

## BREV TIL INVESTORENE: MAI 2016

### Markedsutvikling

Globale aksjemarkeder målt i norske kroner steg 3,7 % i mai, i hovedsak som følge av at den norske kronen svekket seg. Oslo Børs fulgte ikke opp den sterke utviklingen i april og med en oppgang på 1,8 % hang norske aksjer etter utviklingen i de globale markedene. FDA steg 1,4 % og havnet 0,8 % - poeng bak referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,4 %	4,1 %	-4,9 %	-5,6 %	29,5 %	41,9 %
Ref.indeks	2,2 %	3,0 %	-2,1 %	1,3 %	37,7 %	52,1 %
Verdensindeksen	3,7 %	5,0 %	-3,8 %	1,4 %	65,5 %	93,8 %
Norske renter	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,7 %	3,4 %	4,9 %
Oslo Børs	1,8 %	7,8 %	1,2 %	-4,4 %	25,5 %	50,4 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

I april falt verdien av amerikanske dollar 2 % mot norske kroner for så å stige 3,8 % igjen i mai. Det snur avkastningstabellen fra april på hodet og plasserer våre dollar baserte investeringer på toppen av resultatlisten for mai. Alle fond med mer enn 3 % avkastning investerer i dollar papirer eller er valutasikret til dollar. Vår valutasikring til norske kroner trakk avkastningen ned med 0,5 % -poeng i mai. Storm Bond Fund bidro også negativt til avkastningen i mai etter å ha levert sterk avkastning de to foregående månedene. Generelt bidro våre risikoposisjoner i aksjer og høyrenteobligasjoner positivt til avkastningen.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i mai
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	6 %	7,9 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	5 %	7,4 %
DNB Teknologi	Aksjer, USA	3 %	7,1 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	6,6 %
Ossiam SP 500	Aksjer, USA	5 %	6,0 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	7 %	5,8 %
Nordea EM Kreditt	Renter, EM	2 %	4,2 %
Konter USD	Renter, USA	4 %	3,8 %
Nordea US HY	Renter, USA	2 %	3,6 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	1,9 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	1,9 %
Nordea EU HY NOKh	Renter, Europa	2 %	0,9 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	11 %	0,7 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	12 %	0,7 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	8 %	0,2 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	-0,1 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	-0,5 %

Avkastningen er målt i norske kroner. Oslo Børs var blant de beste aksjemarkedene i april og Storebrand Vekst slo Oslo Børs med 5 % -poeng. Siste 12 måneder har Storebrand Vekst steget 25 % og Oslo Børs er ned 5 %. Det viser at det er rom for aktiv forvaltning, selv i et relativt lite marked.

## Porteføljeendringer

Etter markedsoppgangen i april tok vi risikoen noe ned i porteføljen i starten av mai. Beholdningen i Holberg Kreditt, Invesco Europa og Aberdeen Japan ble redusert. Kapitalen ble fordelt mellom bankinnskudd og Holberg Likviditet. I midten av måneden byttet vi DNB Finans med DNB Teknologi etter en vurdering av sektorenes framtidsutsikter.

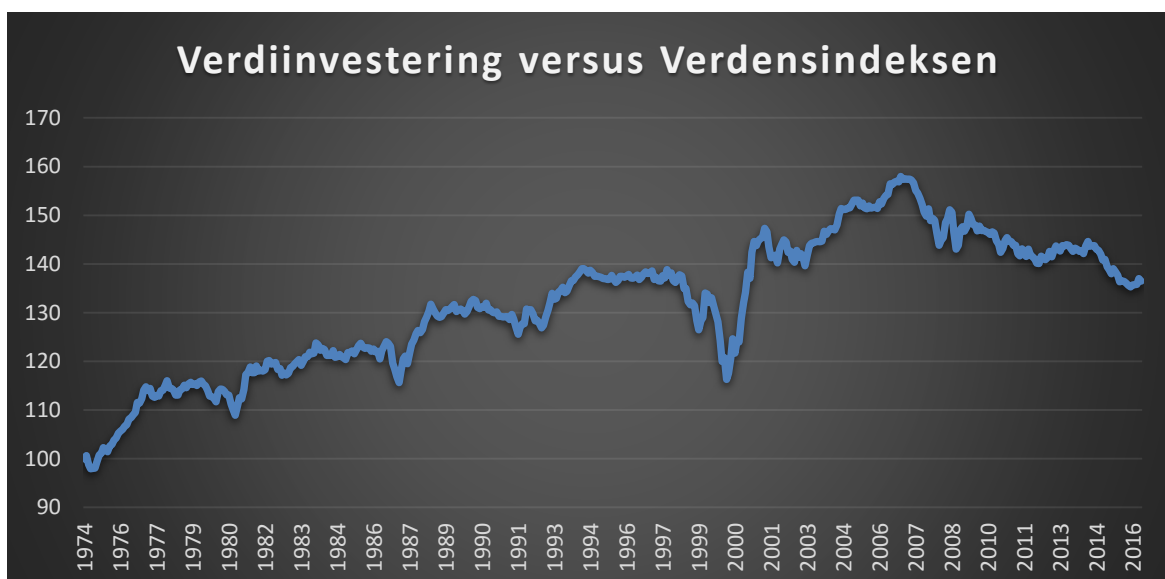
Ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen i FDA 50 % og sammenliknet med referanseindeksen var FDA 10 % -poeng undervektet aksjer. Andelen høyrenteobligasjoner i FDA var 25 % og vi anser den samlede risikoeksponeringen i FDA å ligge marginalt over normalen.

