

BREV TIL INVESTORENE: FEBRUAR 2016

Markedsutvikling

Aksjemarkedene fortsatte nedturen inn i februar, men snudde brått i midten av måneden. Verdensindeksen falt først 7 %, for så å stige markant og den volatile ferden endte med en nedgang på 0,9 %. FDA falt 1,4 % og underpresterte sammenliknet med Referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-1,4 %	-9,3 %	-8,7 %	-4,0 %	29,8 %	36,3 %
Ref.indeks	-0,5 %	-5,0 %	-5,0 %	0,1 %	39,7 %	47,6 %
Verdensindeksen	-0,9 %	-8,4 %	-8,4 %	-0,7 %	69,1 %	84,5 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,8 %	3,7 %	4,7 %
Oslo Børs	2,1 %	-8,9 %	-6,2 %	-7,0 %	21,0 %	39,4 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Det amerikanske markedet ledet an i et kraftig gjeninnhentingsrally fra midten av februar. Stigende oljepris var med på å drive det norske aksjemarkedet opp. Både norske og amerikanske aksjer ligger i toppen av avkastningstabellen, representert ved Storebrand Vekst og Ossiam S&P 500. Det kan være et tegn på at risikoviljen er på vei tilbake når vi ser at Hermes Asia leverte relativt god avkastning og fremvoksende markeder generelt utviklet seg positivt.

I bunnen av avkastningstabellen finner vi årsaken til FDAs svake utvikling denne måneden. Finanssektoren, og spesielt europeiske banker, utviklet seg meget svakt. Tiltagende frykt for negative ringvirkninger av regulatoriske innstramninger drev prisen på europeiske banker ned. Tilliten til sentralbankenes evne til få fart på økonomien kollapset plutselig og både europeiske og japanske aksjer led under en reversering av QE-effekten. Samtidig med fallet i aksjemarkedet styrket Euro og Yen seg i valutamarkedet. FDAs eksponering mot høyrenteobligasjoner ga et betydelig negativt bidrag, Holberg Kreditt falt 3,5 % og Storm Bond Fund falt 3,2 % i februar.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i februar
Ossiam S&P 500	Aksjer, USA	5 %	4,0 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	4 %	1,2 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	3 %	1,0 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	14 %	-0,1 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	-0,7 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	12 %	-0,9 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	8 %	-1,4 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	9 %	-1,8 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	-3,2 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	-3,5 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	3 %	-5,3 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	9 %	-6,5 %

I slutten av februar var det en kraftig gjeninnhenting i mange aksjemarkeder. Signalene er blandet, sterk utvikling i fremvoksende økonomier og fallende kredittspreader i USA er et tegn på at risikoviljen er på vei tilbake. På den andre siden prises banksektoren og norsk kreditt som om det er en krise nært forestående.

Porteføljeendringer

Aksjeandelen i FDA ble redusert i to omganger i februar. Først ble Robo Stoxx solgt helt ut av porteføljen og beholdning i Invesco Europa redusert noe som følge av avtagende momentum. I slutten av februar ble aksjeandelen i FDA redusert med 5 % -poeng etter at markedet hadde kommet kraftig tilbake på kort tid. DNB Finans ble solgt ned med 1,5 % -poeng og Invesco Europa Strukturert med 3,5 %. Ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen i FDA 55 %, og vi var således 5 % -poeng undervektet aksjer sammenliknet med Referanseindeksen.

