

BREV TIL INVESTORENE: AUGUST 2013

Markedsutvikling

August har vært en urolig måned og avkastningen i aksjemarkedene har de fleste steder vært fallende som en funksjon av økt usikkerhet. Krisen i Syria og faren for at urolighetene skal spre seg til resten av Midtøsten har sendt oljeprisen opp og aksjeinvestorene inn i tenkeboksen. Målt i lokal valuta har Verdensindeksen falt, men svekkelsen av den norske kronen begunstiger investeringer i utenlandsk valuta. Målt i norske kroner steg Verdensindeksen 1,3 % og FDA steg 0,5 %, marginalt dårligere enn referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,45 %	1,22 %	10,28 %	N/A	N/A	10,89 %
Ref.indeks	0,82 %	2,39 %	12,05 %	13,41 %	23,19 %	12,76 %
MSCI World	1,29 %	3,77 %	19,92 %	21,94 %	35,61 %	20,74 %
Norske renter	0,10 %	0,35 %	1,05 %	1,55 %	5,88 %	1,78 %
Oslo Børs	0,29 %	1,03 %	11,86 %	14,14 %	40,87 %	20,82 %

Øverst på avkastningstabellen finner vi europeiske og norske aksjer, sammen med bransjefondet Sector Helse Verdi. Aberdeen Asia SC og Vontobel er de eneste fondene som bidro med negativ avkastning. Fondene operer i en region som har blitt spesielt hard rammet av spekulasjoner om nedtrappingen av de kvantitative lettelsene i USA. Historisk har Vontobel levert relativt sterke resultater i fallende markeder, men prestasjonen har vært skuffende den siste måneden.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastning i august
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	5 %	4,43 %
MFS Mer. Europa SC	Aksjer, Europa	6 %	3,37 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	10 %	2,04 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, Global	5 %	1,52 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	8 %	1,03 %
Nordea USA	Aksjer, USA	14 %	0,97 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	0,86 %
DNB High Yield	Renter, Norge	8 %	0,85 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	5 %	0,71 %
Arctic High Return B	Renter, Norge	7 %	0,34 %
DNB Norge Indeks	Aksjer, Norge	6 %	0,27 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	4 %	0,18 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	6 %	-2,35 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	5 %	-4,62 %

Nordea Europa Verdi og Storebrand Vekst utmerker seg også ved å levere bedre avkastning enn markedet de operer i. MFS Meridian Smaller Companies leverer god avkastning, men underpresterer sammenliknet med europeiske småselskaper generelt. Aberdeen Asia SC og Vontobel EM investerer i markeder som investorene rømmer og er preget av betydelig kursfall. Vontobel utmerker seg også negativt ved å falle betydelig mer enn markedet.

