

# Årsrapport

GABLER INVESTMENTS



# 2024

GABLER



Foto: Shutterstock

Året 2024	/// 03
Porteføljeforvaltning	/// 04
Markedskonsentrasjon	/// 05
Rentekutt - Hva er spådd, hva har kommet, og hva forventes videre?	/// 07
En investors refleksjoner over de siste 10 år	/// 08
Ny kundeportal Gabler Insight	/// 11
Verdien av demokrati	/// 12

# ÅRET 2024

Nok et godt år er tilbakelagt i verdens aksjemarkeder. Bortsett fra noen korreksjoner under pandemien og et par andre unntaksår, har vi i perioden etter 2008 blitt vant til at aksjemarkedet leverer. Høyere risiko har gitt høyere avkastning. Slik har det også vært i rentemarkedet, særlig knyttet til kredittrisiko.

Med høy absolutt avkastning er det lett å glemme kostnader og relativ avkastning. Lavere kostnader er garantert høyere avkastning og god relativ avkastning kan bety flere prosentpoeng, også i gode år som 2024. Foreløpige tall viser at i underkant av 1/5 av de globale aktive aksjefondene i verden slo markedet i fjor.

Ser man dette over 5 år, er det rundt 15 % av forvalterne som slår markedet. I Gabler er vi stolte av å ha anbefalt våre kunder å investere hos svært dyktige forvaltere, hvor de fleste også har slått markedene.

Vi har de siste 2-3 årene fått en høyere rente, betydelig over det rentenivået vi hadde det foregående tiåret. Mange har forventet et kraftigere kursfall i aksjer enn hva vi opplevde i 2022 som følge av økte renter og press på fortjeneste per aksje, men det har uteblitt og 2024 har fulgt opp den sterke avkastningen fra 2023. En «snedig» observasjon er at foretakssektoren, gjennom 2020 og 2021, evnet å skyve forfallsstrukturen på lån flere år fremover i tid og det med lave renter. Har dette medført at renter ikke har gitt foretakssektoren den innstramning man først har antatt? Det er først

i perioden 2027-2029 at den store forfallsveggen er forventet å komme.

Når vi nå ser fremover og skal legge opp strategien for 2025 er det lett å finne mye å bekymre seg for. Avisene er fulle av advarsler. Vi blir minnet på urolige geopolitiske forhold, svake konjunkturer i Europa, tilsynelatende høyt prisede aksjer og spesielt teknologi-aksjer, er virkelig vekstmulighetene så høye som aksjekursene viser, etc. Det er utfordrende å forsøke å manøvrere i dette landskapet.

I Gabler har godt diversifiserte porteføljer, som høster avkastning fra ulike dokumenterte risikopremier alltid stått sentralt. At investeringene er likvide og kan rebalanseres når det blir uro i markedene er også en viktig egenskap. En slik tilnærming har sørget for at våre kunder har evnet å navigere stødig i utfordrende markeder og oppnådd sterke resultater i snart 25 år.



**Tor Sydnes**  
Konserndirektør, Gabler Investments AS

# PORTEFØLJEFORVALTNING

## Porteføljetorget i rute

I 2023 startet Gabler med porteføljeforvaltning for kunder. Porteføljeforvaltning betyr at vi forvalter kunde kapital etter kundens preferanser, som for eksempel risikoprofil. Pengene forvaltes etter et mandat som legger rammene for den daglige forvaltningen hos oss. Sammensetning av og endringer i porteføljen skjer etter Gablers diskresjonære valg, på vegne av kunden.

Hvorfor mener vi at porteføljeforvaltning er bra for mange av Gablers kunder? Denne formen for forvaltning er en måte å levere Gablers beste råd på i én leveranse. Gabler har tradisjonelt levert tjenester til større, institusjonelle kunder. Nå som vi tilbyr tjenestene våre til flere kunder enn vi tidligere gjorde, er det viktig å bygge løsninger som bevarer kvaliteten i kundeleveransene våre.

Gabler har lang erfaring med å lage robuste porteføljer for institusjonelle kunder. Normalt er det imidlertid et negativt gap mellom kundeavkastning og markedsavkastning i rådgivningsmiljøer med svært mange kunder. Basert på observasjoner her hjemme og i utlandet er det vanlig at kundene oppnår svakere avkastning enn avkastningen i gjennomsnittsfondet tilsier. Dette gapet mellom fonds- og kundeavkastning har det dessverre vært for lite fokus på. Det taper kundene på. Vi tror, basert på erfaringer, at dette gapet kan fjernes ved å pakke Gablers porteføljeråd inn i porteføljeforvaltning.

