

BREV TIL INVESTORENE: JANUAR 2016

Markedsutvikling

Januar overrasket oss ved å sende globale aksjemarkeder kraftig ned. Verdensindeksen falt hele 7,6 %. Vi forventet en positiv markedsutvikling og hadde høyere risiko i FDA enn normalt. Dette bidro til at FDA falt 7,4 %, en betydelig dårligere utvikling enn Referanseindeksen. Dette er den svakeste måneden i fondets historie. Vi er fremdeles positive til utsiktene for 2016 og mener FDA har en god portefølje med betydelig potensial for oppgang når markedene stabiliserer seg.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-7,4 %	-6,0 %	-7,4 %	-0,8 %	33,7 %	38,2 %
Ref.indeks	-4,5 %	-3,5 %	-4,5 %	3,4 %	44,4 %	48,4 %
Verdensindeksen	-7,6 %	-6,0 %	-7,6 %	4,7 %	78,5 %	86,2 %
Norske renter	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,8 %	3,8 %	4,6 %
Oslo Børs	-8,1 %	-8,8 %	-8,1 %	-5,9 %	20,4 %	36,6 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Alle risikoeksponeringer falt i januar. FDA har en betydelig eksponering mot høyrenteobligasjoner som bidro til den negative utviklingen. Holberg Kreditt leverte den svakeste måneden i fondets historie og falt hele 4,7 %. Storm Bond Fund klarte seg noe bedre på tross av lavere kredittkvalitet i porteføljen. På aksjesiden var utviklingen i bransjefondene innenfor teknologi og finans spesielt svake. Hermes Asia har stått imot nedturen i globale aksjer rimelig godt, på tross av en betydelig eksponering mot kinesiske aksjer.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i januar
DNB Obligasjon	Renter, Norge	13 %	0,6 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	-1,9 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	11 %	-4,5 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	-4,7 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	4 %	-7,3 %
Ossiam SP 500	Aksjer, USA	5 %	-7,4 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	12 %	-7,8 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	8 %	-8,2 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	-8,2 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	3 %	-8,5 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	8 %	-9,3 %
iShares Stoxx 50	Aksjer, Europa	2 %	-9,4 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	-12,7 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	-14,0 %

Ossiam SP 500 er et indeksfond som investerer i et utvalg av sektorene som inngår i S&P 500 indeksen. Fondet ble kjøpt i midten av januar og FDA har hatt en bedre utvikling i sin investering enn det som fremkommer i tabellen over.

Porteføljeendringer

Markedene har svingt mye i januar og vi har vært relativt aktive i FDA. I starten av måneden ble hele beholdningen av iShares S&P 500 og DNB Indeks Norge solgt. Svakt momentum i aksjemarkedet og

svekkede økonomiske utsikter i Norge var utløsende årsak til nedsalget. I midten av måneden ble et nytt fond, Ossiam S&P 500 som investerer i amerikanske aksjer tatt inn i porteføljen. Fondet investerer i utvalgte sektorer som inngår i S&P 500 indeksen basert på verdivurdering og momentum. Fondet har tidligere vist seg å ha gode defensive egenskaper, samt levert meravkastning over tid.

Ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen i FDA 65 % og vi var således moderat overvektet i aksjer.

Når det ikke går som planlagt

Frykten tar overhånd

Det var mye som tydet på at januar skulle bli en god måned og vi posisjonerte oss for et *comeback* etter en overraskende svak desember. Enden på visa ble nok en måned der utviklingen ikke svarte til forventningene. Når markedet åpenbart er av en annen oppfatning enn oss er tiden inne for å revurdere markedssynet fra et nytt perspektiv. Faren er at vi har oversett en vesentlig risikofaktor som har blusset opp og rettmessig sendt markedet i krisemodus. I et forsøk på å være fordomsfrie saumfor vi analyser og nyheter for mulige forklaringer på markedets svake utvikling. Forklaringene spriket overraskende mye og faktorene som gikk igjen var:

1. Avtagende vekst i Kina
2. Lav oljepris
3. Fallende inntjening i aksjeselskapene
4. Krise i europeiske banker

Som vi har argumentert tidligere (se forrige månedsbrev) har kinesisk vekst vært avtagende de siste ti årene og verdensøkonomien har absorbert effekten. En fortsettelse av denne trenden vil sannsynligvis også absorberes av verdensøkonomien uten å utløse en krise. Den kinesiske økonomien er midt i en reform der forbruk skal overta som driver av økonomisk vekst etter flere tiår der statsstyrte investeringer har drevet økonomien. Også de mest optimistiske prognosemakerne har advart at selv en vellykket reformpolitikk vil resultere i perioder med uroligheter. De blandede signalene som kommer fra kinesisk økonomi er ikke nødvendigvis en indikasjon på en endring til det verre, men er forenelig med den planlagte økonomiske reformen.

Fallende oljepris er en populær forklaring på hvorfor aksjemarkedet faller. Det virker som en åpenbar sammenblanding av samvariasjon og årsak. Prisen på olje og aksjer har falt hånd i hånd, men det er ikke ensbetydende med at det ene forårsaker det andre. Alt annet like er lave oljepriser stimulerende på verdensøkonomien og bør være positivt for aksjemarkedet.

Fallende inntjening har vært en bekymring vi har hatt i lengre tid. Analytikernes estimater har virket i overkant positive, spesielt i Europa. Det observerte fallet i inntjening bør trekke aksjeprisene ned. Imidlertid har prisene falt betydelig mer enn endring i inntjening skulle tilsi, så forklaringen er bare delvis dekkende for markedets utvikling.

Enkelte europeiske banker er satt under press på grunn av fallende inntjening og spekulasjoner vedrørende evnen til å betjene obligasjonsgjelden. Faren for kollaps i banksektoren var sentral i finanskrisen og frykten er at dette kan gjenta seg. Siden 2008 har bankene bygget opp kapitalen og

blitt mer solide. Myndighetene og sentralbanken har fokusert på å gjøre finanssektoren mer robust. Det er mindre sannsynlig at utviklingen i en enkelt bank skal utløse en bankkrise i dag enn det var i 2008.

Det at oppfatningen om hva som forårsaker fallet i aksjemarkedet spriker er i seg selv en interessant observasjon. Manglende forståelse skaper rom for spekulasjon og sensasjonsjaget kan skape historier som lever sitt eget liv. Dette kan være en indikasjon på at utviklingen i stor grad er en overreaksjon, drevet av selvopplyllende profetier.

Vi finner at den negative utviklingen i liten grad kan forklares av fundamentale forhold og de faktorene som hyppigst trekkes frem som årsaker. Vår konklusjon er at dette ser ut som en mulighet til å kjøpe seg opp i markedet. Imidlertid er vi ydmyke for at vi ikke har vært herre over denne utviklingen og trekker aksjeallokeringen ned til nøytralvekt på 60 %. Det gir oss pusterom til å se an utviklingen og øke risikoeksponeringen igjen hvis markedsutviklingen bekrefter vårt syn.

Konklusjoner for investor

Nullstill og revurder.

Når ting ikke går som forventet og markedet virker uforståelig kan det være fornuftig å mane til tålmodighet. Det er neppe tiden for de radikale endringene i porteføljen, men en situasjon der man bør vurdere å holde seg til planen. I løpet av de siste dagene har vi trukket risikoen noe ned i porteføljen for å skape handlingsrom når vi ser tiden er moden. I store trekk er markedssynet uendret og vi holder oss til planen. Planen endres når vi ser fundamentale endringer som påvirker fremtidsutsiktene, ikke fordi prisene faller.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 11.02.16