

## Bare en liten korreksjon?

I februar falt verdens aksjemarkeder fem prosent på det meste målt i norske kroner, men innhentet senere en del av fallet.

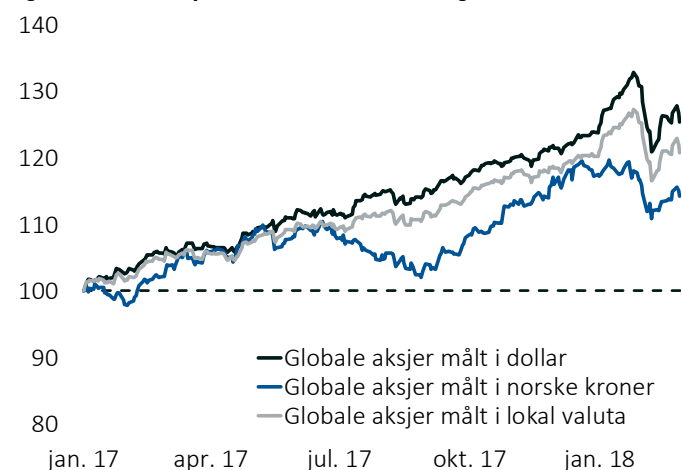
Samtidig øker de globale rentene noe, som bidrar til svak avkastning i renteporteføljer.

Det gjenstår å se om markedsbevegelsene i februar bare var en liten korreksjon eller om de er begynnelsen på noe mer.

### Svak avkastning siden juni 2017

Vi anbefalte for en måned siden å redusere allokeringen i aksjer og øke i renteplasseringer. Endringen i markedssynet kom som følge av at det for tiden bare er momentum – det vil si trenden i aksjemarkedet – som tilsier at man bør ta mer risiko enn normalt.

Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner siden 2017

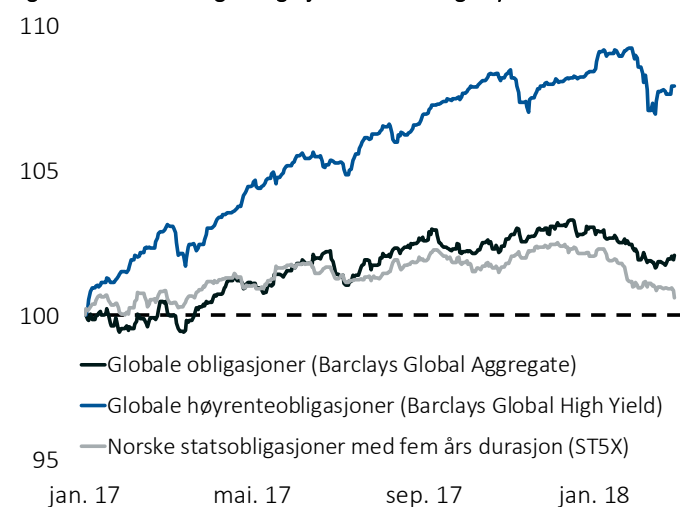


At fallet i aksjemarkedet kom akkurat nå, er naturligvis uventet; ingen vet eksakt hva fremtiden bringer. Men signalene om økt risiko har vært der en stund, jf. utviklingen i sentimentet over lengre tid (se figur 6 på side 3). Optimismen blant folk i markedet har vært unormalt høy over så lang tid i den grad at man må være forberedt på at markedet begynte å bli sårbart for et steg tilbake. Når verken konjunktur eller verdi støtter økt risikotaking – samtidig som pengepolitikken er mer uoversiktlig enn på lenge – endret vi synet vårt på risikotaking for en måned siden. Dermed har vi i løpet av det siste året gått fra overvekt i aksjer til nøytralvekt (nedvektning skjedde i juni 2017) og endelig til undervekt i februar 2018.

Når vi ser på markedsutviklingen det siste året, er det åpenbart at avkastningen ikke er like god lenger. Siden vi reduserte aksjeallokeringen i juni 2017, har globale aksjer

steget bare to-tre prosent målt i norske kroner. Det er for øvrig vekstmarkedene som har bidratt til nesten hele avkastningen; modne markeder har knapt steget i verdi fra juni i fjor til i dag.

