

## BREV TIL INVESTORENE: APRIL 2013

### Markedsutvikling

I april steg FDA med 0,1 % og referanseindeksen med 1 %. Etter å ha svingt en del i løpet av måneden endte de fleste store aksjemarkedene opp rundt 2 %, med unntak av Japan som steg over 7 %. FDAs mindreakstning sammenliknet med referanseindeksen stammer fra negative bidrag fra norske og russiske aksjer. Hittil i år har FDA steget 6,3 %, primært drevet av en sterk utvikling i globale aksjemarkeder.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,09 %	3,27 %	6,30 %	N/A	N/A	6,77 %
Ref.indeks	1,00 %	6,40 %	8,35 %	10,06 %	17,71 %	9,00 %
MSCI World	1,54 %	10,50 %	13,78 %	15,93 %	25,45 %	14,44 %
Norske renter	0,18 %	0,43 %	0,55 %	1,59 %	6,18 %	1,28 %
Oslo Børs	1,89 %	3,08 %	8,12 %	13,99 %	25,35 %	16,73 %

Aberdeen Japan steg over 10 %, betydelig bedre enn det japanske aksjemarkedet generelt, og bidro positivt til FDAs avkastning. Invesco Europa overpresterte i det europeiske aksjemarkedet og ga også et positivt bidrag i porteføljen. Oslo Børs steg i april, men fondene FDA er investert i underpresterte mot Oslo Børs, til dels kraftig. Det russiske aksjemarkedet fortsatte den svake utviklingen fra forrige måned og East Cap Russland fulgte markedet ned. Oljeprisen falt markant i april og er hovedårsaken til den svake utviklingen i våre norske og russiske aksjeinvesteringer.

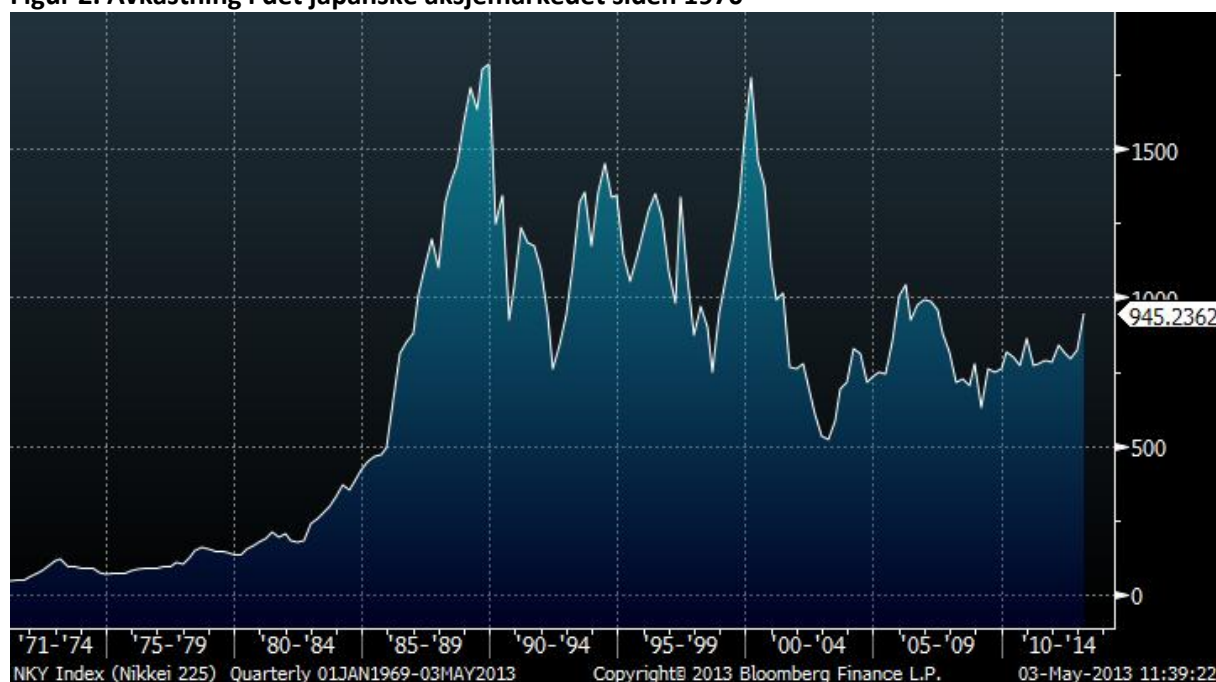
FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastning i april
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	11 %	1,40 %
DNB High Yield	Renter, Norge	10 %	0,88 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	10 %	-3,72 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	9 %	0,53 %
Nordea USA	Aksjer, USA	9 %	1,85 %
Arctic High Return B	Renter, Norge	8 %	0,53 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	7 %	2,05 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	6 %	2,71 %
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	6 %	-0,49 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	6 %	0,66 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	4 %	-0,49 %
MFS Mer. Europa SC	Aksjer, Europa	3 %	0,50 %
Nordea Norden SC	Aksjer, Europa	3 %	-0,62 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	3 %	10,41 %
DNB SMB	Aksjer, Norge	3 %	-1,08 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	2 %	-4,54 %