## Ingen verdi i verdiinvestering

*Denne gangen er det annerledes*

Verdiinvestering er kanskje mest kjent som den filosofien som ligger til grunn for Warren Buffets suksess som investor. Buffet studerte under Benjamin Graham som regnes som verdiinvesteringens far. I sin enkelhet handler verdiinvestering om å kjøpe selskaper der prisen på selskapet er lavere enn verdien av selskapets likvider. Graham mente at hvis du får kjøpt en dollar for 80 cent vil du fare godt som investor over tid. Verdiinvestorene har utviklet seg siden Graham skrev bibelen *Security Analysis* i 1934, men grunnprinsippene er de samme: å kjøpe billige selskaper vil lønne seg over tid.

Warren Buffet har hatt stor suksess med å kjøpe kvalitetsselskaper som er priset med en rabatt til den indre verdien av selskapet. Med denne investeringsstrategien har Buffet slått markedet med over 10 % -poeng i året siden 1976. Meravkastningen har imidlertid ikke kommet jevn hvert år og Buffet slet spesielt på slutten av 90-tallet under IT-boblen. Kritikerne ville ha det til at verdiinvestering ikke lenger var gjeldene. Internett og *the new economy* gjorde gamle investorer med gamle modeller avleggs, denne gangen var det virkelig annerledes. Både Buffet og hans modeller overlevde IT-boblen og fikk se en ny renessanse for verdiinvestering på 2000 -tallet.



Kilde: Bloomberg. Grafen viser den relative utviklingen til en verdiinvestor sammenliknet med det brede markedet representert ved indeksene MSCI World Value og MSCI World (Verdensindeksen). Når grafen stiger opplever verdiinvestoren bedre avkastning enn markedet og når grafen faller dårligere avkastning enn markedet.

Der kunne historien om verdiinvestorer endt lykkelig, hadde det ikke vært for markedets stemoderlige behandling av verdiinvestoren siden finanskrisen. Vi er uten sidestykke inne i den lengste perioden med mindreakkastning for verdiinvestorer siden 1976. Utviklingen på slutten av 90-tallet var brutal, men relativt kortvarig. Siden 2007 har markedet pint verdiinvestorene med lavere avkastning i snart ti år.

Verdsetting er en sentral komponent i vår investeringsprosess. Når vi allokerer kapital i det globale markedet er prisingen en av de viktigste parameterne. Det har vært en strategi i motvind og vi er inne i en periode hvor investorene har søkt kvalitet for enhver pris. For eksempel, de siste fem årene har amerikanske aksjer steget 22 % p.a. og Verdensindeksen har steget 16 % p.a., på tross av at amerikanske aksjer har vært relativt høyt priset. Store kvalitetsselskaper har kanskje aldri vært dyrere enn de er i dag. Utviklingen har gitt opphav til ulike kritikker av verdiinvesteringer og enkelte har spådd filosofiens død en gang for alle. Vi anerkjenner at verdi har vært en faktor som ikke har bidratt til avkastning de siste årene, imidlertid kjenner vi ikke til noen andre strategier som virker hele tiden. Vi har ingen tro på at det har sluttet å lønne seg å være opptatt av prisen du betaler. Vi holder fast ved Benjamins Grahams overbevisning om at hvis du kjøper en dollar for 80 cent vil det gå bra over tid.

## Fornyet fremtid for konvensjonell energi

*Fornybar energi er fremtiden, lengre frem i tid*

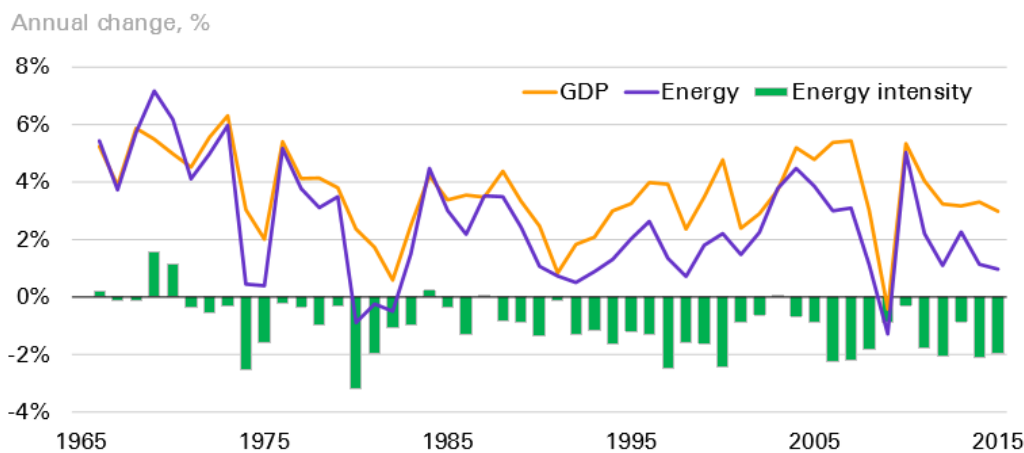
Hva skal vi tro om oljeprisen, fremtiden for norsk sokkel og norsk økonomi? Fra toppnoteringen i 2014 har oljeprisen falt 75 %, for siden å stige nesten 90 % fra bunnoteringen i år. Sammenliknet med utfallsrommet de siste to årene er det rom for betydelig oppgang eller nedgang fra dagens pris på USD 50 per fat.

