

BREV TIL INVESTORENE: JUNI 2013

Markedsutvikling

Juni har vært en turbulent måned preget av betydelig fall i aksje- og obligasjonsprisene rundt om i verden. Samtidig steg euro (+3,5 %) og amerikanske dollar (+3,4 %) kraftig i verdi mot norske kroner og bedret situasjonen for norske investorer med utenlandske porteføljer. FDA falt med 1,0 % og til sammenlikning steg referanseindeksen 0,4 %. FDAs mindreakkastning sammenliknet med referanseindeksen skyldes dårlig avkastning fra aksjer i Asia og fremvoksende økonomier.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-0,97 %	1,69 %	7,90 %	N/A	N/A	8,49 %
Ref.indeks	0,38 %	2,39 %	9,85 %	11,81 %	21,88 %	10,52 %
MSCI World	0,56 %	3,72 %	16,21 %	19,05 %	33,08 %	16,94 %
Norske renter	0,11 %	0,43 %	0,80 %	1,58 %	6,06 %	1,54 %
Oslo Børs	-4,66 %	-0,51 %	5,56 %	15,16 %	42,87 %	13,94 %

Sector Asset Management sitt bransjefond innen helse og farmasi topper avkastningstabellen i juni, med en avkastning på 3 %. Bransjen regnes for å være et lavrisikosegment innen aksjeinvesteringer. I andre enden av tabellen finner vi aksjefond som investerer i fremvoksende økonomier og Norge, markeder som betegnes med høy risiko. Polariseringen i avkastning, der stabile aksjer i vestlige økonomier gjør det bra og høyrisikoinvesteringer gjør det relativt dårlig, har vedvart over tid. FDA har fått bedre avkastning i aksjefond der forventningen til avkastning har vært dempet av fondets defensive karakteristika, og dårligere avkastning fra de investeringene med høyest avkastningspotensial, - og dette i et marked preget av *risk on* som normalt favoriserer høyrisiko investeringer.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastning i juni
Sector Helse Verdi	Aksjer, Global	5 %	3,05 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	4 %	2,52 %
MFS Mer. Europa SC	Aksjer, Europa	3 %	2,13 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	9 %	1,69 %
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	6 %	1,50 %
Nordea USA	Aksjer, USA	14 %	0,87 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	6 %	0,61 %
Arctic High Return B	Renter, Norge	7 %	0,17 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	0,05 %
DNB High Yield	Renter, Norge	8 %	-0,11 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	3 %	-0,84 %
Aberdeen EM Bond*	Renter, EM	5 %	-1,59 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	8 %	-3,37 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	7 %	-4,63 %
DNB Norge Indeks*	Aksjer, Norge	5 %	-4,72 %

*Fondene ble kjøpt i slutten av måneden og fondets avkastning i juni er ikke representativt for avkastningen FDA har fått. Blant investeringene med spisset risikoprofil er det kun Storebrand Vekst som leverer positiv avkastning og noterer en verdiøkning på 1,7 % samtidig som Oslo Børs faller 4,7 %. De fleste fondene leverte bedre avkastning enn markedene de investerer i. FDAs overvekt av aksjer i Asia og fremvoksende økonomier trekker imidlertid ned.

Porteføljeendringer

East Capital Russland er solgt ut av porteføljen. Forvaltningen av fondet fremstår fremdeles som god og fondet har levert god avkastning sammenliknet med sin referanseindeks. Imidlertid har russiske aksjer ikke innfridd våre forventninger generelt sett. Investeringen var i utgangspunktet basert på en oppfatning om at russiske aksjer ville gjøre det spesielt godt i et globalt marked preget av økende risikovilje og høy oljepris. Forutsetningene har slått til, men avkastningen har latt vente på seg og vi ser mer attraktive investeringsmuligheter i andre regioner.

DNB SMB er solgt ut av porteføljen. Delvis sliter forvalter med å slå sin referanseindeks og delvis ønsker vi å redusere den ensidige eksponeringen mot *small cap* segmentet i Norge. DNB Indeks Norge er tatt inn i porteføljen og eksponeringen mot norske aksjer er økt marginal. Fondet er passivt forvaltet og porteføljen gjenspeiler aksjesammensetningen i Oslo Børs hovedindeks. Forvaltningsgebyret i fondet er på 0,3 % og gir eksponering mot norske aksjer til en lav kostnad.

Vi velger å ta profitt på investeringen i Aberdeen US HY etter at fondet har levert sterke 9,5 % avkastning siden oppstart av FDA. Etter siste ukers store fall i obligasjonsprisene i fremvoksende økonomier, er det bedre avkastningspotensial i Aberdeen EM Bond. Fondet investerer i obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende økonomier. FDA har tidligere investert i fondet, men vi tok profitt etter en periode med sterkt stigende obligasjonspriser og tilhørende redusert avkastningspotensial.

