

BREV TIL INVESTORENE: SEPTEMBER 2015

Markedsutvikling

September var nok en måned der finansielle markeder var preget av uroligheter. Steg markedet den ene dagen, falt det litt mer den andre. Den volatile ferden endte med en nedgang på 1,0 % for Verdensindeksen. FDA falt mer enn Referanseindeksen og endte måneden med en nedgang på 2,2 %. Den norske kronen svekket seg betydelig mot de fleste valutaer og gjorde utviklingen målt i norske kroner bedre enn markedenes utvikling målt i lokal valuta.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-2,2 %	-4,1 %	4,4 %	12,4 %	39,6 %	41,3 %
Ref.indeks	-0,6 %	-0,7 %	4,0 %	14,5 %	46,2 %	47,5 %
MSCI World	-1,0 %	-1,4 %	6,0 %	23,9 %	82,2 %	84,9 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,7 %	1,1 %	4,1 %	4,5 %
Oslo Børs	-2,1 %	-7,5 %	1,0 %	-4,5 %	30,5 %	41,7 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Markedet for kredittobligasjoner, og spesielt høyrenteobligasjoner, utviklet seg svakt i september. Alle FDAs investeringer i obligasjonsmarkedet falt i verdi og var hovedårsaken til at FDA gjorde det dårligere enn Referanseindeksen. DNB Obligasjon investerer i obligasjoner av høy kvalitet og vil sjelden falle betydelig. I september falt fondet 1,3 % og det er den dårligste måneden i fondets historie (siden 2000).

Storebrand Vekst og Hermes Asia skiller seg ut ved å levere positiv avkastning i september.

Drahjelpen i FDA er begrenset da vi har redusert eksponeringen til disse regionene som følge av usikre fremtidsutsikter. Bransjefondene innen helse og finans, sammen med japanske aksjer, trekker månedens avkastning ned.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i september
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	3 %	1,5 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	2 %	1,0 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	14 %	0,5 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	5 %	-0,2 %
iShares S&P 400 Mid	Aksjer, USA	3 %	-0,5 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	19 %	-1,3 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	-1,8 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	6 %	-2,8 %
iShares Stoxx 50	Aksjer, Europa	3 %	-2,8 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	-3,2 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	11 %	-3,3 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	-3,9 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	-4,3 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	7 %	-6,3 %

Hvis obligasjonene ikke misligholdes, betyr prisfallet i obligasjoner høyere fremtidig avkastning. Vi ser ingen tegn til at mislighetsratene skal stige betydelig og den økte direkteavkastningen gjør norske obligasjoner mer attraktive. Obligasjoner med lav risiko virker nå interessant for første gang på lenge.

Porteføljeendringer

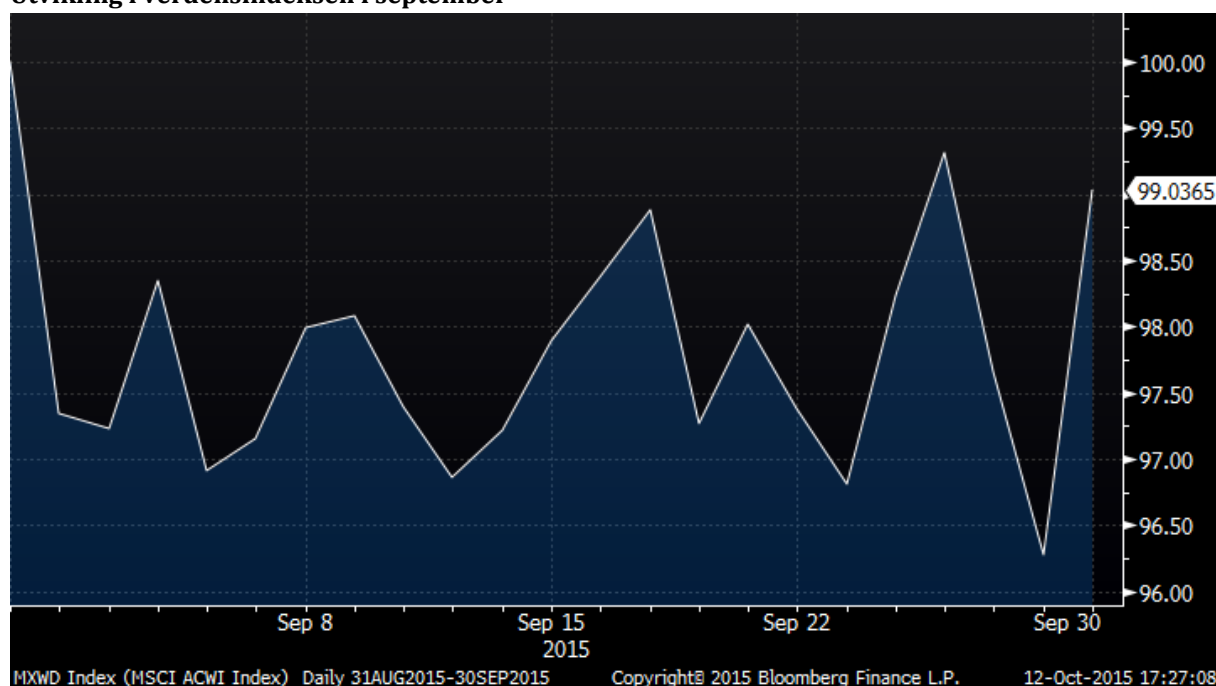
Det er ingen betydelige endringer i porteføljen i september. Aksjeandelen i FDA utgjorde 58 % ved utgangen av måneden og fondet var således marginalt undervektet aksjer. Kontantandelen utgjør 6 % av FDA og er uvanlig høy. Vi har avventet å reinvestere noe av kontantene i påvente av at indikatorene skal vise at tiden er moden.

