Oktober 2025

Porteføljene og markedet

Marius Støvneng Hovde

Porteføljeforvalter
SpareBank 1 Forvaltning

Forvalter-kommentar
SPAREBANK 1 FORVALTNING

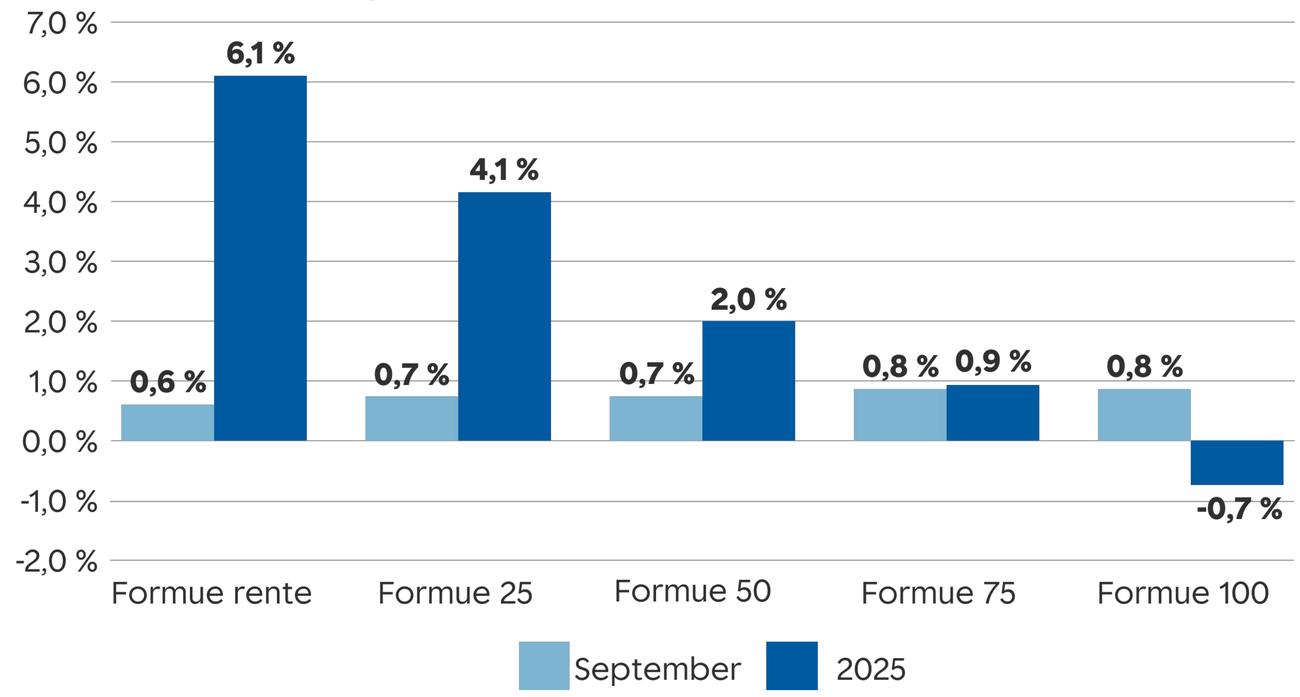
Porteføljene i september:

September ga positiv avkastning for samtlige av porteføljene. Det var små forskjeller mellom de rentetunge og aksjetunge porteføljene i avkastning, fra 0,6 prosent i den rene renteporteføljen til 0,8 prosent i den rene aksjeporteføljen.