Porteføljeendringer

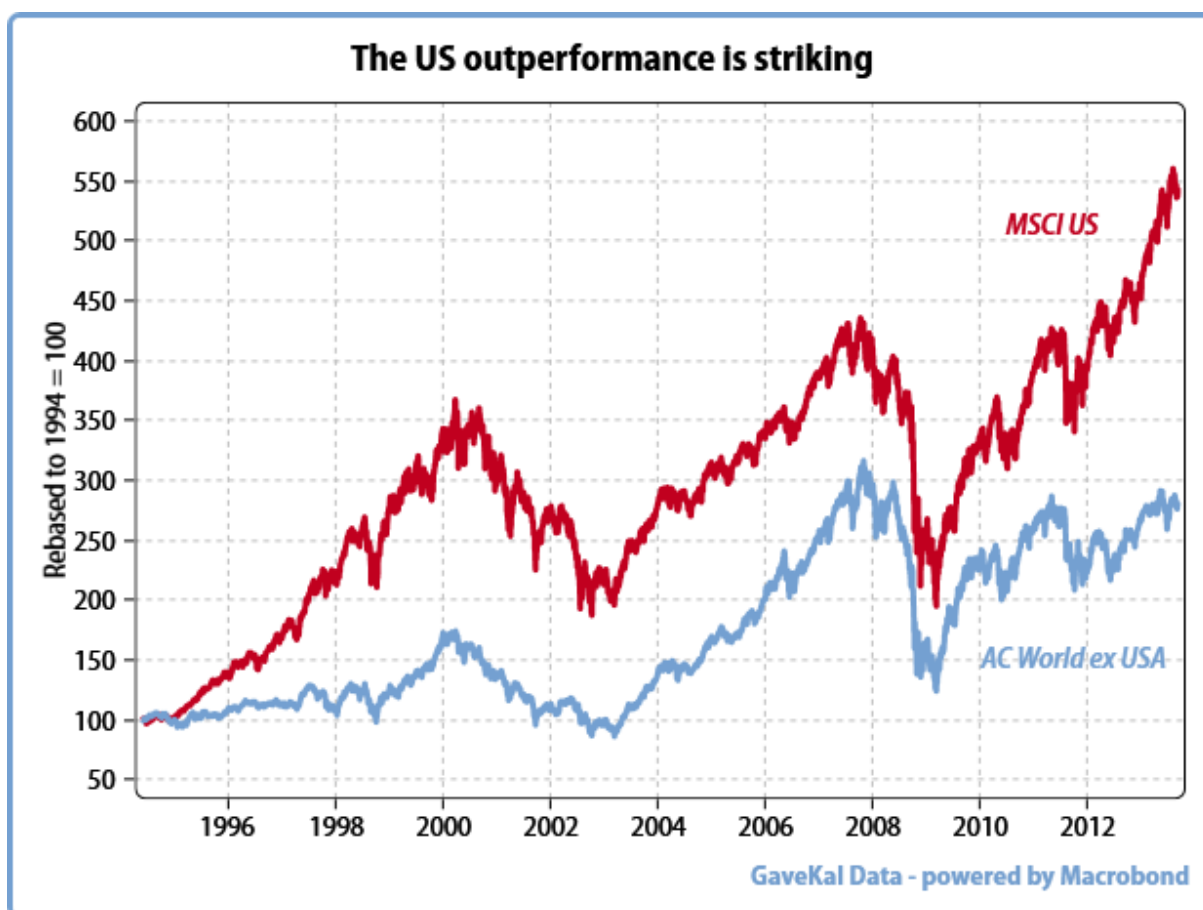
Vontobel er satt på overvåkningslisten på grunn av dårlig relativ avkastning og et sterkt negativ markedssentiment. Beholdningen ble redusert med knappe 3 % - poeng i løpet av måneden.

Eksponeringen mot amerikanske aksjer er redusert til fordel for økt eksponering mot europeiske aksjer. Hele beholdningen i iShares S&P Midcap 400 ble solgt og provenyet investert i MFS Meridian Europa SC og Invesco Europa Strukturert.

Aksjebeholdningen er redusert noe og utgjør nå 66 % av FDA, som gir en overvekt av aksjer på 6 % - poeng.

Den amerikanske vekstmotoren

Det amerikanske aksjemarkedet har de siste 20 årene levert betydelig bedre avkastning enn resten av verden (se grafen under). Amerikansk industri har blitt revitalisert gjennom implementering av avansert teknologi. Roboter har i utstrakt grad erstattet arbeidere eller mindre effektive maskiner og bedret den internasjonale konkurransekraften til amerikanske industribedrifter.



Grafen viser utviklingen i amerikanske aksjer sammenliknet med resten av verden. Siden 1994 har avkastningen i USA vært nesten dobbelt så høy. Utviklingen har medført at amerikanske aksjer fremstår som høyere priset, og potensialet for mer attraktive investeringer finnes utenfor USA.

I tillegg har USA vært gjennom en energirevolusjon. Oppdagelsen av skifergass og utviklingen av ny produksjonsteknologi har gjort store gassreserver tilgjengelig for produksjon. Over 20 % av USAs gassproduksjon kom i 2010 fra utvinning av den kontroversielle skifergassen. Tilgangen til nye og billige gassfelt har ført til en kollaps i amerikanske gasspriser. For industrien har dette medført at

