

BREV TIL INVESTORENE: AUGUST 2016

Markedsutvikling

FDA fortsatte den gode trenden fra forrige måned og steg 1,2 % i august. Relativt til Referanseindeksen som falt -0,6 % var det en meget sterk utvikling. Globale aksjer falt 1 % målt i norske kroner, mens Oslo Børs steg 1 %. Den sterke utviklingen i FDA ble først og fremst drevet av god avkastning fra høyrenteobligasjoner.

| Avkastning | 1 måned | 3 måneder | HiÅ | 1 år | 3 år | Fra start |
|-----------------|---------|-----------|--------|-------|--------|-----------|
| FDA | 1,2 % | 3,7 % | -1,4 % | 2,0 % | 32,8 % | 47,2 % |
| Ref.indeks | -0,6 % | 2,3 % | 0,1 % | 4,9 % | 37,6 % | 55,7 % |
| Verdensindeksen | -1,0 % | 3,7 % | -0,2 % | 7,6 % | 65,4 % | 101,1 % |
| Norske renter | 0,0 % | 0,1 % | 0,4 % | 0,6 % | 3,2 % | 5,0 % |
| Oslo Børs | 1,0 % | 0,3 % | 1,4 % | 4,2 % | 24,6 % | 50,8 % |

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Avkastningstabellen viser at amerikanske aksjer har gitt relativt svak avkastning, noe som har blitt forsterket av at amerikanske dollar har svekket seg mot norske kroner. Utviklingen innen helsesektoren har vært spesielt svak, men dempes noe av at Sector Healthcare leverte bedre avkastning enn sektoren generelt.

På toppen av avkastningstabellen ligger Storm Bond Fund og Holberg Kreditt som primært investerer i norske høyrenteobligasjoner. Vi har en periode ligget noe undervektet aksjer til fordel for en betydelig investering i høyrenteobligasjoner. I august har vi fått spesielt godt betalt for denne strategien da aksjemarkedet har falt samtidig som høyrenteobligasjoner har steget kraftig.

| FDA's Investering | Fokus | Vekt | Avkastn. i august |
|-----------------------------|----------------|------|-------------------|
| Storm Bond Fund | Renter, Norge | 8 % | 3,3 % |
| Storebrand Vekst | Aksjer, Norge | 5 % | 3,0 % |
| Holberg Kreditt | Renter, Norge | 10 % | 2,1 % |
| Holberg Norge | Aksjer, Norge | 2 % | 1,1 % |
| Nordea US HY | Renter, USA | 2 % | 0,7 % |
| DNB Obligasjon | Renter, Norge | 11 % | 0,6 % |
| DNB Teknologi | Aksjer, USA | 4 % | 0,5 % |
| Holberg Likviditet | Renter, Norge | 6 % | 0,3 % |
| Kontanter USD | Renter, USA | 4 % | 0,0 % |
| Nordea EM Kreditt | Renter, EM | 5 % | 0,0 % |
| Henderson Euroland USDh | Aksjer, Europa | 7 % | -0,1 % |
| Hermes Asia xJap | Aksjer, Asia | 5 % | -0,1 % |
| Ossiam SP 500 | Aksjer, USA | 5 % | -0,4 % |
| Invesco Europa Strukt. USDh | Aksjer, Europa | 6 % | -0,5 % |
| Sector Global NOKh | Aksjer, USA | 10 % | -0,7 % |
| Aberdeen Japan USDh | Aksjer, Japan | 4 % | -1,8 % |
| Sector Helse Verdi | Aksjer, USA | 5 % | -4,4 % |

Avkastningen er målt i norske kroner.

Porteføljeendringer

I starten av august vektet vi opp aksjeholdningen med 5 % -poeng. Kjøpene ble fordelt på Invesco Europa Strukturert, Henderson Euroland og Holberg Norge. Sistnevnte er et nytt fond i porteføljen.

Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i FDA 54 % og andelen høyrenteobligasjoner 27 %. Vi anser den samlede risikoeksponeringen for å ligge i overkant av normalen.

