

BREV TIL INVESTORENE: OKTOBER 2012

Markedsutvikling

I september falt FDA med 0,15 %, noe bedre enn fondets referanseindeks som falt 0,61 % (utvikling målt i norske kroner). Verdens aksjemarkeder hadde en noe svak utvikling i oktober, målt ved en nedgang i Verdensindeksen på drøyt 1 %. Etter flere måneder med sammenhengende aksjeoppgang, der Oslo Børs ledet an, var oktober en måned med konsolidering og sideveis bevegelser i mange markeder. Sammenliknet med de siste månedene var det moderate utslag i valutamarkedet og effekten var blandet for norske investorer. Investeringer i eurosonen profiterte på at euroen steg i verdi, jamfør tabellen under.

	Endring i oktober	
	EUR	NOK
FDA	-0,58 %	-0,15 %
FDA Ref.indeks	-0,86 %	-0,61 %
Norske renter	-0,09 %	0,15 %
Verdensindeksen	-1,36 %	-1,12 %
EURNOK		0,44 %
USDNOK		-0,28 %

I resultatlisten er det mest påfallende at forrige måneds vinner, East Capital Russia, er denne månedens taper. På toppen av listen ligger Aberdeen Asia Smaller Companies med en positiv avkastning på knappe 2 %. Fondet har levert meget gode resultater og FDAs investering er økt betydelig denne måneden. Investeringer i høyrenteobligasjoner bidro også positivt til FDAs utvikling og var nesten nok til å veie opp for generell svak utvikling i aksjemarkedene.

FDAs Investering	Fokus	Endring i NOK
ABERDEEN GL-ASIA SM CO FD-A2	Aksjer, Asia	1,97 %
ABERD GL II-USD HY BD-I2\$	Obligasjoner, USA	0,85 %
ABERDEEN GL-SL EM MK BD-I2	Obligasjoner, EM	0,72 %
HOLBERG KREDITT	Obligasjoner, Norge	0,62 %
INVESCO PAN EUR STRUC EQTY-C	Aksjer, Europa	0,07 %
ISI LATIN EQUITIES	Aksjer, Latin-Amerika	-0,11 %
ISI INTERNATIONAL BONDS	Obligasjoner, Globalt	-0,72 %
VONTOBEL-EMERG MARKET EQ-I	Aksjer, EM	-0,77 %
STOREBRAND VEKST	Aksjer, Norge	-1,22 %
ISHARES CORE S&P MIDCAP ETF	Aksjer, USA	-1,23 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	-1,35 %
EAST CAPITAL RUSSIAN FUND	Aksjer, Russland	-3,39 %

Realøkonomi versus aksjemarkedet

Realøkonomien omfatter verdiskapningen her og nå. Aksjemarkedet forsøker å prise inn den fremtidige utviklingen i realøkonomien, gjerne over flere tiår. Forholdet mellom realøkonomien og aksjemarkedet fortøner seg litt som forholdet mellom en jeger og en ivrig fuglehund. Hundens instinkt er å søke der jegeren kommer til å gå og forsøker å ligge 100 meter lengre frem i terrenget enn jegeren. Hunden vil løpe først, men vet ikke hvor jegeren skal. Resultatet blir ofte et litt forvirret

bevegelsesmønster. Problemet forsterkes av at hunden helst vil løpe i full fart og har begrenset kapasitet til å tenke fremtidsrettet (mange hundeeiere stiller seg generelt tvilende til hunders intellektuelle kapasitet).