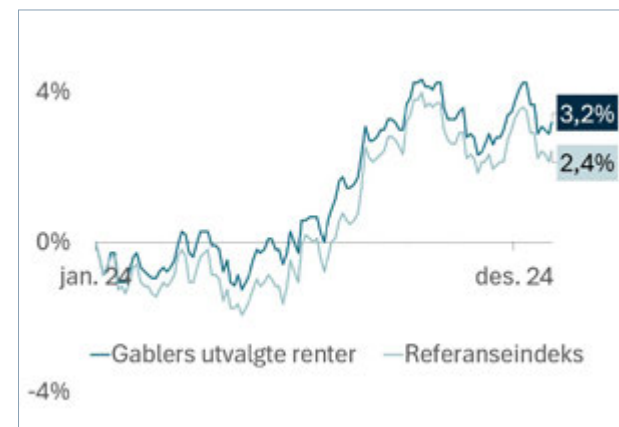
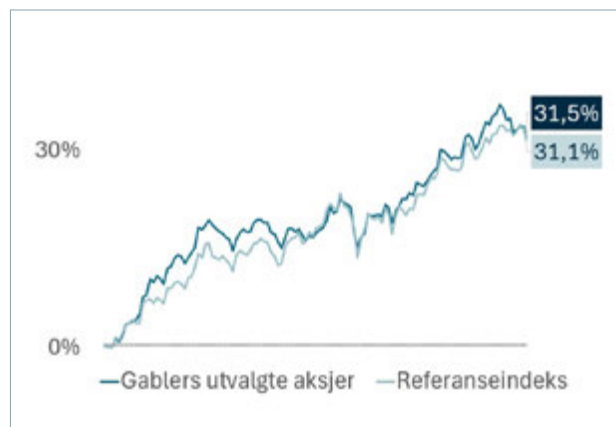
Vi har brukt bildet av en reise med bil og tog for å belyse forskjellene mellom porteføljeforvaltning og tradisjonell investeringsrådgivning. Ifølge Google bruker man like lang tid fra Oslo til Bergen, i underkant av sju timer, uavhengig av om man velger bil eller tog. Bilturen kjennetegnes av at føreren har hånden på rattet og bestemmer selv

enkelte veivalg, hastighet og så videre. Et tog følger til sammenlikning et fast spor og den reisende kan lene seg tilbake mens toget går mot målet. Det har med preferanser å gjøre hvilket transportmiddel man bruker. Det må nesten bemerkes at vi har et romantisk forhold til togreiser i denne fortellingen, jf. togene i Sveits som man kan stille klokken etter.

Siden den første kunden kom inn i porteføljeforvaltning for over halvannet år siden, har kundeavkastningen vært god. Både absolutt sett og relativt til markedet. Resultatene framstår som særlig gode når vi sammenligner med våre konkurrenter. Den første kunden som kom

inn, ligger nærmere 2 prosent foran markedet, etter kostnader. Dette er det all mulig grunn til å være fornøyd med, fordi 80 prosent (!) av all verdens globale fond gjorde det svakere enn verdensindeksen i 2024. Det betyr at en gjennomsnittsinvestor, som velger minst fem fond på egenhånd, har hatt mindre enn seks prosent sannsynlighet for å slå markedet i 2024.

Etter oppstarten med porteføljeforvaltning i 2023 er Gabler-toget i rute. Vi kan ikke love å alltid ligge foran markedet, men vil fortsette å jobbe på samme måte som vi har gjort i mer enn 20 år.



## MARKEDSKONSENTRASJON

Et spørsmål som mange har stilt seg i løpet av 2024, er hvor vidt det er grunn til bekymring omkring det faktum at amerikanske aksjer utgjør en stadig større andel av aksjemarkedet, og kanskje særlig den økte markedsandelen til de syv store techselskapene som går under tilnavnet «Magnificent Seven».

Amerikanske aksjer utgjør for øyeblikket rundt 70 prosent av MSCI's verdensindeks (MSCI World). Andelen har økt jevnt og trutt fra å være i underkant av 50% i årene etter finanskrisen.

En viktig forklaring på USA's økende dominans, er den sterke veksten i de store amerikanske teknologi-selskapene, som gjerne kalles «Magnificent Seven». Begrepet brukes om selskapene Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta og Tesla. Markedets tro på kunstig intelligens (KI) har de siste årene drevet kursene i amerikanske teknologi-selskaper, og da særlig Nvidia, til stadig nye høyder. Nvidia-aksjen hadde en kursoppgang på nærmere 190% i 2024(!), og over 800% for 2023 og -24 sett under ett. Samlet sett var oppgangen i «Magnificent seven» om lag 70 prosent målt i USD i 2024, som etterfulgte et 2023 hvor de hadde mer enn doblet seg i verdi.

En annen forklaring på at USA utgjør en stadig større andel av verdensmarkedet er prisen på USD. Sommeren 2011 kunne både investeringslystne og reiseglade nordmenn glede seg over at dollaren kunne kjøpes til under 5,50kr. I dag må man ut med over det dobbelte. Deler av bevegelsen skyldes selvfølgelig kronesvekkelse, men USD har også styrket seg imot andre valutaer som f.eks. EUR. Sommeren 2011 måtte amerikanerne betale 1,4 USD for å kjøpe en Euro, mens bytteforholdet ved inngangen til 2025 er tett på pari (1:1).

«Magnificent Seven» utgjør nærmere 25 % av verdensindeksen. Det innebærer unektelig at aksjemarkedet er mer konsentrert enn vi har

vært vant til. Går vi 10 år tilbake utgjorde de 10 største selskapene i verden i underkant av 10 % av verdensindeksen.

