

BREV TIL INVESTORENE: NOVEMBER 2015

Markedsutvikling

November ble en trivelig måned, i hvert fall sett med investors øyne. På tross av at mørket senker seg over den nordlig halvkule (der verdens investorer bor) var det optimisme i globale aksjemarkeder. Verdensindeksen steg 1,7 % og FDA slo både Verdensindeksen og egen referanseindeks ved å stige 2,6 %. Norske kroner styrket seg mot euroen og svekket seg mot amerikanske dollar.

| Avkastning | 1 måned | 3 måneder | HiÅ | 1 år | 3 år | Fra start |
|-----------------|---------|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| FDA | 2,6 % | 4,5 % | 11,5 % | 13,8 % | 51,9 % | 50,8 % |
| Ref.indeks | 1,1 % | 4,8 % | 9,6 % | 12,7 % | 54,3 % | 55,5 % |
| Verdensindeksen | 1,7 % | 7,9 % | 15,5 % | 20,9 % | 99,5 % | 101,7 % |
| Norske renter | 0,1 % | 0,2 % | 0,8 % | 0,9 % | 4,0 % | 4,6 % |
| Oslo Børs | 2,2 % | 5,8 % | 9,2 % | 11,0 % | 42,2 % | 53,2 % |

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Etter en svak periode for norske høyrenteobligasjoner kom Holberg Kreditt sterkt tilbake i november, mens Storm Bond Fund og DNB Obligasjon fremdeles sliter. FDA er posisjonert for at amerikanske dollar skal styrke seg mot euro. Høy avkastning i Invesco Europa og Henderson Euroland er delvis en funksjon av at fondene er valutasikret til USD. I tillegg har europeiske aksjer utviklet seg sterkt og begge fondene slo sine referanseindekser. For øvrig leverte alle aksjefondene positiv avkastning i november og de fleste fondene leverte bedre avkastning enn sin egen referanseindeks, noe som medførte at forvalterseleksjonen ga et positivt bidrag på 0,34 %.

| FDA's Investering | Fokus | Vekt | Avkastn. i november |
|-----------------------------|----------------|------|---------------------|
| Henderson Euroland USDh | Aksjer, Europa | 5 % | 6,9 % |
| DNB Norge Indeks | Aksjer, Norge | 2 % | 6,5 % |
| Invesco Europa Strukt. USDh | Aksjer, Europa | 13 % | 6,4 % |
| Robo Stox | Aksjer, USA | 2 % | 5,1 % |
| Aberdeen Japan USDh | Aksjer, Japan | 8 % | 5,1 % |
| iShares S&P 400 Mid | Aksjer, USA | 3 % | 4,0 % |
| Storebrand Vekst | Aksjer, Norge | 3 % | 3,1 % |
| Sector Helse Verdi | Aksjer, USA | 6 % | 2,9 % |
| iShares S&P 500 | Aksjer, USA | 3 % | 2,4 % |
| Holberg Kreditt | Renter, Norge | 13 % | 1,3 % |
| DNB Finans | Aksjer, Europa | 6 % | 1,2 % |
| Hermes Asia xJap | Aksjer, Asia | 4 % | 1,2 % |
| iShares Stoxx 50 | Aksjer, Europa | 2 % | 1,0 % |
| Sector Global NOKh | Aksjer, USA | 10 % | 0,1 % |
| DNB Obligasjon | Renter, Norge | 13 % | -0,1 % |
| Storm Bond Fund | Renter, Norge | 7 % | -0,7 % |

DNB Indeks Norge ble kjøpt i slutten av måneden og bidraget til avkastningen i FDA avviker fra fondets avkastning for måneden. I renteporteføljen har utviklingen vært uvanlig ved at både Storm Bond Fund og DNB Obligasjon har gitt negativ

avkastning, samtidig som Holberg Kreditt leverte en meget sterk måned. Alle fondene investerer i kredittobligasjoner, primært utstedt av nordiske selskaper. Holberg har høyere kredittkvalitet i porteføljen enn Storm, men lavere enn DNB.

Porteføljeendringer

Aksjebeholdningen er økt etter kjøp i Aberdeen Japan, iShares S&P 500 (indeks ETF) og DNB Norge Indeks. Endringen reflekterer vår oppfatning om at aksjemarkedene er moderat priset og en forventet positiv desembereffekt. Andelen aksjer i FDA ved utgangen av november var 67 %.

