

BREV TIL INVESTORENE: APRIL 2016

Markedsutvikling

Globale aksjemarkeder målt i norske kroner falt 1 % i april, i hovedsak som følge av at den norske kronen styrket seg. Oslo Børs steg kraftig og endte måneden nesten 5 % opp. FDA steg 1,0 % og slo referanseindeksen med 1,6 % poeng, godt hjulpet av oppgangen i høyrenteobligasjoner.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,0 %	1,3 %	-6,2 %	-4,7 %	31,1 %	40,0 %
Ref.indeks	-0,6 %	0,3 %	-4,3 %	1,1 %	36,1 %	48,8 %
Verdensindeksen	-1,0 %	0,3 %	-7,3 %	1,0 %	62,1 %	86,8 %
Norske renter	0,0 %	0,2 %	0,2 %	0,8 %	3,5 %	4,8 %
Oslo Børs	4,9 %	8,1 %	-0,7 %	-5,2 %	26,3 %	47,7 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Verdien av amerikanske dollar falt 2 % mot norske kroner i april og forklarer i stor grad hvorfor våre investeringer med valutaeksponering i USD ligger i bunnen av avkastningstabellen. Både amerikanske aksjer og europeiske aksjer valutasikret til USD underpresterte i april. På den andre siden fikk vi godt betalt for overvekten i høyrenteobligasjoner. Storm Bond Fund fortsatte den gode utviklingen fra mars (+ 6 %) og steg 4,1 % i april. Øvrige høyrenteobligasjoner steg mellom 1 % og 2 %. Storebrand Vekst leverte sterk relativ avkastning i et sterkt marked og toppet avkastningstabellen med hele 9 % avkastning. Bransjefondene innen helse og finans bidro også positivt.

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

Avkastningen er målt i norske kroner. Oslo Børs var blant de beste aksjemarkedene i april og Storebrand Vekst slo Oslo Børs med 5 % -poeng. Siste 12 måneder har Storebrand Vekst steget 25 % og Oslo Børs er ned 5 %. Det viser at det er rom for aktiv forvaltning, selv i et relativt lite marked.

Porteføljeendringer

Beholdningen i Hermes Asia xJapan og Storebrand Vekst ble økt noe i april. Provenyet ble hentet fra kontantbeholdningen. I slutten av måneden ble valutasikringen til norske kroner økt med 8 % -poeng og andelen av porteføljen eksponert mot fremmed valuta er redusert til 35 % (normalt 60 % eksponering mot fremmed valuta). Ved utgangen av måneden var andelen aksjer 55 % og høyrenteobligasjoner 30 %.

Ned og opp igjen, hva nå?

Avtagende optimisme

Så langt har året bydd på overraskelser mer enn det har innfridd forventninger. Et kraftig børsfall etterfulgt av en brå gjeninnhenting har gitt store svingninger og lite avkastning. Det er ikke akkurat den utviklingen vi hadde forventet, denne tiden av året tilgodeser normalt sett aksjeinvestorene med god avkastning og lav volatilitet. Ved utgangen av april virker nyvunnet optimisme å dabbe av og det er naturlig å spørre seg hva vi kan forvente av den forestående sommersesongen, en sesong som normalt sett byr på godt med risiko og moderat avkastning. Kanskje blir sommersesongen i 2016 også annerledes. Står toppnoteringer fra våren 2015 for fall vil det være en overraskende positiv sommersesong i aksjemarkedene.

Ser vi på verdsetting og prismomentum holder vi fast ved at høyrenteobligasjoner fremstår som en attraktiv investering, også sammenliknet med aksjer. En diversifisert portefølje av høyrenteobligasjoner har en yield i overkant av 10 % og et noe lavere avkastningspotensial etter tapsavsetninger. Avkastningspotensialet er på nivå med det vi forventer fra aksjemarkedet. Vår allokering med 55 % i aksjer og 30 % i høyrenteobligasjoner reflekterer dette synet.