Figur 2: Nullavkastning i obligasjoner med lav og høy risiko siden 2017



Fraværet av god aksjeavkastning fra juni 2017 til i dag oppveies dessverre ikke av bedre avkastning i rentemarkedene. Barclays Global Aggregate, verdens mest helhetlige renteindeks, har falt noe i verdi siden juni i fjor. Samme bilde ses i norske statsobligasjoner. Globale høyrenteobligasjoner har gjort det litt bedre i perioden, med en verdistigning på rundt én prosent siden juni i fjor.

Norske myndigheter overrasket i forrige uke da de varslet kutt i inflasjonsmålet til Norges Bank, fra 2,5 til to prosent. Endringen i inflasjonsmålet ga umiddelbart utslag i markedene; kronen styrket seg en knapp prosent og markedsrentene økte litt. Det hele er en påminner om at myndigheter verden over – deriblant de norske – ønsker å legge forholdene til rette for noe høyere renter. Reduseringen av inflasjonsmålet kan tolkes som en invitt til Norges Bank om å heve renten raskere enn de ellers kunne gjort med et høyere inflasjonsmål. Høyere markedsrenter er imidlertid allerede et faktum i Norge og andre land. Eksempelvis har toårsrenten her hjemme – som kan ses på som markedets tro på gjennomsnittlige renter i neste toårsperiode – steget fra én prosent i november til 1,4 prosent i dag. Hvis vi kommer til å se mer aggressive sentralbanker både hjemme og ute i tiden fremover, øker sannsynligheten for at det er klokt å følge vår anbefaling om noe lavere porteføljerisiko enn normalt.

## Tema: Hemmeligheten bak suksessfull formuesforvaltning

Veien til intelligent formuesforvaltning er kort og enkel når man kjenner den. Men å gå den alene byr erfaringsvis på større utfordringer enn om man har noen å støtte seg til på den smale veien mot suksessfull formuesforvaltning.

Formuesforvaltning har nær 20 års erfaring med bygging av porteføljer for kunder. Vi snakker naturligvis om forvaltning av virkelige penger og ikke teoretiske skrivebordsøvelser.

Figur 3: Sju trinn mot vellykket formuesforvaltning



I figur 3 illustrerer vi sju trinn på veien mot vellykket formuesforvaltning. Illustrasjonen er omtalt utførlig i brosjyren «Bevare og utvikle» som du kan laste ned [her](#) eller få tilsendt av rådgiveren din. Det første trinnet er tegnet litt større enn de andre. Årsaken er at emosjonelt styrt formuesforvaltning er det aller største hinderet på veien mot suksess i forvaltningen. Ifølge Dalbar, et amerikansk analyseselskap, har amerikanske aksjefondsinvestorer hatt en avkastning på 5,3 prosent i snitt pr. år de siste 20 årene, mens aksjeindeksen Standard & Poor's 500 har hatt en gjennomsnittlig årsavkastning på 7,2 prosent i samme periode. Vi setter «mind the gap»-problematikken på dagsorden når vi bruker sentimentmålingen i figur 6 på side 3 for å advare mot overoptimisme når alle andre er optimistiske og overpessimisme når alle andre har blitt pessimistiske.

Hvis vi lykkes med å unngå det emosjonelt relaterte avkastningsgapet, kan vi gjennom to grep bidra til følgende i porteføljeforvaltningen:

- Høyere risikjustert avkastning
- Meravkastning utover markedsavkastningen

Av de to er (a) enklere å oppnå enn (b), men gjennom nesten 20 år har vi lykkes med begge punkter. Det hele kan illustreres slik vi har gjort i figur 4.

