

BREV TIL INVESTORENE: MARS 2017

Markedsutvikling

Mars var en god måned for globale aksjemarkeder, men Oslo Børs fortsatte å henge etter i utviklingen. Verdensindeksen steg 3,6 %, mens Oslo Børs falt 0,4 %. FDA steg 1,6 % og havnet noe bak Referanseindeksen som følge av overvekt i norske aksjer.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,6 %	3,3 %	3,3 %	14,8 %	33,8 %	59,0 %
Ref.indeks	2,2 %	3,8 %	3,8 %	11,5 %	37,7 %	67,1 %
Verdensindeksen	3,6 %	6,3 %	6,3 %	19,3 %	66,1 %	125,4 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,5 %	2,6 %	5,3 %
Oslo Børs	-0,4 %	0,6 %	0,6 %	19,1 %	22,4 %	67,8 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Fallende oljepris i mars kan være forklaringen på den svake utviklingen på Oslo Børs og at våre norske aksjefond havnet nederst på avkastningstabellen. Utviklingen i Europa for øvrig var meget god og de europeiske aksjefondene, sammen med Hermes Asia, steg rundt 6 %. Utviklingen i fremvoksende økonomier utenfor Asia var også sterk.

Hittil i år har ikke amerikanske aksjer ledet an i aksjemarkedenes oppgang. En gledelig forandring for oss som har noe mindre penger i det amerikanske markedet, og noe mer i Europa og Asia.

Utviklingen i det nordiske markedet for høyrenteobligasjoner fortsetter å overraske positivt. Storm Bond Fund og Holberg Kreditt stiger henholdsvis 2,1 % og 0,6 %. Rentefondene har vært en betydelig bidragsyter i porteføljen hittil i år.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i mars
Mandarin Valeur	Aksjer, Europa	4 %	6,6 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	6,5 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	14 %	5,8 %
Coeli Frontier Markeder	Aksjer, EM	5 %	4,7 %
EC Russland	Aksjer, EM	4 %	4,6 %
Ossiam S&P 500	Aksjer, USA	10 %	3,2 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	8 %	3,2 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	5 %	2,1 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	5 %	0,6 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	5 %	0,5 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	4 %	0,2 %
Konterter NOK	Renter, Norge	6 %	0,0 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	9 %	-0,1 %
UBAM Japan Verdi	Aksjer, Japan	4 %	-0,2 %
Holberg Norge	Aksjer, Norge	5 %	-0,6 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	-3,4 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Porteføljeendringer

Etter en periode med fantastisk utvikling i finanssektoren ble hele beholdningen i DNB Finans solgt. Siden Trump ble valgt til President har finanssektoren blitt reprimert, og spesielt amerikanske banker steg mye i verdi. Trump har lovet bedre vilkår for finanssektoren, noe som har ledet til forventning om økte inntekter i fremtiden. Finanssektoren fremstår ikke som høyt priset, men vi valgte å ta gevinst i påvente av om reformene blir gjennomført eller ikke.

Etter siste tids markedsoppgang fremstår spesielt amerikanske aksjer som dyrere enn historisk gjennomsnitt og vi har senket vårt estimat for fremtidig avkastning. Lavere forventet avkastning tilsier også en redusert vektning av aksjer i porteføljen. Vi har solgt 2 % i Ossiam S&P 500 (amerikanske aksjer) og Sector Kernel (globale aksjer). Pengene fra salgene ble plassert i Holberg Likviditet, et pengemarkedsfond med lav risiko.

Etter nedsalget utgjør aksjeandelen 72 % og FDA er således fremdeles overvektet aksjer sammenliknet med Referanseindeksens aksjeandel på 60 %.

Forutsigbarhet, risiko og usikkerhet

Finansbransjen overselger forutsigbarhet.

Vi har alle et grunnleggende behov for å avsløre hva fremtiden bringer, kanskje spesielt når det kommer til vår finansielle utvikling. Finansbransjen er flinke til å imøtekomme det kunden etterspør og aktørene leverer nettopp forutsigbarhet, forutsigbarhet i en komplisert og uoversiktlig bransje. Det skapes i hvert fall en illusjon om forutsigbarhet, en illusjon som er så gjennomarbeidet at både klientene og bransjen tror på den. Problemet er imidlertid at det meste av det fremtiden bringer er uforutsigbart. Spesielt gjelder dette i finansmarkedene som er markeds plasser som er konstruert med tanke på at alle kjente forhold reflekteres i prisene. Det er bare det ukjente som enda ikke er priset inn.