En "riktig" pris på en aksje forutsetter kjennskap til aksjeselskapets fremtidige inntjening, fremtidig rentenivå og andre usikre faktorer. Prisene i aksjemarkedet er således en funksjon av forventet utvikling i realøkonomien. Realøkonomien er summen av økonomisk aktivitet som skjer her og nå, og utvikler seg relativt sakte over tid. Aksjemarkedet er summen av forventet fremtidig økonomisk aktivitet, og endres forventningene påvirkes aksjeprisene umiddelbart. Prisen på en aksje kan sees på som en multiplum av forventet fremtidig inntjening i aksjeselskapet. Hvis et selskap prises til 10 ganger forventet fremtidig inntjening og forventet fremtidig inntjening faller med 2 %, faller aksjeprisen med 20 % ($10 \times 2\%$). Når forventningene om fremtiden endres, endres aksjeprisene ti ganger så mye. Aksjemarkedets forventning kan ofte fremstå som bipolar (manisk eller depressiv) og har utvist en fuglehunds evne til å forutsi fremtidig utvikling. Sagt på en annen måte: aksjemarkedet vil gjerne ligge ti år foran realøkonomien i terrenget, men vet ikke hvor realøkonomien skal. Det er en oppskrift på store svingninger.

2013: Den perfekte stormen

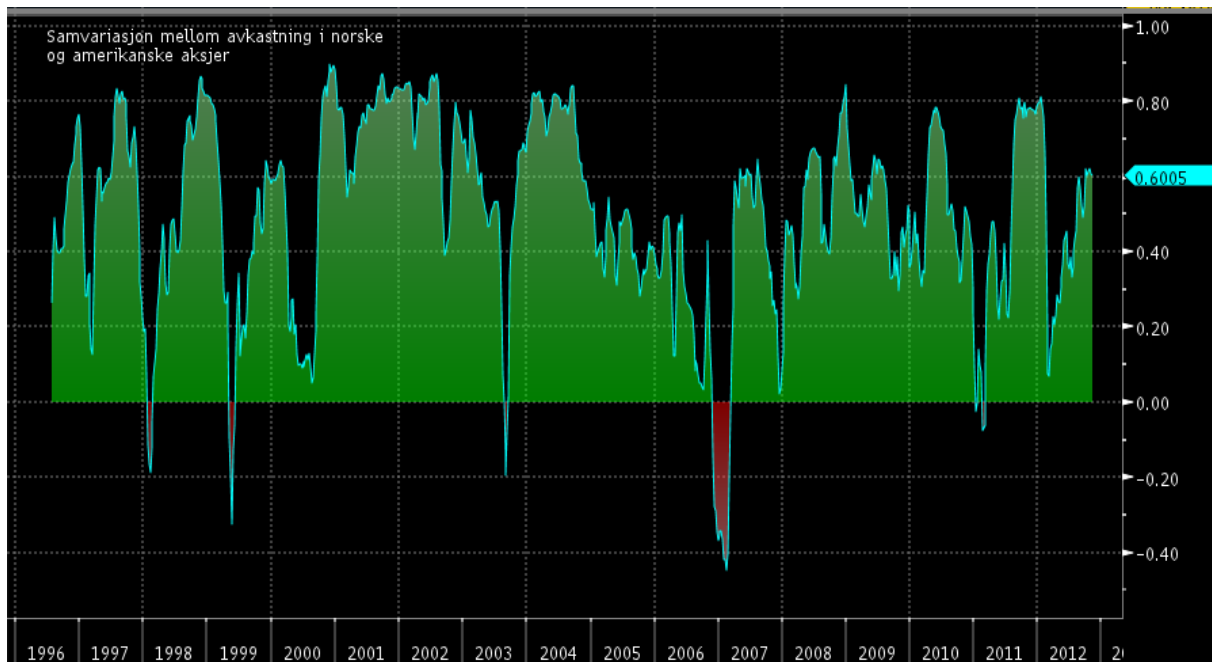
Rabalder i eurosonen, redusert veksttakt i Kina, og finanspolitiske sjokk i USA kan utløse den perfekte stormen i globale finansmarkeder. Sammenfallende hendelser som skaper en negativ selvforsterkende effekt i realøkonomien og finansmarkedene. Et dystert bilde på fremtidige utvikling. Et scenario som er mulig, men som vi ikke finner veldig sannsynlig. På tross av lav sannsynlighet for å inntreffe er det et scenario vi bruker en del tid på å analysere, både fordi konsekvensene er store og fordi det er viktig i porteføljekonstruksjonen.