### Er konsentrasjon i aksjemarkedet et problem?


Som investor ønsker man gjerne å spre risikoen, og ikke ta for stor risiko på enkelt-selskaper, regioner eller bransjer. Når aksjemarkedet er blitt mer konsentrert vil investorer som investerer i indeksfond få en større andel av porteføljen i de store teknologi-selskapene og i amerikanske aksjer. Det gjør selvfølgelig at man blir mer sårbar for utviklingen i disse aksjene og i USA. Når vi i tillegg vet at prisingen på ulike multipler er høy i historisk sammenheng, både i det amerikanske aksjemarkedet generelt, og «Magnificent seven» spesielt, så er kanskje det en ytterligere grunn til uroe seg?

På den annen side så er Magnificent Seven globale selskaper som har populære og markedsledende produkter som selges over hele verden. Så selv om selskapene er notert i USA, så er markedet deres globalt. I tillegg har flere av disse selskapene nærmest monopol innen sine forretningsområder, lite gjeld og sterk kontantstrøm. Fremtiden vil avgjøre om dagens prising av disse selskapene kan forsvares.

Aktivt forvaltede fond kan være en løsning, om man ønsker en annen eksponering enn verdensindeksen, men historien har lært oss at det har vært krevende for brorparten av aktivt forvaltede fond å levere bedre avkastning enn indeksen. Hvem tør si at «This time is different»?

Kanskje kan en kombinasjon av gode aktivt forvaltede fond og kostnadseffektive indeksfond være en god løsning i et høyt priset og konsentrert aksjemarked? Vi tror det.



A scenic landscape of mountains and evergreen trees at sunset. The sky is a warm orange and yellow, with the sun low on the horizon. The mountains are silhouetted against the bright sky, and the foreground is filled with dark evergreen trees. A teal text box is overlaid on the right side of the image.

Godt diversifiserte porteføljer og likvide investeringer har gitt våre kunder sterke resultater i snart 25 år.

---

# RENTEKUTT: HVA ER SPÅDD, HVA HAR KOMMET - OG HVA FORVENTES VIDERE?

## Bakteppet: Markedet og prognosene

Gjennom 2023 og 2024 overrasket rentemarkedet med sitt manglende samsvar mellom forventninger og virkelighet. I 2023 forventet markedet opptil seks rentekutt globalt, spesielt i USA og eurosone, men fasiten ble null. Inflasjonen viste seg mer seiglivet ("sticky") enn antatt, drevet av strukturelle faktorer som sterk etterspørsel, flaskehals i forsyningskjeden og arbeidsmarkedspress.

I 2024 forventet markedet på ny betydelige rentekutt – seks i USA og flere i eurosone. Resultatet ble tre rentekutt i USA, to i eurosone, mange andre land iverksatte også rentekutt. I Norge lot rentekuttene fortsatt vente på seg.

Nå, i starten av 2025, er forventningene at rentekuttene skal fortsette globalt. Norges Bank signaliserer sitt første kutt i mars 2025 og antyder en styringsrente på 3,75 % innen årets slutt. Men vil prognosene treffe denne gangen? Først må vi se at inflasjonsmålet er innen rekkevidde. Det store spørsmålet er hvordan en liten åpen økonomi som den norske påvirkes av det globale inflasjonsbildet.

## Globale renter: Hva driver utviklingen?

Globale renter er preget av et komplekst økonomisk landskap. Det er fortsatt krig i Ukraina, konflikten i Midtøsten vedvarer, og mot slutten av 2024 blusset krigen i Syria opp igjen. Den politiske drakampen mellom USA og Kina forsetter. Hva Trump 2.0 finner på blir mildt sagt spennende.

Å oppnå en «soft landing» – reduksjon i inflasjon uten stor økning i arbeidsledighet – var et sentralt mål for mange sentralbanker i 2023 og 2024. Ved inngangen til 2025 ser det ut til at de fleste har lyktes, men utfordringene varierer. Inflasjonen har falt fra høye toppnivåer, men mange land ligger fortsatt over inflasjonsmålene sine.

**USA:** Federal Reserve har satt ned renten til 4,25-4,50 %, men med inntoget av Trump 2.0 kommer bekymringer for at inflasjonsspøkelset gjør seg til kjenne igjen. Det er særlig innføringen av toll på varer importert fra Kina (og andre land), økt offentlig pengebruk, stadig økt offentlig gjeld som bekymrer finansmarkedet. I desember, da FED satte ned renten for tredje gang for året, fremstod de som mer haukete enn tidligere kommunisert, som følge av at Trump vant valget. I 2025 forventer FED at renten blir kuttet to ganger. Nylig publiserte arbeidsmarkedstall har fått enkelte til å hevde at bunnen er nådd for denne gang.

**Eurosonen:** Den europeiske sentralbanken (ECB) kuttet renten tre ganger i 2024. Renten ligger nå på 3,25 %. Eurosonen står overfor betydelige utfordringer, blant annet som følge av en feilslått energipolitikk. Spesielt Tyskland, som tradisjonelt har vært motoren i Europas økonomi, har opplevd svak vekst. Europa som helhet sliter med å holde tritt med USA, særlig innen teknologi. Manglende investeringer i innovasjon kombinert med sterk konkurranse fra Kina har gjort at mange av de tradisjonelle industriselskapene taper markedsandeler. Dette svekker eurosoneens langsiktige vekstpotensial. Markedsaktørene venter at sentralbanken i Euroområdet vil sette ned renten litt raskere enn det som var ventet i september.