Markedsutvikling

Aksjer opp og ned mellom bakkar og berg

Fra dag til dag var det uvanlig store endringer i markedet, men utviklingen manglet en klar retning og sett under ett resulterte september kun i en moderat nedgang (se grafen under). Aksjeporteføljen i FDA utviklet seg omtrent som Verdensindeksen og de kraftige svingningene var egnet til å fremkalle en viss følelse av ubehag, men ikke opphavet til den relativt dårlige avkastningen.

Utvikling i verdensindeksen i september

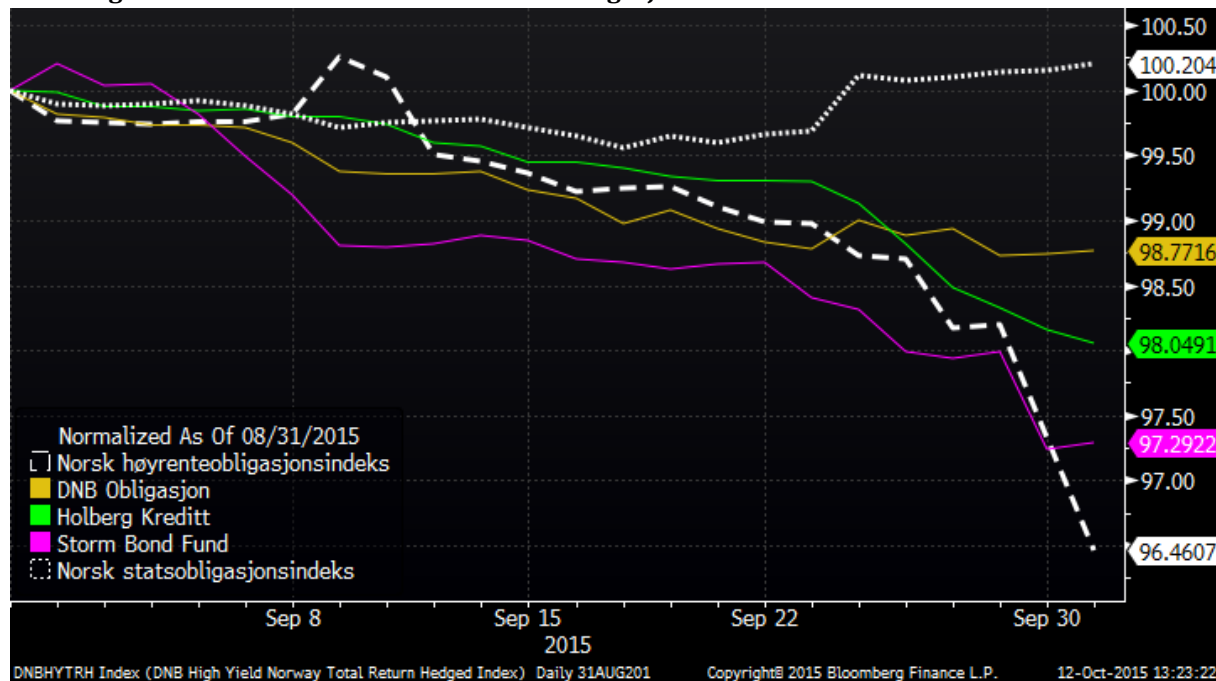


I de fleste månedene har obligasjonsfondene i FDA gitt et lite positivt bidrag til avkastningen. I september falt alle tre obligasjonsfondene mellom 1 % - 3 %. Obligasjonsfondene utgjorde 37 % av FDAs portefølje og den svake utviklingen er hovedårsaken til at FDAs relativt svake utvikling. Det norske obligasjonsmarkedet har vært gjennom en utvikling som har blitt betegnet som den perfekte storm. Alle typer obligasjoner har blitt billigere på samme tid. Både prisen på boliglånsobligasjoner (meget lav risiko), obligasjoner utstedt av banker (lav risiko) og høyrenteobligasjoner (høy risiko) har falt markant. Til dels kan prisutviklingen tilskrives fundamentale forhold i markedet, som tiltagende motvind for norsk næringsliv og stigende arbeidsledighet. En del av skylden må nok tilskrives investorenes adferd.

Store innløsninger fra norske rentefond gir salgspres i obligasjonsmarkedet. Prisen på obligasjoner presses ned inntil det vekker kjøpsinteresse hos andre aktører. I deler av obligasjonsmarkedet, spesielt innen høyrenteobligasjoner, er likviditeten begrenset og effekten av et plutselig salgspres

kan være en betydelig kursnedgang. For langsiktige investorer er det best å ignorere eventuelle likviditetsdrevne kursbevegelser. Så fort innløsningsene avtar vil kursene ha en tendens til å bevege seg tilbake mot *fair value*. Inntil vi ser klarer tegn til at de fundamentale forhold forringes anser vi det for å være et dårlig tidspunkt å selge obligasjoner. Snarere er det mye som tyder på segmentet for obligasjoner med lav risiko har et bedre forhold mellom risiko og avkastning enn på lenge.