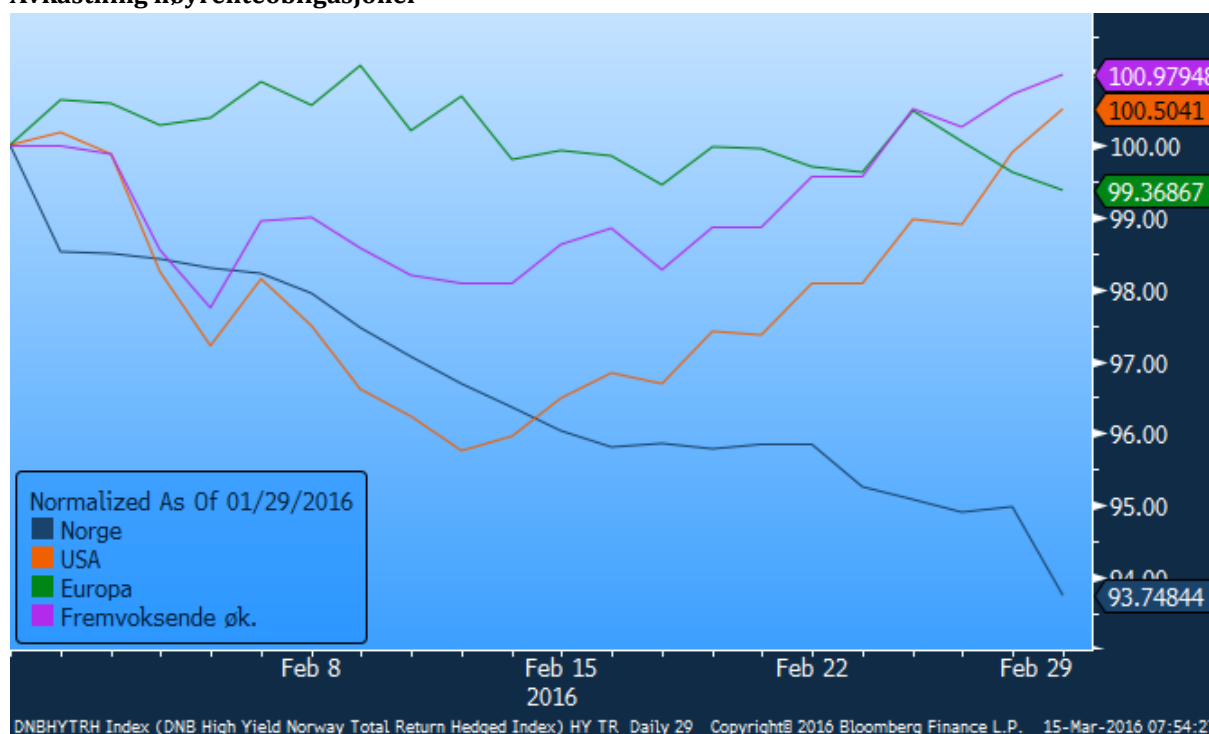
Bedring i kredittmarkedene

Bare ikke i Norge

FDA har en betydelig eksponering mot norske høyrenteobligasjoner. Vår oppfatning er at det er mer optimisme priset inn i aksjemarkedet enn det er i kredittmarkedet. Aksjemarkedet og kredittmarkedet har nødvendigvis en felles skjebne da det er de samme selskapene som har utstedt aksjer som har utstedt obligasjoner. Når aksjemarkedet priser inn en positiv utvikling i selskapene og kredittmarkedet en svakere utvikling, da skal det være bedre å eie obligasjonene. I praksis har ikke denne strategien slått til enda, spesielt ikke i Norge.

Flere obligasjonsmarkeder falt mye, men norske høyrenteobligasjoner var alene om ikke å gjeninnhentet mye av tapet (se graf under). For at denne utviklingen skal gi mening må det være noe eget ved det norske markedet. Det åpenbare vil være å skylde på at energisektoren utgjør en stor andel av det norske markedet, men det er også tilfellet i USA. Der er det energisektoren som har steget mest i slutten av februar. Vår konklusjon er at høyrenteobligasjoner, og spesielt norske, har et stort avkastningspotensial relativt til risikoen.

Avkastning høyrenteobligasjoner



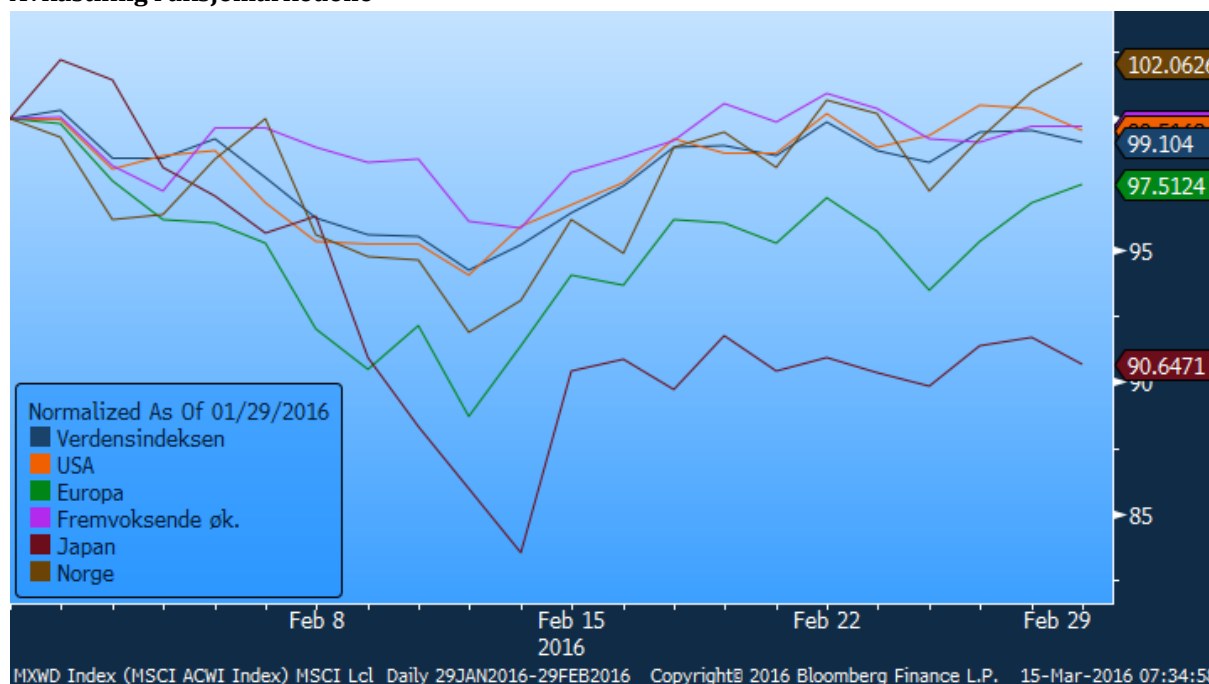
Utvikling i lokal valuta.