Enkelte hendelser lar seg forutse, for eksempel at etter vinter kommer vår. I andre omstendigheter er hendelsene uforutsigbare, men sannsynligheten (risikoen) lar seg kalkulere. I et kasino er det enkelt å beregne sannsynligheten for ulike utfall, og forventet avkastning (tap) hvis man spiller en rekke ganger i løpet av en kveld lar seg beregne. Imidlertid styres finansmarkedene verken av fysiske lover eller konstruerte spilleregler. Markedene ledes i stor grad av hendelser som er grunnleggende uforutsigbare, for eksempel: teknologiske gjennombrudd som oppfinnelse av PC, Internett og roboter; politiske hendelser som kriger, terrorhandlinger og handelsrestriksjoner; og naturkatastrofer som tørke, oversvømmelse og tsunamier.

En sentralbank har ansvaret for regulering av bankene og å sikre bankvesenets stabilitet. Finanskrisen viste oss at dette var en oppgave sentralbankene ikke hadde lyktes spesielt godt med og at utfordringen kanskje er mer krevende enn antatt. Sjefen for den britiske sentralbanken uttrykte sågar en frustrasjon over at bankene ikke spilte i et kasino, da ville i hvert fall risikoen la seg kalkulere. Dyrekjøpt erfaring har ettertrykkelig demonstrert at i finansmarkedene er det lite som kan forutsies og selv å beregne risikoen kan være et selvbedrag. Uansett hvor komplekse statistiske modeller vi lager, vil ikke det ukjente bli kjent. Det er mye som ikke lar seg estimere.

“If only banks were playing in a casino, then we could probably calculate appropriate risk weights.”
Mervyn King, Governor of the Bank of England

Kjernen til problemet ligger i at det nesten alltid oppstår ekstraordinære og uforutsigbare hendelser. Tidligere forsvarsminister Donald Rumsfeld kalte dette fenomenet «*the unknown unknowns*», altså det vi ikke vet, at vi ikke vet. Det store (selv)bedraget i finansbransjen skjer når det legges til grunn at denne typen ukjent risiko kan estimeres eller kontrolleres. Risikoen på et kasino kan estimeres og kontrolleres og det er utviklet statistiske modeller for dette. En del risiko i finansmarkedene er av samme karakter som kasino-risiko og kan modelleres og predikeres. Det kan være vanskelig å se hvor skillet mellom det uforutsigbare og det estimerbare går. Derfor oversømmes finansbransjen av genier innen kvantitative disipliner, som skal gjøre det umulige mulig.

Overivrige kvantitative genier har en tilbøyelighet til å tro at all risiko passer inn i deres modeller, også Rumsfeldts *unknown unknowns*. Et hedgefond med to nobelprisvinnere på laget gjorde denne feilen og utløste nesten en finanskriser allerede i 1998. Hendelsen beskrives glimrende av Roger Lowenstein i boken «*When genius failed: The rise and fall of Long Term Capital Management*». Nassim Taleb er kanskje mest kjent for å sette et navn på en uforutsigbar hendelse av stor betydning, nemlig en sort svane. Han har viet tema en hel bok kalt nettopp «*Black Swan: The impact of the highly improbable*». For øvrig har han viet mye av sin karriere til å overbevise finansbransjen om at forutsigbarhet er et selvbedrag. Taleb har ikke blitt en elsket mann i bransjen og følgelig brukt mye tid på å pumpe jern etter utgivelsen av sine bøker.¹

Problemet er at finansmarkedene er grunnleggende uforutsigbare. De som tror noe annet vil ha godt av å lese noen studier av eksperters spådommer og hvor treffsikre de er. Professor Gigerenzer har gjort flere studier av ekspertprognoser, og resultatene han kommer med er ganske pinlige avsløringer for bransjens eksperter. For eksempel har han gått gjennom de 22 største bankenes valutaprognoser over en 10 års periode. Prognosene bommer så mye, og så systematisk, at resultatet hadde blitt bedre om man bare gjettet på at valutakursene forble uendret. Tilsvarende studier avslører eksperters og strategers manglende evne til å spå utviklingen i aksjemarkedet. Fenomenet med ubrukelige ekspertvurderinger begrenser seg ikke til finans, men er identifisert på flere områder, blant annet politikk og medisin².

