

## Brev til investorene: august 2012

Endring i august		
	EUR	NOK
FDA	0,49 %	-1,26 %
FDA Ref.indeks	0,53 %	-1,10 %
ST1x	1,57 %	0,11 %
MSCI World	-0,17 %	-1,90 %
EURNOK		-1,7 %
USDNOK		-3,3 %

### Markedsutvikling

FDA endte august måned ned 1,3 %, målt i norske kroner. Til sammenlikning falt referanseindeksen 1,1 %. Norske kroner styrket seg markant mot de fleste valutaer og bidro til dårligere avkastning for alle utenlandske investeringer. En del av FDAs defensive strategi er en liten overvekt i investeringer i amerikanske dollar, som falt 3,3 % i verdi mot norske kroner.

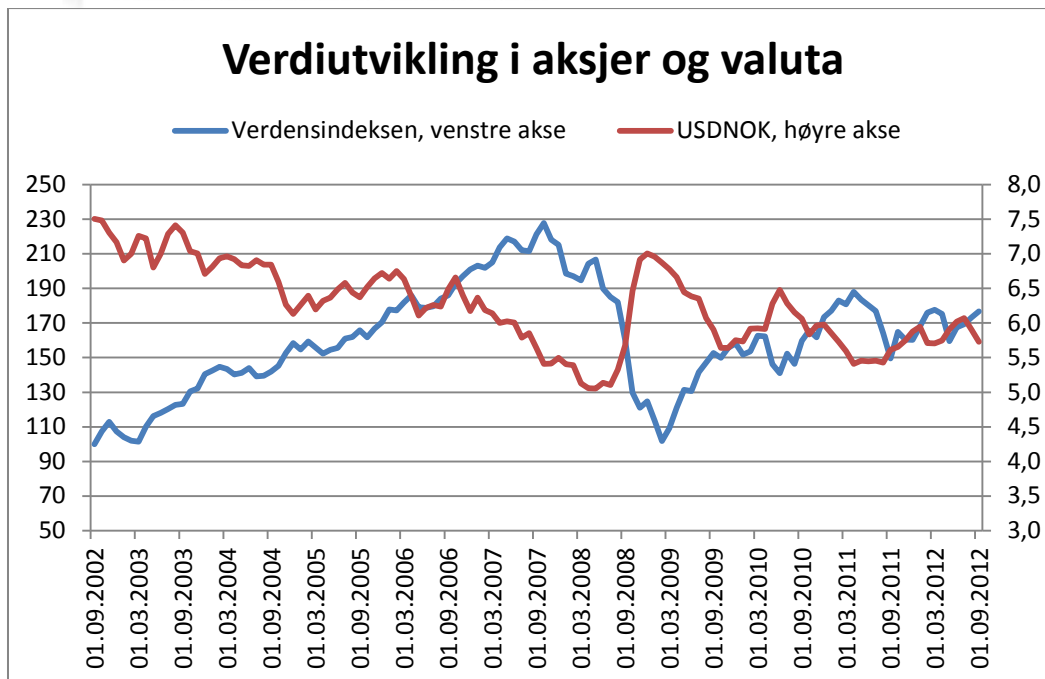
FDAs Investeringer	Endring i NOK
DNB OBX ETF	3,01 %
Holberg Kreditt	1,33 %
Storebrand Vekst	0,03 %
Ishares S&P Midcap 400	-0,42 %
Invesco Pan EUR Struc. Equity	-0,66 %
Aberdeen USD High Yield	-1,89 %
East Capital Russian Fund	-2,23 %
Aberdeen Emerging Mk Bond	-2,35 %
ISI International Bonds	-2,37 %
Aberdeen Asia Smaller comp.	-2,42 %
Holberg Global	-2,49 %
Vontobel Emerg. Mk. Equity	-3,23 %
ISI Latin America Equities	-6,21 %

Det var stor spredning i avkastningen til de ulike fondene i porteføljen. Blant FDAs investeringer var det norske aksjer og høyrenteobligasjoner som bidro med positiv avkastning. I bunnen av listen finner vi aksjer i nye markeder. Både svak markedsutvikling og svekkelsen av amerikanske dollar trekker avkastningen ned.

### Valuta

Valutaeksponeringen var medvirkende til FDAs underprestasjon sammenliknet med referanseindeksen. Hvis FDA hadde valutasikret sine investeringer, ville resultatet vært bedre i august og de generelle svingningene vært noe lavere. Imidlertid

er det kostnader involvert ved å valutasikre og dette vil redusere den langsiktige avkastningen. Vår mening er at det er bedre å la avkastningen svinge noe mer fra måned til måned enn å betale for valutasikring. I den grad vi har et syn på utviklingen i valutamarkedet inngår det i allokeringsprosessen og vi overveker investeringer i valuta vi mener skal stige i verdi og underveker investeringer i valuta vi mener skal falle i verdi. FDA har en liten overvekt av investeringer i amerikanske dollar. Amerikanske dollar har en tendens til å stige i verdi når verdens aksjemarkeder faller kraftig (se grafen under). I slike tilfeller demper valutaeksponeringen svingningene i FDA og er en egenskap vi liker godt ved amerikanske dollar.