Sesongeffekt

Seasons in the sun

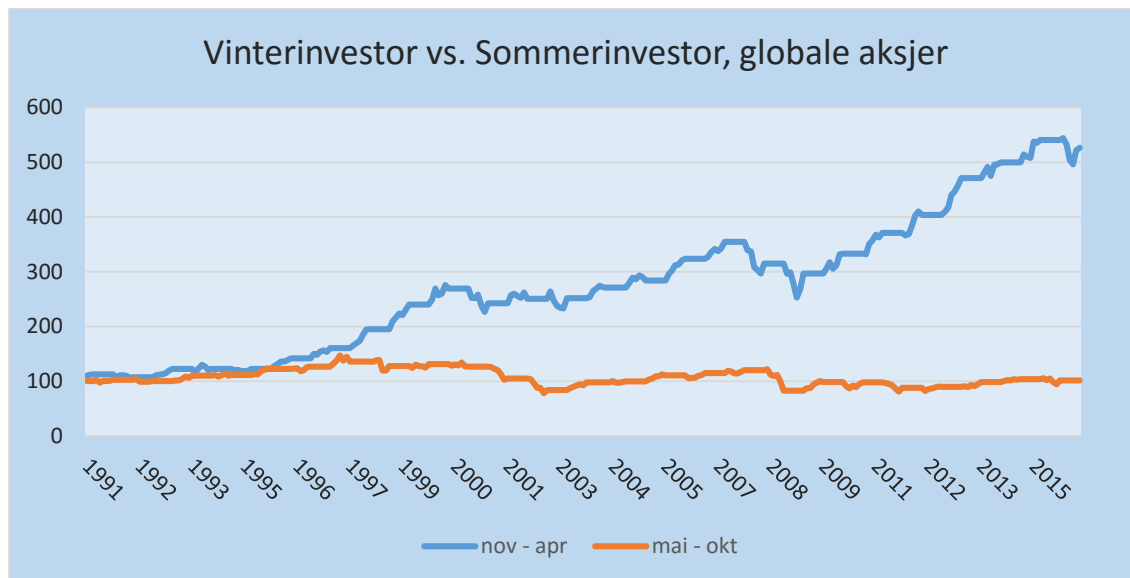
I desember preges gjerne finanstidsskrifter av artikler à la «årets nyttårsraketter på Oslo Børs». Januareffekten på Oslo Børs er et velkjent fenomen. Angivelig skal småselskaper gjøre det spesielt godt i januar, uvisst av hvilken grunn. Nå skal det sies at årets nyttårsraketter ikke tok av, men eksploderte på bakken. Det hører imidlertid til unntaket, historisk sett har dette vært en god strategi, men selvfølgelig ikke hvert eneste år.

Utenfor Oslo Børs er andre sesongfenomener mer kjent. Hvilke aksjeinvestorer har vel ikke hørt uttrykket *sell in May and stay away*? Uttrykket henspiller på at sommer og høst er en dårlig periode for aksjeinvestorer og at avkastningen i aksjemarkedet er sesongbetont. Grafen under fremstiller utviklingen til to ulike investorer:

1. Vinterinvestor, eier bare aksjer i månedene november til og med april
2. Sommerinvestor, eier aksjer resten av året, altså mai til og med oktober.

Begge investorene eier aksjer bare seks måneder i året og når pengene ikke er investert i aksjemarkedet ligger de trygt forvart i madrassen. De siste 25 årene har det vært enorm forskjell på avkastningen til vinterinvestoren og sommerinvestoren. Vinterinvestoren har femdoblet pengene i

den perioden de har stått i aksjemarkedet og sommerinvestoren kunne like gjerne behold pengene i madrassen hele tiden (se grafen under).



Kilde: Bloomberg og Finansco. Utvikling i porteføljer investert i Verdensindeksen, målt i lokal valuta.

Hvorfor er det så stor forskjell på avkastningen i vinterhalvåret og sommerhalvåret? Den beste forklaringen vi har funnet er presentert av adferdsøkonomer som mener investorers risikovillighet påvirkes av antall soltimer i døgnet. Når det går mot lysere tider er vi mer optimistiske og villige til å presse aksjeprisene videre opp. Når det går mot mørkere tider fokuserer vi stort sett på hvor ille det kan gå og sender aksjekursene hodestups ned.