Bedring i aksjemarkedene

Spesielt i Norge

Aksjeprisene var i fritt fall til det bunnet ut 12. februar (se grafen under). Siden da har aksjeprisene steget kraftig, og spesielt i Norge. Oslo Børs var et av de beste markedene i februar. Tatt i betraktning at oljeprisen steg markant i andre halvdel av februar er det ikke overraskende at norske aksjer gjør det relativt bra. Utvikling står imidlertid i sterk kontrast til det vi så i obligasjonsmarkedet, der Norge var den regionen med svakest utvikling. Renteforvaltere ynder å hevde at «rentefolk» er smartere enn «aksjefolk» og at rentemarkedet bedre og raskere priser inn fundamentale forhold. Våre analyser viser at det kan være et snev av sannhet i dette da kredittspreader tidvis kan gi signaler om hvor aksjemarkedet skal. Jeg tror imidlertid vi må gjøre et unntak for norske «rentefolk». Det virker som det norske rentemarkedet henger etter utviklingen i resten av verden, både når vi sammenlikner med andre rentemarkeder og aksjemarkedet.

Avkastning i aksjemarkedene



Utvikling i lokal valuta. Japanske aksjer et det markedet som har falt mest og kommet minst tilbake i det vi oppfatter som en reversering av QE-effekten. Det er imidlertid overraskende at det er Japan som blir straffet hardest da dette er det eneste markedet der selskapenes inntjening ikke har falt. Det gjør at vi forventer en gjeninnhenting i Japan relativt til resten av verden.

Hva nå, Super Mario?

Finansmarkedenes selvoppfyllende profeti

Etter en æra med pengetrykking og nullrente i USA, ble Europa investorenes nye yndling. Sjefen for den europeiske sentralbanken, Mario Draghi, hadde allerede oppnådd superheltstatus i finansmarkedene etter egenhendig å ha stoppet markedet fra å falle utfor stupet. I 2012 sto Super Mario frem og sa de magiske ordene «What ever it takes!» og eliminerte med det frykten for disintegrasjon av eurosone og *japanifisering* av økonomien, altså flere tiår med nullvekst. Det er ikke så godt å si akkurat hva det var som fikk markedet til å miste troen på Super Mario og forkaste

idéen om at QE skal være like virkningsfullt i eurosonen som i USA. Vi opplever i hvert fall en midlertidig tillitskrise til sentralbankene. Fra et fundamentalt perspektiv kan vi ikke se noen grunn til den plutselige negative utviklingen og mener framtidsutsiktene ikke var spesielt forringet. Vi er imidlertid av den oppfatningen at aksjemarkedet i hovedsak prises basert på aktørenes forventninger til fremtiden og at effekten av sentralbankenes politikk er avhengig av tillit. Resultatet er at hvis markedet forventer en svakere utvikling vil det i seg selv ha negativ innvirkning på utviklingen. Vi opererer i en verden der selvoppfyllende profetier er en realitet. Derfor er det god grunn til å frykte markedets ubegrunnede frykt.

Jo lenger ut i syklusen av sentralbankpolitikk vi kommer, jo mindre virkningsfull er denne politikken. Det viste i hvert fall utviklingen i USA med avtagende effekt av QE1, QE2, *operation twist* og QE3. Det er derfor god grunn til å stille spørsmål ved Super Marios evne til å stagge tilløpet til en eventuell ny krise i eurosonen. De magiske ordene fra 2012 vil ikke nødvendigvis ha samme effekt i dagens marked.

Et Googlesøk på «Grexit» og «Brexit» gir over to millioner treff, Hellas er fremdeles EUs problembarn i syd og Storbritannia skal ha folkeavstemning over spørsmålet om videre medlemskap i EU. I tillegg har flere banker i Europa havnet i trøbbel, blant dem Tysklands stolthet Deutsche Bank. Markedet vil ha behov for beroligende ord fra Super Mario og troverdig finanspolitikk i løpet av året.

Konklusjoner for investor

Risiko og avkastning går hånd i hånd.

Risikoen har økt, men det har også avkastningspotensialet. Vi opplever at vi står ved en korsvei der hovedveien leder videre i retning av en fortsettelse av den positive utviklingen vi har sett de siste årene. Den andre veien preges av manglende tillit til sentralbankpolitikkenes effekt og selvoppfyllende negativ forventning. Vi anser aksjemarkedet for å være rimelig priset, men ikke billig nok til å demme opp hvis det negative sentimentet får fotfeste. Dette taler for å opprettholde en stor grad av fleksibilitet og tilpasse seg den veien markedet tar fremfor å spekulere i et gitt utfall. Vi har en relativt stor kontantandel og avventer signaler fra våre modeller i hvilken retning vi skal dreie porteføljen.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 15.03.16