Hvorfor lærer vi ikke?

Hvis din karriere avhenger av å kunne forutsi det uforutsigbare, så er du kanskje ikke først i køen blant dem som ønsker å gjøre din stilling overflødig? Ifølge Professor Gigerenzer er det en ting finansbransjen virkelig har perfektionert, nemlig å få en feilaktig prognose til å fremstå som et nesten-treff. «Det var kun noen ekstraordinære og uforutsigbare hendelser som førte til at prognosen bommet, justert for dette var det *bulls eye*.» Andre høyere opp i næringspyramiden vet kanskje bedre, men deres bonus og jobbsikkerhet er også nært knyttet til at illusjonen opprettholdes. Bransjen har lite incentiv til å avsløre en illusjon som selger.

¹ Taleb uttalte at han hadde fått så mye hat-meldinger, spesielt fra andre økonomiprofessorer, at han mente det kunne komme godt med å kunne ta 150 kg i markløft.

² Tetlock (2005). *Expert political judgement* tar for seg hvor lite treffsikre ekspertene er når de uttaler seg om fremtidig utvikling innenfor sitt fagfelt.

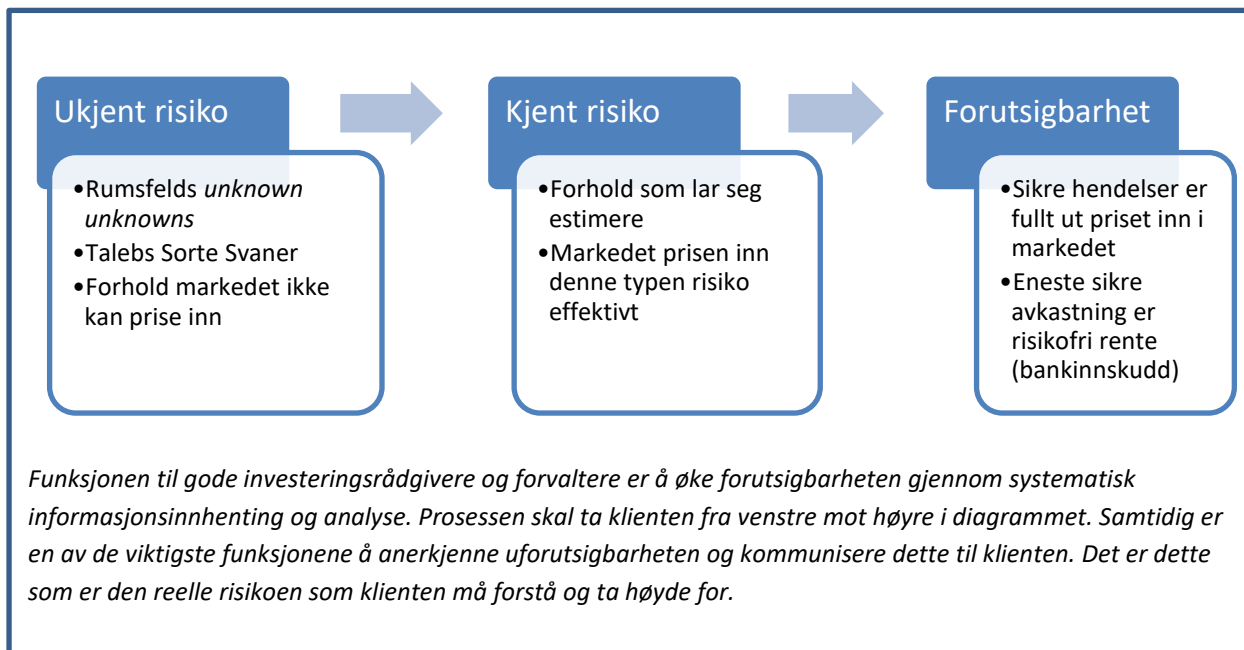
Klientene kan selv enkelt bytte fra en rådgiver eller forvalter som lever av å selge illusjonen om forutsigbarhet. Problemet her ligger i at de alternative fakta forteller en mer attraktiv historie. Hvem foretrekker en rådgiver eller forvalter med et budskap «det er ikke godt å si» når den høye og mørke konkurrenten på andre siden av gaten leverer både høy avkastning og lav risiko? Hva er poenget med å betale for en rådgiver som ikke vet hva som vil skje? Den alternative historien er så attraktiv at håp forveksles med sannsynlighet. I følge Henrik Ibsens litteratur er ikke dette et fenomen som begrenser seg til den moderne finansbransjen.

