

BREV TIL INVESTORENE: JUNI 2016

Markedsutvikling

Globale aksjemarkeder målt i norske kroner falt med -0,3 % i juni, men bak disse tallene skjuler det seg store svingninger i forbindelse med Brexit. FDA falt 1,8 % og havnet med det 1,6 % poeng bak utviklingen til Referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-1,8 %	0,6 %	-6,6 %	-5,4 %	28,5 %	39,4 %
Ref.indeks	-0,2 %	1,5 %	-2,3 %	2,3 %	37,0 %	51,9 %
Verdensindeksen	-0,3 %	2,4 %	-4,2 %	3,0 %	64,0 %	93,2 %
Norske renter	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,7 %	3,3 %	4,9 %
Oslo Børs	-2,3 %	4,3 %	-1,2 %	-4,2 %	28,6 %	46,9 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Nederst i avkastningstabellen finner vi kanskje noe overraskende japanske aksjer. Japan er kanskje ikke det markedet man skulle forvente ble hardest rammet av et Brexit-sjokk. Forklaringen er imidlertid knyttet til en voldsom appresiering av japanske yen som følge av yensens funksjon som en sikker havn i kriser. Vår investering i japanske aksjer er valutasikret og vi dro derfor ikke nytte av valutaeffekten. Som ventet ble europeiske aksjer hardt rammet av Brexit, men her virket valutasikringen til vår fordel og tapet ble begrenset til henholdsvis -5,5 % og -7,2 % for Invesco- og Henderson-fondene.

På toppen av avkastningstabellen ligger amerikanske statsobligasjoner med lang løpetid, en defensiv investering anskaffet for anledningen. Obligasjoner i fremvoksende økonomier har også holdt seg godt i det urolige markedet.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i juni
iShares US Statsoblig. 20+	Renter, USA	5 %	7,9 %
Nordea EM Kreditt	Renter, EM	6 %	2,1 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	1,7 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	1,3 %
Nordea US HY	Renter, USA	2 %	0,8 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	12 %	0,7 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	0,6 %
Ossiam SP 500	Aksjer, USA	5 %	0,5 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	0,2 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	6 %	0,1 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	-0,3 %
DNB Teknologi	Aksjer, USA	4 %	-2,0 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	-2,2 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	5 %	-5,5 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	6 %	-7,2 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	4 %	-7,8 %

Avkastningen er målt i norske kroner.

Porteføljeendringer

I forkant av Brexit-avstemningen reduserte vi beholdningen i japanske aksjer (vi reduserte beholdningen i europeiske aksjer i mai) og investerte provenyet i DNB Teknologi. Beholdningen av europeiske høyrenteobligasjoner ble realisert og flyttet inn i Nordea EM kreditt, et fond som investerer i kredittobligasjoner i fremvoksende økonomier. Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i FDA 50 % og andelen høyrenteobligasjoner 26 %. Vi anser den samlede risikoeksponeringen til å ligge rundt normalen.

Brexit

Nok for denne gang

Britenes folkeavstemning om videre medlemskap i EU, som overraskende endte med Brexit, preget markedsutviklingen i juni. I forkant av avstemningen falt og steg markedene i takt med endringene i meningsmålingene. Da Brexit var et faktum falt europeiske aksjer og valutaer kraftig. Prisen på sikre havner som statsobligasjoner og amerikanske dollar steg momentant. Allerede ved utgangen av måneden hadde markedet ristet av seg det verste sjokket over britenes separatisme og mye av fallet i markedet var gjeninnhentet.

Hvis du har lest så langt har du sikkert allerede lest deg lei på kommentarer om Brexit andre steder og vi har sannsynligvis lite nytt å tilføye. Vi nøyer oss med å konstatere at vår beste investering i juni var amerikanske statsobligasjoner, en investering vi ikke liker, men kjøpte i tilfellet vi mot all formodning skulle ta feil. Vi holder fast ved denne investeringen inntil videre da markedet sannsynligvis ikke er ferdig med å fordøye konsekvensene av folkeavstemningen.

Første halvår 2016

Et kritisk tilbakeblikk

Vi gjør som vanlig opp status etter endt halvår og dukker ned i analysen for å se hva som har gått bra og hva vi kan gjøre bedre. Vi så relativt lyst på fremtidsutsiktene ved inngangen til året. I hovedsak forventet vi oss mer av det samme, altså pengetrykking og sentralbankpolitikk. Sentralbankene i Europa (ECB) og Japan skulle overta etter den amerikanske sentralbanken (Fed) med å tilby likviditet og stimulere investorenes risikoappetitt. Amerikanerne hadde nytt godt av flere år med økonomisk fremgang og stigende aksjekurser, i hvert fall delvis på grunn av Feds stimulerende tiltak. I all sin enkelhet var vår analyse basert på at vi skulle se en liknende utvikling i Europa og Japan, og porteføljen var innrettet deretter.

Noe gikk imidlertid galt i forbindelse med sentralbankenes vaktskifte. Fed hadde holdt liv i festen ved å stadig fylle opp punsjbollen, og var stemningen avtagende ble punsjen spritet opp med nye eksperimentelle ingredienser. Mye har vært sagt om den sure stemningen som kan spre seg når den evigfulle og gratis punsjbollen trekkes tilbake. Planen var imidlertid ikke å trekke den tilbake, men på nachspielet skulle Bank of Japan og ECB spandere sake og årgangsrisesling. Det var en fest vi var fast bestemt på være med på.