*Invesco Europe Struc., Vontobel EM og Aberdeen Japan leverte bedre avkastning enn markedene fondene investerer i. Storebrand Vekst leverte -3,7 % samtidig som Oslo Børs steg 1,9 % og underpresterte kraftig. East Capital Russland og MFS Mer. Europa SC underpresterte og de øvrige fondene leverte avkastning i tråd med sine markeder.*

## Porteføljeendringer

Japanske aksjer har steget 21 % hittil i år, men det er ikke for sent å komme seg på “Japan-toget”. Japansk økonomi opplevde sin krise på slutten av 80-tallet og har siden vært i stagnasjon. Grafen under viser at japanske aksjer har gitt negativ avkastning over de siste 25 årene og en investor som kjøpte på toppen av Japaneuforien i 1989 har fremdeles et tap på nesten 50 %. Den generelle oppfatningen er at aksjer gir god avkastning på lang sikt, men i Japan kan “lang sikt” vise seg å bli veldig mange år. Om markedet er priset dyrt eller billig på det tidspunkt man går inn i aksjemarkedet kan ha stor innvirkning på den langsiktige avkastningen.

**Figur 2. Avkastning i det japanske aksjemarkedet siden 1970**



*På slutten av 80-tallet var Pris/Bok i det japanske aksjemarkedet over 5 og markedet var historisk høyt priset. Den negative avkastningen etter denne perioden har gjort markedet upopulært hos investorer og prisingen av markedet er lav. Japanske aksjer prises til Pris/Bok 1,3. Til sammenlikning prises amerikanske aksjer til Pris/Bok 2,4 og europeiske aksjer til Pris/Bok 1,7. En reprising av japanske aksjer kan gi et vedvarende rally i markedet.*

Etter flere tiår med svak økonomisk vekst og skuffende avkastning fra aksjemarkedet er det sannsynlig at japanske aksjer har blitt upopulære og billige. En reprising av japanske aksjer som tar høyde for en ny veksttakt i økonomien kan ta flere år. Vi er positive til, men ikke overbevist om at den japanske statsministeren, Shinzo Abe, vil lykkes med å starte vekstmotoren i japansk økonomi. Andre har prøvd før ham, men uten hell. FDA har redusert allokeringen til norske og russiske aksjer og reallokert 2,5 % av kapitalen til Aberdeen Japan. Vi vil vurdere å øke investeringen hvis den ekspansive politikken ser ut til å gi varig effekt. Japan utgjør omtrent 9 % av verdensindeksen og FDA er, selv etter reallokeringen, undervektet Japan.

## Trygge havner – Investors Utopia

De siste årene har gull vært populært hos investorer som ønsket et element av beskyttelse i porteføljen. Gull anses som selve ur-pengen og har en lang historie som betalingsmiddel og formuesobjekt. I motsetning til papirpenger som kan falle i verdi (inflasjon) eller bli verdiløse (hyperinflasjon), er mengden gull i verden er begrenset og dette bidrar til å stabilisere verdien. I

tillegg har prisen på gull vært negativt korrelert med avkastningen i aksjemarkedet. Det vil si at gull har hatt en tendens til å stige i verdi når aksjeprisene er fallende. På grunn av egenskapen til å bevare verdien har gull lang tradisjon som en sikker investering verden over. Det siste året har imidlertid gullprisen svingt så kraftig (se grafen under) at en investering i gull ikke er forenlig med formålet med en sikker havn; å bevare kapitalen.