«Tar De livsløgnen fra et gjennomsnittsmenneske, så tar De lykken fra han med det samme.»
Vildanden, Henrik Ibsen.

Hva kan egentlig en rådgiver levere?

Sannheten, men kan de leve av det?

Selv om jakten på krystallkula som kan avsløre fremtidig utvikling på Oslo Børs åpenbart er fåfengt, betyr ikke det at man bør forholde seg passiv til hva fremtiden bringer. Også i finansmarkedene finnes det elementer av forutsigbarhet og identifiserte risiki. En ukjent risiko kan også gjøres kjent gjennom studier og innhenting av informasjon. Taleb illustrerer dette når han referer til terroranslaget mot Twin Towers i 2001 som en sort svane, og samtidig påpeker at det ikke var en sort svane for flykaprerne. De visste formodentlig hva som skulle skje. I finansmarkedene kan også ukjent risiko gjøres kjent og kjent risiko kan kalkuleres for å skape mer forutsigbarhet. Gode rådgivere og forvaltere kan tilføre klienten store verdier gjennom denne typen arbeid med risiko og usikkerhet.



En investeringsrådgiver skal levere forutsigbarhet til klienten, men det er klare begrensninger til denne forutsigbarheten. En dyktig rådgiver kan vri sannsynligheten litt i sin favør. Kunnskap og analyse kan gjøre enkelte «unknown unknowns» til «known unknowns». Kjente risiki kan modelleres basert på teori og empiri. Systematisk arbeid kan hjelpe investorer til å fatte bedre beslutninger, men det er ikke ensbetydende med at utfallet er forutsigbart. Faren ved å overselge forutsigbarhet er at

det treffes dårlige investeringsbeslutninger. Risiko undervurderes og investor tar mer risiko enn han eller hun tåler. Det kan gi katastrofale utfall for investor.

Det kan høres litt banalt ut, men troen på krystallkula dukker opp i ulike former i møte mellom Finansco og potensielle kunder. Når du engasjerer en rådgiver, eller investerer hos en profesjonell forvalter, introduseres også forventningene om en forutsigbar utvikling. Enkelte gir sågar uttrykk for at det er rådgiverens jobb å vite når aksjemarkedet skal stige og når det skal falle, og anbefale kunden å disponere deretter. Altså, høste aksjemarkedets risikopremie uten å ta risiko.

Man skulle tro at bransjen er tjent med å ta liv av denne typen vrangforestilling ved første anledning. Imidlertid er det enklere å etablere et kundeforhold hvis man kan innfri kundens forventninger.

Finansbransjen bør ikke falle for fristelsen til å øke salget ved å fremstille det uforutsigbare som forutsigbart. Det gagnar ikke klienten eller bransjen i det lange løp. Samtidig vil kundene være tjent med å være like skeptiske til fremsynte finansfolk som de er til spåkoner med tarotkort og krystallkule. Det meste av det som fremtiden bringer er uforutsigbart og lar seg ikke predikere.

Konklusjoner for investor

Forutsigbarhet er ønskelig, men kun i liten grad oppnåelig. En forutsetning for aksjemarkedets gode avkastning har vært at avkastningen er uforutsigbar av natur, og den uforutsigbarheten må investorene kjenne og akseptere. Større usikkerhet og høyere risiko er prisen for høyere forventet avkastning. Slik er det, det er en *deal* det ikke går an å endre på. Å høste aksjemarkeds risikopremie uten å ta risiko er en illusjon. Selvbedrag får hver enkelt drive med på egenhånd.

Espen Seidel
Oslo, 18.04.17