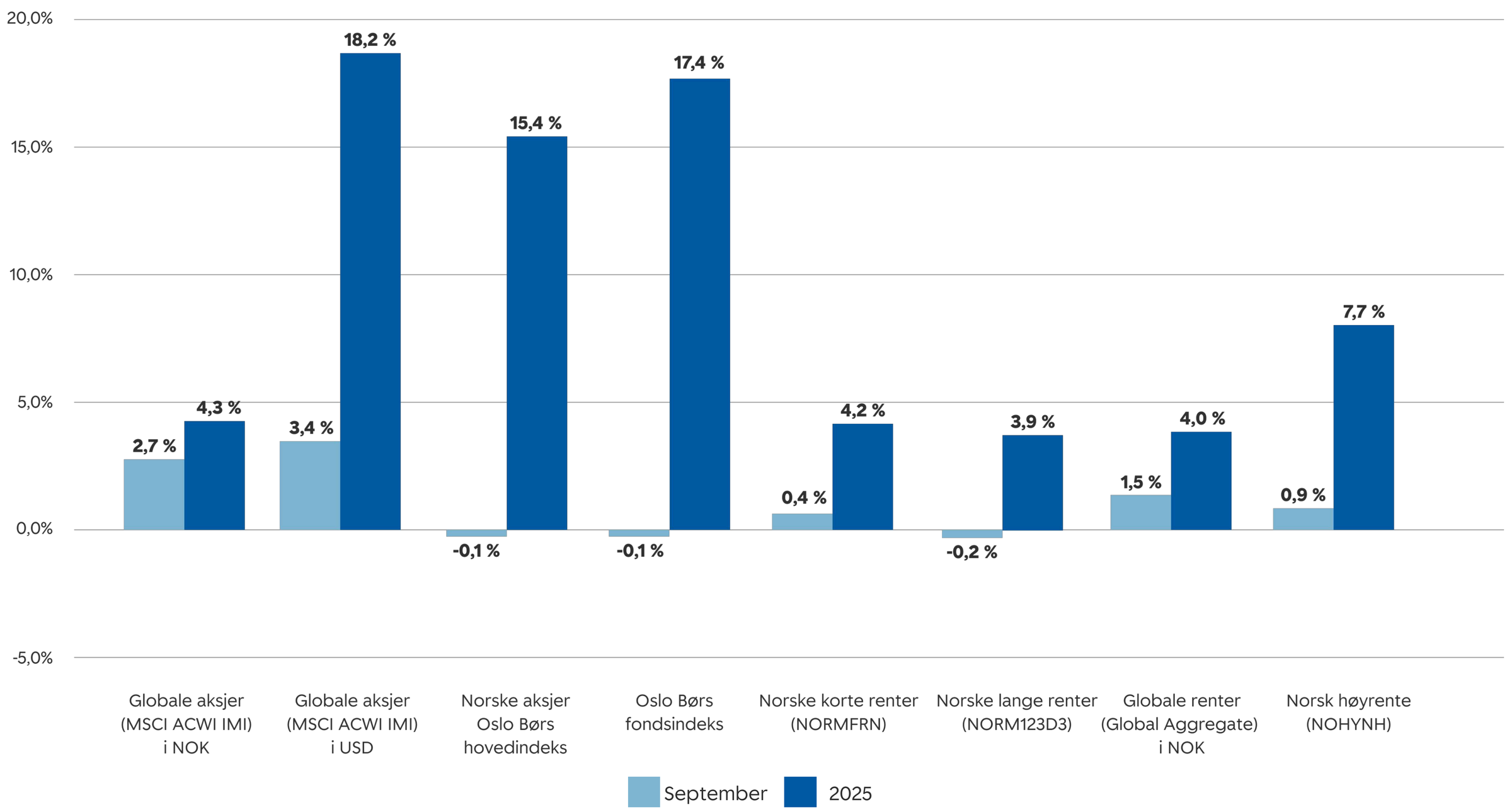
Den norske aksjeporteføljen falt 0,4 prosent i september, mens den globale steg én prosent. **Renteportefølje kort** (Formue Rente og rentedelen av Formue 25) og **Renteportefølje lang** (rentedelen av Formue 50 og 75) ga begge 0,6 prosent avkastning i september.

Hittil i år er norske aksjer opp 14,5 prosent, globale aksjer ned 3 prosent, mens Renteportefølje kort og lang er opp henholdsvis 6,1 og 4,8 prosent.

Porteføljeutvikling per 30. september 2025



Utvikling utvalgte markeder/referanseindekser per 30. september 2025



Oppdatering fra forvalterbesøk i London

Vi har nylig besøkt noen av de forvalterne som benyttes i porteføljen, i London. Under vil vi gi noen smakebiter fra disse besøkene, som blant annet hvordan fondene er posisjonert og hvordan de ser på markedet.

Pimco Income Fund

Pimco Income Fund utgjør 50 prosent av renteportefølje kort og 15 prosent av renteportefølje lang. Det vil si at fondet utgjør fra 50 prosent av Formue Rente til knapt 4 prosent av Formue 75.

Dette fondet, som er et rentefond, har i perioden siden oppstart i 2007 og fram til nå gitt omtrent samme avkastning som globale aksjer, målt i lokal valuta, men til under en tredel av svingningsrisikoen til aksjer. Fondet har per utgangen av september gitt en avkastning på hele 7,1 prosent i år.

