

BREV TIL INVESTORENE: OKTOBER 2015

Markedsutvikling

I oktober kom en etterlengtet opptur i globale aksjemarkeder. Høsten er normalt en periode med mer urolige markeder og også den perioden da de fleste store sjokk har inntruffet. Etter svak utvikling i august og september trekker mange investorer et lettelsens sukk nå når oktober er tilbakelagt med positivt fortegn. FDA steg hele 4,1 % i oktober, marginalt svakere enn Referanseindeksen. Den norske kronen styrket seg noe i oktober og bidro således negativt til avkastningen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	4,1 %	-2,3 %	8,6 %	15,6 %	45,8 %	47,0 %
Ref.indeks	4,3 %	0,6 %	8,4 %	15,4 %	53,5 %	53,8 %
Verdensindeksen	7,1 %	0,7 %	13,5 %	25,6 %	97,5 %	98,2 %
Norske renter	0,0 %	0,2 %	0,7 %	1,0 %	4,0 %	4,5 %
Oslo Børs	5,7 %	-3,7 %	6,8 %	5,1 %	39,1 %	49,9 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Markedet for kredittobligasjoner, og spesielt høyrenteobligasjoner, har utviklet seg svakt etter sommeren og har trukket avkastningen betydelig ned. Det kan virke som det verste er over for denne gang og alle rentefondene bidro positivt i porteføljen. I gjennomsnitt utviklet aksjeporteføljen i FDA seg noe svakere enn Verdensindeksen. Våre bransjefond innen helse og finans, sammen med Storebrand vekst, trakk avkastningen ned. De største positive bidragene kom fra japanske aksjer og fremvoksende økonomier i Asia. Fremvoksende økonomier har vært gjennom en periode med svak aksjeavkastning og utviklingen i oktober kan være et tegn på at negativiteten er i ferd med å avta.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i oktober
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	6 %	11,9 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	4 %	10,5 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	6 %	8,4 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	8,2 %
iShares Stoxx 50	Aksjer, Europa	3 %	8,1 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	13 %	6,0 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	5,8 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	5,4 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	5,3 %
iShares S&P 400 Mid	Aksjer, USA	3 %	4,9 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	3 %	1,4 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	7 %	1,3 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	17 %	0,4 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	0,2 %

Aksjefond som investerer i fremvoksende økonomier har i en periode opplevd betydelige innløsninger. Når en stor gruppe investorer reallokerer kapital fra et marked til et annet kan det sette prisene under press i en periode. Når rotasjonen er gjennomført vil prisene ofte få en rekyl tilbake som følge av avtagende salgspres.

Porteføljeendringer

Etter en periode med kraftig prisfall i norske og nordiske høyrenteobligasjoner har vi benyttet anledningen til å øke eksponeringen i Holberg Kreditt (1 %) og Storm Bond Fund (2 %). Kapitalen er hentet fra kontantbeholdningen som nå utgjør 2,5 %. Ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen 60 % av FDA, en nøytral allokering til aksjer sammenliknet med Referanseindeksen. FDA har en betydelig overvekt til høyrenteobligasjoner.