**Figur 2. Avkastning fra gull og norske statsobligasjoner siste 12 måneder**



Gullprisen har vært utsatt for store svingninger. I løpet av det siste året har gullinvestorene opplevd et fall på 23 %, fra topp til bunn, og et verdifall på 10 % i løpet av perioden. Dette er ikke karakteristikk som er forenlig med hva investorer ser etter i en "sikker havn". I samme periode har en investering i statsobligasjoner med tre måneders løpetid gitt en avkastning på 1,6 %, omtrent i tråd med inflasjonen, og realavkastningen er null.

Svingningene i gullprisen vitner mer om en risikofylt investering å la aksjer enn en investering som sikrer kapitalens verdi. Kompensasjonen investor får for å investere i aksjemarkedet er eierskap til bedrifter og den underliggende verdiskapningen. Markedsprisen på eierskapet svinger, men den underliggende verdien øker. Det samme kan ikke sies om gull som er et ikke-produktivt aktivum. På lang sikt er det rimelig at en investering i gull vil opprettholde kjøpekraften og forventet realavkastning er null, verken mer eller mindre.

For å ha en sikker havn må investor finne noe som er sikrere enn gull. Statsobligasjoner har lang tradisjon som investors trygge havn. Finanskrisen viste imidlertid at ikke alle statsobligasjoner er like sikre og prisen for å velge feil viste seg å være høy. Før finanskrisen var greske statsobligasjoner ansett som en sikker investering, men investorer i greske statsobligasjoner har sett tap på over 70 %. Enkelte lands statsobligasjoner (Norge, USA, Tyskland, Japan og England) betraktes fremdeles som trygge havner. Det nye er at myndigheten har satt opp parkometre og krever betaling for oppbevaring av kapitalen i trygge havner. Rekordlave renter gir investor negativ realavkastning i sikre statsobligasjoner. Sikkerheten har fått en høy pris.

Etter finanskrisen kan det virke som om konseptet «trygg havn» er et resultat av investorenes selvbedrag. Europeiske bankinnskudd (ref. Kypros), selv under garantibeløpet, har vist seg å kunne bli

utsatt for tap. Penger i madrassen tæres hurtig opp av økende inflasjon og er neppe en trygg plassering (tenk brann eller tyveri). Sikkerheten i såkalte «trygge havner» stammer fra naivitet og en tro på at ikke-identifisert risiko er fravær av risiko. Ett unntak er høyrentekonto i norske banker, der sikkerheten gjennom banksikringsfondet er god (inntil to millioner) og renten er høyere enn inflasjonen.

I valget mellom å betale for sikkerhet eller ta risiko for å skape avkastning, fremstår store globale aksjeselskaper med stabil inntjening som en attraktiv investering. En portefølje av slike selskaper vil svinge i verdi, men investeringskapitalen går ikke tapt (med forbehold om verdens undergang). Kompensasjonen for prissvingningene er eierskap i underliggende verdiskapning der en andel utbetales til aksjonærene (i motsetning til gull som bare svinger i verdi). Når alt kommer til alt, er kanskje ikke aksjer så skummelt, men et spørsmål om å tolerere svingninger. Hvis du eier en andel i de selskapene som produserer din mat, bil, hus, helse, underholdning etc. hvor galt kan det gå?

### **Konklusjoner for investorer**

I dagens marked er sikre havner belemet med høye parkeringsavgifter og valget blir mellom å ta risiko eller betale for sikkerhet. Vi anbefaler en todeling av porteføljen:

- 1) En andel sikkerhet, for eksempel bankinnskudd i norske banker
- 2) En andel med avkastningspotensial. Kapitalen investeres i aksjer og obligasjoner i verdiskapende virksomheter.

Styr unna kvasisikre investeringer, de har skjult risiko og lav avkastning.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 06.05.13*