Formålet med porteføljekonstruksjonen er å skape en robust portefølje som er egnet til å ri av en finansiell storm uten at det går på bekostning av potensiell avkastning. Enkelt sagt: Det er ikke mulig å generere avkastning uten å ta risiko, men det er ikke ensbetydende med at risiko skaper avkastning. Kasino er et eksempel på det sistnevnte, jo mer du spiller jo mer forventes du å tape. Porteføljekonstruksjon er en prosess der vi forsøker å eliminere den kasinoliknende risikoen og optimere avkastningspotensialet for den risikoen vi tar. Et yndet begrep i denne sammenheng er å diversifisere. Diversifisering kan redusere risikoen uten å redusere forventet avkastning.

Grafen under viser korrelasjonen (samvariasjonen) mellom en investering i det norske og det amerikanske aksjemarkedet. Jo høyere korrelasjonen¹ er, jo mer samstemt svinger markedene og følgelig er diversifiseringseffekten liten; vice versa når korrelasjonen er negativ. Grafen under viser at avkastningen fra norske og amerikanske aksjer stort sett er positivt korrelert, men gir en viss diversifiseringseffekt (gjennomsnittlig korrelasjonen er betydelig under 1).

Det er ikke bare valg av aksjemarked som kan gi diversifisering. For ytterligere å øke diversifiseringseffekten vurderer vi hvordan fondene investerer i markedet. Både investeringsfilosofi og porteføljens stilfaktorer kan ha stor betydning. Ytterligere diversifiseringseffekt oppnås ved å anvende denne metoden på en portefølje av både aksjer og obligasjoner.

¹ Korrelasjonen kan variere mellom -1 og 1. Hvis avkastningen i to markeder har korrelasjon på 1 vil begge markedene stige og falle samtidig. Hvis korrelasjonen er -1 vil det ene markedet stige når det andre faller.



Kilde: Bloomberg

For å skape robuste investeringsporteføljer er det naturlig å vurdere hvordan porteføljen ville oppført seg under finanskrisen i 2008. Neste krise vil nok på mange områder være ulik finanskrisen, men en bedre stresstest av porteføljen er vanskelig å finne. Vi vurderer et fonds risikobidrag i porteføljen i hovedsak etter hvor mye fondet falt, fra topp til bunn, under finanskrisen. Det gir en god indikasjon på hvordan fondet vil utvikle seg neste gang det blåser opp til storm. Det er stor forskjell på å eie et fond som faller 60 % og et som faller 40 %. Førstnevnte må stige 150 % for å gjenvinne det tapte og det sistnevnte 67 %. Fond som falt betydelig mer enn markedet under finanskrisen ekskluderes fra porteføljen.

