

## BREV TIL INVESTORENE: NOVEMBER 2013

### Markedsutvikling

November ble nok en god måned i globale finansmarkeder. Verdensindeksen for aksjer steg med 4,5 % og satte Oslo Børs litt i skyggen med sine 2 % oppgang. FDA dro god nytte av eksponeringen mot internasjonale aksjemarkeder og steg 2,6 %, noe svakere enn referanseindeksen som steg 2,8 %.

| Avkastning    | 1 måned | 3 måneder | HiÅ    | 1 år   | 3 år   | Fra start |
|---------------|---------|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| FDA           | 2,6 %   | 7,6 %     | 18,7 % | 20,2 % | N/A    | 19,3 %    |
| Ref.indeks    | 2,8 %   | 6,7 %     | 19,5 % | 19,8 % | 24,5 % | 20,4 %    |
| MSCI World    | 4,5 %   | 11,0 %    | 33,1 % | 33,4 % | 38,1 % | 34,2 %    |
| Norske renter | 0,1 %   | 0,4 %     | 1,5 %  | 1,6 %  | 5,7 %  | 2,2 %     |
| Oslo Børs     | 2,0 %   | 9,3 %     | 22,2 % | 22,8 % | 37,0 % | 32,1 %    |

Hittil i år har amerikanske og japanske aksjemarkeder ledet an den globale oppgangen og denne utviklingen fortsatte gjennom november måned. Nordea USA og Aberdeen Japan ser seg bare slått av Sector Helse Verdi som leverte nok en sterk måned med en oppgang på 7,1 %. Storebrand Vekst fortsetter å levere imponerende avkastning med en oppgang på 4,7 % samtidig som Oslo Børs bare stiger 2 %. Dette gjør Storebrand Vekst til det desidert beste norske aksjefond hittil i år og fondet har også vært den største bidragsyteren i FDA. Det var kun ett fond som bidro med negativ avkastning. Aberdeen Asia SC falt -0,5 % og presterte svakt i et ellers flatt marked. Obligasjonsfondene fortsetter å levere stabil og god avkastning.

| FDAs Investering       | Fokus          | Vekt | Avkast. i november |
|------------------------|----------------|------|--------------------|
| Sector Helse Verdi     | Aksjer, USA    | 5 %  | 7,1 %              |
| Aberdeen Japan         | Aksjer, Asia   | 4 %  | 6,6 %              |
| Nordea USA             | Aksjer, USA    | 10 % | 5,8 %              |
| Storebrand Vekst       | Aksjer, Norge  | 12 % | 4,7 %              |
| Invesco Europa Strukt. | Aksjer, Europa | 7 %  | 4,5 %              |
| Nordea Europa Verdi    | Aksjer, Europa | 6 %  | 4,2 %              |
| DNB Norge Indeks       | Aksjer, Norge  | 4 %  | 2,1 %              |
| Aberdeen EM Bond       | Renter, EM     | 8 %  | 1,3 %              |
| East Capital Russland  | Aksjer, EM     | 4 %  | 1,1 %              |
| Reyl EM Aksjer         | Aksjer, EM     | 4 %  | 0,8 %              |
| DNB High Yield         | Renter, Norge  | 9 %  | 0,7 %              |
| Holberg Kreditt        | Renter, Norge  | 11 % | 0,6 %              |
| DNB Obligasjon         | Renter, Norge  | 9 %  | 0,6 %              |
| Aberdeen Asia SC       | Aksjer, Asia   | 7 %  | -0,5 %             |

*Blant regionale aksjemarkeder var det bare USA og Japan som leverte høyere avkastning enn Verdensindeksen. Sammenliknet med Verdensindeksen er FDA undervektet både USA og Japan, men aksjeporteføljen holder nesten tritt med Verdensindeksen da flere av aksjefondene i FDA overpresterte i sine markeder.*