### Utvikling i oljeprisen



BP har i samarbeid med Nordea presentert sin årlige *Statistical Review of World Energy* til nysgjerrige tilhørere i Colosseum kino. De kunne vise til en verden som blir stadig mer energiøkonomisk, det vil si vi får mer BNP ut av et fat olje i dag enn tidligere. Samtidig øker andelen fornybar energi i den globale energimiksen, spesielt vind og sol. Til sammen betyr dette at CO2 utslippene ikke har økt i løpet av 2015 og bedre utslippsstatistikk har vi ikke sett siden finanskrisen satte en stopper for økonomisk vekst i 2009.

## Growth in GDP and energy



BP Statistical Review of World Energy

© BP p.l.c. 2016

Sammenliknet med politikernes klimamål er de gode utslippsnyhetene ikke gode nok. Det holder ikke at energiintensiteten faller med 2 % i året, den må falle med 5,5 % i året frem til 2050 for at utslippsmålene skal nås. Samtidig kunne BP meddele at de hadde redusert sin tidligere offensive satsning på fornybar energi som følge av at det eneste konkrete resultatet fra klimatoppmøte i Paris var en avtale om nye klimatoppmøter. Tilsynelatende vil fornybar energi fortsette sin langsomme vekst med kun moralsk støtte fra politisk hold.

Det som er dårlig nytt for miljøet kan være godt nytt for oljeproduserende land. Etterspørselen etter energi vokser med 1 – 2 prosent i året. Uten en drastisk endring i energieffektiviteten eller økt satsning på fornybar energi, vil etterspørselsveksten måtte møtes av økt produksjon av olje og gass.

Det har lenge vært fryktet at oppbremsingen i kinesisk økonomi skulle sende sjokkbølger gjennom globale finansmarkeder. Angivelig har oppbremsingen i Kina også vært skyld i det kraftige fallet i oljeprisen. En slik påstand er enten basert på uvitenhet eller retorikk a la Donald Trump's *blame it on the Mexicans*. BPs statistikk viser at kinesisk oljeforbruk har økt med over 6 % i 2015, omtrent i tråd med utviklingen de siste 10 årene.



Kilde BP Statistical Review 2016. Grafen viser en relativt jevn vekst i Kinas oljeforbruk, også de siste årene. Utviklingen i importen av olje følger et liknende mønster og Kina etterspør stadig mer olje i det globale markedet.

Årsaken til fallet i oljeprisen ligger i USA og produksjon av skiferolje. Tilgang til billig skiferolje er en permanent endring i oljesektoren og en faktor som trekker prisene ned. Konsekvensen er at mange felt på norsk sokkel ikke vil bli satt i produksjon med det første siden de er utkonkurrert av billigere amerikansk skiferolje. Det er imidlertid stor spredning i kostnaden på norsk sokkel og det vil fremdeles bli investert i leting og utvikling i Norge. Skal vi tro dataene fra BP og analysen fra Nordea er det ikke over for norsk oljeindustri eller norsk økonomi riktig enda.

I FDA har vi en betydelig eksponering mot energisektoren i Norge gjennom vår allokering til høyrenteobligasjoner. I tillegg har vi overvekt i norske kroner. Verdien av norske kroner påvirkes i stor grad av oljekursen og den generelle utviklingen i norsk økonomi. 65 % av porteføljen er investert i eller valutasikret til norske kroner og vi har den laveste eksponeringen mot utenlandsk valuta siden oppstarten av FDA.

### Konklusjoner for investor

Tiden er verken omme for verdiinvestorene eller norsk økonomi. Det er en fremtid for oss som er allergiske mot å betale for mye og alltid skal se etter en god deal. Med dagens klimapolitikk er de uttalte mål ikke støttet opp av økonomiske incentiver og bærer fremdeles mer preg av ønsketekning enn realpolitikk. I den nærmeste fremtid vil energieffektiviteten bedre seg langsomt og den fornybare andelen i energimiksen vil øke moderat. Det lover bedre for oljeproduiserende nasjoner enn for klima i det neste tiåret.