Posisjoneringen til fondet reflekterer i stor grad hvilket syn Pimco, som er en av verdens største renteforvaltere, har. Hittil i år har dette vært et syn på at økonomien skal svekkes, blant annet fordi den har blitt kunstig holdt oppe av tilpasninger før nye tollsatser har blitt innført.

Dette vil avta, og veksten vil bli svakere og arbeidsledigheten øke noe, mener Pimcos analytikere. De tror imidlertid ikke på en resesjon, fordi høye investeringer, særlig innen teknologi, vil motvirke.

Videre tror Pimco at inflasjonen er under kontroll, blant annet fordi sentralbankene har mye større troverdighet nå enn på 1970-tallet. Et klima med svakere økonomi og moderat og kontrollert inflasjon er gunstig for obligasjoner. Dette fordi rentene sannsynligvis vil komme en del ned på grunn av dette, noe som gir høyere avkastning på fastrenteobligasjoner.

Pimco Income Fund har et fleksibelt mandat knyttet til fastrente og har i sitt mandat at fondet kan ha mellom 0 og 8 års fastrente. Fondets portefølje har nå 5,3 års fastrente i snitt, noe som er historisk sett høyt i fondet. Dette har fondet tjent på i år, særlig fordi rentene i USA har falt en del. Fondet er ellers relativt forsiktig med å ta kredittrisiko, da kredittpåslagene er lave i et historisk perspektiv.

GQG Global Select Equity

Fondet GQG Global Select Equity utgjør, etter forrige måneds porteføljeendringer, ca. 17 prosent av aksjeporteføljen. Det vil si at det utgjør fra 17 prosent i Formue 100 til drøyt 4 prosent av Formue 25.

I perioden september 2014 til årsskiftet 2024/2025, så ga fondet 590 prosent avkastning, mot referanseindeksens 342 prosent. Denne meravkastningen kom gjennom at forvalterne turte å ta aktive posisjoner og gå imot det som var konsensusoppfatningen. Dette har historisk gitt perioder hvor fondet har gjort det betydelig svakere enn indeks, men altså levert solid meravkastning i det lange løp.

Hittil i år har fondet hatt en langt svakere avkastning enn referanseindeksen, faktisk så mye som over 19 prosentpoeng. Tidligere perioder med slik svak relativ avkastning har gitt en betydelig meravkastning mot indeks både på ett og tre års horisont.

Den svake avkastningen i år kommer av at fondet gjorde en større reposisjonering i februar/mars, hvor det vektet ned de store teknologiselskapene betydelig og reinvesterte i lavere prisede selskaper med god kontantstrøm og en mer defensiv karakter.

GQG viser til at det amerikanske aksjemarkedet er høyere priset enn før dotcom-boblen sprakk tidlig på 2000-tallet.

Selv om de store teknologiselskapene tjener godt med penger og resultatene øker fra kvartal til kvartal, så har aksjekursene relativt til selskapenes salgsinntekter, i snitt aldri vært høyere, heller ikke før docom-boblen sprakk, tidlig på 2000-tallet. GQG peker på at selv om aksjemarkedet totalt sett fremstår som veldig dyrt, drevet av de store teknologiselskapene, så er det mange selskaper som er attraktivt priset og vil kunne levere god avkastning, selv om man skulle få et teknologidrevet fall.

GQG peker også på et par utviklingstrekk innenfor teknologisektoren som kan være skumle. De store teknologiselskapene, som blant annet Apple, Amazon, Google, Microsoft osv har historisk vært kjent for å kunne vokse uten å binde opp mye kapital. Dette har nå endret seg, da disse selskapene investerer ekstremt mye, og kapitalbindingen har blitt høy. GQG peker på at investeringene har økt eksponentielt gjennom 2024 og 2025, men at kontantstrømmen fra disse seneste investeringene er svake.

Selskapene som er knyttet opp mot AI har også blitt veldig tett sammenvevd. De handler med hverandre på kryss og tvers og har kontrakter og eierskap med hverandre. Det vil si at et selskaps verdsettelse er avhengig av at de andre selskapene lykkes. Et eksempel, er Nvidia, som har rundt 20 % av inntektene sine fra Microsoft. De fleste av disse selskapene er avhengige av selskapet OpenAI, som står bak ChatGPT, for å lykkes. Veksten i antall ChatGPT-brukere har vært stor, men veksten i antallet betalende brukere har vært vesentlig mindre, og de som betaler, betaler veldig lite.