

## BREV TIL INVESTORENE: FEBRUAR 2017

### Markedsutvikling

Februar var en god måned for norske investorer med investeringer i utlandet. Norske kroner svekket seg og Oslo Børs utviklet seg svakt. Globale aksjemarkeder utviklet seg positivt og Verdensindeksen steg 4,4 % målt i norske kroner. FDA leverte god avkastning og steg 1,7 %, men havnet likevel 0,9 % - poeng bak Referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,7 %	5,5 %	1,6 %	14,8 %	30,6 %	56,5 %
Ref.indeks	2,6 %	3,7 %	1,6 %	10,6 %	35,1 %	63,5 %
Verdensindeksen	4,4 %	6,1 %	2,6 %	17,7 %	60,9 %	117,5 %
Norske renter	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,5 %	2,6 %	5,3 %
Oslo Børs	-0,4 %	5,1 %	0,9 %	20,6 %	24,2 %	68,3 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Aksjer i Norge og Russland ligger i bunnen av avkastningstabellen, og er årsaken til at FDA havnet bak sin egen referanseindeks i februar. Vår investering i norske og russiske aksjer gjenspeiler vårt positive syn på energisektoren og oljeprisen.

På toppen av avkastningstabellen ligger Sector Helse Verdi som dro nytte av en sterk utvikling i amerikanske markeder, og en særlig sterk utvikling i helsesektoren. Vår investering i store amerikanske selskaper, Ossiame S&P 500, gjorde det også meget godt i februar. Markedet for norske høyrenteobligasjoner ignorerte den svake utviklingen på Oslo Børs og fulgte det positive globale sentimentet. Storm Bond Fund steg 3 % og Holberg Kreditt 1,3 %.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i februar
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	8 %	6,7 %
Ossiame S&P 500	Aksjer, USA	11 %	6,2 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	6,2 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	3,5 %
Coeli Frontier Markeder	Aksjer, EM	5 %	3,3 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	10 %	3,1 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	5 %	3,0 %
UBAM Japan Verdi	Aksjer, Japan	5 %	2,2 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	2,0 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	5 %	1,4 %
Mandarin Valeur	Aksjer, Europa	4 %	1,2 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	6 %	0,4 %
Holberg Norge	Aksjer, Norge	5 %	0,2 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	3 %	0,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	-0,1 %
DnB SMB	Aksjer, Norge	4 %	-2,4 %
EC Russland	Aksjer, EM	4 %	-4,2 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

## **Fond i fokus**

### **Ossiam S&P 500**

Markedet for store amerikanske selskaper er det mest gjennomanalyserte aksjemarkedet i verden. Konkurransen blant analytikere og investorer om å finne de selskapene som skal slå markedet er knallhard. På fagspråket sier vi at markedet er effisient, det vil si at prisene stort sett reflekterer den sanne verdien av selskapene. Det er ingen gratis lunsj i et effisient marked, konkurransen gjør det vanskelig for en forvalter å skape merverdi. I slike markeder er vi mer tilbøyelige til å investere i passive fond, også kalt indeksfond. Fordelen med indeksfond er at kostnadene er lavere enn i aktivt forvaltede fond. Ulempen er at det ikke er noen som jobber med å slå markedet. Avkastningen i et indeksfond blir markedets avkastning minus indeksfondets kostnader.

I løpet av de siste årene har det dukket opp hybridløsninger, «smarte» indeksfond med kostnader et sted mellom aktiv og passiv forvaltning. I stedet for å kjøpe litt av alle selskapene i markedet, slik et tradisjonelt indeksfond gjør, vil et smart indeksfond lage en regel for hvilke selskaper som inngår i fondet. Ossiam S&P 500 er et smart indeksfond. Fondet investerer i sektorer med positiv utvikling og lavest verdsetting, basert på professor Shiller sin verdsettingsmetodologi. Siste 12 måneder har Ossiam steget 22,9 %, og med det slått indeksen med 2,4 % -poeng. Enn så lenge ser det ut til at vi har funnet noe som er både billig og bra, i verdens mest kompetitive aksjemarked.

### **Storm Bond Fund**

Den investeringsbeslutningen som gjerne har størst betydning for avkastning og risiko, er fordelingen mellom aksjer og renter. Presumptivt har aksjemarkedet større risiko, men gir også muligheten for høyere avkastning. Med andre ord, mer aksjer gir bedre avkastning for de som tåler et krakk i ny og ne.