Markedsutvikling, sesong og følelser

Season and sensibility

Økonomifaget studerer adferden til Homo Økonomikus, en art som aldri har satt sine ben på jorda. Et fem år langt studie i økonomi og finans begynner første forelesning med å beskrive Homo Økonomikus, et individ med veldefinerte preferanser og nyttemaksimerende beslutningsprosesser. I en innskutt bisetning presenteres antagelsen om at vi mennesker i all hovedsak oppfører oss som Homo Økonomikus. Deretter starter utledningen av kompliserte økonomiske modeller i rasende fart, vel vitende om at en forvirret student ikke stiller kritiske spørsmål. Etter seks år er evnen til kritisk tenkning stort sett vasket bort. Eventuelle avvikere som lefler med data fra virkelige verden (empirisk analyse) for så å påpeke et påfallende avvik mellom teori og virkelighet, har i årtier blitt fortiet og frosset ut fra det gode akademiske selskap. I tillegg har økonomer i stor grad rakk ned på andre grener innen samfunnsvitenskapen for å være lite vitenskapelig, i hovedsak på grunn av manglende bruk av avanserte matematiske modeller. Det er imidlertid vanskelig å tenke seg noe som er mindre vitenskapelig enn å avfeie empiriske resultater som avkrefter en teori. Økonomer viste lenge en kollektivt uvilje til å videreutvikle faget.

Til slutt ble imidlertid bevisbyrden overveldende og såkalte adferdsøkonomer fikk publisere i anerkjente tidsskrifter og ble ansatt ved flere universiteter. Dette muldyret av en akademiker, en krysning mellom økonom og psykolog, har på kort tid revolusjonert økonomifaget – i hvert fall målt i samsvar mellom teori og virkelighet.

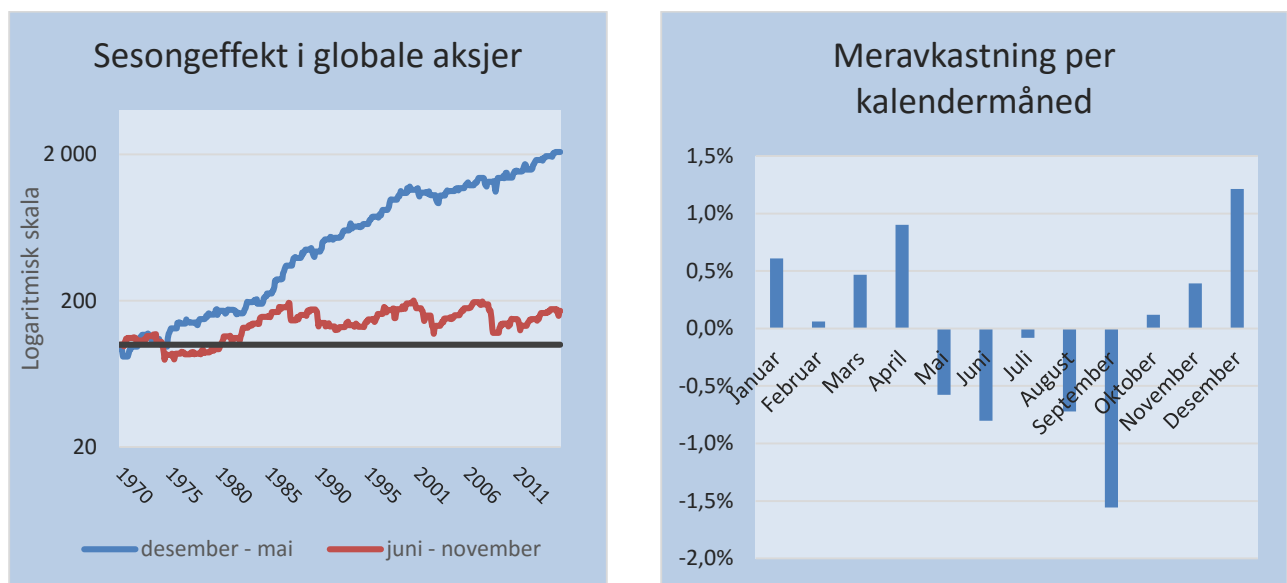
Adferdsøkonomer så store forskjeller på Homo Økonomikus og Homo Sapiens, spesielt hvordan de fatter beslutninger. Utenfor økonomifaget har det lenge (alltid) vært anerkjent at humøret påvirker beslutninger – et uhørt fenomen i det tradisjonelle økonomifaget. Folk flest gir også regelmessig uttrykk for preferanser som ikke er logisk konsistente, som for eksempel: man foretrekker vaniljeis over jordbæris og jordbæris over sjokoladeis, men noen ganger velger man sjokoladeis fremfor vaniljeis. Allerede her faller seks år med studier i økonomi og finans i grus.

En investeringsbeslutning er kompleks, basert på usikker informasjon og involverer risiko. Ifølge adferdsøkonomer er sjansen større for at humør og følelser påvirker slike beslutninger. Med andre ord, en investeringsbeslutning faller utenfor rammeverket til tradisjonell økonomisk teori.