Kule «1» illustrerer det naive utgangspunkt som gjerne består av noen norske aksjer og høyrenteobligasjoner; vi har støtt på mange porteføljer av denne typen. Ved å bytte ut enkeltpapirer med fond, kan risikoen reduseres betydelig samtidig som forventet avkastning er den samme som før. Ved å bevege seg ut av Norge til en mer

global portefølje med bedre risikjustert avkastning, faller risikoen ytterligere samtidig som forventet avkastning opprettholdes. God risikospredning kan i mange tilfeller halvere risikoen uten at forventet avkastning faller, jf. veien fra kule «1» til «2».

Merk at spranget fra kule «1» til «2» kan gjenskapes ved å bruke indeksfond i aksje- og renteforvaltningen. I Formuesforvaltning har vi imidlertid bygd porteføljer litt annerledes enn slik passive indeksforvaltere har gjort det. Våre avvik fra den tradisjonelle indeksforvaltningen fra 2001 til i dag kan oppsummeres slik:

- Vi har benyttet oss av aktiv forvaltning.
- Vi investerer også i alternative aktiva for å oppnå høyere risikjustert avkastning.

I teorien er aktiv forvaltning et nullsumspill hvor den med lavest kostnader får høyest avkastning etter kostnader. Dette er ren aritmetikk og kan ikke avfeies uten å endre antakelsene i regnestykket. Interessant nok støtter erfaringen teorien. Ifølge Standard & Poor's SPIVA-rapport har rundt 90 prosent av aktive globale fond gjort det svakere enn referanseindeksen de siste 15 årene. Halvparten av de globale fondene som fantes for 15 år siden, er lagt ned i perioden. Til sammenlikning har den globale aksjeforvaltningen i Formuesforvaltning slått referanseindeksen med mer enn to prosent i snitt pr. år siden 2001. Hva er sannsynligheten for å på løpende basis plukke mer enn fem globale fond som i snitt slår indeks over 15 år, når 90 prosent av fondsutvalget slås av indeks? Den er godt under én prosent. Sjeldent god aksjeforvaltning har med andre ord bidratt til å løfte kundeavkastningen opp fra kule «2» til «3» i figur 4.

Kule «3» har imidlertid ikke bare høyere avkastning enn den indeksbaserte kule «1»; «3» har også lavere risiko. Her har ikke minst bidraget fra alternative investeringer gjort seg gjeldende. Alternative investeringer har en annen form for risiko enn børsnoterte aksjer og obligasjoner. Vår erfaring i snart 20 år er at alternative plasseringer har bidratt til svært god risikjustert avkastning. Reisen fra kule «1» til «2» ser skjematisk og teoretisk ut i figuren, men det er samtidig den beste illustrasjonen av forvaltningen av virkelige penger i Formuesforvaltning fra 2001 til i dag.