Tja! Tar vi i betraktning den enorme forskjellen i avkastning er dette i beste fall en liten del av forklaringen. Det må være andre forhold som medvirker til sesongeffekten. Vi tilhører den skolen som tror tilfeldigheter styrer mye av utviklingen i finansmarkedene (og livet for øvrig). Mange aksjeinvestorer er über-rasjonelle og tror alle hendelser har en klart definert årsak. Hvis sesongmønsteret i førsteomgang oppsto som en ren tilfeldighet vil de über-rasjonelle investorene lete til de finner en egnet teori som forklarer fenomenet. Deretter følger en viss grad av selvoppfyllende profeti. Hvis tilstrekkelig mange investorer frykter markedets utvikling i sommersesongen og innretter analysene på å identifisere faresignaler er det kort vei til panikk. Vice versa, hvis investorene er blinde for alt som kan gå galt og kun vektlegger positive nyheter vil prisene ha en tendens til å stige. Dermed vil en sesongeffekt være etablert (delvis) på grunn av selvoppfyllende profeti.

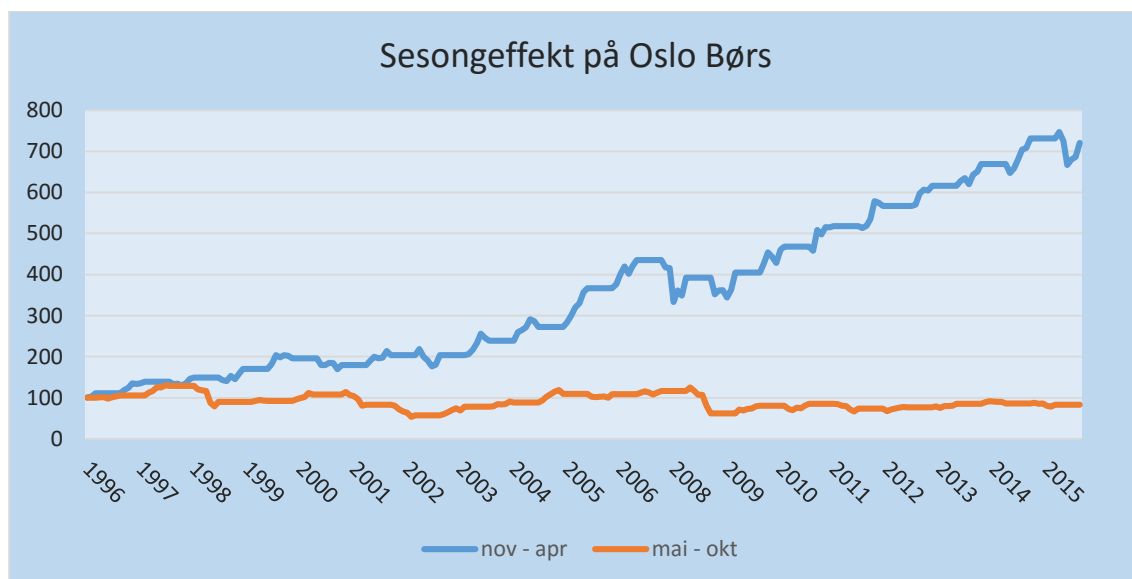
En liten digresjon, det er enkelte likheter mellom sesongeffekten og resultatet adferdspsykologer fant i en studie utført på fugler. Fuglene ble premiert med mat hvis de løste ulike utfordringer, som for eksempel å hakke på en bryter. Ved en kuriositet prøvde forskerne å tildele premieringen helt tilfeldig. Det ga overraskende resultater. Fuglene utviklet stadig mer intrikate ritualer for å utløse premieringen. De enfoldige fuglene var sikkert hellig overbevist om at de hadde knekket koden med sine spektakulære «matdanser».

På tross av manglende gode økonomiske forklaringer på sesongeffektene har vi stor respekt for empiri. Hvis dataene viser at slik har det vært, er vi lite villige til å gå imot. Alt annet like vil vi ha lavere risiko i sommersesongen enn vintersesongen. Det er også fristende å ta det ett skritt videre og spørre seg om det lønner seg å være investert i aksjer i det hele tatt i sommersesongen.