De fleste sannheter har modifikasjoner, så også med karakteristikken av aksjer og renter. Det finnes segmenter innen obligasjoner der risiko og avkastningspotensial minner om aksjer, og vice versa. Storm Bond Fund investerer i høyrenteobligasjoner i det nordiske markedet, og skiller seg ut ved å velge ut obligasjoner med særlig stort avkastningspotensial. Da er det ikke overraskende at fondet til tider havner i situasjoner der utsteder av obligasjonen får betalingsvansker og bryter låneforpliktelsene. Ofte er det en del av strategien å kjøpe obligasjoner fra selskaper som er i trøbbel. Normalt skyr obligasjonsinvestorene selskaper der de kan bli konvertert til aksjer, og selger disse obligasjonene på billigsalg. Da kan det være Storm som kjøper.

Forvaltningsstrategien til Storm gir utslag i store svingninger, og risikoen likner mer på et aksjefond enn et rentefond. Risikoen kan vi imidlertid håndtere. Enkelt sagt har vi tatt litt aksjepenger og litt rentepenger, og investert i Storm Bond Fund. Vi liker fondet fordi de opererer i et segment der det er lite konkurranse. Markedet Storm investerer i er lite effisient sammenliknet med det amerikanske aksjemarkedet. Storm er i en god posisjon til å utnytte muligheter der markedsprisene avviker fra virkelige verdier, og forvaltningen har gitt gode resultater det siste året. Fondet har steget hele 31,9 % og har med det slått de fleste aksjemarkedene i verden. Det er enklere å finne gull blant gråstein der ingen andre leter.

### **Porteføljeendringer**

Det ble ikke gjort endringer i porteføljen i februar. Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i FDA 80 %, mot Referanseindeksens aksjeandel på 60 %.

## Hvor mye aksjer skal jeg eie?

*Psykologi eller finans - ulike fagfelt gir ulike svar.*

Det korte svaret er: mest mulig. Har du en langsiktig plan om å øke kjøpekraften på pengene dine er det aksjer som gjelder, i hvert fall ifølge Oljefondet. Der argumenteres det for at aksjeandelen bør økes. Under et pensjonsseminar forrige uke tok Knut Kjær, tidligere sjef for Oljefondet, til orde for aksjer som den beste investeringen for å sikre kjøpekraften på lang sikt. En finansfaglig konklusjon er at den største risikoen for en langsiktig investor er å *ikke* investere i aksjer. Da risikerer du å tape kjøpekraft.

En av finansfagets store svakheter (i tillegg til uriktig bruk av normalfordelingsmatematikk) er at det i liten grad tas hensyn til hvem investoren er. Mange småsparere ergret seg i flere tiår over noen tusenlapper tapt på aksjer da staten overtok Kredittkassen, uten å ta hensyn til hvordan aksjeandelen påvirket utviklingen i kjøpekraft forøvrig. Folk flest har et emosjonelt forhold til risiko og avkastning, og det er folk flest som er investorer. Psykologer har «regnet» seg frem til at et tap føles dobbelt så tungt som en tilsvarende gevinst. Da spiller det liten rolle om en kvantitativ optimering av terminal realverdi, basert på empiriske data, tilsier at man bare skal investere i aksjer!

Finansfolk kan imidlertid ikke dy seg, de kalde talls tale legges til grunn for beslutninger. Vi er intet unntak, vi liker tall, de er konkrete og enkle å forholde seg til. Psykologi og følelse legges til siden, og vi ser på hva historiske tall avslører. Bør vi investere i aksjer eller sette pengene i banken? De fleste som sparer står ovenfor noe tilsvarende dette valget, en usikker oppside i aksjer eller forutsigbar (lav) rente på bankinnskudd. Da er det mer relevant å gjøre en pragmatisk vurdering av de to alternativene enn å følge det akademiske sporet ved å analysere utviklingen i kjøpekraftsutviklingen.

Investeringsperiode	Antall perioder aksjer > renter
1 år	70 %
5 år	76 %
10 år	83 %
20 år	99,9 %

I gjennomsnitt over en 100-årsperiode har aksjer gitt rundt 6,5 % høyere avkastning enn bankinnskudd.<sup>1</sup> Tabellen viser at med en investeringsperiode på 1 år vil aksjer slå bankinnskudd i 70 % av årene. Er investeringsperioden 20 år vil aksjer vinne i nesten alle tilfeller. Grafen under viser imidlertid at det er et stort utfallsrom rundt gjennomsnittet. Investerer man i 1 år vil aksjer i de verste årene falle 16 - 44 prosent under avkastningen fra

bankinnskudd (nedre mørkeblå området). I de beste årene ligger avkastningen fra aksjemarkedet 26 - 51 prosent over avkastningen fra bankinnskudd (øvre mørkeblå området). Grafen illustrerer hvorfor det er viktig med en lang tidshorison hvis man skal investere i aksjer. Jo lengre investeringsperioden er, jo mindre blir usikkerheten, og avkastningen konsentrerer seg mer og mer rundt gjennomsnittet. Historien viser at man må opp i over 20 års investeringsperiode for at aksjer alltid har slått