**Kina:** Dersom Trump holder ord, og etablerer økt toll på import fra Kina, vil trolig aktiviteten i landet avta. Økte tollsatser fra USA vil komme på toppen av en allerede utfordrende situasjon for den kinesiske økonomien. Det kinesiske eiendomsmarkedet har fortsatt store problemer. Privat konsum er lavt, og preget av lav tiltro til fremtiden. I tillegg sliter de med en fallende arbeidsstyrke og mye gjeld, særlig blant lokale myndigheter. Kinesiske myndigheter har allerede kommet med flere økonomiske tiltakspakker, og de kommer nok til å forsøke å stimulere økonomien ytterligere, dersom veksten fortsetter å avta.

## Den amerikanske 10-årsrenten: Et paradoks

Verdens viktigste rente, den amerikanske 10-årsstatsobligasjonen, har steget med nesten 1%-poeng siden markedet begynte å tro på Trump-seier i valget. Dette har skjedd samtidig som Fed har kuttet styringsrenten og signalisert ytterligere kutt. Hvordan henger dette sammen?

En forklaring kan være at markedet prissetter høyere fremtidig inflasjon under Trump 2.0, kombinert med forventninger om økt statlig pengebruk og underskudd. Dette trekker opp de langsiktige inflasjonsforventningene, noe som gir høyere renter på lange statsobligasjoner, selv om styringsrenten kuttes. Andre drivere bak økningen i markedsrentene kan forklares med at økonomien har vært sterkere enn ventet og at fallet i inflasjonen har avtatt.

# EN INVESTORS REFLEKSJONER OVER DE SISTE 10 ÅR

## Aksjer

Ved inngangen til tiåret som startet i 2015 var aksjemarkedet, målt ved Schiller PE, i sitt dyreste 5%-intervall siden 1880. Enhver aksjeinvestor måtte da skjønne at det ville bære galt av sted de kommende 10 årene? Det å sitte med en betydelig kontantbeholdning og kunne agere når markedet skulle falle var en «no-brainer». Det var også ganske åpenbart at Kina vill ta over det økonomiske verdenshegemoniet, samtidig som prisingen av kinesiske aksjer var langt mer attraktiv enn amerikanske. Også Europa var en åpenbar overvekt sammenlignet med aksjer i USA. Svaret var med andre ord gitt; hold deg unna USA, kjøp fremvoksende markeder og Europa og bare vent på at idiotene i markedet kom din vei. I tillegg så var det noe annet som også var åpenbart i 2015; svekkelsen av den norske kronen var ikke fundamentalt forankret, kronen var altfor svak og skulle selvsagt styrke seg de neste 10 årene. Man kom med andre ord ikke utenom valutasikring.

Når vi i dag skriver fasiten over foregående 10 års avkastning, målt i dollar, var nord-amerikanske aksjer opp hele 12 % per år og totalt 214%, den brede verdensindeksen var opp litt over 9 % årlig, totalt 142 %, europeiske aksjer var opp 5 % årlig og totalt 62 %, de såkalte fremvoksende markeder var opp 3,7 % og totalt 44 %. Det som skulle være den nye ledestjernen, Kina, var opp 1,7 %, og totalt 18 %, milevis bak inflasjonen i denne perioden! Norske investorer kan legge på hele 50 % avkastning som følge av at kronen svekket seg fra 7,6 dollar til 11,4 dollar. I 2014 opplevde vi en massiv svekkelse i norske kroner og det fantes ikke en økonom med respekt for seg selv som så for seg svekkelsen som skulle komme videre. Om man bare lå åpen norske kroner, kunne man legge til i overkant av 4 % i årlig avkastning, på toppen av dollaravkastningen opplistet overfor. Alle spådommer og «no

brainers» endte i tenners gnissel for dette 10 året. Nå opplever vi at flere forståsegpåere kommer med spådommer som minner ganske mye om det som møtte investorene i 2015, og nå som da; forankret i Schiller P/E. Det minner oss på at det er notorisk vanskelig å spå og at markedet speiler de samtlige forventninger om fremtiden, hvor ingen ønsker å gi fra seg noe til noen. Så det neste tiåret kan det like gjerne være en gjentakelse av foregående tiår. Selskapene med høyest markedsverdi blant verdens børser, som hyppig nevnes som forklaring på hvorfor avkastningen skal bli svak det neste tiåret, er gjennomgående finansielt robuste, har kunder over hele kloden, nyter repeterende inntekter og de fungerer nærmest som globale monopoler. Motsatsen er enorme investeringer og høye multipler. Men er de dyre?

I Gabler spår vi ikke. Vi anbefaler en tidsrobust strategi med sterk akademisk forankring, som høster avkastning fra de brede risikopremier finansmarkedet har å tilby. Dersom man tar aktive avik fra hva man kan kjøpe nesten gratis, så må man være bevisst disse avvikene og evne til å tåle avvikrisiko og redusere friksjon mest mulig. For å tåle denne risikoen må man ha inngående innsikt i hvordan resultatene til forvalteren skapes. Vårt mål er å gjøre gode investorer bedre og istand til å ta gode beslutninger. Vår påstand er at i nær ni av ti beslutninger som skal tas, er den beste beslutningen for en portefølje ikke å gjøre noe. I en av ti er den avgjørende. Vår jobb er å hjelpe våre kunder å vite når slike beslutninger skal tas.

