

BREV TIL INVESTORENE: SEPTEMBER 2013

Markedsutvikling

September har vært preget av stigende kurser i de fleste finansmarkeder rundt om i verden. FDA hadde sin hittil beste måned med en oppgang på 3,4 % og slo referanseindeksen med 1,4 % -poeng. Resultatet var delvis drevet av en oppgang i verdensindeksen på 3,3 %, men ble også preget positivt av regional allokering og gode relative prestasjoner i de underliggende fondene.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	3,36 %	5,65 %	13,99 %	13,28 %	N/A	14,62 %
Ref.indeks	2,01 %	4,06 %	14,30 %	14,37 %	23,88 %	15,05 %
MSCI World	3,26 %	6,56 %	23,83 %	23,61 %	36,91 %	24,74 %
Norske renter	0,13 %	0,37 %	1,18 %	1,60 %	5,83 %	1,92 %
Oslo Børs	1,00 %	7,03 %	12,99 %	12,52 %	31,55 %	22,04 %

Øverst på avkastningstabellen troner Storebrand Vekst med en oppgang på 10 %, en meget sterk prestasjon i et marked som kun steg 1 %. Fondet ble positivt påvirket av oppkjøpsbud og sterk utvikling i flere av IT selskapene i porteføljen. Fremvoksende økonomier og Asia har kommet tilbake etter en periode med svak avkastning og har sammen med de europeiske aksjefondene bidratt positivt. Amerikanske aksjer har gitt relativt svak avkastning denne måneden.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkast. i september
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	12 %	9,98 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	4 %	8,44 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	4,73 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	7 %	4,35 %
MFS Mer. Europa SC	Aksjer, Europa	6 %	4,08 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	6 %	3,61 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	7 %	3,09 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, Global	5 %	1,27 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	7 %	1,14 %
DNB Norge Indeks	Aksjer, Norge	6 %	1,00 %
Arctic High Return B	Renter, Norge	6 %	0,99 %
Nordea USA	Aksjer, USA	12 %	0,84 %
DNB High Yield	Renter, Norge	7 %	0,66 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	0,65 %

De europeiske aksjefondene har bidratt med positiv avkastning, men har ikke holdt følge med utviklingen i et meget sterkt europeisk aksjemarked. Avkastningen fra de norske høyrentefondene har vært meget god, men bidraget drukner i aksjefondenes gode prestasjoner.

Porteføljeendringer

Etter en ny gjennomgang av Vontobel, som var satt på overvåkningslisten, har vi byttet ut fondet med Reyl EM Aksjer. På investeringstidspunktet ble det lagt vekt på at Vontobel hadde gode defensive kvaliteter og vi forventet at fondet skulle gjøre det relativt bra i fallende markeder. I den siste perioden med negativt sentiment i fremvoksende økonomier har fondet falt betydelig mer enn

markedet og dermed ikke innfridd et av de viktigste seleksjonskriteriene. Reyl EM Aksjer har vist fortsatt god relativ avkastning gjennom den turbulente perioden og fondets investeringsprosess gir en veldiversifisert portefølje og resultatet kan ikke tilskrives en *forvaltningsstil* alene.

Ved utgangen av måneden er hele beholdningen i Arctic High Return solgt som et resultat av et ønske om å redusere eksponeringen mot det norske høyrentesegmentet. Fondet har også levert noe svakere avkastning enn forventet hittil i år.

Beholdningen i Storebrand Vekst og Nordea Europa Verdi er økt noe.

Aksjebeholdningen er uendret på 66 % av FDA, som gir en overvekt av aksjer på 6 % - poeng.

Obamacare – we don't

Amerikansk politikk er den største driveren i verdens finansielle markeder om dagen. Mange investorer bruker mer tid på å forutsi neste politiske trekk enn å analysere fundamentale forhold. Fastlåste forhandlinger mellom Demokratene og Republikanerne har ført til en delvis nedstenging av offentlig sektor i USA. I en politisk maktkamp prøver Republikanerne å sabotere «Obamacare», en sentral del av helsereformen til President Obama. Situasjonen minner om forhandlingene vedrørende gjeldstaket som vi nylig var vitne til, og som står på agendaen igjen senere i høst. Vi anerkjenner at amerikanske politikere er villig til å gå langt med trusselen om å skade felles verdier for å få gjennomslag for sin politikk, noe som resulterte i at USAs kredittverdighet for første gang i historien ble nedgradert i 2011. Imidlertid tror vi at de pragmatiske kreftene nok en gang vinner frem, i tolvte time. Når støvet legger seg vil spillet rundt Obamacare og gjeldstaket ha hatt liten innvirkning på det globale investeringsuniverset og vi velger å holde fokus på de fundamentale verdiene.

