

BREV TIL INVESTORENE: DESEMBER 2013

Markedsutvikling

Et år med kraftig oppgang i aksjemarkedene verden over avsluttes med et gjesp. I desember var markedsbevegelsene moderate med avtagende momentum i det globale aksjemarkedet. FDA steg med 0,3 %, omtrent i tråd med referanseindeksens oppgang på 0,4 %.

| Avkastning | 1 måned | 3 måneder | HiÅ | 1 år | 3 år | Fra start |
|---------------|---------|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| FDA | 0,3 % | 4,4 % | 19,1 % | 19,1 % | N/A | 19,7 % |
| Ref.indeks | 0,4 % | 5,0 % | 20,0 % | 20,0 % | 24,0 % | 20,9 % |
| MSCI World | 0,6 % | 8,1 % | 33,9 % | 33,9 % | 37,3 % | 35,1 % |
| Norske renter | 0,2 % | 0,4 % | 1,6 % | 1,6 % | 5,7 % | 2,4 % |
| Oslo Børs | 1,1 % | 9,4 % | 23,6 % | 23,6 % | 24,8 % | 33,6 % |

Mye av oppgangen i Verdensindeksen har i år vært drevet av en sterk utvikling i amerikanske aksjer og desember viste en liknende utvikling. Fremvoksende økonomier fortsatte den svake utviklingen, men med betydelige variasjoner innad i gruppen. Volatiliteten i det japanske markedet er høy, men trenden er stigende og desember var en god måned. Norske høyrenteobligasjoner var et markedssegment som avsluttet et godt år med en god måned.

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

Det var større spredning i avkastningen blant fondene enn det vi har sett på lenge. Fond som investerer i fremvoksende økonomier ligger både på bunnen og toppen av avkastningstabellen og bekrefter at markedet er mer selektivt.

Porteføljeendringer

Kun mindre porteføljusteringer har funnet sted i desember og aksjeandelen i porteføljen utgjorde 61 % ved årets slutt.

FDA i 2013

FDAs avkastning i 2013 var 19,1 %, 0,9 % - poeng bak referanseindeksen som steg 20 %. Vi forventet et godt år i 2013 og estimerte (gjettet) FDAs avkastning til 11 %, godt over langsiktig avkastning fra

en balansert portefølje med 60 % aksjer og 40 % renter. Forholdene lå til rette for en solid oppgang i aksjemarkedet og dermed god avkastning i FDA. Verdensindeksen steg 34 % og overgikk selv de mest optimistiske anslag. FDA fikk godt betalt for å være overvektet aksjer. Imidlertid går sjeldent alt etter planen og flere aspekter ved vårt markedssyn slo ikke til. FDA var overvektet fremvoksende økonomier og undervektet modne økonomier, en disposisjon som reduserte avkastningen. En bidragsanalyse kan gi oss innsikt i hvordan ulike beslutninger har påvirket avkastningen og om vi har forvaltet fondet i tråd med det markedssynet som lå til grunn ved inngangen til 2013.

Tabellen under sammenstiller fondets avkastning med markedets avkastning (referanseindeksen) og ser på ulike disposisjoners bidrag til avkastningen. Første linje viser FDAs faste kostnader på 1,8 % som kommer til fratrukk i avkastningen uavhengig av alle forvaltningsbeslutningene. Summen av alle forvaltningsbeslutningene gir et bidrag på +0,9 % -poeng og trekker vi fra kostnadene havner FDA - 0,9 % poeng bak markedets (referanseindeksens) avkastning.

| Bidragsanalyse | Gjennomsnittlig posisjon i 2013 | Bidrag til Avkastningen |
|---------------------------------------|--|--------------------------------|
| FDA's faste kostnader | | -1,8 % |
| Overvekt aksjer (undervekt renter) | 7 % | 2,9 % |
| Undervekt aksjer USA | -13 % | -1,0 % |
| Overvekt aksjer Europa | 7 % | 0,1 % |
| Overvekt aksjer Norge | 16 % | -1,2 % |
| Overvekt aksjer EM | 17 % | -4,9 % |
| Overvekt høyrenteobligasjoner | 25 % | 2,3 % |
| Forvalterseleksjon | | 2,3 % |
| Andre allokeringer | | 0,4 % |
| Sum kostnader og forvaltningsbidrag | | -0,9 % |
| Totalavkastning | | |
| Referanseindeks | | 20,0 % |
| FDA's kostnader og forvaltningsbidrag | | -0,9 % |
| FDA's avkastning til investor | | 19,1 % |

Alle tall i tabellen er i norske kroner og bidraget fra en investering i utlandet er summen av utviklingen i det lokale markedet og utviklingen i valutaen. Den største positive bidragsytelsen var å vekte opp aksjer over renter (+2,9 %). Å velge høyrenteobligasjoner over norske statsobligasjoner (ST1x) bidro med 2,3 %. At fondene i FDA i gjennomsnitt gjorde det bedre enn markedet de opererer i (forvalterseleksjon) bidro med 2,3 %. Forvaltningsbeslutninger som bidro med lavere avkastning enn markedet var i hovedsak geografisk aksjeallokering med mindreavkastning fra Emerging Markets (-4,9 %) og Norge (-1,2 %). Undervekt av USA, som overpresterte, bidro med -1,0 % -poeng.