## Porteføljeendringer

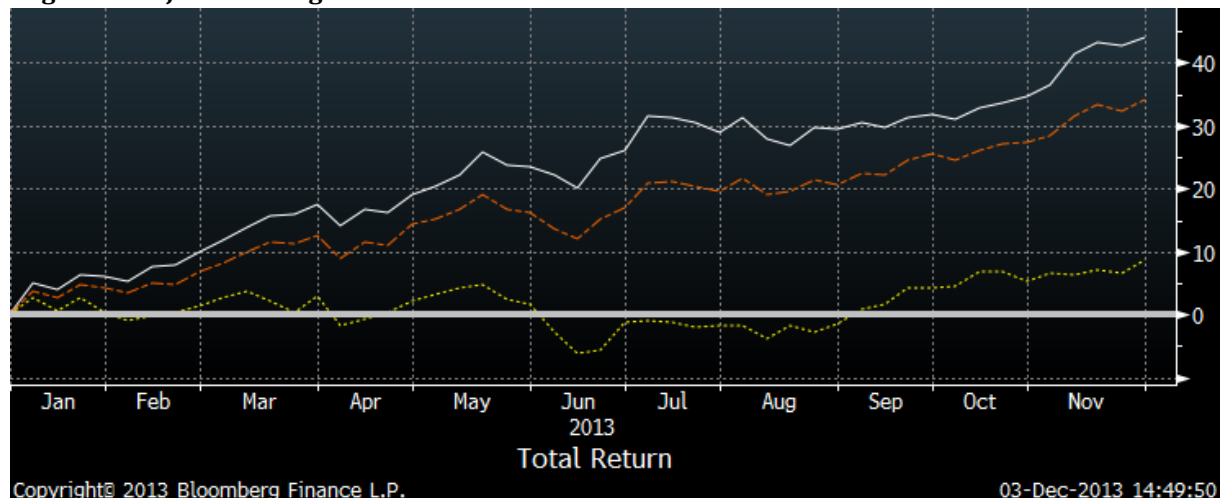
Aksjeandelen i FDA er redusert til 60 %, identisk med allokeringen i referanseindeksen. Alle andelene i MFS Europa SC er solgt og provenyet investert i tre obligasjonsfond: Aberdeen EM Obligasjon, Holberg Kreditt og DNB Obligasjon.

Vi har ikke mistet tiltroen til forvaltningen i MFS Europa SC og anser det sannsynlig at fondet vil kunne inkluderes i porteføljen på et senere tidspunkt. Fondet representerer en type forvaltning som fokuserer på solide selskaper med stabil inntjening og har en lavere risikoprofil enn markedet. FDA har hatt en overvekt av denne typen aksjer og fondsbytte er en del av prosessen med å optimere porteføljesammensetningen etter endringer gjort i det siste.

## Kjøp dyrt marked billig og billig marked dyrt

Når markedet viser en vedvarende utvikling der dyrt blir dyrere og billig blir billigere blir vi skeptiske. I 2013 har denne skepsisen redusert avkastningen noe for FDA, et år der dyrt har blitt dyrere. Grafen under viser utviklingen i aksjemarkedene i USA og fremvoksende økonomier sammenliknet med Verdensindeksen. FDA har vært overvektet fremvoksende økonomier og undervektet USA. Amerikanske aksjer fremsto som relativt normalt priset, i motsetning til aksjer i fremvoksende markeder som tilsynelatende var lavt priset. Sammenliknet med utviklingen i Verdensindeksen hittil i år har amerikanske aksjer steget 7 %-poeng mer og fremvoksende økonomier 19 %-poeng mindre.

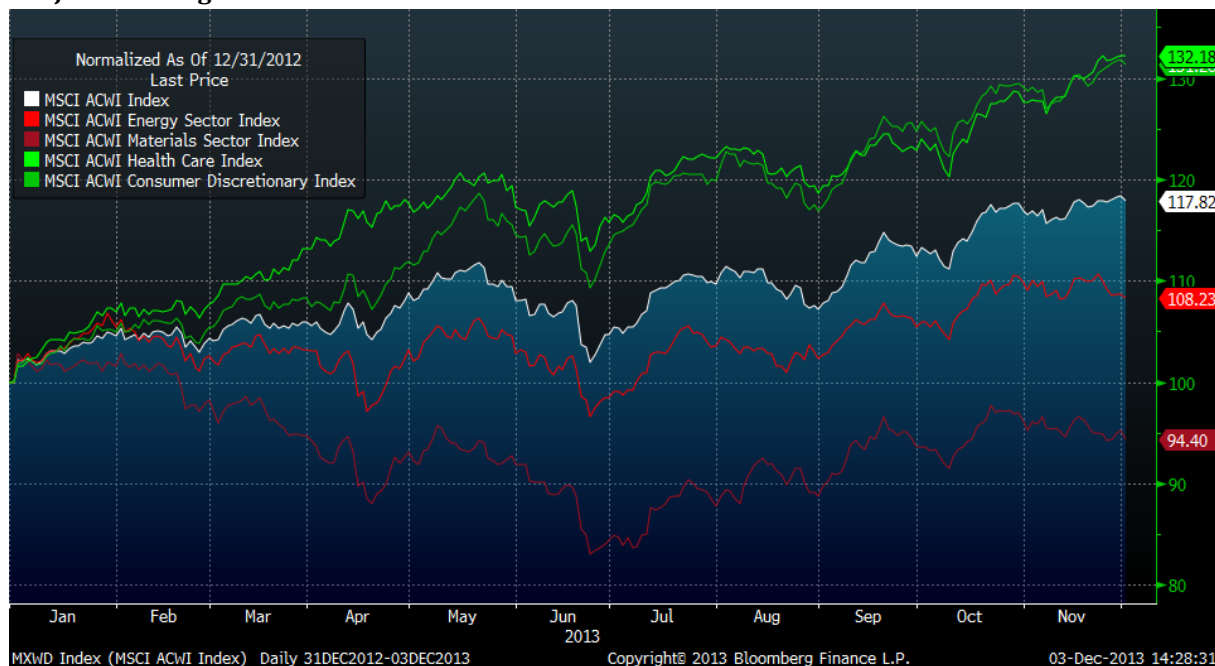
## Regional aksjeavkastning



Hvit linje viser avkastningen i det amerikanske aksjemarkedet, brun Verdensindeksen og gul indeksen for fremvoksende økonomier.

