

2015 ser ut til å bli et nytt godt år for Gablers kunder

Av: Ernst Hagen. Investment Manager, Gabler Investment Consulting AS

Når årsskiftet nærmer seg, er det betimelig med en evaluering av resultatene og se på hva som kan skje i 2016.

I begynnelsen av 2015 var Gabler Investment Consulting opptatt av risikostyring av porteføljene: Trippeltap hvor både aksjefall, renteøkning og valutakursbevegelser kunne gi verdifall ble et begrep hos oss. Mange porteføljer har blitt tilpasset dagens situasjon hvor risikospredning, eiendom og hedgefond har blitt viet stor oppmerksomhet. Vi har også fokusert på globale obligasjoner på bekostning av norske obligasjoner på grunn av konsentrasjonsrisikoen i norsk økonomi. Gjeldende investeringsstrategier har vært evaluert og tilpasset dagens situasjon.



Gode resultater

Strategien har vist seg å gi gode resultater for våre kunder. Både Stiftelser, pensjonskasser og kommunale investeringsfond kan komme ut av året med god avkastning med mindre det skulle skje noe uventet de siste 14 dagene. Et eksempel er en stiftelse som har 10% avkastning pr 30.11. med en aksjeandel på 45% i porteføljen. (Det kan endre seg til 31.12.) Det må kunne karakteriseres som meget bra når vi vet at obligasjoner i 2016 kun har gitt et par prosent avkastning. Avkastningen kan hovedsakelig forklares ut fra tre forhold:

1. Forvalterseleksjon innenfor globale aksjer. Lansdowne har med sin aktive forvaltningsstil gitt 33% avkastning, noe som er 16% foran indeks
2. Ingen valutasikring på globale aksjer. Dermed er noen av effektene av oljeprisfallet og kronesvekkelsen kompensert
3. Risikospredning til andre aktivaklasser som eksempelvis hedgefond

Dette er tilpasninger hvor hensikten har vært å ha god risikostyring og spre investeringene til aktivaklasser og forvaltere som vil kunne gjøre det godt selv om det skulle komme en situasjon hvor trippeltap-scenariet inntreffer. Det skal bemerkes at obligasjonsporteføljene ikke har hatt et godt år. Det har sammenheng med risikostyringen; Gabler har gitt råd om å velge forvaltere som kan gjøre det godt dersom vi får en renteøkning. I 2015 har man fått svært lite betalt for å ha lang durasjon eller høy kredittrisiko. Våre kunder har vært tilpasset en slik situasjon. Når statsrenter fortsatte å falle i 2015 har det resultert i at indeksene har gått OK, mens en mer forsiktig strategi har lagt noe etter indekssavkastningen.

Tilpasninger, med bakgrunn i risikoreduksjon ved diversifisering som ikke går for mye på bekostning av forventet avkastning, er gjort i mange porteføljer. Graden av tilpasninger er avhengig av kundens investeringsstrategi og for pensjonskasser, også med bakgrunn i regulatoriske beskrankninger.

2016?

Situasjonen ved utgangen av året er mye lik situasjonen for et år siden:

- Obligasjonskursene er høye med asymmetrisk risiko: Det er vanskelig å se for seg kursgevinster innenfor Investment Grade, mens verdifallspotensialet absolutt er til stede ved en eventuell renteøkning og markedsuro.
- Aksjekursene er fortsatt høye. Oslo Børs er fortsatt nær all time high på tross av oljeprisfall og oljebransje i fritt fall. Dette pga at det er et fåtall selskaper som har steget sterkt i verdi og bidratt til å holde indeksen opp.
- Kronesvekkelsen har medført at Gabler ikke er like standhaftig i vår holdning om å unngå valutasikring av globale aksjer.

Aksjer

Det gir grunn til ettertanke når vi ser at indeksene har høye verdier, mens en stor andel av børselskapene både globalt og i Norge faktisk har falt. Det er en mindre andel av selskapene som har bidratt til stigningen. Det er således ikke slik at børsindeksene i dag gjenspeiler den generelle utviklingen. Det er en risikofaktor som vi må ta hensyn til å kundenes porteføljer.

Årsaken til situasjonen er at investorene i stor grad har flyktet fra selskaper som har svake balanser og en operasjonell gearing. Investorene har flokket seg om selskaper som gir utbytte og prisingen av aksjene skjer mer ut fra at utbyttet er konkurransedyktig sett i forhold til bankinnskuddsrente.

Spesielt indeksforvaltning vil da kunne ende opp med en relativt høy andel av selskaper som kan falle dersom noe uventet skjer og utbytteiveren reduseres. Når alle går i flokk, øker

risikoen for bobler. Indeksfond vil da kunne bli rammet idet disse er nødt til å eie en stor andel av denne type aksjer.

Gabler har derfor vært opptatt av å finne kontrære forvaltere som ikke følger flokken, men har egen analysekapasitet og er opptatt av god risikostyring. Dermed mener vi at våre kunders porteføljer vil tåle noen regnværsdager, kanskje til og med skikkelig uvær. Forvalterne har så godt som alle levert betydelig meravkastning for 2015. Lansdowne er nevnt med 16% meravkastning. Også Egerton, Artisan og Ardevora har levert meravkastning mellom 5 og 10%.

Risikospredning

Vårt hovedfokus for 2016 vil derfor fortsatt være å søke å redusere risikoen i porteføljene uten å redusere avkastningsforventningene. Vi har tidligere vært forsiktig med hedgefond på bakgrunn av høye kostnader, manglende innsyn og likviditet. Nå ser vi at det blir flere forvaltere som leverer hedgefond innenfor UCITS-direktivet til akseptable kostnader som fungerer godt i mange av våre porteføljer. Det krever gode og grundige dialoger med kundene for å finne ut om dette kan være gode løsninger for den enkelt.

Gabler fortsetter også fokuset på globale obligasjoner på bekostning av norske obligasjoner. Grafen under bør kunne illustrerer poenget. Over lang tid har globale obligasjonsforvaltere oppnådd vesentlig bedre avkastning enn norske fond, unntatt under finanskrisen i 2008. Spørsmålet blir: Hvor kommer neste krise, i Norge eller resten av verden?