Ved inngangen til året hadde vi 20 % i høyrenteobligasjoner og en aksjeandel på 65 % med overvekt i Europa og Japan. Vi sto foran god-sesongen for aksjer og vår største bekymring var at vi kanskje hadde tatt for liten risiko.

Allerede i starten av januar var festen over, lenge før den hadde kommet i gang. Avisene var preget av krigstypeoverskrifter som proklamerte den verste starten på et aksjeår siden finanskrisen, med mer enn antydninger om at dette var starten på en ny krise. Globale aksjer falt over 12 % på kort tid før markedet snudde like brått som det hadde falt. I perioden gjorde vi kun mindre endringer i porteføljen. Selv om vi ikke hadde forutsett et kraftig fall var vi ikke enige i oppfatningen om at det var starten på en ny krise. Etter at markedet hadde gjeninnhentet mye av tapet tok det ikke lang tid før fokuset ble skiftet til neste potensielle krise, nemlig Brexit, og berg- og dalbanen var i gang igjen.

Tabellen under viser hvordan utviklingen i FDA har vært i denne volatile perioden. Resultatet sammenliknes med utviklingen i referanseindeksen og identifiserer kilder til mer- og mindreavkastning.

Avkastning	Hittil i år
FDA	- 6,6 %
Ref.indeks	- 2,3 %
Differanse	- 4,3 %
Bidrag til differanse (attribusjonsanalyse)	
Allokeringsbeslutninger	- 1,1 %
Europeiske aksjer	- 1,9 %
Japanske	- 1,4 %
Høyrenteobligasjoner	+ 0,4 %
Stat og sikre obligasjoner	+ 0,5 %
Kostnader	- 0,9 %
Andre investeringer og kryseffekter	- 1,1 %
Sum differanse	- 4,3 %

Tabellen viser at FDA, med en negativ utvikling på -6,6 %, underpresterte Referanseindeksen med 4,3 %-poeng. Vi lå overvektet aksjer i starten av året da aksjer falt som mest og den allokeringsbeslutningen kostet oss -1,1 %. Videre kostet allokeringen til europeiske og japanske aksjer henholdsvis -1,9 % og -1,4 %. Høyrenteobligasjoner har svingt mye i løpet av perioden, men vi har hatt rett i vårt syn på at høyrenteobligasjoner er et godt alternativ til aksjer i dagens marked. Høyrenteobligasjoner har trukket avkastningen opp med 0,4 % i løpet av første halvår. Våre defensive investeringer i statsobligasjoner, kontanter og sikre kredittobligasjoner har også bidratt positivt.

En ting som virkelig har fungert godt i perioden er forvalterseleksjonen. Fondene vi er investert i har i gjennomsnitt slått sine markeder med 2,7 %-poeng og dempet effekten av at vi har allokert til feil markeder.

Analysen viser hva vi har tapt og hva vi har tjent på, men sier ikke noe om hva som gikk galt i beslutningsprosessen eller hva vi kunne vært gjort annerledes. I etterpåklokskapens lys er det lett å tro at slik verden utviklet seg var eneste mulige utfall og burde vært åpenbart også på investeringstidspunktet. Første halvår ble preget av to hendelser:

1. Kraftig korreksjon i januar og starten av februar
2. Brexit i midten av juni

Vi kan konkludere med at vi kom dårlig ut av den første og godt ut av den andre. Forskjellen på de to hendelsene er at vi ikke så noen tegn til at markedet skulle krasje i starten av året og dermed ikke var investert deretter. Brexit var vel annonsert, og selv om vårt hovedscenario var fortsatt EU-medlemskap for Storbritannia, hadde vi innrettet porteføljen med tanke på at vi kunne ta feil. Dermed gikk vi inn i den første krisen med litt mye gass og i den andre krisen med en velbalansert portefølje.

Korreksjonen i starten av året kom overraskende på oss. Vi greier imidlertid ikke ta noen generell lærdom av hendelsen som tilsier at vi skal forutse en liknende korreksjon neste gang. Konklusjonen er at noen ganger blir man tatt på feil fot og det er en type risiko vi må ta høyde for i porteføljen til enhver tid. Konsekvensen av uforutsette hendelser bør ikke være større enn at vi kan leve med dem, slik som i de ubehagelige ukene i januar og februar.

Konklusjoner for investorer

Det går ikke alltid bra selv om du har gjort alt riktig og alt går ikke galt selv om du har fattet en dårlig beslutning. Dette er en av de grunnleggende utfordringene når vi opererer i markeder der usikkerhet og risiko råder.

En forutsetning for å lære og være i en forbedringsprosess er å være kritisk til beslutningene som er fattet og vurdere om man vil gjøre det på samme måte neste gang. Dette gjelder både beslutninger med positivt utfall og negativt utfall, det kan være like mye å lære av begge tilfellene. Avkastningen er selvfølgelig en del av tilbakemeldingen på hvor god investeringen var, men det er langt fra det samme som å analysere investeringen i etterpåklokskapens oppklarende lys. Vi jobber kontinuerlig med å bedre kvaliteten på vår investeringsprosess og det er en fin balansegang mellom å være ydmyke for tilbakemeldingen vi får fra markedet og fastholde overbevisningen om at en god prosess gir gode resultater over tid, men ikke til enhver tid.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 07.07.16