Det har vokst frem et korps «analytikere» som har spesialisert seg på å spå utfallet av politiske prosesser, som for eksempel hvem som blir neste sentralbanksjef i USA eller når støttekjøpene av amerikanske obligasjoner skal reduseres. Vi har meget liten tiltro til denne innfallsvinkelen for investorer. Ikke fordi politikken er uvesentlig for finansmarkedenes utvikling, snarere tvert i mot, finansmarkedene har siden finanskrisen stort sett vært preget av politisk intervensjon. Imidlertid har vi liten tro på egen eller andres evne til å forutsi utfallet av politiske prosesser. Politiske prosesser likner på det man i matematikken kaller *kaosteori*. Utfallet av en kaotisk prosess lar seg bare predikere hvis man i utgangspunktet har 100 % kontroll på alle variablene som inngår i prosessen.

Journalister bryr seg

Det manglet ikke på råd fra økonomiske eksperter om hva som måtte gjøres for å få økonomien på rett kjøll etter finanskrisen. Mange av rådene var motstridende. Jo mer motstridende rådene var jo mer spalteplass syntes de å få. Journalister har i likhet med analytikere et tillegg på agendaen utover informasjonsformidling, nemlig å selge nyheter. Dette medfører ofte et sensasjonsjag fremfor balansert informasjonsformidling. Investors fokus kan ledes bort fra informasjon som er relevant for verdiutviklingen i porteføljen til informasjon som er underholdende og egnet til å selge nyheter.

Fredag 18. september skulle Bernanke annonsere hvorvidt Sentralbanken skulle redusere støttekjøpene i det amerikanske obligasjonsmarkedet (referert til som *tapering*). Markedet ble tilsynelatende positivt overrasket over at det ikke ble noen endring i Sentralbankens månedlig obligasjonskjøp for 85 milliarder dollar. Finansjournalister verden over kastet seg over disse nyhetene

og presenterte ulike forklaringer på hvordan markedet tolket nyhetene. Størst fokus var det på reaksjonen i aksjemarkedet, som har klart flest lesere. Amerikanske aksjer steg umiddelbart 1,6 % (hvit linje i grafen under) og journalistene mente at dette var en meget positiv nyhet. Imidlertid steg amerikanske statsobligasjoner simultant (gul linje i grafen under), noe som ofte er et tegn på negative nyheter. Utviklingen i obligasjonsmarkedet fikk noe mindre oppmerksomhet (det er færre som leser nyheter om rentemarkedet). Samtidig falt den amerikanske dollaren rundt 1,4 % og for utenlandske investorer hadde verken aksjer eller obligasjoner endret seg betydelig i verdi.

Utviklingen i aksjer og obligasjoner



Grafen viser utviklingen i amerikanske aksjer og amerikanske statsobligasjoner på det tidspunkt Sentralbanksjef Ben Bernanke kom med sin uttalelse om at det ikke ble noen «tapering» denne måneden.

Da dagen var omme hadde amerikanske aksjer steget 0,9 % og journalistene var skjønt enige om at den overraskende kjennelsen fra Bernanke hadde ført til en dramatisk oppgang i aksjemarkedet. En nærmere analyse avslører at i løpet av det siste året har kursendringen for amerikanske aksjer vært større enn 0,9 % en av fire dager.

Hvis vi ser på hvordan gullprisene utviklet seg i samme tidsrom (svært få journalister gjorde dette og nesten ingen leser nyheter om råvaremarkedet) ser vi en utvikling som kanskje inneholdt betydelig informasjon. Grafen under viser at gullprisene steg over 5 % (hvit linje) i samme tidsrom som aksjer steg 1,6 % (gul linje). Normalt er en oppgang i prisen på gull et signal om at investorer søker etter sikre investeringer og anser fremtidsutsiktene som dårligere. Hvis man skal analysere markedets reaksjon på Bernankes uttalelser kommer man ikke utenom å vurdere utviklingen i prisen på gull. Det gjorde imidlertid de fleste journalister.

Utviklingen i gull og aksjer



Grafen viser at utviklingen i gullprisene var langt mer dramatisk enn utviklingen i aksjeprisene. Størrelsen på prisendringen sammenliknet med normale prissvingninger sier noe om informasjonsinnholdet i prisendringen. Mye tyder da på at endringen i aksjeprisene var innenfor det normale og at endringen i gullprisene var det som var verdt å legge merke til.

Imidlertid viste det seg at gullprisene falt tilbake til sin nedadgående trend i løpet av noen få dager. Likeledes normaliserte aksje- og obligasjonsmarkedet seg fort og det hele fremstår som en uvesentlig hendelse. Problemet er at denne typen journalistikk tar fokus bort fra viktige hendelser som påvirker verdien av porteføljen, men kanskje ikke er egnet til å selge nyheter. For investor kan det være krevende å styre oppmerksomheten bort fra støyen og underholdningen i massemedia, men betalingen ligger i å være tro mot sin investeringsstrategi.

Konklusjoner for investor

Hold fokus på de fundamentale forhold og let etter investeringer som er riktig priset og har positive fremtidsutsikter. Politisk støy og underholdende nyheter presentert i massemedia gir sjeldent et oversiktlig bilde av det globale investeringsuniverset. Fundamentale forhold tilsier at vi skal holde fast ved overvekten i europeiske aksjer og enkelte regioner innen fremvoksende økonomier.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 04.10.13