## Gablers aksjeforvaltere

På generell basis var 2024 en forlengelse av 2023, hvor de største selskapene drev markedet opp til nye høyder. Om mulig var det enda færre aktive investeringsteam som klarte å levere meravkastning i fjor enn året før. I et normalår er det rundt 40 % av fond som slår den brede

passive markedsporteføljen. I 2024 viser SPIVA at kun 20% av aktive globale aksjeforvaltere var foran markedet. Med det bakteppet var det tilfredsstillende at vår anbefalte portefølje av aksjeforvaltere leverte 31,5 %, mot den brede verdensindeksen på 31,1%. Fire av seks forvaltere leverte bedre enn verdensindeksen og vår forvalter som dekker fremvoksende markeder var hele 20 %-p foran sin referanseindeks. Det var store avik fra hva som drev markedets avkastning og hvordan vårt knippe av aktive forvaltere skapte sine resultater. Vi har heller ikke vært isolert fra den sterke meravkastningen store selskaper hadde over mellomstore selskaper. Om dette vil fortsette eller reversere neste tiår vet vi ikke. Dersom vi får en reversering i favør mindre selskaper, er vi ganske trygge på at aktive forvaltere vil klare seg bedre mot markedet, enn hva som har vært tilfellet siste tiår.

En generell forskjell på aktive forvaltere og markedsporteføljen er en strukturell eksponering mot mellomstore selskaper, og som en av våre forvaltere sa, «my goal is to invest in the index of tomorrow». Vi observerer at det er lange strukturelle perioder hvor små og mellomstore selskaper gjør det bedre enn de største selskapene og det er lange perioder hvor de største selskapene gjør det bedre enn mellomstore og små selskaper. Disse periodene har historisk vart 15-20 år, men vi har ikke innsikt i når dette eventuelt snur.

Aritmetikken er enklere å forholde seg til: Vi starter med ca. 40 % sannsynlighet for å slå markedet i ett tilfeldig valgt år. Over ti år er det kanskje 10 % av forvaltere med globale mandater som evner å skape verdi utover markedsporteføljen. Dette gjør at vi i Gabler har klart definerte «investment beliefs» som vi tror øker sannsynligheten for å finne Graham & Doddsville innen forvalterseleksjon. Vår rolle er å identifisere forvaltere med ekstremkompetanse, hvor sannsynligheten for at de vil levere verdiskaping for vår kunder er positiv. Dette er en



oppgave vi har laserfokus på. Samtidig har vi en viktig oppgave i å hjelpe våre kunder gjennom perioder med mindreakkastning. Selv de aller beste aktive forvalterne opplever slike perioder, og av og til varer de lenger enn det både vi og kundene våre forventer. Det er slike forhold som skiller de beste investorene fra de øvrige, og det er investortemperamentet under slike forhold som bestemmer hvorvidt man evner å høste meravkastning over tid eller ikke.

Gabler har de siste årene gjort et betydelig analysearbeid på hvordan man bør sette sammen en global indeks for å optimalisere avkastning. Gabler skaffer denne eksponeringen for våre kunder til markedets skarpeste priser. Samtidig har vi identifisert friksjoner i markedet få andre norske investorer har innsikt i. Formålet her er det samme: Skape mest mulig avkastning for våre kunder.

## Obligasjoner

Rentemarkedet har gjennom 2024 vært relativt volatilt, hvor lange renter representert ved den amerikanske tiårs renten, har ligget mellom 3,6 % og 4,6 %. Fra årets start økte den amerikanske tiåringen med 63 basispunkter (0,63 %) som har gitt relativt svak avkastning for året i den brede Bloomberg Barclay Global Aggregate indeksen (ca. 2,5 %).

Valget av Donald Trump blir hevdet å være en åpenbar inflasjonsdriver, drevet av økt toll på varer inn til USA. Motvekten kan være Trumps uttalte ønske om lavere energipriser gjennom økt oljeproduksjon. Utfallet av denne «drakampen» vil tiden vise. Et annet argument for økt inflasjon er varslet reduksjon i skattenivå. Vi er dog forsiktige med å underbygge dette argumentet, da markedet har vist overlegen evne til å øke produksjon av varer som ikke er knappe ressurser. Over tid finnes det kun en strukturell driver av inflasjon; myndigheters trykking av penger, enten direkte eller indirekte gjennom rentesetting.

2024 så en klar inngang i differansen mellom prisen på risikable obligasjoner og risikofrie obligasjoner som gav solid avkastning i såkalte High Yield obligasjoner.

## Gablers obligasjonsforvaltere

Innen globale obligasjoner leverte Gablers anbefalte forvaltere solide tall og var mellom 0,4 % og 1,7 % foran den brede Barclay Global

Aggregate indeksen. Det er viktig å påpeke at dette er etter Gablers rabatter på institusjonspriser, som er blant de aller skarpeste. Det har vært gjennomgående solid forvaltning, og spesielt kredittbenet har levert et solid avkastningsbidrag for våre kunder. Økningen i lange renter har dog gitt motvind til totalavkastningen. Blant produkter med større frihetsgrader har meravkastningen vært enda høyere, og våre forvaltere har navigert gjennomgående godt. Fremover virker inngangen vi har sett i kredittpremier å gi lavere forventet bidrag til avkastning, men det generelle rentenivået gir fortsatt langt mer attraktive forventninger til renteavkastning enn hva vi så i årene før 2022. Videre har vi tillitt til at våre anbefalte forvaltere fortsatt vil navigere godt og hente ut ekstra avkastning til våre kunder.

Våre anbefalte norske renteteam leverte bunnsolide resultater også i år. De endringene i anbefalinger vi gjorde tilbake i 2019 står seg den dag i dag. Dette har vært en investeringsbeslutning som har gitt solide bidrag til våre kunders avkastning.

Gablers kunder har en lav allokering mot høyrenteobligasjoner og vi har holdt en knapp på at det over tid lønner det seg å ta ut risiko i aksjer, heller enn høyrente. Vår utfordring med høyrente er at likviditeten, spesielt i konjunkturnedturer, kan bli utfordrende. Samtidig kan man ved å kombinere aksjer og sikre obligasjoner, klare å spille høyrenteavkastning over tid.

## Hedgefond

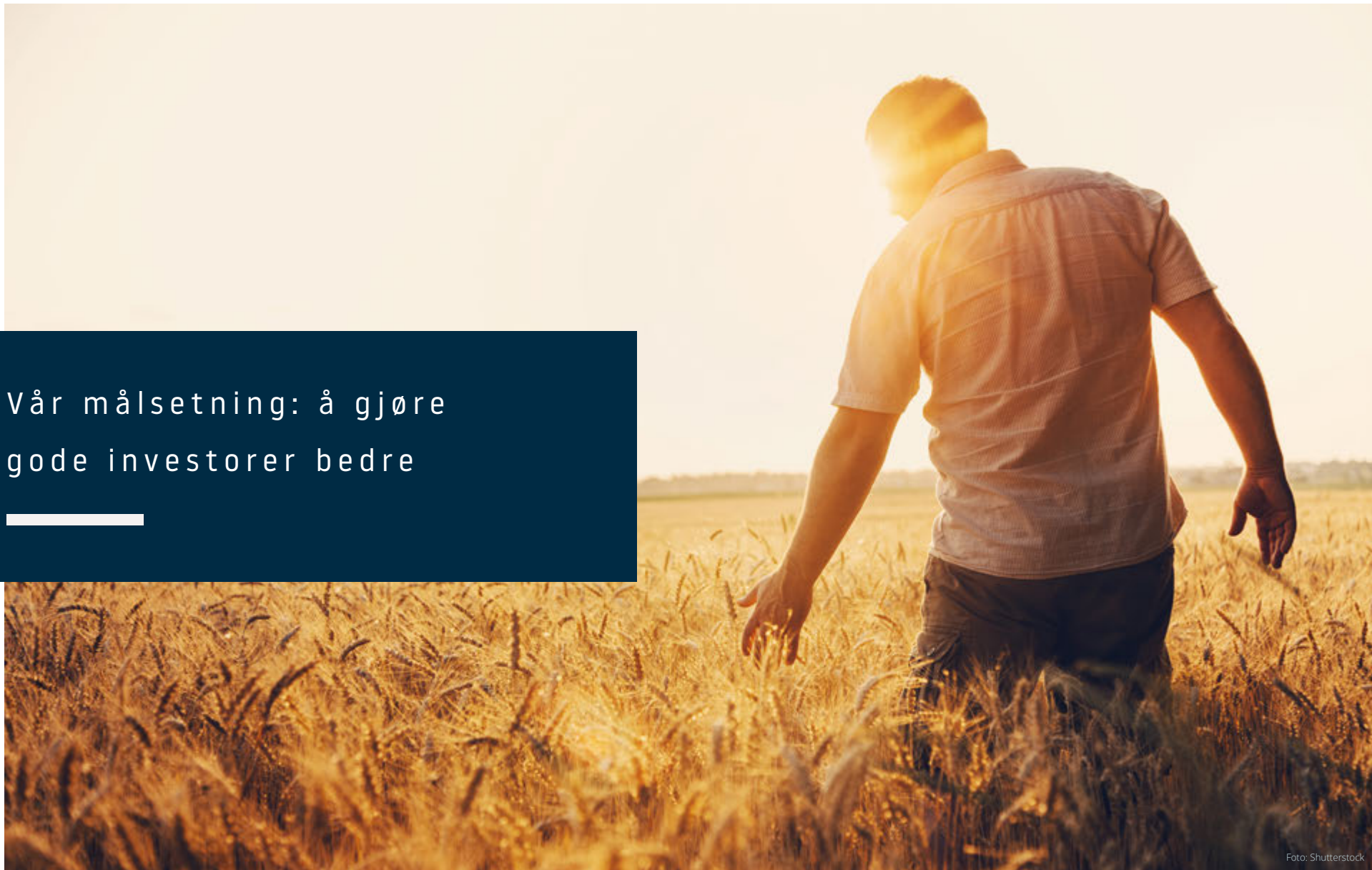
2024 markerte slutten av en æra for ett av hedgefondsverdens beste avkastningsserier. Oslo Asset Management, med Harald James Otterhaug i spissen å levere hele 12,6 % årlig avkastning fra oppstarten sent i 2005 til fondet la ned i september 2024. Dette gjorde de med en gjennomsnittlig negativ korrelasjon mot det globale aksjemarkedet. Teamet leverte avkastning som var hele 5,1 % foran det globale aksjemarkedet per år. Justert for periodens risikofrie rente kan all ørig avkastning sies å være alfa (ifølge finasteorien). Gabler investerte i Oslo Asset Management i mai 2017 og kunder som holdt investeringen gjennom hele vår anbefaling, fikk en årlig avkastning på 15,6%, mot verdensindeksens 10,4 %. Og det med null korrelasjon mot aksjemarkedet. Vi takker Oslo Asset Management for de fantastiske

resultatene og vi takker spesielt våre kunder som evnet å forbli investert da de ettertrykkelig fikk testet sitt investortemperament fra midten av 2018 og frem til bunnen i 2019. De ble rikelig belønnet. Peter Lynch i Magellan fondene, som leverte en årlig avkastning på hele 29% fra 1977 til 1990, uttalte at gjennomsnittsinvestoren i fondet klarte å høste rundt 7 % avkastning, mens markedet gav en årlig avkastning rundt 14 %. Dette er sjokkerende, men gir samtidig svært verdifull innsikt. Og med dette gjentar vi vår målsetning: Gabler skal gjøre gode investorer bedre.



Vår målsetning: å gjøre  
gode investorer bedre

---



## NY KUNDEPORTAL I GABLER INSIGHT

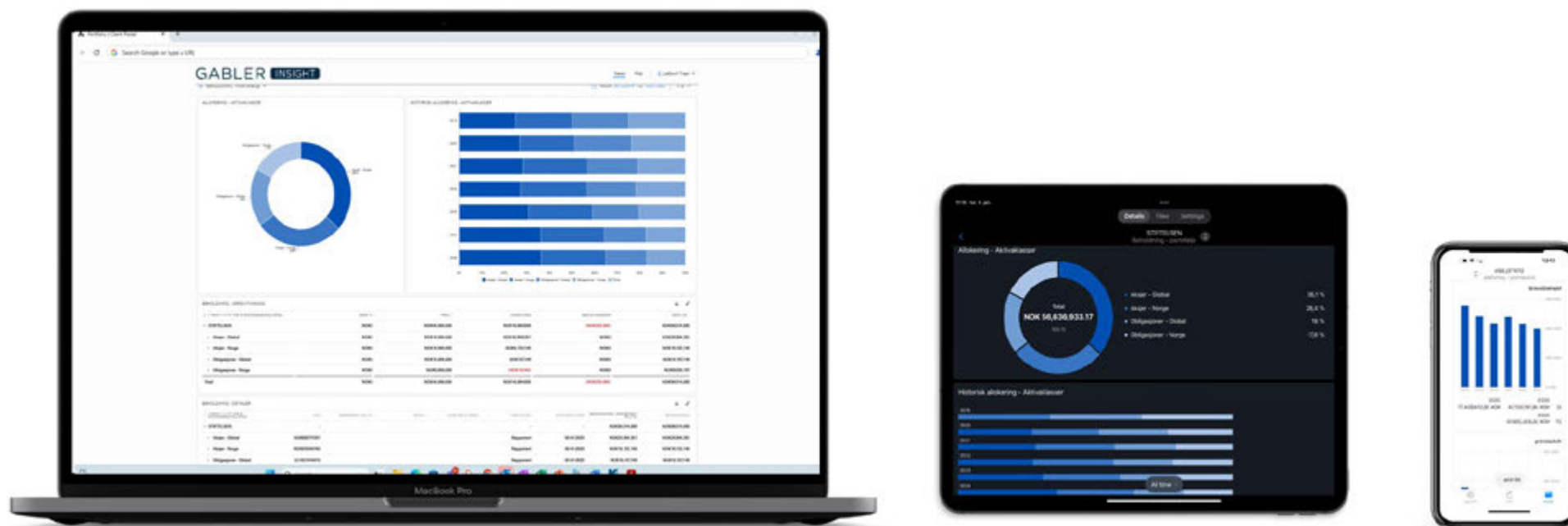
2023 markerte lanseringen av Gabler Insight, og i løpet av 2024 fullførte vi migreringen av alle Gablers kunder til denne nye plattformen. Dette inkluderte overføring av full avkastningshistorikk for samtlige kunder – i enkelte tilfeller mer enn 20 år med data. Samtidig har vi arbeidet med å integrere Gabler Insight med våre interne analyse- og handelsplattformer. Resultatet er en løsning som gir våre kunder enklere tilgang til informasjon om ESG, regulatorisk etterlevelse og kostnadstransparens.

I 2025 starter vi med å lansere en ny og forbedret portalløsning. Vi har videre som mål å inkludere passiva-siden for pensjonskassekundene våre, slik at Gabler Insight blir en helhetlig portal for all rapportering, analyse og risikostyring knyttet til Solvens II.

Vår systemleverandør, Addepar, fortsetter å vokse og arbeider nå med å integrere kunstig intelligens i sin rapporteringsplattform. Vi er stolte av å være en del av Addepars produktutvikling, hvor vi som en relativt

liten kunde opplever å bli hørt og involvert.

Selv om vi, som alle andre, ikke kan garantere avkastning i verdens finansmarkeder, kan vi love at 2025 blir et særdeles spennende år for brukerne av Gabler Insight. Vi ser frem til et nytt år, fylt med utvikling og innovasjon!