Det er lite sannsynlig å få refundert tid og skolepenger fra universitetet, så hvorfor dette angrepet på det tradisjonelle økonomifaget? Svaret er knyttet til en frustrasjon over det tradisjonelle økonomifagets manglende evne til å forklare hvordan markedet utvikler seg. Grafen under viser avkastningen fra globale aksjer, gitt to ulike investeringsstrategier:

- 1) Blå linje: Kjøp aksjer første desember og selg siste dag i mai
- 2) Rød linje: Kjøp aksjer første juni og selg siste dag i november

Rød linje har nesten doblet seg i perioden fra 1970 til i dag og Blå linje har mer enn tjuedoblet seg. Tradisjonell økonomisk teori tilsier at ikke skal spille noen rolle hvilke seks måneder av året man er investert, men kun er et resultat av tilfeldigheter. Dermed er det ingen grunn til å forvente at mønsteret vil gjenta seg i femtiden. Imidlertid har fenomenet vært kjent blant markedsaktørene lenge. I 2002 ble det publisert en omfattende akademisk studie¹ som undersøkte sesongeffekten i 38 ulike land. Sesongeffekten har ikke vist tegn til å svekkes som følge av økt bevissthet hos aktørene, faktisk har effekten vært tiltagende det siste tiåret.



Adferdsøkonomer sitter med en mulig forklaring på fenomenet. Humøret påvirker hvordan vi vurderer fremtidsutsiktene og humøret følger til en viss grad antall soltimer i døgnet. Mørketid og vinterdepresjoner medfører at vi overvurderer sannsynligheten for negative utfall og kan være en forklaring på hvorfor kriser i aksjemarkedet har en tendens til å opptre på høsten. Det vil også kunne forklare at markedet er lavt priset på høsten og er et godt tidspunkt for kjøp. Et fenomen som bygger opp under forklaringen om antall soltimer, er at sesongeffekten er sterkere jo lengre bort fra ekvator man kommer². Teorien kan også forklare hvorfor sesongeffekten ikke blir arbitrært bort av investorer som vil ha en tendens til å føle at denne høsten er annerledes og vil gi oss verdens undergang.

Sannsynligvis er den fulle og hele sannheten til hvorfor markedet har utviklet seg som det gjorde mer sammensatt enn som så. Adferdsøkonomenes teori går i hvert fall i riktig retning og kan forklare en slik sesongeffekt som umulig ville ha oppstått i et samfunn av Homo Økonomikus. Den økte aksjeeksponeringen i FDA er understøttet av at vi anser markedet å være moderat priset og godt stimulert av pengetrykking. De fundamentale faktorene er vel så viktige i vår allokeringens beslutning.

¹ Bouman og Jacobsen publiserte en artikkel i American Economic Review i 2002.

² Dowling og Lucey studerte effekten av «vinterdepresjoner» på aksjemarkedet i en artikkel fra 2008.

Renteheving og risiko

Vi holder fast ved synet om at det er overveiende sannsynlig at det kommer en renteheving i USA 16. desember. Historien viser at aksjemarkedet har hatt en tendens til å falle i kjølevannet av en renteheving. Denne gangen kan den imidlertid hende de positive aspektene ved en renteoppgang, signal på robust økonomisk vekst, vil overdøve direkteeffekten av høyere rente.

På litt lengre sikt kan renteoppgang i USA være en risiko for aksjemarkedet. Markedet forventer en sakte og gradvis normalisering av renten, samtidig som den europeiske sentralbanken holder negative renter og bedriver kvantitative lettelser. Tiltagende inflasjon i USA og akselererende renteoppgang vil kunne føre til stress i finansmarkedene som følge av store forskjeller mellom utviklingen i europeisk og amerikansk økonomi.

Konklusjoner for investor

La andres følelser styre markedet og logikken dine investeringer.

Det er dumt å forkaste empiriske fenomener bare fordi det ikke passer inn med tradisjonell økonomisk teori. Det er imidlertid kort vei til selvbedrag hvis man skal lete etter gode investeringsstrategier i historiske data. I etterpåklokskapens lys er det enkelt å fatte gode beslutninger (også referert til som *data mining*). Teorien om soltimer og humør er interessant fordi den kan forklare et fenomen økonomer har valgt å ignorere i lang tid. Vi lar oss imidlertid ikke lede til fristelsen til å tro at strategien vil være like god de neste ti årene som de siste 40 årene. Dataene er imidlertid for overbevisende til at vi ønsker å gå imot det historiske sesongmønsteret, men vi legger fremdeles mer vekt på det fundamentale enn det emosjonelle.

*Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 08.12.15*