Utvikling i det norske rentemarkedet versus obligasjonsfondsfondene i FDA

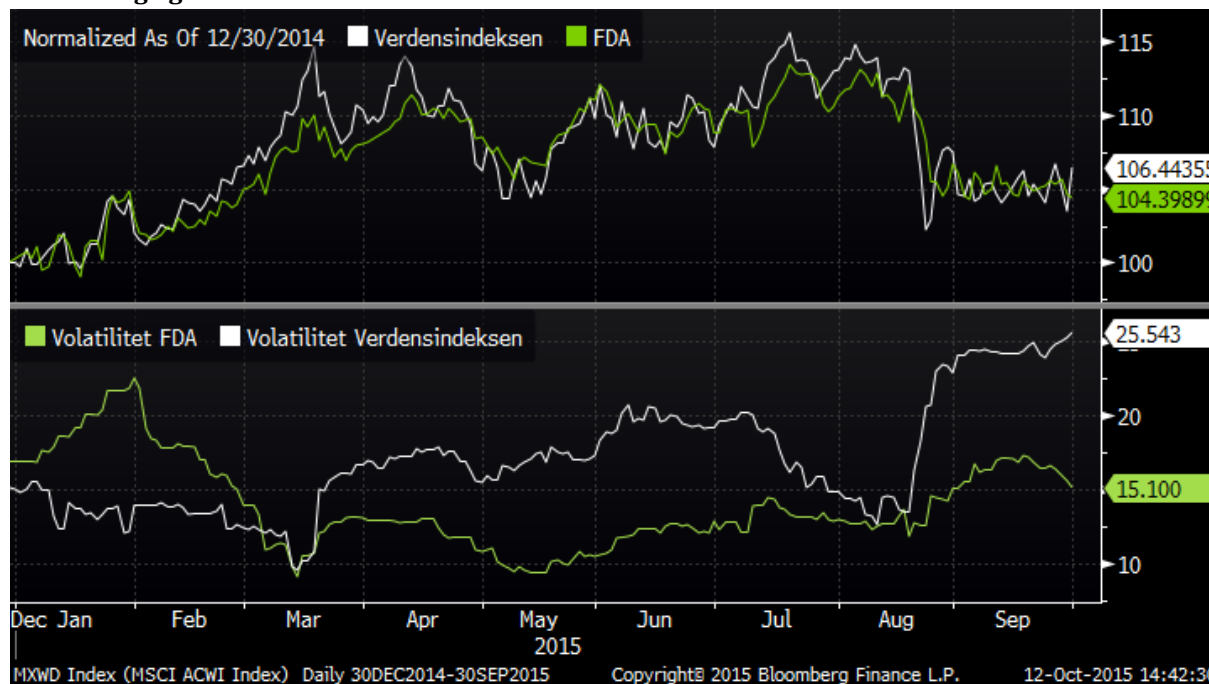


Etter kursfallet i obligasjonsmarkedet har direkteavkastningen i fondene steget betydelig. Direkteavkastningen i DNB Obligasjon er 2,3 %, Holberg Kreditt 7,8 % og Storm Bond Fund 14,6 %. Så lenge vi ikke forventer en oppgang i misligholdsratene gir den høye direkteavkastningen utsikter til god avkastning i perioden fremover.

Det har svingt heftig i både aksjemarkedene og obligasjonsmarkedene hittil i år. En av hensiktene med å fordele en portefølje over flere aktivaklasser er å redusere risikoen gjennom diversifisering. Målet er å redusere risikoen mer enn den tilsvarende nedgangen i forventet avkastning. Denne tanken står sentralt i forvaltningen i FDA når fondets midler allokeres mellom aksjer og renter.

Vi aksepterer for et øyeblikk markedets konvensjon om at svingninger er et godt mål på risiko, og sammenlikner avkastning og svingninger i FDA med aksjemarkedet. Grafen under viser at FDA har gitt omtrent samme avkastning som Verdensindeksen, men med betydelig lavere svingninger. Investeringsprosessen er spesielt innrettet for å opprettholde avkastningspotensial samtidig som risikoen for store tap minimeres. Hittil i år har vi lyktes relativt godt med denne strategien.

Avkastning og volatilitet: FDA versus Verdensindeksen



MXWD Index (MSCI ACWI Index) Daily 30DEC2014-30SEP2015 Copyright© 2015 Bloomberg Finance L.P. 12-Oct-2015 14:42:30

Det øverste panelet i grafen viser avkastningen i globale aksjemarkeder sammenliknet med avkastningen i FDA, målt i norske kroner. Aksjeandelen i FDA har ligget mellom 60 % og 70 % i perioden, men avkastningen har allikevel fulgt aksjemarkedet tett. Samtidig har 30 dagers rullerende volatilitet, et mål på hvor mye det svinger, ligget betydelig under aksjemarkedet det meste av tiden. Forholdet mellom avkastning og risiko har vært bedre i FDA sammenliknet med en ren aksjeportefølje.

