

BREV TIL INVESTORENE: OKTOBER 2013

Markedsutvikling

I oktober har flere aksjemarkeder steget til nye rekordnoteringer, deriblant Oslo Børs. Dette er en milepæl. Investorer som kjøpte norske aksjer på topp før finanskrisen har nå positiv avkastning. Tilliten til at aksjer vil gi bedre avkastning på lang sikt er kanskje gjenopprettet, selv om mange har følt på kroppen at «lang sikt» kan være lenge å vente. 1978 dager tok det før Oslo Børs' røde avkastningstall ble sorte. Imidlertid har Oslo Børs ikke hentet inn avkastningen fra bankinnskudd for perioden.

FDA steg 1,5 % i oktober, noe svakere enn referanseindeksens oppgang på 1,7 %. Sammenliknet med Verdensindeksen hadde Oslo Børs en relativt sterk måned med en oppgang på 6,1 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,5 %	5,4 %	15,7 %	15,4 %	N/A	16,3 %
Ref.indeks	1,7 %	4,6 %	16,3 %	17,1 %	23,3 %	17,1 %
MSCI World	2,8 %	7,5 %	27,3 %	28,5 %	36,0 %	28,3 %
Norske renter	0,1 %	0,4 %	1,3 %	1,6 %	5,7 %	2,0 %
Oslo Børs	6,1 %	7,5 %	19,9 %	20,4 %	31,6 %	29,5 %

Norske aksjer har gitt god avkastning og et positivt bidrag i porteføljen i oktober. Storebrand Vekst viste meget sterk avkastning forrige måned og leverer nok en god måned i oktober, omtrent på nivå med markedet. På tross av bred markedsoppgang i Europa leverte Nordea Europa Verdi skuffende avkastning, -0,2 %. Japan fortsetter å være et marked utsatt for store svingninger og Aberdeen Japan svinger fra toppen til bunnen av avkastningstabellen. Rentefondene i FDA fortsetter å levere stabil og god avkastning.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkast. i oktober
DNB Norge Indeks	Aksjer, Norge	4 %	6,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	12 %	5,6 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	7 %	3,9 %
Nordea USA	Aksjer, USA	10 %	3,7 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	2,5 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	7 %	2,5 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	4 %	2,1 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	1,5 %
MFS Mer. Europa SC	Aksjer, Europa	6 %	1,1 %
DNB High Yield	Renter, Norge	9 %	1,1 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	7 %	0,7 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	9 %	0,7 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	6 %	0,6 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	4 %	-0,1 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	6 %	-0,2 %

Storebrand Vekst er den største investeringen i FDA og fondet har steget over 40 % hittil i år, noe som gjør det til beste norske aksjefond i 2013, med god margin. Det er stor spredning i avkastningen fra de europeiske aksjefondene. I oktober var Invesco Europa Strukt. blant de beste europeiske aksjefondene og Nordea Europa Verdi var blant de dårligste.

Porteføljeendringer

Vi har tatt russiske aksjer inn i porteføljen igjen og kjøpt 4 % i East Capital Russland.

For å holde overordnet risikoeksponering uendret er det gjort en mindre reallokering gjennom å selge amerikanske og norske aksjer, og kjøpe norske renter.

Aksjebeholdningen i FDA er omtrent uendret på 67 %, som gir en overvekt av aksjer på 7 % - poeng.

Felles skjebne, felles trøst?

I utgangspunktet er alle investorer skjønt forent om at tap ikke er ønskelig. Hvis porteføljen, mot formodning, skulle falle i verdi, spiller det da noen rolle hvor tapet kommer fra? Det objektive svaret er selvsagt at et tap er et tap, 10 % nedgang i porteføljeverdien blir verken bedre eller verre avhengig av årsak eller omstendigheter. Kapital har ikke følelser og kan ikke søke trøst i en god forklaring eller finne trygghet i felles skjebne med annen kapital som også minker i verdi. Investorer og forvaltere besitter imidlertid slike følelser og kan være et offer for irrasjonelle investeringsbeslutninger.