Barrack Obama president i fire nye år

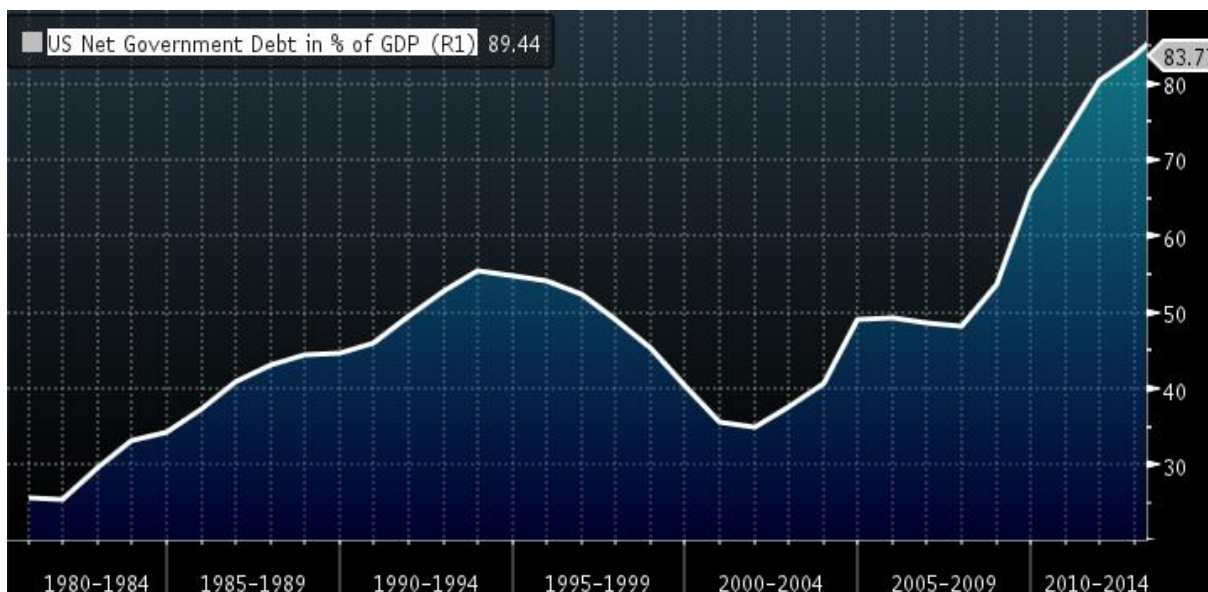
“Det er bare ett skritt fra Det hvite hus til den finanspolitiske klippe.”

- Fritt fortolket etter Honoré Mirabeau (1780)

“The Fiscal Cliff” var et viktig tema under valgkampen i USA og preger stadig avisoverskriftene. Begrepet refererer til de automatiske innstrammingerne i finanspolitikken som inntreffer ved årsskiftet. Da utløper flere ulike stimuleringsprogram, som midlertidig skattelette og økt offentlig forbruk. Lavere offentlig forbruk og økte skatter vil redusere BNP med 4,6 % (estimat fra Bank of America Merrill Lynch). Den amerikanske økonomien vokser med knappe 2 % og en slik finanspolitisk innstramming vil sende økonomien rett inn i en resesjon. Amerikanske politikere er ikke tjent med en slik utvikling, men å fortsette stimuleringene krever at det selvpålagte gjeldstaket heves. Gjeldstaket ble sist hevet i 2011 og den uryddige politiske prosessen førte til at USAs kredittverdighet ble nedgradert for første gang i historien og sendte aksjemarkedene inn i en urolig periode.

Økonomene Reinhart og Rogoff har studert effekten av høy statsgjeld på et lands økonomi. Deres konklusjon er at når statsgjelden stiger over 90 % av BNP reduseres fremtidig vekst betydelig. Grafen under viser at netto statsgjeld i USA er kraftig stigende og nærmer seg 90 %. Presidenten Obamas valg står tilsynelatende mellom en umiddelbar økonomisk resesjon eller skape en gjeldsbyrde som

kveller økonomisk vekst de neste årene. Vi anser økt gjeldstak som det eneste sannsynlige utfall, men frykter en gjentakelse av en politisk prosess som skaper usikkerhet og uroligheter i aksjemarkedene. Da kan en av forutsetningene for en perfekt storm være oppfylt.



Kilde: Bloomberg

Konklusjoner for investoren

Vi jobber kontinuerlig med å identifisere investeringer som gir god avkastning i et investeringsklima som er preget av lav økonomisk vekst og overhengende fare for negative sjokk fra flere hold. Investeringer i høyrenteobligasjoner har tjent oss godt så langt og vi holder fast ved denne overvekten. Aksjefond med spesielt god historikk på å skape avkastning gjennom selskapsseleksjon, samtidig som fondet har vist å kunne ri av en storm, er et tema som er vektet opp i porteføljen. Vi vil også jobbe videre med å identifisere ytterligere investeringsmuligheter som oppfyller disse kravene.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 09.11.12