

BREV TIL INVESTORENE: JULI 2015

Markedsutvikling

I juli steg globale aksjemarkeder i lokal valuta og for norske investorer ble resultatet forsterket av en svekkelse i norske kroner. Spesielt europeiske aksjer steg mye etter en foreløpig avklaring av situasjonen i Hellas. FDA steg 2,1 % i juli og tapte noe terreng til referanseindeksen som steg 2,9 %. Hittil i år har FDA steget 11,2 % og ligger fremdeles godt foran referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	2,1 %	2,5 %	11,2 %	19,1 %	49,1 %	50,5 %
Ref.indeks	2,9 %	3,9 %	7,8 %	19,5 %	51,9 %	52,9 %
MSCI World	4,9 %	6,3 %	12,7 %	33,1 %	94,2 %	96,7 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,5 %	1,1 %	4,1 %	4,3 %
Oslo Børs	1,6 %	-0,1 %	10,9 %	4,4 %	50,9 %	55,7 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Det er særlig utviklingen i to land som har preget markedet i sommer, Hellas og Kina. Vi har tidligere argumentert for at investorer bør ignorere Hellas og konsentrere seg om Kina. Utviklingen i Hellas vil ha liten innvirkning på europeisk økonomi og enda mindre på verdensøkonomien. Kina derimot er verdens nest største økonomi og endringer i økonomisk utvikling kan sende sjokkbølger verden rundt.

I juli kom det en midlertidig avklaring på situasjonen i Hellas som innebærer en utsettelse av de reelle problemene. Kina fortsetter å vise tegn til svakere økonomisk vekst samtidig som det lokale aksjemarkedet korrigerer kraftig ned. Investorene reagerte med å sende asiatiske aksjer ned og europeiske aksjer opp. Dette reflekteres i avkastningstabellen under der europeiske aksjer med Invesco og Henderson ligger på topp og asiatiske aksjer med Hermes på bunn. Vi noterer oss at Sector Helse Verdi fortsetter å levere meget sterke resultater.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i juli
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	14 %	8,3 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	7 %	7,6 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	5 %	7,1 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	8 %	6,4 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	4 %	5,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	7 %	4,0 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	0,9 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	7 %	0,4 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	13 %	0,2 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	-0,5 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	-1,2 %
RAM EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	-2,3 %
EC Russland	Aksjer, EM	2 %	-2,4 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	-4,5 %

I gjennomsnitt leverte fondene 0,52 %-poeng lavere avkastning enn sine respektive referanseindekser og fondsseleksjonen bidro således negativt. Aktivaallokeringen, med en overvekt i aksjer på 8 %-poeng, bidro positivt til avkastningen.

Porteføljeendringer

Det er ikke gjort noen betydelige endringer i porteføljen i juli og aksjeandelen er ved utgangen av måneden nærmest uendret på 68,5 %.

ECBs pengepolitikk gir effekt

Super Mario gjør gråstein til gull.

Hellas skapte en midlertidig nedtur i europeiske aksjemarkeder. Det endret ikke på det faktum at europeiske markeder har steget mye i år, mer enn verden forøvrig. Samtidig ser vi at euroen har svekket seg betydelig mot amerikanske dollar i samme periode. Begge deler er i tråd med våre forventninger og vi har dratt god nytte av kursoppgangen i europeiske aksjer, samtidig som vi har sikret det meste av valutaeksponeringen fra euro til amerikanske dollar. Utviklingen styrker vår oppfatning om at ECBs sjef, Mario Draghi, vil lykkes med sin plan for å stimulere europeisk økonomi.

Siden vi tror Super Mario lykkes med sin plan blir vi presentert et dilemma: de selskap som vil dra mest nytte av stimulansene er selskap med høy(est) risiko. Selskap med stor gjeldsbyrde vil tjene på lavere rente og bedre tilgang til nye lån. Selskap med solid balanse og god økonomi vil også profitere, men i mindre grad. Markedsutviklingen i USA i perioden med kvantitative lettelsers viser en liknende tendens.

Men, hva hvis vi tar feil? Hvis Super Mario ikke er sterk nok til å demme opp for alle problemene i europeisk økonomi vil selskaper som var på konkursens rand bli de første ofrene for feilslått pengepolitikk. Spørsmålet er om muligheten for ekstra avkastning rettferdiggjør den medfølgende økningen i risiko.

Som vanlig har vi lagt stor vekt på konsekvensene hvis det viser seg at vi tok feil og har balansert hensynet til både avkastning og risiko. Derfor har vi investert i europeiske aksjer hos forvaltere (Invesco og Henderson) som har fokus på selskaper av høy kvalitet. Det regner vi med å tape litt på, men det isolerer oss fra de verste utfallene.

Konklusjoner for investor

Det er først åpenbart når det har skjedd.

Et hendelsesforløp er ikke åpenbart før det har utspilt seg, og da er det det eneste forløpet. I forkant av en hendelse er det alltid rom for ulike alternativer og usikkerhet. Investorer har en tendens til å overvurdere sin evne til å predikere utfall som kan føre til unødig økt risikotagningen. Når vi evaluerer en hendelse etter den har funnet sted bygger det som oftest opp under vår følelse om at dette var forutsigbart. Det er krevende, men viktig, å evaluere beslutninger i lys av den usikkerheten som rådet da de ble tatt. Å evaluere investeringer i etterpåklokskapens lys er en kilde til frustrasjon, ikke bedre investeringsbeslutninger.