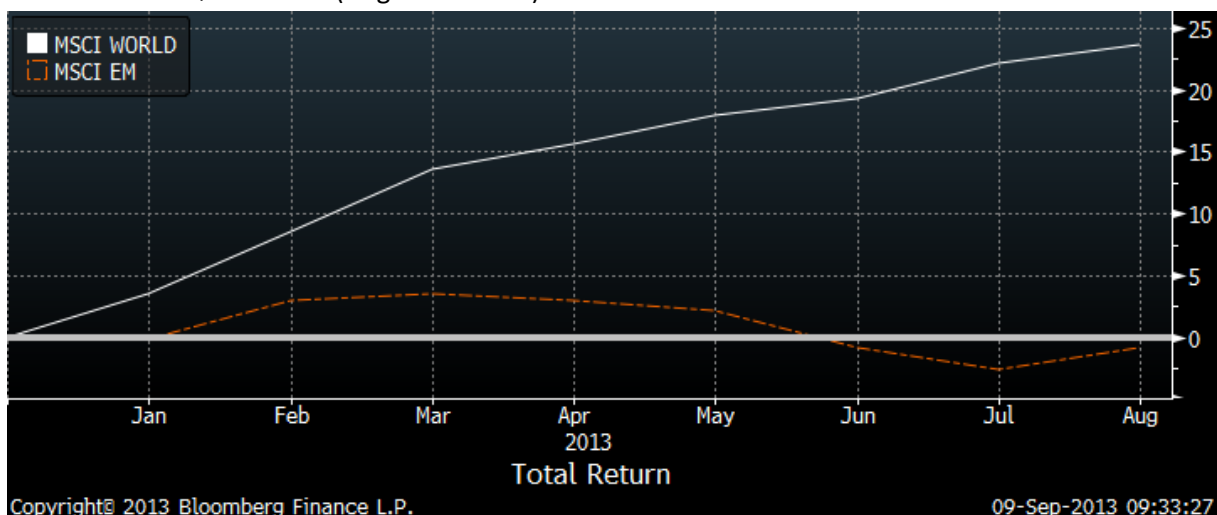
energikostnadene har vært langt lavere enn hos konkurrentene utenfor USA. Energirevolusjonen er ikke begrenset til gassmarkedet. Utvinning av skiferolje er i sin spede barndom og forventes å ha stor innvirkning på oljemarkedet. Forventet fremtidig oljepris har blitt betydelig nedjustert som følge av skiferoljen.

USA er verdensledende på teknologisiden og nyter godt av billig energi. Handelsbalansen har bedret seg og skiferoljen vil holde fremtidige energipriser nede. Sammenliknet med andre vestlige økonomier fremstår veksten i USA som mer robust og nærmest å klare seg uten ekstreme pengepolitiske stimulanser. Skal man spå om fremtiden er det mye som taler for USAs videre fremmarsj.

Vi har imidlertid valgt å gå i mot markedssentimentet og redusert investeringen i amerikanske aksjer. En faktor som er av større betydning enn de nevnte forhold, er prisen investoren må betale for aksjene. Selv i et tiårsperspektiv er prisingen på kjøpstidspunkt avgjørende for avkastningen i perioden. Prisingen av det amerikanske aksjemarkedet vitner nå om at positive fremtidsutsikter legges til grunn og sammenliknet med historiske prisingsmultipler fremstår markedet som moderat høyt priset. Vi ser nå bedre avkastningsmuligheter i europeiske aksjer der markedet ikke helt har priset inn en gradvis forbedring av fremtidsutsiktene, spesielt som en følge av redusert sannsynlighet for et krisescenario (sammenbrudd i eurosonen).

Fremvoksende økonomier?

Veksttakten i fremvoksende økonomier er avtagende. Grupperingen *fremvoksende økonomier* består av land med meget ulike karakteristikk. Fellesnevneren er at de har høy økonomisk vekst, og nå nylig, at fremtidig høy økonomisk vekst fordrer at landenes ulike strukturelle problemer forseres. Samtidig erkjenner investorene at amerikansk økonomi er i ferd med å stabilisere seg og følgelig kommer pengepolitisk stimulans til å reduseres. Paradoksalt har dette skapt usikkerhet og frykt, og pengeflukt fra fremvoksende økonomier til USA. Dette har vært en giftig cocktail for aksjemarkedene i fremvoksende økonomier (se grafen under).



Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

09-Sep-2013 09:33:27

Grafen viser avkastningen fra aksjemarkedet i fremvoksende økonomier (brun stiple linje) sammenliknet med avkastningen i Verdensindeksen (hvit linje) hittil i år.

På tross av strukturelle problemer i økonomiene, og investorenes avtagende tro på fremtiden, vokser fremvoksende økonomier betydelig raskere enn den vestlige verden. Vi mener at supersyklusen med

høyere avkastning i fremvoksende økonomier ikke er over. I tillegg har en periode med relativt svak utvikling i aksjemarkedet resultert i en lavere prising. Imidlertid er markedssentimentet så negativt at vi avventer å vekke opp regionen inntil vi ser de første tegn til positivitet.

Konklusjoner for investor

Vi har mer tro på å holde et fast blikk på prisingen av aksjemarkedene enn å spå fremtidig utvikling basert på teknologiske trender eller liknende. Investorer som disiplinert jobber med å vekke opp aksjebeholdningen når aksjer er billige og investerer i regioner og sektorer som er relativt attraktivt priset, vil skape meravkastning over tid. Imidlertid innebærer dette ofte å gå mot strømmen og investere der ingen andre vil. For FDA betyr dette å vekke opp europeiske aksjer og overvåke utviklingen i fremvoksende økonomier med sikte på å vekke opp et upopulært tema.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 09.09.13