Utsikter for høsten

Verden vil bedras – ergo decipiatur

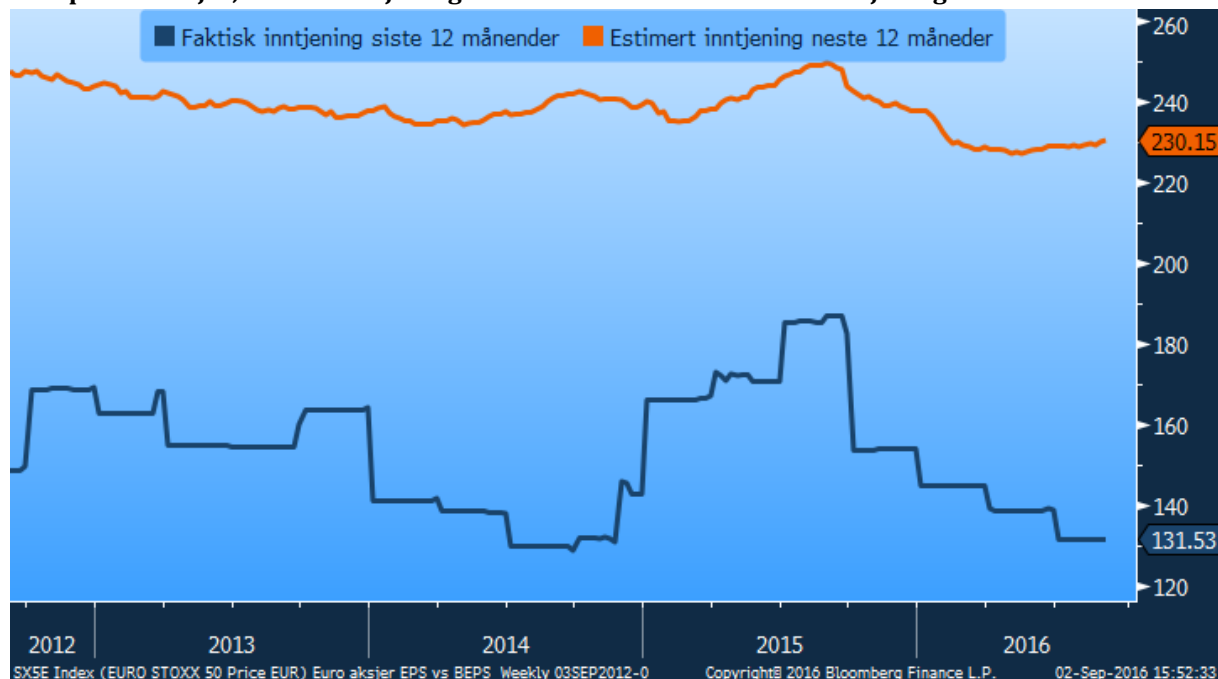
Som vanlig rives vi mellom gode argumenter for å øke risikoen og gode argumenter for å redusere risikoen. Det er mye som tyder på at vi står foran en videre markedsoppgang og det er mye som tyder på at vi står foran en klassisk høstkorreksjon. Det er nesten slik det må være. Aksjemarkedet kan sees på som en markeds plass der de med et positivt syn på fremtiden bytter kontanter mot aksjer med de som har et negativt syn på fremtiden. Prisen på aksjer tilpasser seg slik at det til enhver tid er balanse mellom (kapitalvektet) antall optimister og antall pessimister. Ser du kun mulighet for en prisoppgang (eller nedgang) har du i hvert fall oversett ett viktig poeng som andre aktører i markedet legger vekt på.

Aksjemarkedene er en ypperlig markeds plass for å utveksle informasjon. Resultatet er at prisene til enhver tid reflekterer summen av alle aktørers kunnskap. Tidvis kan det virke som en formidabel oppgave å skulle gå imot markedets kollektive visdom og lete etter feil i markedsprisene. Heldigvis virker det som verden vil bedras. La den derfor bedras og se hvilke muligheter som åpner seg, er vår holdning.