Det er gjort mindre porteføljusteringer ved å redusere beholdningen i Aberdeen Asia SC og øke beholdningen i Aberdeen Japan og Nordea US A. Sistnevnte er nå den største investeringen i FDA. Ved utgangen av måneden har FDA 68 % aksjer og 32 % renter, 8 % - poeng overvekt i aksjer.

Markedene

Juni har vært en urolig måned for verdens finansmarkeder. Det gamle ordtaket «*Sell in May and stay away*» ser ut til å være treffende i år også. Siden midten av mai har prisene falt betydelig på tvers av geografiske regioner og aktivaklasser. Prisene på gull, olje og statsobligasjoner har falt i takt med aksjeprisene. Dette er en uvanlig utvikling da et fall i aksjeprisene som oftest er assosiert med økt etterspørsel etter sikre investeringer som statsobligasjoner og gull. Historiske sett har prisene på sikre investeringer en tendens til å stige når aksjeprisene faller (prisene er negativt korrelert). I det siste har ikke statsobligasjoner og gull virket dempende på risikoen i en portefølje.

Imidlertid har norske investorer med en global portefølje hatt stor fordel av en kraftig verdistigning i euro og amerikanske dollar. En forklaring kan være at amerikanske og europeiske investorer har møtt markedsuroen med å selge utenlandske investeringer og trekke kapitalen hjem (resulterer i økt etterspørsel etter euro og amerikanske dollar). Utviklingen i aksje- og valutamarkedene tyder på at nedsalget i fremvoksende økonomier og Asia har vært betydelig.

Media har i stor grad forklart markedsurolighetene med kinesiske bankers gjeldsproblemer. Imidlertid har de strukturelle problemene i Kina, og spesielt gjeldsproblematikken, vært kjent lenge. Vi mener at det er vel så sannsynlig at noen år med dårlig avkastning i fremvoksende økonomier har ført til at investorer flytter penger til markeder med presumptivt lavere risiko og som har gitt høyere avkastning (USA og EU). Kapitalflyten forsterker den relativt dårlige utviklingen i fremvoksende økonomier og den sterke utviklingen i Vesten. Stadig flere investorer hiver seg på trenden og en selvforsterkende prosess er i gang. Deretter våkner et iboende behov for å finne en «fornuftig»

forklaring på hva som har forårsaket utviklingen, - utover investorenes egen flokkmentalitet. Heldigvis trenger journalistene sjeldent å lete lenge for å finne dårlig nytt som kan vikariere som årsaken til et prisfall. Denne gangen er det kinesiske banker som blir tildelt skylden.

Når godt nytt er dårlig nytt

En annen populær forklaring til prisfallet er uttalelsene til den amerikanske sentralbanksjefen Ben Bernankes. Han presiserte forutsetningene for når sentralbanken skal avvikle tiltakene for å stimulere den amerikanske økonomien. I hovedsak fokuserte Bernanke på å kommunisere to ting:

1. Tiltakene avsluttes ikke før den økonomiske veksten er robust nok til å fortsette uten tiltak.
2. Sentralbanken vil heller feile ved å stimulere for mye for lenge, enn å feile ved å slutte å stimulere for tidlig.

Dette sendte aksjeprisene hodestups ned, angivelig fordi investorer fryktet at det går så godt i amerikansk økonomi at veksten kan fortsette uten kunstig stimulanser. Det er sannsynligvis første gang i historien at en bedring i de økonomiske utsiktene har blitt tildelt rollen som årsak til et prisfall i aksjemarkedet.

Mange investorer lengter etter en tid der markeder får utvikle seg i fred fra politiske inngrep og stimulanser og journalistenes historier om årsakssammenhengen i finansmarkedene er tidtrøytte i stille stunder.

Konklusjoner for investor

Vi har tidligere nevnt at det har gått historisk lang tid siden siste betydelig prisfall. I så måte kan det pågående prisfallet være en av tidenes mest etterlengtede korreksjoner for investorer som venter på å vekke seg opp i aksjer. Hvorvidt et prisfall er en korreksjon eller starten på noe mer dramatisk vites ikke før det er før det ene eller andre scenario er realisert. Vi er imidlertid av den oppfatningen om at det vi opplever er et midlertidig fall i prisene i et stigende marked. De fundamentale forhold taler ikke for at vi skal få et mer dramatisk og langvarig prisfall. De neste ukene kan gi gode muligheter for å vekke seg opp i aksjer.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 05.07.13