

## BREV TIL INVESTORENE: SEPTEMBER 2012

### Markedsutvikling

I september steg FDA med 1,2 %, helt i tråd med fondets referanseindeks (utvikling målt i norske kroner). Utenlandske investeringer i amerikanske dollar tapte på at dollaren svekket seg 1,2 % mot norske kroner. Investeringer gjort i eurosonen profiterte på at euroen steg i verdi, jamfør tabellen.

Endring i september	EUR	
	EUR	NOK
FDA	0,20 %	1,24 %
FDA Ref.indeks	0,06 %	1,17 %
Norske renter	-0,91 %	0,12 %
Verdensindeksen	0,71 %	1,87 %
EURNOK		1,04 %
USDNOK		-1,24 %

FDA's investering	Endring i NOK
East Capital Russian Fund	4,60 %
Storebrand Vekst	3,91 %
Aberdeen Asia smaller comp.	3,70 %
DNB OBX Etf	3,17 %
Holberg Global	2,21 %
ISI Latin America Equities	2,02 %
Invesco Pan EUR Struc. Equity	1,57 %
Vontobel Emerg. Market	1,34 %
Aberdeen Emerg. Market Bond	0,84 %
Holberg Kreditt	0,83 %
Ishares S&P Midcap 400 Etf	0,29 %
ISI International Bonds	0,05 %
Aberdeen USD High Yield	-0,40 %

Resultatlisten var igjen preget av at Oslo Børs har lagt nok en solid måned bak seg, Storebrand Vekst og DNB OBX var opp henholdsvis 3,9 % og 3,2 %. Positivt bidrag kom også fra russiske og asiatiske aksjer. I bunnen av resultatlisten finner vi amerikanske høyrenteobligasjoner som den eneste investeringen med negativt verdiutvikling. Utviklingen i september måned gir klare signaler om tiltagende risikoappetitt i markedene. Svekket amerikansk dollar, sterk utvikling i norske og russiske aksjer, kombinert med moderat utvikling i obligasjonsmarkedene er indikasjoner på dette.

Siden fondets oppstart har amerikanske dollar falt hele 6,4 % i verdi mot norske kroner. Drøyt 35 % av fondets midler er investert i verdipapirer notert i amerikanske dollar og svekkelsen har lagt en betydelig demper på avkastningen. Vi holder imidlertid fast ved at investeringer i amerikanske dollar har attraktive risikodempende egenskaper i en verden preget av globale skift i markedssentiment, risiko av eller risiko på.

Den sterke markedsutviklingen i september er delvis en konsekvens av utspillene fra den

europiske og amerikanske sentralbanken. Løfte om å stimulere markedene via kjøp av obligasjoner, i det monn som måtte kreves, har redusert risikoen for sammenbrudd i eurosonen og stagnasjon i amerikansk økonomi. Den positive utviklingen kom overraskende på oss og det virker fristende å kaste seg på bølgen av optimisme og øke risikoen i porteføljen.

### Politikk, penger og finans

Når sentralbankene kjøper obligasjoner, som skjer i eurosonen og USA, føres det en ekspansiv pengepolitikk som har til hensikt å stimulere til økonomisk vekst. Det er ulike overføringsmekanismer i økonomien som åpner for at pengetrykningen kan stimulere til økonomisk aktivitet. Økt optimisme er en slik overføringsmekanisme som allerede har gitt utslag i stigende

aksjekurser og kan medføre økt investeringsvillighet. Optimisme alene er imidlertid ikke tilstrekkelig til å skape varig økonomisk vekst.

Mer tradisjonelle overføringsmekanismer, som lavere lånekostnad og bedre tilgang på kreditt, er helt eller delvis satt ut av spill. Rentenivået er allerede rekordlavt og en ytterligere nedgang har sannsynligvis liten innvirkning på bedrifters og privatpersoners låneappetitt. Solide bedrifter har lenge hatt fri tilgang på billige lån og flommer allerede over av penger. Pengetrykningen kan i så måte sees på som hjelp til de som allerede har mer enn de trenger.

Når bankene får økt tilgang på billige penger er den normale reaksjonen å øke utlånene. Bankene låner inn billig fra sentralbanken og låner ut dyrere til private og bedrifter. Det er slik de tjener penger. Private og bedrifter kan øke sitt forbruk og investeringer og sette fart på økonomien. Imidlertid er bankene opptatt med å slikke sine sår etter finanskrisen, og kanskje sørger de over alle sine artsfrender som har avgått i stillhet (i USA har over 400 banker gått konkurs siden 2008). Økt tilgang på penger blir brukt til å øke bankenes likviditetsreserver. En prisverdig og konservativ tankegang vi gjerne skulle ha sett mer av fra bankenes side, - for fem til ti år siden. Da var det langt mellom bankene som vurderte fornuften i det de drev med. Nå trenger økonomien at bankene våkner opp og øker utlånsaktiviteten.

Sentralbankenes pengetrykking har sine svakheter, men har utvilsomt hatt en positiv effekt på økonomisk vekst og redusert risikoen for et umiddelbart sammenbrudd i eurosonen. Svak økonomisk vekst i USA og resesjon i Storbritannia og eurosonen har andre årsaker. Politikerne strammer til i økonomien for å kompensere for mange år med overforbruk. Innstrammingene kveler den økonomiske veksten.

Utviklingen i aksjemarkedet er på lang sikt en funksjon av utviklingen i økonomien. Oppgang i aksjemarkedet, uten samtidig økonomisk vekst, vil nødvendigvis være av begrenset karakter. Derfor er vi opptatt av utsiktene til økonomisk vekst, de sier mye om forutsetningene for langvarig oppgang i aksjemarkedet.

## **Konklusjoner for investoren**

Hvilke implikasjoner har så dette bakteppe for oss som investorer? Et dårlig fungerende bankvesen leder til at bedrifter må søke finansiering alternative steder. Den globale kredittskvisen har medført at gode bedrifter med gode prosjekter ikke får bankfinansiering, selv ikke til høye renter. Bedrifter har strømmet til obligasjonsmarkedet og utstedelse av selskapsobligasjoner er rekordhøye. Prisen (renten) bedriftene må betale, målt som påslag på den risikofrie renten (kredittpåslag), har etter finanskrisen vært rekordhøy. Selv etter en betydelig nedgang er kredittpåslaget preget av at utlånsmarkedet ikke fungerer som normalt.

Som investorer liker vi dette. Strukturelle problemer kan lede til "feilprising" og vår vurdering er at avkastningspotensialet i høyrenteobligasjoner er meget attraktivt sammenliknet med risikoen. Vi er imidlertid ikke alene om denne vurderingen, og som vi kommenterte i [forrige månedsbrev](#), har tilstrømningen av investorer til obligasjonsmarkedet vært overveldende. Derfor har vi også et fokus på hva som skjer med obligasjonsmarkedet når denne tidevannsstrømmen snur.

Effekten av pengetrykking er mindre når finanspolitikken samtidig strammes til; en fot på gassen og en på bremsen. Utsiktene til økonomisk vekst, og dermed vedvarende oppgang i aksjemarkedene, er under middels. Tiltagende optimisme er positivt, men er alene ikke nok til å sette fart på økonomien. Usikkerheten er stor, men vi motstår fristelsen til å hive oss på det pågående aksjerally og beholder en marginal undervekt i aksjer til fordel for overvekt i høyrenteobligasjoner.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 08.10.12*