

BREV TIL INVESTORENE: APRIL 2015

Markedsutvikling

Etter å ha steget markant i årets første kvartal falt globale aksjemarkeder betydelig i April. Oslo Børs derimot hadde en god måned og steg 3,3 %. På tross av lav eksponering mot norske aksjer holdt FDA seg på plussiden og gjorde det betydelig bedre enn Referanseindeksen som falt med 2,2 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,4 %	5,3 %	8,5 %	23,4 %	N/A	46,8 %
Ref.indeks	-2,2 %	2,5 %	3,7 %	21,2 %	48,1 %	47,1 %
MSCI World	-3,7 %	4,1 %	6,0 %	36,3 %	86,1 %	85,0 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,3 %	1,2 %	4,3 %	4,0 %
Oslo Børs	3,3 %	7,2 %	11,0 %	10,5 %	51,8 %	55,8 %

Stigende oljepris var godt nytt for norske og russiske aksjer. Øverst på avkastningstabellen ligger East Capital Russland med oppgang 12,8 %. Storebrand Vekst derimot har redusert sin eksponering mot oljesektoren og fikk ikke full nytte av oppgangen på Oslo Børs. FDA har en betydelig eksponering i aksjer i fremvoksende økonomier og Asia som ga et godt bidrag til avkastningen i april. Amerikanske dollar falt over 6 % mot norske kroner i april og bidro til svak avkastning i Invesco Europa Strukturert som er valutasikret til amerikanske dollar. Vår eksponering mot teknologiaksjer, Robo Stox, leverte også svak avkastning denne måneden.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i april
EC Russland	Aksjer, EM	3 %	12,8 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	6,7 %
RAM EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	4,0 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	7 %	3,3 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	8 %	2,8 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	7 %	2,5 %
Sector Global	Aksjer, USA	7 %	2,3 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	8 %	1,0 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	0,4 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	0,2 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	5 %	-0,9 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	-5,9 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	17 %	-6,7 %

I april har våre fond i snitt gjort det bedre enn sine referanseindekser og fondsseleksjonen har bidratt positivt til resultatet. I et fallende aksjemarked var vår overvekt i aksjer ikke positivt isolert sett, men ble veiet opp av at de regionene vi er investert i stort sett gjorde det bedre enn Verdensindeksen.

Porteføljeendringer

Vår eksponeringen i globale og europeiske aksjer er økt som følge av at vi økte allokeringen til Sector Global, Invesco Europa Strukturert og Robo Stox noe. Etter å ha vist avtagende momentum en periode har vi tatt profitt i Nordea India. Aksjeandelen i FDA utgjorde 69 % ved utgangen av april og vi var således 9 %-poeng overvektet aksjer.

I FDA har den største endringen skjedd på valutasiden der eksponeringen mot norske kroner er økt betydelig og utgjør nå 55 %. Dette er ikke en funksjon av at vi har investert mer i norske aksjer og obligasjoner, men at vi i større grad har investert i utenlandske fond som er valutasikret til norske kroner. Vårt markedssyn er at norske aksjer er assosiert med en for stor oljeprisrisiko til at vi vil vekte opp allokeringen, men vi anser kronen for å ha svekket seg i overkant mye.

Kiss of death

Hvordan velge det riktige fondet?

Kiss of death: A 5-star Morningstar mutual fund rating? er et studie fra 2003 som tar for seg utviklingen til fond som Morningstar oppgraderte til sin høyeste rating, 5-stjernersrating. Morningstar er en ledende leverandør av fondsdata og analyser, og brukes av private så vel som institusjonelle investorer. Ikke overraskende viste studiet at fond som mottok Morningstars høyeste rating opplevde stor tilstrømming av kapital. Mer overraskende er det at disse fondene leverte lavere avkastning til hørerere risiko i perioden etter å ha blitt 5-stjernersfond. Forfatterne av artikkelen sammenliknet tildelingen av 5-stjernersrating med *a kiss of death*.

Morningstars egne analytikere går selv langt i å avvise stjernenes betydning for å forutsi fremtidig avkastning og egnethet som indikator for valg av fond. Dette virker imidlertid ikke å ha lagt en demper på populariteten til Morningstars stjernering. Både institusjonelle og private investorer har lagt sin elsk på fond med mange stjerner og vil nødvendigvis investere i fond med færre enn fire stjerner. Kapitalforvalterne gir selvfølgelig kundene det de vil ha og reklamerer (mot bedre viten?) gjerne med topprattede fond.

For å vanskeliggjøre valget av fond ytterligere kan investor velge mellom aktivt forvaltede fond, med en eller flere stjerner, og passive fond med lavere kostnader. Det er steile fronter i aktiv-passiv debatten og tema figurerer ofte i pressen, spesielt etter 2014 som var et dårlig år for aktiv forvaltning. De fleste aktive fond slet med å slå det passive alternativet, uavhengig av antall stjerner.

Anti Petajisto har introdusert begrepet *active share* som et mål på om forvalter følger markedet eller går sine egne veier. I sine studier viser Petajisto at forvaltere som går sine egne veier (høy *active share*) leverer bedre avkastning og at dette fungerer som et seleksjonskriterie. Andre seleksjonskriterier som har vist seg å bidra positivt til å identifisere fremtidig avkastning er fondets kostnader, størrelse på fondet og fondets levetid. Som investor er allikevel det viktigste kriteriet å forstå hva fondet driver med og hvorfor man ønsker å investere i akkurat det fondet med de karakteristikkene. Da reduseres sannsynligheten for skuffende og overraskende utvikling.

I forvaltningen av FDA brukes det mye tid og ressurser på å analysere aktivt forvaltede fond. Vi velger kun å investere i et fond hvis vi mener det er et bedre alternativ enn et tilsvarende passivt forvaltet

fond. Vi har ingen forutinntatt holdning på hva som er å foretrekke av aktiv eller passiv forvaltning og er i en posisjon til å velge det beste fra begge verdener.

Konklusjoner for investor

Hadde fondsinvestorene kunnet navigere etter stjernene ville vår jobb vært betydelig enklere (og kanskje overflødig). Det er vel ikke unikt for fondsmarkedet at det kreves en innsats for å få betalt? Fondsanalyse er tidkrevende og tilgang til data og analyseverktøy er dyrt, men gjør man jobben skikkelig kan man få godt betalt. Det er mye som tyder på at man ikke bør velge fond tilfeldig, basert på historisk avkastning eller etter antall stjerner. For de som ikke ønsker eller er i stand til å gjøre jobben selv finnes det gode alternativer i passive fond eller man kan overlate jobben til andre.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 11.05.15