---

<sup>1</sup> Aksjer er den amerikanske S&P 500 indeksen og avkastningen på 3 måneders statssertifikater brukes som estimat på avkastningen fra bankinnskudd.

bankinnskudd. Fra juni 1961 til august 1982 var investorene bedre tjent med å ha pengene i banken, en periode på over 21 år.

Denne analysen er gjort på data fra det amerikanske markedet (på grunn av god tilgjengelighet på historiske data). Det favoriserer utfallet i favør av aksjer da USA har vært det beste av de globale aksjemarkedene de siste 100 årene. Det er ikke sikkert amerikanerne gjentar den bragden, eller at vi som investorer alltid er investert i det beste markedet (analysen er påvirket av såkalt *seleksjonsbias* og *suksessbias*).

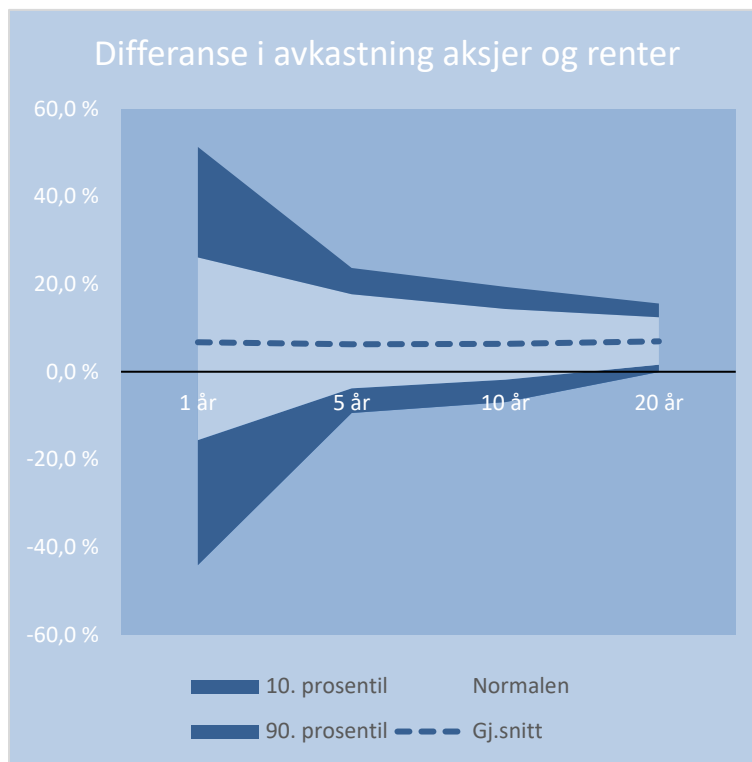
For å danne oss et bilde av hvor mye bedre det har vært å investere i amerikanske aksjer sammenliknet med

andre aksjemarkeder hopper vi tilbake til Oljefondets utvikling i kjøpekraft, eller realavkastning. Av hensyn til at månedsbrevet skal publiseres denne måneden, henter vi resultatene fra studier andre allerede har gjort på området<sup>2</sup>. Hvis du kjøpte amerikanske aksjer på verst mulig tidspunkt (i 1905) tok det 16 år før realavkastningen var positiv (kjøpekraften gjenopprettet). Siden 1900 har amerikanske aksjer alltid gitt positiv realavkastning hvis man var investert i mer enn 16 år sammenhengende. Statistikken er ikke like oppløftende i andre markeder. I Norge måtte man eie aksjer i godt over 40 år for å sikre positiv realavkastning. I enkelte andre land, som Frankrike, Japan og Tyskland, har det tatt over 50 år før kjøpekraften har blitt gjenopprettet hvis man kjøpte aksjer på feil tidspunkt. I Russland og Kina har sågar markedene blitt nasjonalisert og investorene tapte alt. Studiene viser at hvis man bruker amerikanske data bør man justere aksjers risiko litt opp og avkastning litt ned. Resultatene illustrerer også verdien av diversifisering godt. Å investere alt i et marked, være seg det norske eller amerikanske, vil introdusere en betydelig konsentrasjonsrisiko.