Figur 4: Suksessfull porteføljeforvaltning på 1-2-3

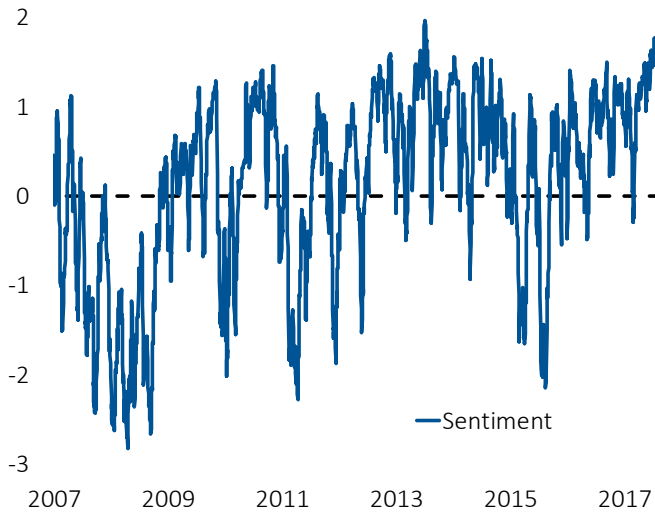


### Markedsdriverne på 1-2-3

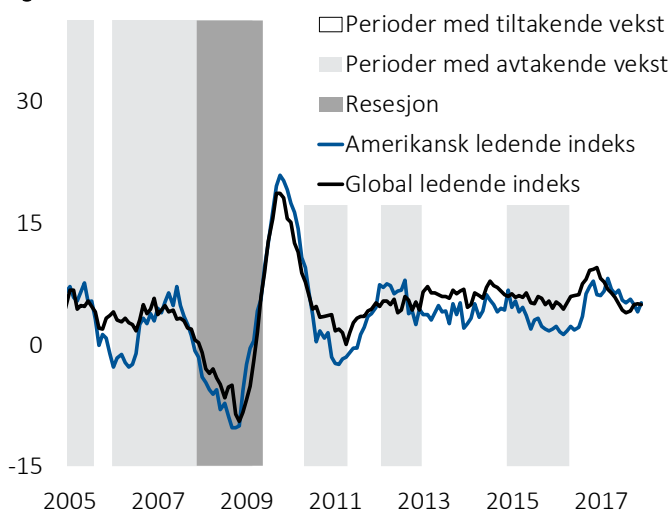
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 6) gjenspeiler optimisme og er dermed en negativ markedsdriver på kortere sikt.
- Konjunktur (figur 7) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 8) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 9) forteller oss at markedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.

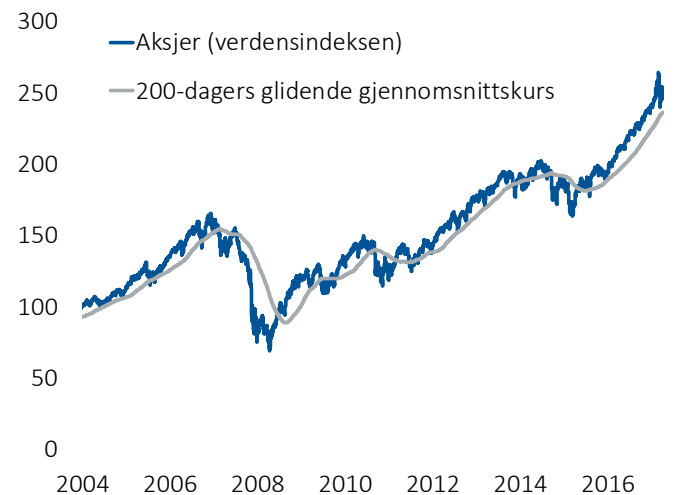
Figur 6: Sentimentet er sjeldent høyt



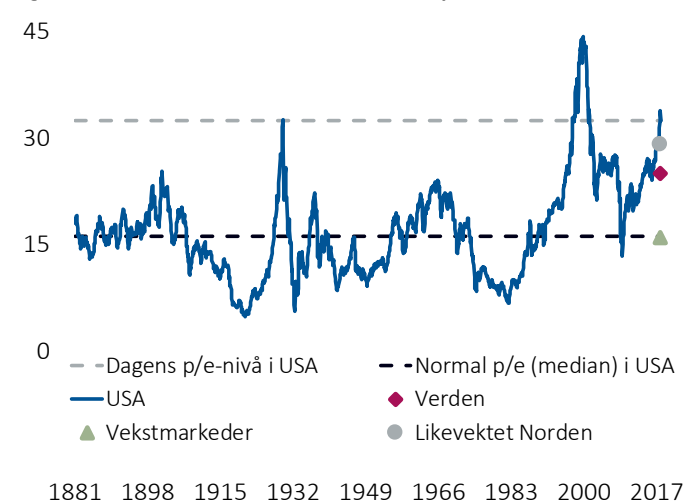
Figur 7: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler undervekt i aksjer og å ta mindre risiko enn normalt.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
✓ MOMENTUM	Undervekt	✓ VERDI
		✓ SENTIMENT
		✓ KONJUNKTUR

Figur 11: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 av den globale aksjeforføljen.	Undervekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt i nordiske aksjer.	Undervekt
Renteplasseringer	Undervekten i aksjer reallokeres inn i renter.	Overvekt
Rentefølsomhet	Vi anbefaler en normal durasjon i renteporteføljen.	Nøytral
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral