

BREV TIL INVESTORENE: JANUAR 2013

Markedsutvikling

I januar steg FDA med 2,9 %, en betydelig bedre prestasjon enn referanseindeksen som steg 1,8 % (utvikling målt i norske kroner). Utviklingen i FDA holdt tritt med Verdensindeksen for aksjer som steg 3 %. Den positive utviklingen i FDA var et resultat av god avkastning fra både aksje- og renteinvesteringene. Det var en blandet utvikling i valutamarkedet der Euroen fortsatte å stige i verdi målt mot norske kroner, i motsetning til amerikanske dollar som falt i verdi.

Endring i januar		
	EUR	NOK
FDA	1,62 %	2,94 %
FDA Ref.indeks	0,52 %	1,84 %
Verdensindeksen	1,67 %	2,99 %
Norske renter	-1,20 %	0,12 %
EURNOK		1,32 %
USDNOK		-1,56 %

Alle fondene i porteføljen hadde positiv avkastning i januar, noe som bidro til den sterke avkastningen. Igjen ligger East Capital Russland i toppen av avkastningstabellen, kun slått av iShares S&P 400 MC, og begge fond leverte en avkastning rundt 5,5 %. iShares S&P 400 MC er et børsnotert fond (ETF) som investerer i de samme aksjene som inngår i S&P 400 indeksen. Denne indeksen består av mellomstore amerikanske selskaper, og har siden oppstart av FDA levert en betydelig bedre avkastning enn det amerikanske aksjemarkedet generelt, målt for eksempel ved S&P 500. Det viser at vi kan skape meravkastning også ved å investere i fond som ikke er aktivt forvaltet og har lave kostnader. De to norske aksjefondene, Storebrand Vekst og DNB SMB, leverte et godt bidrag i porteføljen med henholdsvis 4,4 % og 2,3 % avkastning. Imidlertid har begge fondene underprestert i forhold til Oslo Børs som steg knappe 5 % i januar. Alle rentefondene leverte gode resultater og Holberg Kreditt utmerker seg blant høyrentefondene med en oppgang på 1,2 %. Vontobel EM steg kun 0,3 %, men leverte bedre avkastning enn aksjer i fremvoksende økonomier generelt.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Endring i NOK
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	7 %	5,66 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	7 %	5,40 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	14 %	4,44 %
Invesco Europe Struc.	Aksjer, Europa	12 %	4,03 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	11 %	2,67 %
DNB SMB	Aksjer, Norge	7 %	2,26 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	5 %	2,01 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	18 %	1,20 %
DNB High Yield	Renter, Norge	7 %	0,66 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	6 %	0,44 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	5 %	0,31 %

Porteføljeendringer

I løpet av måneden realiserte vi Aberdeen EM Obligasjoner, og DNB High Yield er nykommer i porteføljen. Stadig fall i renten på obligasjoner i fremvoksende økonomier har gitt en periode med høy avkastning. Kursgevinsten på obligasjonene (som følge av fallende rente) har kommet i tillegg til løpende rentebetaling. Direkterenten i denne porteføljen har falt under 5 % og på tross av utsikter til videre fall i renten (og dermed kursgevinst på obligasjonene) tilsier forholdet mellom forventet avkastning og risiko at vi skal ta profitten og se etter andre muligheter.

En ny mulighet har dukket opp gjennom DNB High Yield, et nyetablert høyrentefond. Normalt vil FDA ikke investere i nyoppstartede fond, men DNBS renteteam er et av de mest erfarne og største i Norden og vi forventer et konservativt og godt forvaltet fond, tuftet på erfaring og veletablert metodikk. I motsetning til de fleste internasjonale obligasjonsmarkeder, består det norske obligasjonsmarkedet i hovedsak av obligasjoner med flytende rente. Det gjør at obligasjonenes verdi ikke vil påvirkes av generell renteoppgang eller -nedgang. Renterisikoen er eliminert. Med historisk lave renter ønsker vi å ha relativt lav renterisiko i porteføljen.

Makro

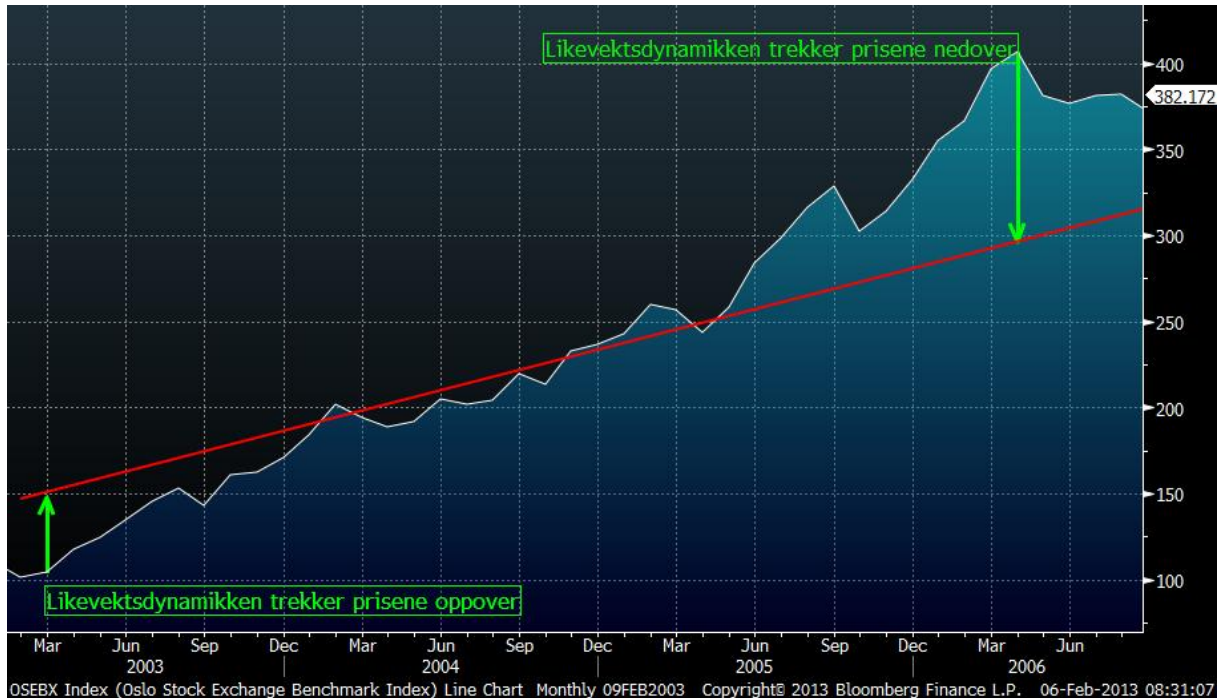
Januar har vært en måned hvor det klassiske januar-rallyet har dominert. Markedene har vært preget av økt villighet til å ta risiko og stigende kurser på aksjer og obligasjoner. Effekten har vært spesielt stor i USA, der mye av oppgangen i stor grad skyldes at *fiscal cliff* katastrofen inntil videre ble avverget. Oppgangen ble forsterket av nye signaler om at politikerne foretrekker kompromiss fremfor å styre utfor en *fiscal cliff*. Kina har også overrasket positivt og det ser ut til at den økonomiske veksttakten flater ut eller stiger, og indikerer at sannsynligheten for en "hard landing" i Kina kan være redusert. Eurosonen har kanskje først og fremst bidratt ved ikke å være fokus for dommedagsprofetier, og fravær av store nyheter har vært godt nytt. Faren for et nærstående sammenbrudd av eurosonen virker å være betydelig redusert og ekstremrisikoen som har hengt som en mørk sky over Europa er borte, - for nå.

Tema: risiko eller naturlige svingninger?

Økonomisk teori omfatter ofte ideen om likevekt i markedet, en tilstand der prisen tilpasser seg slik at tilbud møter etterspørsel. I den teoretiske verden er det fred, fordragelighet og en stor grad av forutsigbarhet, noe som ikke kjennetegner de finansielle markedene vi som investorer opererer i. Det er lett å avfeie likevektspriser som en teoretisk størrelse uten relevans for investor. Likevektsprisene passerer på vei opp i euforisk tilstand, eller på vei ned når panikken rår, ikke ulikt det faktum at en klokke som står viser riktig tid to ganger i døgnet.

Imidlertid har avviket mellom teori og virkelighet fått de fleste økonomer, noen tvilende og motstrebende, til å akseptere at finansielle markeder ikke er perfekte og teorier som tillater prisene å avvike fra likevekt har blitt utviklet. I en artikkel fra 1933 beskriver Irving Fisher hvordan markedsprisene svinger syklisk rundt likevekt. Artikkelen belyser problemene i amerikansk økonomi etter krasjet i aksjemarkedet i 1929, og problemstillingen er skremmende lik den vi ser i USA i dag. Fisher mener markedet er sammensatt av flere drivere der vi kan tenke oss at økonomisk vekst er en underliggende likevektsbane. I tillegg påvirkes økonomien av ulike sykliske krefter, noen naturlige og harmoniske (sesongvariasjoner, ukes- og dagsvariasjoner), andre sjokkpreget og avtagende over tid. Den teoretiske likevekten virker som en magnet på prisene og jo større avviket er mellom

likevektsprisen og markedsprisen, jo kraftigere er draging. Denne teorien beskriver et marked som nesten aldri er i likevekt. Kontinuerlige forstyrrelser sender prisene bort fra likevekten og likevektsdynamikken trekker prisene tilbake, lik et skip som ruller i bølgene; jo mer det krenger jo sterkere virker kreftene for å komme på rett kjøll.



Grafen over viser utviklingen i OBX indeksen på Oslo Børs i perioden 2003 til 2007. Den røde linjen er en tenkt likevektsbane, i dette eksemplet en lineær trend, og de grønne pilene illustrerer hvordan likevektsdynamikken påvirker markedsprisene. Avviket fra likevekt er en av mange krefter som virker inn på prisene og andre sterkere krefter kan føre til store og vedvarende avvik fra likevekt.

Fisher var i sin artikkel opptatt av å beskrive dynamikken ved store markedsnedganger. Fisher beskriver markedskreftene som et tre som bøyer seg i vinden, for deretter å rette seg opp; inntil vindpresset når et kritisk punkt og treet bryter. Tilsvarende vil et aksjeselskap utsettes for små og store sjokk, men vender tilbake normal virksomhet; inntil sjokket er for stort og selskapet går konkurs. Da er likevekten brutt og verdiene permanent destruert. Liknende et skips økende motstand mot større krengeing, inntil vippepunktet nås og krengeing akselererer av seg selv og skipet kantrer.

Hvis vi aksepterer at finansmarkedet utsettes for krefter fra ulike hold og av ulik natur, men stadig trekkes tilbake mot likevekt, skaper det implikasjoner for hvordan vi skal forstå og måle risiko. Markedets svingninger er manifestert i prisenes kontinuerlige fluktusjon, som er enkle å observere og tallfeste. Standardavvik eller volatilitet beskriver graden av svingninger og brukes ofte som et mål på risiko. Volatilitet reduserer den langsiktige avkastningen i en portefølje. Store svingninger i porteføljeverdien er uønsket, men er volatilitet et godt mål på risiko?

Svaret ligger i området: tja, delvis eller noen ganger. Volatiliteten sier noe om hvor mye markedet svinger, eller rettere sagt har svingt siden volatiliteten beregnes ut fra historiske prisbevegelser. Det virker intuitivt riktig å si at når volatiliteten har vært høy, har investoren opplevd høy grad av risiko. Akkurat som et tre som svaier mye er en indikasjon på at det blåser hardt og øker risikoen for at treet bryter. Spørsmålet er om det å måle treets svaing gir noen form for innsikt i brytepunktet og når

treet vil brenne. Hvis vi definerer risiko som sannsynlighet for permanent tap på investeringen, er det usikkert om volatiliteten gir et godt bilde av risiko. Markedet svinger; noen ganger mer, noen ganger mindre. Vi er opptatt av om bristepunktet er nært og verdier i ferd med å ødelegges permanent.



Grafen over viser utviklingen i OBX indeksen på Oslo Børs de siste ti årene. Den røde linjen representerer en tenkt likevektsbane og viser at markedsprisene i 2006 og 2007 lå langt over likevekt, eller "fair value". I 2008 begynner prisene å bevege seg ned mot likevekt, men plutselig gir markedet etter og prisene faller langt under fair value. En negativ spiral styrer prisutviklingen der investorer selger fordi verdien av gjelden overstiger verdien av investeringene. Tvangssalgene forårsaker ytterligere prisfall og skaper panikk og prisene stuper, finanskrisen er et faktum. Finanskrisen har hatt en destruktiv effekt på realøkonomien, mange bedrifter gikk konkurs og arbeidsledigheten skøyt i været. Reelle verdier ble permanent destruert og ny likevektsbane for økonomien ligger betydelig lavere enn om finanskrisen hadde vært unngått.

I forrige markedsbrev ble det argumentert for at det er vanskelig å forutsi det uforutsigbare, og at det er det uforutsigbare som kan skape sjokk som bringer markedet til bristepunktet. Siden vi ikke har en krystallkule eller er fremsynte, og volatilitet i beste fall er et bakoverskuende mål på risiko, er vi overlatt til å akseptere risikoen for destruktiv markeds kollaps. Imidlertid er det mye vi kan gjøre for å sikre at porteføljen er robust og står seg relativt godt gjennom slike perioder, noe som er avgjørende for investorenes langsiktige avkastning. I den sammenheng er vi opptatt av porteføljens egenskaper hvis markedet når et nytt bristepunkt. De daglige svingningene er uønskede, men av mindre bekymring.

Før vi gjør en investering i FDA beregnes det et maksimalt tapspotensial for hver investering og porteføljen under ett. Det maksimale tapspotensial er vårt primære risikoparameter og representerer det maksimale forventede tap under neste krise. Slike estimat er beheftet med stor usikkerhet, men i motsetning til volatilitet, er det et mål på risiko som likner det investorer opplever som risiko. Vårt estimat er at FDA vil kunne falle 30 % under et ekstremscenario, der Oslo Børs vil kunne falle 65 %. Neste krise kan bli mer eller mindre alvorlig enn vi har lagt til grunn, men alle fond blir beregnet etter samme metodikk og gir et godt utgangspunkt for å sammenlikne risikoen mellom ulike investeringer.

Konklusjoner for investor

I forrige månedsbrev beskrev vi hvordan investorer tvinges lengre ut på risikokalaen for å opprettholde avkastningen og at 2013 vil preges jakten på løpende avkastning (rente eller utbytte). I januar fortsatte trenden med fallende rentepåslag for obligasjoner i høyrentesegmentet. Effekten av dette er todelt: 1) investorene har fått ekstra avkastning som følge av obligasjonenes prisoppgang og 2) løpende rente, og dermed forventet fremtidig avkastning, har falt. Utviklingen isolert sett gjør høyrenteobligasjoner mindre konkurransedyktige sammenliknet med aksjeinvesteringer.

Vi begynner å se indikasjoner på at aksjer blir mer populært og at trenden med at all kapitalen flyter inn i obligasjonsfond har stoppet. Hvis det vi nå ser er starten på en global porteføljerotasjon; salg av sikre obligasjoner og andre sikre investeringer, samt kjøp av aksjer, lover det meget godt for de neste månedene. Forholdene ligger godt til rette for at vi skal få påtagende risikovillighet, *risk-on*, og fortsatt oppgang i aksjer og høyrenteobligasjoner.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 07.02.13