## VERDIEN AV DEMOKRATI

Demokrati som verdi og politisk styreform er satt på dagsorden som følge av krigen i Ukraina og Xi Jinpings enevelde i Kina. Den svenske Riksbankens økonomipris til Alfred Nobels gikk i 2024 til forskere som har analysert sammenhengen mellom inkluderende institusjoner som demokrati og nasjoners velstand. De ferske nobelprisvinnerne hevder at demokrati er nødvendig for bærekraftig vekst på lengre sikt.

Selv om demokrati er av fundamental betydning, har det vært forsket lite på styreformens betydning for aksjeavkastningen. En fagartikkel fra 2018 kaster lys over spørsmålet.

I fagartikkelen «Democracy and Stock Market Returns» reiser artikkelforfatterne Lei og Wisniewski spørsmålene om politiske institusjoner betyr noe for aksjemarkedene og om lover og reguleringer i fullt demokratiske nasjoner påvirker prisingen av aksjer.

Lei og Wisniewskis kartlegger avkastningen på tvers av 74 land fra 1975 til 2015. Både lengden på perioden og bredden i datasettet gjør innsiktene mer interessante enn tidligere analyser av demokrati og aksjeavkastning. Figuren viser utfallet av analysen på tvers av 74 land fra de fire siste tiårene. Porteføljene i figuren rebalanseres årlig basert på demokratirangeringer fra Polity. Fordi definisjonen av gode og dårlige demokratier er godt samstemt på tvers av ulike analysemiljøer, er analysen av demokratirangering og aksjeavkastning basert på data av god kvalitet.

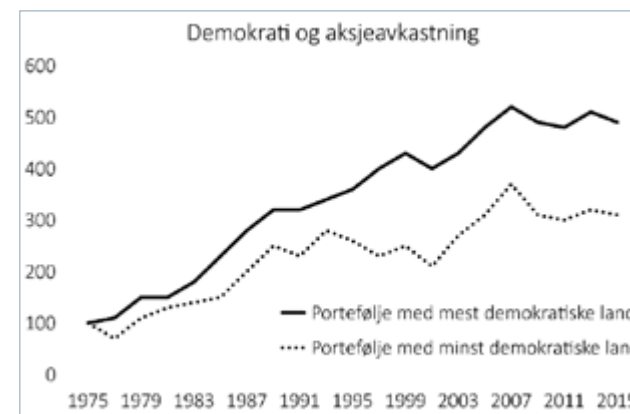
Mens porteføljen med de ti prosent mest demokratiske landene har hatt en årlig likevektet avkastning på 9,8 prosent, har de ti prosent

minst demokratiske landene gitt aksjonærene en avkastning på 5,3 prosent. Alle tallene er målt i amerikanske dollar. Det vil si at avkastningsgapet mellom de mest og minst demokratiske landene har vært på 4,5 prosent årlig, omtrent på størrelse med historisk aksjepremie over risikofri rente. Amerikanske statsobligasjoner ga for øvrig en avkastning på 7,5 prosent i snitt pr. år i perioden fra 1975 til 2015.

Det er ikke lett å avdekke avkastningsfaktorer som er robuste. Den mest kjente avkastningsfaktoren, beta fra kapitalverdimodellen, har aldri vært egnet til å forklare historisk avkastning. Andre avkastningsfaktorer som verdi (lav aksjekurs i forhold til bokført verdi) eller størrelse (relativt lav markedsverdi) har forklart aksjeavkastning bedre, men ikke fungert spesielt godt de siste årene. Derfor er det naturlig å reise spørsmålet om hva som kan forklare gapet mellom de mest og minst demokratiske nasjonene. Forfatterne av fagartikkelen peker på bedre investorbeskyttelse i demokratier og det motsatte i autokratier. Dette kan ses på som en forlengelse av G-en for governance eller eierskapsstyring i ESG-begrepet. Selv om governance gjerne forbindes med selskaper og ikke land, kan det også vurderes på et overordnet makronivå.

Hva skal en investor gjøre med innsikten om at de mest udemokratiske landene ga langt svakere avkastning enn de mest demokratiske landene de siste 40 årene? Som tommelfingerregel advares mot å tro at historisk avkastning er en god veiviser for fremtidig avkastning. Dessuten er det jo slik at høy risiko – som kjennetegner investeringer i

autokratier – i teorien skal gi høyere avkastning enn investeringer med lav risiko. Samtidig kan man reise spørsmålet om investeringer i de mest udemokratiske landene egentlig har så mye med frie markeder å gjøre. Kanskje det nettopp er fraværet av velfungerende markeder i de mest autokratiske landene som forklarer den svake aksjeavkastningen i disse landene? I så fall står utenlandske investorer i de mest autokratiske landene i fare for å skuffes også i fremtiden.



GABLER

# Årsrapport

# 2024

**OSLO**

H. Heyerdahls gate 1  
0160 Oslo

**BERGEN**

Solheimsgaten 7E  
5058 Bergen

**KRISTIANSAND**

Bosmyrkollen 2  
4620 Kristiansand S

**STAVANGER**

Niels Juels gate 50  
4008 Stavanger

**KØBENHAVN**

Store Regnegade 12, 3.  
1110 København K

[kapitalforvaltning@gabler.no](mailto:kapitalforvaltning@gabler.no)