Graf 1. De siste ti årene har utviklingen i amerikanske dollar vært negativt korrelert med utviklingen i verdens aksjemarkeder. Dollaren har vært risikodempende i en aksjeportefølje. En annen tolkning av grafen er verdien av norske kroner følger aksjemarkedet: Når aksjer stiger i verdi, stiger kronen i verdi og vis versa. Verdiutviklingen i norske kroner forsterker oppgang og nedgang i aksjemarkedet. Norske investorer vil ha mye å tjene på å diversifisere porteføljen utenfor landets grenser.

## Makro

Igjen er det politiske beslutninger og uttalelser som dominerer markedsutviklingen. Det er et svakhetstegn i markedet når politikk har større innvirkning enn de makroøkonomiske og selskapsspesifikke indikatorene.

Usikkerheten som preger verdens finansmarkeder stammer først og fremst fra eurosonen, Kina og USA; og alle tre er avhengig av politiske løsninger. For å finne kilden til god avkastning under de rådende omstendigheter er det nærliggende å søke etter svaret ved å gå i dybden i problemstillingene.

Ved å studere problemene i eurosonen inngående oppnår man først og fremst to ting: Bedre kjennskap til detaljene i problemstillingen og erkjennelsen av at jo mer man vet jo mer komplekst fremstår problemet. Å jakte på god avkastning gjennom å identifisere den optimale løsningen på problemene i eurosonen, eller i Kina eller USA, virker helt utopisk. Selv eksperter på tema, med store ressurser og direkte informasjonstilgang, kan ikke engang enes om det er mer sannsynlig om Hellas trer ut av eurosonen eller ikke, ei heller om en uttrede vil være positivt for markedene. Det finnes mange eksperter, men det er få som fremstår som fremsynte.

Heldigvis hviler det ikke på våre skuldre å skulle finne en løsning på problemene i eurosonen, eller noe annet sted. Vi erkjenner usikkerheten som følge av problemene og utformer investeringsporteføljen deretter. Eurosonen kan gå helt eller delvis i oppløsning eller den kan bestå. Når vi investerer tar vi høyde for ulike utfall og skaper en portefølje vi mener er robust og har godt avkastningspotensiale. Vi tar realitetene med i betraktningen, uten å se etter djevelen i detaljene, og holder fokus på å gjøre gode investeringer, kjøpe aksjer og obligasjoner som er relativt lavt priset i forhold til risikobildet.

## Utsikter

Det fremstår lettere å tolke fortiden enn å forutsi fremtiden. Det kan lede til den feilaktige konklusjonen om at det alltid var lettere å investere før. I forhold til taktisk allokering er det store spørsmålet nå om vi er i starten av en lengre markedsoppgang (øke risikoen i porteføljen) eller om vi opplever en midlertidig oppgang i et fallende marked (redusere risikoen i porteføljen). Også her strides de lærde, og vi anser det som et åpent spørsmål og er avventende til signaler som bekrefter utfallet. Å treffe med slike vurderinger forventes å gi store utslag på avkastningen da sikre investeringer gir liten eller ingen avkastning.

De sikre havner som finnes bærer preg av at man må betale for å legge pengene der. Det som fremdeles går for å være sikre statsobligasjoner<sup>1</sup> betaler knappe 2 % i året de neste ti årene. Tatt inflasjonsforventningene i betraktning gir investeringen et forventet tap. Sikkerhet koster penger i disse dager. Til sammenlikning har en investering i amerikanske statsobligasjoner, med lang tid til forfall, gitt en årlig avkastning på over 10 % over de siste 30 årene, - altså både sikkerhet og avkastning. Kanskje var det lettere å investere før. Hvis man "feilaktig" allokerte for defensivt, med høy andel statsobligasjoner, ble avkastningen enda høyere enn i aksjemarkedet. De tider er dessverre forbi.

## Gull blant gråstein

Det finnes attraktive investeringer, også i dagens marked. Vi ser etter investeringer som har vist seg å falle mindre enn markedet i krisetider og som har godt avkastningspotensiale. Fond som har spesialisert seg på å kjøpe underprisede aksjer i selskaper med en etablert forretningsmodell og stabil inntjening oppfyller disse kriteriene. En slik portefølje gir omkring 4 % årlig utbytte og følger den generelle markedsutviklingen, men med modererte svingninger. Stabil aksjeavkastning er et investeringstema vi anser som attraktivt.

Andre områder med et fordelaktig forhold mellom risiko og forventet avkastning, er statsobligasjoner i nye markeder og høyrenteobligasjoner i USA og Norge. Mange fremvoksende økonomier har sunne statsfinanser og betaler gode renter på sine obligasjoner, lav risiko og moderat avkastning. Høyrenteobligasjoner har vært i vinden lenge og kapitaltilstrømmingen til dette markedsegmentet er rekordhøy. Alle liker høyrenteobligasjoner, - vi også. Selskaper med relativt god kontantstrøm betaler syv til ti prosent rente på obligasjonslån. Selskapenes konkurrisiko ser ikke ut til å rettferdiggjøre så høye renter. Imidlertid er det en fare for at en del av kapitalflyten skal reverseres, enten ved bedre framtidsutsikter og investorer bytter høyrenteobligasjoner mot aksjer, eller ved tiltagende krisestemning og investorer bytter høyrenteobligasjoner mot sikrere investeringer. På tross av at vi liker høyrenteobligasjoner godt, er veien ut av porteføljen kort. Vi ønsker ikke å stå i mot strømmen når tidevannet snur.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 10.09.12*

---

<sup>1</sup> Dette gjelder Tyskland, USA, Storbritannia og Japan.