Nullavkastning på 25 år virker som overbevisende statistikk. Imidlertid skyldes mye av det dårlige resultatet av at store kriser, IT-boblen og finanskrisen, begge oppsto i sommersesongen. Hadde en eller begge kriser falt i vintersesongen ville resultatet sett helt annerledes ut. Med mindre man er overbevist om at neste store krise også vil falle i sommersesongen skal man være forsiktig med å avvise positiv aksjeavkastning i sommerhalvåret fullstendig.

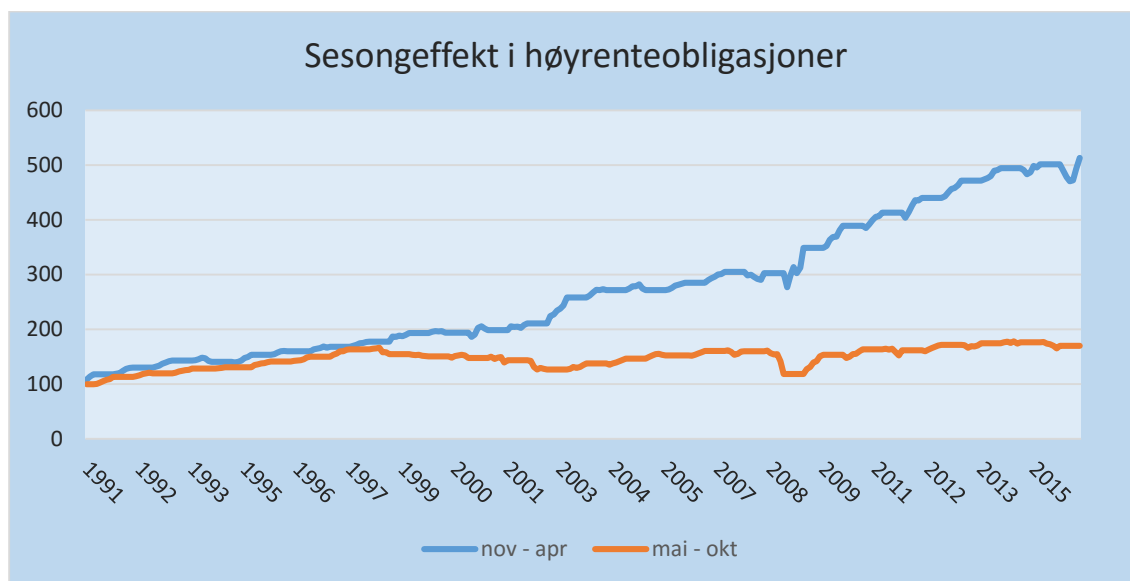
Dessverre er det lite å hente ved å vurdere ulike regionale markeder opp mot hverandre.

Korrelasjonen mellom regionale aksjemarkeder er høy, det gjør seg også gjeldende når vi ser på sesongeffekten. Grafen under viser avkastningen for vinterinvestoren og sommerinvestoren hvis de investerte på Oslo Børs. Sesongeffekten er enda mer påtagelig her enn for Verdensindeksen.



Utvikling på Oslo Børs målt i norske kroner.

Siden vi er positive til høyrenteobligasjoner virker det nærliggende å vurdere å investere alle aksjepengene i dette markedet. Dessverre gjør sesongeffekten seg gjeldene også her. Grafen under viser utviklingen hos vinterinvestoren og sommerinvestoren i det amerikanske markedet for høyrenteobligasjoner. Vinterinvestoren har femdoblet pengene og sommerinvestoren har knapt doblet pengene. En mager trøst for sommerinvestoren i høyrenteobligasjoner er at det har gått betydelig bedre i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet.



Utvikling i amerikanske høyrenteobligasjoner målt i USD.

Konklusjoner for investorer

Tid for å øke forbruket

Sentralbankene verden over manipulerer markedene for å stimulere til redusert sparing og økt forbruk. Sommersesongen har historisk sett gitt lavere avkastning enn vintersesongen, uvisst av hvilken grunn. Det er med andre ord ingen grunn til å kutte i sommerens is-budsjett. Legg risikoen i porteføljen på et nivå som gjør at investeringene kan få svinge i fred mens man fokuserer på de viktige tingene i livet, iskrem i sommersolen.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 11.05.16