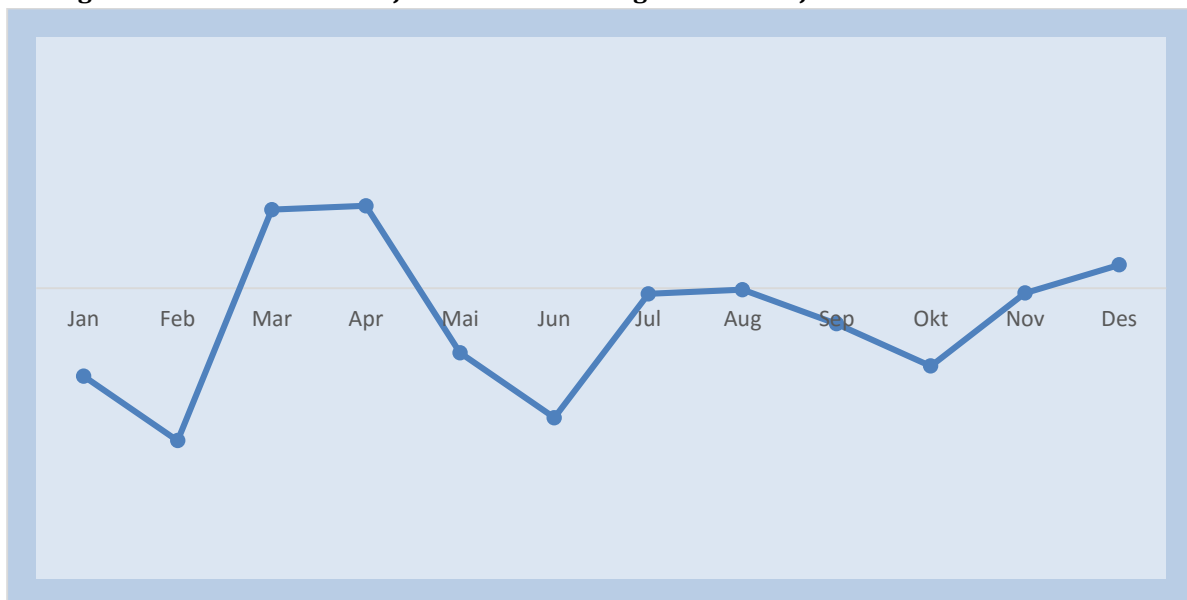
Markedsutvikling

Fantastisk avkastning i den fryktede oktober måneden

Aksjemarkedet virker å svinge i humør gjennom året. Hvis vi ser på avkastningen per kalendermåned de siste ti årene er det klare tegn til å frykte utviklingen i oktober. Høsten er en periode der forholdet mellom den beste og den verste avkastningen ikke er i investors favør. Dette preges selvfølgelig av at finanskrisen raste på sitt verste i september og oktober i 2008. For de som har god hukommelse vil minnet om IT-boblen som sprakk høsten 2001 og børskrakket oktober 1987 bidra til å frykte aksjemarkedets høststormer.

Forholdet mellom beste og dårligste avkastning for en kalendermåned kan brukes som et risikomål for de ekstreme utslagene. Grafen under viser forholdstallet for amerikanske aksjer. For hver kalendermåned er beste observasjon relativt til dårligste observasjon avbildet. Oktober er blant de månedene der største tap har oversteget største gevinst. Desember derimot har et utfallsrom tiltet mot oppsiden. Andre måter å måle sesongvariasjoner på bekrefter at når det går mot jul har aksjer en tendens til å stige. Våren er også sesongen for å være i aksjer. Liknende sesongvariasjoner finnes på Oslo Børs og i andre regioner.

Sesongeffekt i amerikanske aksjer: beste over dårligste observasjon



Grafen er beregnet på siste ti års avkastningshistorikk for S&P 500 indeksen. For hver kalendermåned er høyeste avkastning siste ti år delt på største tap siste ti år. Positive tall indikere positivt forhold mellom avkastning og risiko, og vice versa.

Hva så med økonomisk teori? Det er vanskelig å se hvorfor summen av rasjonelle investorers adferd skulle resultere i sesongvariasjoner i aksjemarkedet. Eventuelle sesongvariasjoner er enkle å oppdage

og enkle å kapitalisere på. Økonomisk teori (basert på forutsetningen om at mennesker er rasjonelle i økonomisk forstand) sier at sesongvariasjoner er et resultat av tilfeldigheter og det er ingen grunn til å forvente at historien vil gjenta seg. Basert på erfaringer om hvordan egen rasjonalitet har en tendens til å forvitte under stress, tillegger vi økonomisk teori begrenset vekt. Økonomer har i mange år klamret seg til et teoretisk rammeverk som er tuftet på forutsetningen om rasjonell adferd. Det har unektelig gitt opphav til flotte teorier og prestisjetunge utmerkelse, samt et påfallende avvik mellom teori og virkelighet. I de senere år har psykologene gjort sitt inntog i økonomifaget og etablert adferdsøkonomi som en disiplin der matematiske modeller er erstattet med innsikt i menneskelig adferd. I motsetning til tradisjonell teori er adferdsøkonomi i stand til å forklare hvorfor jeg har en irrasjonell frykt for markedsfall *etter* at markedet har falt mye. Adferdsøkonomi gir også rom for at humøret i markedet svinger litt med årstidene og kanskje en grunn til å gå inn i oktober med nervene i spenn. Den gode markedsutviklingen i oktober er i så måte en enda bedre nyhet en tallene skulle tilsi.

Utsikter

Basert på sesongvariasjonene går vi en god periode i aksjemarkedet i møte. Vi mener imidlertid at slike effekter er av underordnet betydning til fundamentale forhold. Alt annet like, vil vi nødvendig gå imot sesongvariasjoner, men det styrer ikke vår allokering alene.

Markedet er delt i synet på om den amerikanske sentralbanksjefen Jannet Yellen vil heve styringsrenten fra 0 til 0,25 % i desember. Sist markedet fokuserte på muligheten for en amerikansk renteheving resulterte det i en flukt til sikre investeringer som sendte aksjemarkedene hodestups ned. Denne gangen tror vi det er annerledes. Frykten var knyttet til at renten skulle heves for mye, for tidlig. Amerikansk økonomi viser tiltagende tegn på at det er på tide med en renteheving etter syv år med nullrente. En eventuell renteheving i desember vil kunne gå relativt upåaktet hen i markedet.

Selv med utsikter til økte renter i USA vil lave renter sannsynligvis prege markedene i mange år fremover. Mange investorer vurderer aksjemarkedet ut fra multipler som Pris/Bok og Pris/Inntjening. Disse tradisjonelle prisindikatorer vil kunne villedde investorene til å trekke seg ut av aksjemarkedet for tidlig. Hvis man ikke tar hensyn til rentenivået i en investeringsbeslutning står man i fare for å gjøre en kardinalfeil.

Vi har tidligere argumentert for at aksjemarkedets prising må sees i sammenheng til risikofri rente. Vi relanserte i den sammenhengen en prisindikator under et nytt mer fengende navn, Finanscoindikatoren. Aksjemarkedets langsiktige inntjening, relativt til rentenivået, sammenliknes med historiske verdier i indikatoren. Tabellen under viser aksjemarkedets rabatt sammenliknet med historisk prising. I denne sammenhengen er aksjemarkedet langt fra dyrt.

Region	Finanscoindikatoren
USA	16,8 %
Eurosonen	34,2 %
EM	45,7 %
Norge	107,2 %
Japan	47,9 %
Storbritannia	79,2 %
Gjennomsnitt	55,2 %

Norge fremstår som den regionen med det billigste aksjemarkedet. Vi forholder oss fremdeles avventende da vi anser det for uklart om norske aksjer er billige eller om den lave prisen reflekterer et varig fall i inntjening som følge av fallet i oljeprisen.

Konklusjoner for investor

Det skal gjøre vondt før det gjør godt.

Gode investeringsbeslutninger innebærer ofte å gjøre det motsatte av det man intuitivt vil gjøre. Markedet har en tendens til å bevege seg som i flokk, spesielt under stress eller ekstrem eufori. Da kan det gjøre vondt å holde seg til analysen og investere basert på empiri, men det er også de avgjørelsene som ofte betaler seg.

Vi setter til side følelsen av at risikoen har økt i aksjemarkedet. Denne følelsen følger av noen turbulente måneder i aksjemarkedet og er ikke knyttet til fundamentale forhold. Vi holder risikoen oppe i porteføljen basert på prisingen i markedet og at vi går inn i en sesong der man oftere får betalt for å ta risiko.

*Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 12.11.15*