En tilsvarende utvikling kan vi spore hvis vi sammenlikner utviklingen innen ulike sektorer med Verdensindeksen. De sektorene som var dyre, forbruksvarer og helsevern, har fortsatt å overprestere markedet og de sektorene som var billige, energi og materialer, henger etter markedsutviklingen (se grafen under). Utviklingen i 2013 gjør det fristende å hive seg på det som går bra og selge det som går dårlig: kjøpe mer dyre aksjer og selge de billige.

## Aksjeavkastning i ulike sektorer



I 2013 har de sektorene som var dyrest ved inngangen til året gitt best avkastning og de billige sektorene har blitt relativt sett enda billigere. Både energi og materialer har levert langt dårligere avkastning sammenliknet med Verdensindeksen, hhv. 12 % og 26 % dårligere avkastning. Dette står i kontrast til sektorene forbruksvarer og helsevern som begge har levert meravkastning på 11 %.

En fare med å handle billig er at det alltid kan bli billigere og kjøper man aksjer dyrt er det alltid potensialet for at det kan bli dyrere, mye dyrere. Den såkalte IT-boblen<sup>1</sup> var eksempel på sistnevnte. Problemet med å investere i bobletider er at alt virker så riktig. Investeringsstemaet er appellerende, avkastningen har vært god og fremtidsutsiktene er strålende. Selv å kjøpe en suksesshistorie dyrt kan gi god avkastning i lang tid. Alle innser at aksjekurser ikke vokser inn i himmelen, men når boblen brister kommer det som et sjokk på de fleste (noe som er en forutsetning for at boblen skal oppstå i utgangspunktet).

Vi tror ikke vi er i et aksjemarked i bobletilstand da prisingen ligger rundt historisk gjennomsnitt, men utviklingen gir grunn til en viss skepsis. Vår skepsis er knyttet til at enkelte gode historier kanskje er i ferd med å bli vel høyt priset. I de delene av markedet der selskaper prises høyt på grunn av kvalitet og gode fremtidsutsikter er det spesielt viktig å være fokusert på å handle billig: *kjøp dyrt marked billig*. På den andre siden er det viktig å ikke havne i verdifella ved å kjøpe dårlige selskaper fordi de er billige. I den delen av markedet som er billig er det viktig å ha fokus på kvalitet: *kjøp billig marked dyrt*.

FDA eier både fond som investerer i USA (dyr region) og bransjefond som investerer i helsevernsektoren (dyr sektor). Kvalitet koster og nøkkelen til god avkastning ligger ikke alene i å fokusere på pris. Forholdet mellom pris og kvalitet må henge sammen. Vi er imidlertid skeptiske til at enkelte selskaper, sektorer eller regioner skal vokse inn i himmelen og sørger for at denne skepsisen deles av forvalterne vi investerer hos. Når det investeres i markeder og sektorer med gode

<sup>1</sup> Boble i aksjepriser er en betegnelse som brukes når prisene langt overstiger de fundamentale verdiene, gjerne drevet opp av investorenes eufori.

vekstutsikter er det spesielt viktig å være disiplinert i forhold til prisen som betales. Både Nordea USA og Sector Helse Verdi er fond der investeringsprosessen systematisk tar hensyn til prisingen av aksjene. For fond som opererer i markeder som fremstår som billige er vi spesielt opptatt av at investeringsprosessen luker ut selskaper uten fremtidig verdiskapning. Mange selskaper er billige fordi de har en fremtid som tapssluk. I Russland (et av verdens billigste aksjemarkeder, se forrige [månedsbrev](#)) er vi investert gjennom East Capital, en forvalter med fokus på kvalitet og fremtidig verdiskapning.

### **Konklusjoner for investor**

Vi holder fast ved vår overbevisning om å vekte opp aksjer når markedet er billig og redusere når markedet er dyrt. Prisingen i aksjemarkedet tilsier at investor bør være mer selektiv enn for noen år siden. Er aksjemarkedet billig nok er det viktigste å ha en høy aksjeandel, ikke hvilke aksjer man har i porteføljen. Den tiden ligger bak oss.

Skal du investere i et marked som er billig bør du se etter en forvalter som investerer i kvalitetsselskaper med vekstpotensial. Skal du investere i et marked som vokser fort bør du se etter en forvalter som har fokus på å kjøpe billig. Da slipper du både å kjøpe billige konkurskandidater og betale fantasipris for utopiske vekstprognoser.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 04.12.13*