Prisen på en aksje kan sees på som verdien av fremtidig inntjening og aksjeprisen vil svinge i takt med endring i forventede inntekter. Vet du hva fremtidig inntjening blir, vet du også hva riktig aksjekurs skal være. Naturlig nok er investorer opptatt av analytikernes inntjeningsestimater. Tittelen «analytiker» burde henspille på en gruppe kjølig kalkulerende individer som verken lar overdreven pessimisme eller optimisme påvirke estimatene. Vel, verden vil bedras. Det går langt mellom hver gang du treffer en gruppe mennesker som er så ukritisk optimistiske og fullstendig uten evne til å temme egen eufori. Hvis du tar summen av analytikernes estimater med en klype salt, trekker fra 10 % og runder litt ned vil du stort sett ligge godt i overkant av hva selskapene faktisk kommer til å tjene. Man kan jo da stille spørsmålstegn ved hvor analytiske analytikernes estimater er og i hvor stor grad de bør vektlegges i vurderingen av aksjemarkedets fremtidsutsikter.

Grafen under viser at siden 2011 har analytikernes estimater for nest 12 måneders inntjening ligget på rundt 240 euro per aksje for de største europeiske selskapene. I samme periode har selskapenes inntjening svingt rundt 160 euro per aksje. Det vil si at analytikerne har i en periode på over fem år publisert «analyser» som sier at neste år skal inntjening stige med 50 %. I samme periode har inntjeningen stort sett ligget på samme nivå. Manglende vekst i perioden ser ikke ut til å ha lagt noen demper på analytikernes optimisme.

Europeiske aksjer, faktisk inntjening sammenliknet med estimert inntjening



Vi har heller ikke plettfri vandel når det kommer til å tolke utviklingen i europeiske aksjer. Da selskapene faktisk økte inntjeningen i 2014/2015 ble vi ledet til å tro at dette var starten på en lengre oppgangperiode. Vi forventet en liknende utvikling i europeiske aksjer som vi tidligere hadde observert i amerikanske aksjer, flerårig inntektsdrevet kursoppgang. Utviklingen siden den gang viser imidlertid at tidsalderen for vekst i europeiske selskapsinntjening fremdeles lar vente på seg.

Ved inngangen til høsten virker optimismen å ha satt fart på markedene igjen. Vi mener det i seg selv er et positivt signal og vi vektlegger positivt prismomentum i våre analyser. Nå oppveies dette imidlertid av vår frykt for ugrunnet optimisme. Kanskje har for mange investorer latt seg friste til å se på analyser som sier at selskapenes inntjening skal stige 50 % nest år. De har i så fall posisjonert seg for skuffelse. Er det en ting som driver aksjeprisene ned, så er det skuffede investorer som lempet aksjer ut av porteføljen. Vi vil gjerne se tegn til at aksjemarkedets inntjening faktisk stiger, både i Europa og resten av verden, før vi overvinnet vår skepsis og legger nyvunnet optimisme til grunn for økt risikoeksponering.

Konklusjoner for investor

Det heter seg at det er vanskelig å spå, spesielt om framtiden. Det er imidlertid ikke så vanskelig å påvise at analytikerne konsekvent spår bedre inntjening enn det selskapene leverer. De som legger analytikernes spådommer til grunn vil stort sett bli skuffet over utviklingen. Men verden vil bedras. Fra adferdspsykologien vet vi at om vi blir presentert informasjon vi vet er feil vil den feilaktige informasjonen allikevel påvirke vår beslutning (takk og pris for Excel og datadrevet analyse!). Det er grunn til å tro at overoptimistiske analyser kan påvirke investorers adferd, selv etter å ha lest dette månedsbrevet. Å ha tålmodighet til å vente og se om virkeligheten følger etter estimatene før man øker risikoen kan noen ganger betale seg godt.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 02.09.16