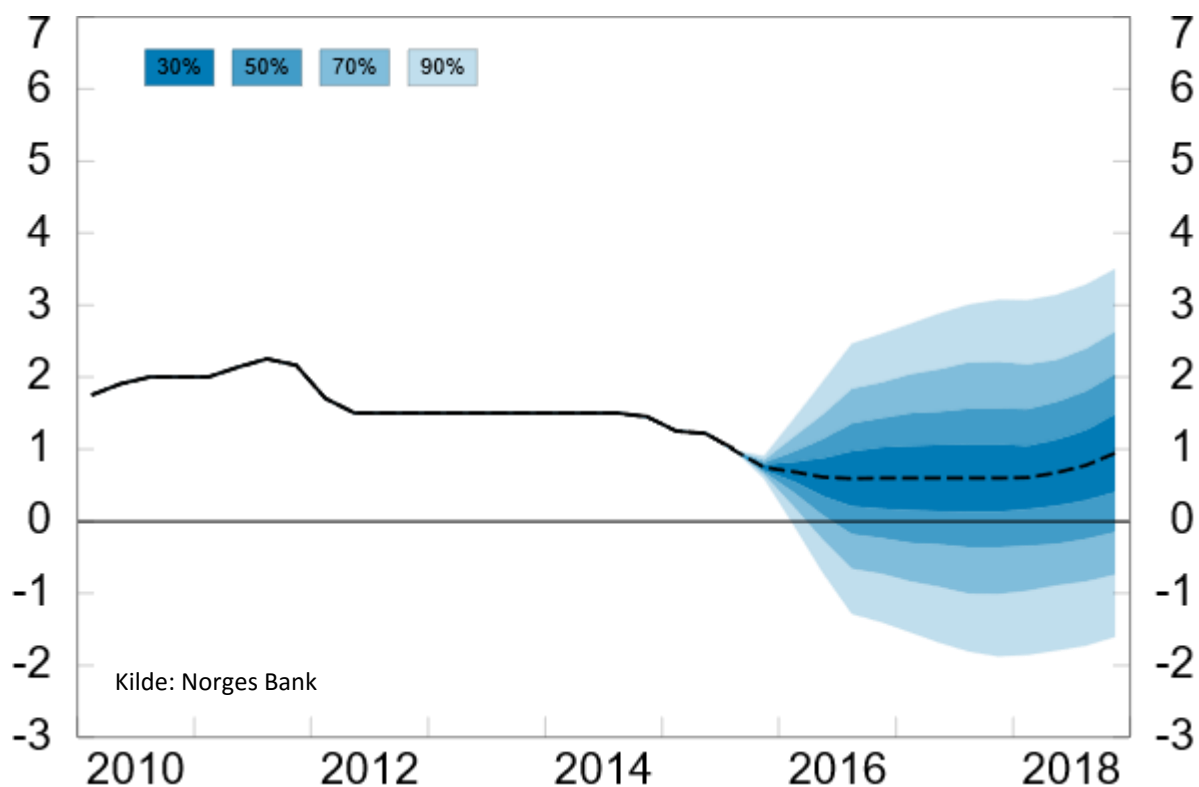
Norske renter på vei mot 0 %?

Det skal i hvert fall ikke bli lettere å få avkastning på sparepengene i årene fremover.

Norges Bank satte i september noe overraskende ned styringsrenten til 0,75 %, det laveste nivået noensinne. Enda mer overraskende var de negative utsiktene Norges Bank la til grunn for sin prognose for rentene i årene som kommer. Treffer Norges Bank med sine prognoser vil renten falle ytterligere og holde seg på disse nivåene ut 2018. Trøsten for de som aspirerer til et liv som rentenister er at Norges Banks prognoser ikke har vist seg å være spesielt treffsikre. Et skår i «gleden» er at prognosene bommer like mye på oppsiden som nedsiden.

For å gjøre ting verre vil vi poengtere at renten godt kan falle under null. At null er nullpunktet for renter viste seg å være «økonomisk overtro» (= allment akseptert økonomisk teori som siden har blitt avkreftet av virkeligheten). Våre naboland, Sverige og Danmark, har allerede vært gjennom en periode med kuldegrader i rentemarkedet, sågar med negative renter på bankinnskudd.

Negative renter kan skape en del forunderlige effekter, boliglån som nedbetaler seg selv over tid og sparekonti som lekker penger. Det vil sikkert være andre utilsiktede effekter med negative renter. Selv har vi oppdaget at det er flere av våre Excelmodeller som krasjer når renten faller under 0. Det er vel neppe noe Norges Bank har tatt med i betraktningen?



Norges Bank satte 5. september ned styringsrenten til 0,75 %. Samtidig med offentliggjøringen av styringsrenten legger Norges Bank frem en prognose for fremtidig renteutvikling. Grafen viser en fane av sannsynlige fremtidige rentebaner. I følge Norges Bank er det mer enn 25 % sannsynlighet for at styringsrenten blir negativ i løpet av de neste årene.

Konklusjoner for investorer

Fremtiden kan gi oss en situasjon der det eneste sikre med penger i banken er at du kan ta ut mindre enn det du satt inn.

Lave renter har skapt problemer for investorer i lang tid i perioden etter finanskrisen. Vi må belage oss på at vondt blir til verre og enten akseptere et sikkert tap eller ta risiko med et formål om å skape positiv avkastning.

Høsten er normalt en periode med større svingninger i aksjemarkedet. Vi har tidligere poengtert at vi har lagt en epoke på flere år bak oss med unormalt lave svingninger i markedene. Hvis investeringsporteføljen er tilpasset appetitten for risiko er det mest fornuftig å sitte rolig i båten. Skulle derimot svingningene medføre en følelse av ubehag og dårlig nattesøvn, har du kanskje konstruert din portefølje basert på urealistiske forventninger om stabil utvikling i markedet.