til rentekutt, og de lange rentene vil falle markant. Aksjemarkedene vil i samme forløp normalt korrigere ned. Lang durasjon fungerer dermed som en motvekt (en forsikring) mot aksjerisikoen i porteføljen, og posisjonen er et bevisst valg for å beskytte porteføljen mot et reelt nedsidescenario.

Norske rentefond – drar nytte av høyere NIBOR

Norges Bank har signalisert en høyere rentebane, bekreftet dette ved å heve renten til 4,25% på rentemøtet 7. mai, for å motvirke inflasjonspresset. Norges Bank uttalte i august at det trolig var behov for en ny heving ila. året. 3-måneders NIBOR har som følge beveget seg opp. Dette gir umiddelbar effekt i korte norske rentefond, hvor den løpende renteavkastningen øker når NIBOR stiger. Danske Invest Norsk Kort Obligasjon Institusjon leverte +3,22 % hittil i år, og den norske rentekomponenten samlet endte på +3,47 %. Den norske rentekomponenten er en stabil bidragsyter til porteføljens løpende avkastning.

Når styringsrenten settes opp, vil også norske banker kunne øke differansen mellom innskuddsrenten og utlånsrenten. Vi har solide finansinstitusjoner i Norge, og denne sektoren fremstår som en attraktiv risk/reward sett mot andre sektorer. Vi har derfor benyttet frigjorte midler fra forfalte anleggsobligasjoner til å øke på i denne sektoren gjennom fondet DNB FRN. Dette er et fond som har 98% plassert i norske sparebanker – kun FRN obligasjoner (lav renterisiko).

Aksjeporteføljen – svak avkastning sett mot referanseindeks

Porteføljen leverte i 1. tertial en avkastning som ligger 8,22 prosentpoeng bak referanseindeksen. Mindreavkastningen skyldes i store trekk lavere eksponering mot olje, gass og forsvar. Det vi ser nå er ikke et særtrekk ved vårt fondsutvalg; svært få aktivt forvaltede norske aksjefond har klart å slå OSEFX hittil i år.

Shipping og oljeservice er samlet opp 60-70%, og aktive aksjefond unngår ofte slike sektorer da de historisk har vært svært sykliske bransjer, med dårlige langsiktige drivere. Men de kan oppleve fantastisk lønnsomhet når det oppstår knapphet, og denne gangen er knappheten utløst av stengingen av Hormuz-stredet. Høy inflasjon og økt byggekost har gjort nybyggingen tilbakeholden og forvalterne uttrykker at en flåte som ikke skal fornyes skal ha lav multipl, selv om den kan levere gode utbytteår underveis. På et tidspunkt vil syklusen snu. Vi opprettholder derfor overvekt mot aktive norske

BCM

Dette investeringsrådet er basert på gjeldende markedsforhold samt kundens oppgitte investeringsmål og risikotoleranse. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. All investering innebærer risiko, inkludert mulighet for tap av investert kapital.

aksjefond med lav eksponering mot shipping. Begge forvalterne har en filosofi som bygger på langsiktig kapitalavkastning fremfor timing av sykluser, og vi mener det er riktig å akseptere perioder med etterslep mot indeks når alternativet er å øke eksponeringen mot en sektor på «toppen» av en syklus.

Men når oljeprisen kom betydelig ned i forbindelse med den signerte intensjonsavtalen for fred mellom USA og Iran, stupte også tungvektene som Equinor, Yara og Norsk Hydro 15-25% fra sine toppnivåer. Vi vurderte at det var en reell mulighet for at den geopolitiske dempingen (fredsavtalen) som lå bak oljeprisfallet ikke holder – for eksempel ved fornyet eskalering i Midt-Østen. I så fall kan den geopolitiske risikopremien og oljeprisen komme raskt tilbake. Et **tiltak** for å redusere risiko for ytterligere avvik mot referanseindeks grunnet undervekt olje/energi, var å bytte ut Arctic Norwegian Value Creation med et rent norsk indeksfond. Det er som sagt svært få aktive forvaltere som klarer å henge med i svingene ved stor volatilitet i oljeprisen, og at en indekseksponering på 1/3 av den norske eksponeringen fremsto attraktivt som en forsikring mot fornyet eskalering i Midt-Østen. Dette grepet har gitt et positivt bidrag på 9,92%. Men selv med 1/3 ren indekseksponering vil porteføljen fortsatt underprestere mot referanseindeks dersom konflikten i Midt-Østen tilspisser seg ytterligere.

Vår vurdering er at en vesentlig del av dette gapet vil kunne lukkes dersom det kommer en normalisering rundt Hormuz. Den krigspremien som i dag ligger inne i oljeprisen vil i et slikt scenario delvis reverseres. Samtidig følger vi nøye med på om konflikten utløser mer varige skift i investeringsbildet. Energisikkerhet har på kort tid blitt en førsteordens prioritet, og vi ser konturene av en politisk dreining hvor økt egenproduksjon av olje og gass, oppbygging av strategiske lagre utover tidligere nivåer, og fortsatt høye forsvarsbudsjetter kan bli styrende premisser i flere år fremover. Dersom dette materialiserer seg som en strukturell endring, og ikke bare en konjunktorell respons på krigen, vil det kunne rettferdiggjøre høyere langsiktige verdsettelsener i sektorene fondene i dag er undervektet, og posisjoneringen må da revurderes deretter. Dette blir også fulgt opp gjennom løpende dialog med forvalterne.

Oppsummering og utsikter

Samlet sett står porteføljen godt posisjonert inn i 3. tertial. Porteføljen er robust med en klar overvekt rentebærende plasseringer, og har en gjennomtenkt kombinasjon av kort og lang durasjon. Kort durasjon gir økt løpende avkastning fra høyere NIBOR mens det lange fungerer som en forsikring mot et resesjonsscenario. Aksjeporteføljen er også godt rustet hvor den norske eksponeringen vil dra nytte av en vedvarende høy oljepris dersom konflikten i Midt-Østen drar ut i tid. Markedets konsensus er at konflikten vil løse seg og ikke bli vedvarende, og dersom det scenarioet utspiller seg vil gapet mot referansindeksen forventes å lukke seg gradvis gjennom en korrigerende av oljeprisen. Vi følger utviklingen i Midtøsten, oljeprisen og inflasjonsdataene tett, og vil justere posisjoneringen dersom situasjonen krever det.