### De myke verdier

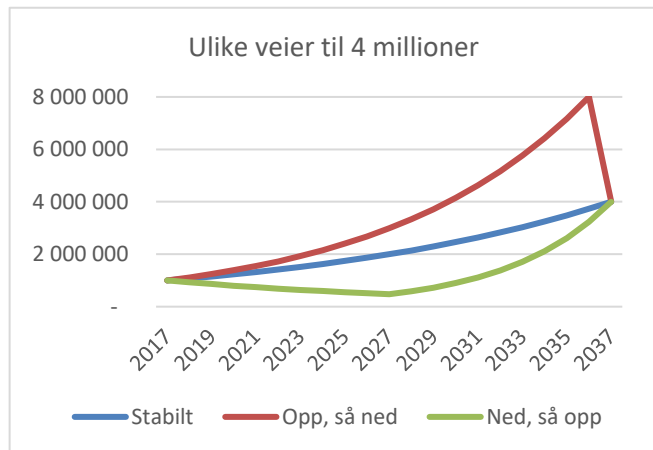
Tallenes tale er klar, skal du maksimere avkastningen bør du investere alt i aksjer. De færreste gjør det, og med god grunn. Aksjer går ikke alltid best. Det er en risiko for at aksjer vil underprestere, også over investeringsperioder de fleste av oss vil karakterisere som meget lange. De fleste av oss misliker usikkerhet og det taler for en mer diversifisert portefølje enn bare aksjer.

De færreste har et rasjonelt forhold til sluttverdien av porteføljen. Investeringsbeslutningen handler like mye om veien til målet som selve målet. Dette kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis du investerer 1 million i aksjer i dag vil en årlig avkastning på 7,2 % gi deg 4 millioner etter 20 år. I finansfaget er det lite rom for å vurdere hvordan avkastningen har fordelt seg over perioden. Får du



<sup>2</sup> Dimson et. al. 2006: The worldwide equity premium: a smaller puzzle. Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2016

11,6 % avkastning de første 19 årene har formuen steget til 8 millioner. Kommer så en ny finanskrise, og du taper 50 %, sitter du også igjen med 4 millioner. Utfallet er det samme, men smerten over å tape halve pensjonsfondet siste året vil for de fleste overdøve gleden av den gode avkastningen de 19 foregående årene. I tillegg vet vi at forutsetningene for å investere kan endre seg, kanskje trenger man å trekke på kapitalen før den planlagte pensjonsalderen.



Det er ikke nok bare å optimere sluttutfallet av investeringen. Våre opplevelser av risiko viser at hvordan veien går også teller, ikke bare målet.

Det er ingen enkel og eksakt måte å kartlegge en investors tålegrense for risiko. Sannsynligvis vil også grensen variere med tid og omstendigheter. En ting som er sikkert, er at det er enkelt å kartlegge når man har tatt for mye risiko. I tillegg til faren for søvnløse netter, karakteriseres for mye risiko av en sterk impuls til å selge aksjer midt under en krise. Salg som er et resultat av for høy risiko i porteføljen er sjelden gode investeringsbeslutninger.

Morningstar har gjort en studie som viser at folk flest får 1 % dårligere avkastning enn utviklingen i fondene de investerer i skulle tilsi. En forklaring på dette kan være at enkelte investorer tar for mye risiko, og når markedet er nære bunnen føler de seg nødt til å selge. For høy risiko kan gi opphav til investoradferd som påvirker avkastningen negativt. Balanserer vi vurderingen, basert på både psykologi og finans, er konklusjonen at du bør eie så mye aksjer som du tåler. Eier du for lite aksjer gir du slipp på aksjemarkedets overlegne verdiskapning, og du risikerer å tape kjøpekraft. Eier du mer aksjer enn du tåler kan det gi opphav til negativ opplevelse av å være investor, eller i verste fall investoradferd som reduserer avkastningen.

## Konklusjoner for investor

Du bør eie så mye aksjer som du kan tåle. Hvis du ikke vet hva du tåler er det en av de tingene en investeringsrådgiver kan hjelpe deg med. Hvis du vet hvor smertegrensen går har du allerede funnet ut hva den strategiske allokeringen i porteføljen skal være, den langsiktige fordelingen mellom aksjer og renter. Sentralt i mandatet i FDA ligger forutsetningen om at risikoen og avkastningen i aksjemarkedet varierer over tid. Således bør også aksjeandelen tilpasses markedssituasjonen. De fleste investorer kan være tjent med å ha litt dynamikk i fordelingen mellom aksjer og renter – eller dynamisk aktivaallokering – som vi kaller det.