For eksempel vil en forvalter som taper 40 % av porteføljen fordi det amerikanske aksjemarkedet faller kraftig neppe miste jobben. Det er tross alt ikke hans feil at markedet faller og mange andre lider samme skjebne. Derimot vil en forvalter som taper 30 % på et kraftig fall i russiske aksjer fort bli idioterklært (alle visste at det er høy risiko i Russland) og kan se frem til nye og spennende utfordringer - i en annen bransje.

Vår oppfatning er at det er like viktig å unngå tap selv om det er i godt fellesskap, et tap er et tap. Vil du ha godt selskap, kjøp en hund! Det er forvalters plikt å påse at porteføljens finansielle risiko er minimert og tilpasset rådende markedsforhold. Felles skjebne demper ikke tapet i porteføljen og en norsk forvalter får sette sin lit til at NAV demper den verste karriererisikoen. Ergo, vi omfavner russiske aksjer i porteføljen, det er tross alt verdens billigste aksjemarked om dagen.

Perestrojka og glasnost i finansmarkedet

Restrukturering (perestrojka) av den russiske økonomien og økende grad av åpenhet (glasnost) for utenlandske investorer har ført Russland oppover på Verdensbankens rangering over lands *ease of doing business*. Den pågående utviklingen er en positiv tiltrekningskraft på utenlandske aksjeinvestorer, men utslag i aksjeprisene lar vente på seg. Samtidig som aksjeprisene ligger i ro har russiske selskaper hatt en formidabel økning i inntjeningen. Hvis vi legger til grunn at på lang sikt vil utviklingen i aksjemarkedet følge utviklingen i markedets inntjening (endring i markedsverdi = summen av inntjening), er det i ferd med å bygge seg opp en ubalanse mellom pris og verdiskapning i det russiske aksjemarkedet.

Grafen under viser prisutviklingen i russiske aksjer (hvit linje) sammenliknet med utviklingen i markedets inntjening (gul linje). Siden 2009 har inntjeningen økt kraftig, men avkastningen fra aksjemarkedet har vært fraværende. Det nederste panelet i grafen viser inntjening i prosent av markedspris og sammenlikner Russland (grønn linje) med USA (rosa linje). I løpet av ett år har russiske aksjeselskaper tjent over 20 % av verdien hele aksjemarkedet. Tilsvarende tall for USA er en inntjening på 6 % av markedsverdien. Gapet i utviklingen mellom inntjening og pris i det russiske aksjemarkedet kan ikke fortsette over tid og vi tror balansen gjenoprettes ved en betydelig prisoppgang. Russiske aksjer vil nok alltid være dyrere (høyere inntjening i % av markedsverdi) enn

amerikanske aksjer, men det er betydelig rom for oppgang i aksjeprisene før «russlandsrabatten» er tilbake på et mer normalt nivå.

Utvikling i pris og inntjening i det russiske aksjemarkedet



I Russland stiger inntjeningen fortere enn verdien av aksjemarkedet og markedets inntjening i prosent er høy sammenliknet med andre aksjemarkeder. I USA har aksjeprisene steget noe mer enn inntjeningen og inntjeningen i prosent av markedsverdi har falt til under 6 %.

Konklusjoner for investor

Noen ganger må det gjøre vondt før det kan gjøre godt. Å være investor vil ofte passe denne beskrivelsen. Gode investeringsmuligheter finnes ofte der få leter og prisen er lav fordi det er få som ønsker å kjøpe i øyeblikket. På lang sikt tvinger fundamentale verdier seg frem, enten det gjelder et marked som er priset i eufori (boble) eller i depresjon. Å gjøre som alle andre virker tryggere enn det er og å velge sine egne veier virker mer risikobefengt enn det er. Russland er et marked som er et eksempel på sistnevnte og er billig fordi få tør å investere. Vi mener imidlertid at den underliggende verdiskapningen er så sterk at prisene vil tvinges opp på sikt, og vi er villige til å vente.

Espen Seidel
 Rådgivende forvalter for FDA
 Oslo, 07.11.13