I globale aksjemarkeder har 2013 vært et godt år og de aller fleste markedsregioner har gitt positiv avkastning. Blant de regionene som har gitt bedre avkastning enn Verdensindeksen finner vi USA, Japan og Tyskland som tilsammen utgjør over 60 % av Verdensindeksen. Det har nesten vært en forutsetning å ha en stor konsentrasjon i disse regionene for å skape bedre aksjeavkastning enn Verdensindeksen. Resultatet er at de fleste globale aksjeporteføljer har levert god avkastning, men har slitt med å holde tritt med markedet i 2013. Når FDA allikevel ikke havner mer enn 0,9 % -poeng bak referanseindeksen skyldes dette i stor grad godt bidrag fra forvalterseleksjonen. I 2013 har vi lykket godt med å identifisere forvaltere som har gjort det bedre enn markedet de opererer i. Tabellen på neste side viser hvordan de fondene FDA var investert i per 31/12/2013 gjorde det i løpet av året, sammenliknet med sitt eget marked. 10 av 14 fond gjorde det bedre enn sitt marked og meravkastningen utgjorde en betydelig del av FDAs avkastning.

| FDAs Investering | Avkast. i 2013 | Referanseindeks | Avkast. i 2013 | Meravkastning |
|------------------------|----------------|------------------------------|----------------|---------------|
| Aberdeen Japan | 57,6 % | MSCI Japan | 54,8 % | 2,8 % |
| Sector Helse Verdi | 56,0 % | MSCI World Helsesektor | 49,2 % | 6,8 % |
| Nordea USA | 54,4 % | Russell 3000 (USA) | 46,4 % | 8,0 % |
| Storebrand Vekst | 47,9 % | Oslo Børs Småelskaper | 32,5 % | 15,4 % |
| Invesco Europa Strukt. | 40,0 % | MSCI Europe | 35,9 % | 4,1 % |
| Nordea Europa Verdi | 30,6 % | MSCI Europe | 35,9 % | -5,2 % |
| DNB Norge Indeks | 23,1 % | Oslo Børs Hovedindeks | 23,6 % | -0,5 % |
| Reyl EM Aksjer | 15,0 % | MSCI Fremvoksende øk. | 7,0 % | 8,1 % |
| East Capital Russland | 13,1 % | MSCI Russland | 11,3 % | 1,7 % |
| Aberdeen Asia SC | 10,9 % | MSCI Asia SC | 16,1 % | -5,2 % |
| DNB High Yield | 9,1 % | Norsk statsobligasjon (ST1x) | 1,6 % | 7,4 % |
| Holberg Kreditt | 8,2 % | Norsk statsobligasjon (ST1x) | 1,6 % | 6,5 % |
| DNB Obligasjon | 5,3 % | Norsk statsobligasjon (ST1x) | 1,6 % | 3,7 % |
| Aberdeen EM Bond | 3,5 % | Bloomberg EM Bond | 5,2 % | -1,7 % |

Tabellen viser utviklingen i de fondene FDA var investert i per 31/12/2013. Tabellen sammenlikner fondenes avkastning for kalenderåret 2013 med den referanseindeksen vi har tilordnet fondet. Tilordnet referanseindeks kan avvike fra fondets offisielle referanseindeks. FDA hadde investeringer som ble realisert i løpet av året og disse er ikke inkludert i oversikten. Noen fond i tabellen ble anskaffet i løpet av året så FDAs avkastning fra fondene kan avvike fra avkastningen i tabellen.

Verden i 2013

Fra et økonomisk perspektiv ble verden et bedre sted i 2013. Frykten for nye finanskatastrofer har hengt over oss som en mørk sky siden utbruddet av finanskrisen i 2008 og ble forsterket av Hellaskrisen i 2011. Spesielt tre skrekksenarioer har tynget markedet:

1. Eurosonen: fullstendig sammenbrudd
2. USA: automatiske økonomiske innstramninger (*fiscal cliff*)
3. Kina: kraftig fall i økonomisk vekst

Europa

Europa er nå på vei ut av sin andre resesjon på mindre enn fem år og det verste ser ut til å være bak oss. Europeiske politikere har vist en imponerende vilje til å holde unionen samlet og har gjort prognosene til pessimister og dommedagsprofeter til skamme. Kanskje godt hjulpet av å være bundet til masten: Eurosonen ble utformet med en inngangsdør, men ingen utgangsdør. Å tre ut av Eurosonen vil involvere så mange legale, finansielle og praktiske utfordringer at det er en nødløsning selv under de verste omstendigheter. Mario Draghi (sentralbanksjef i ECB) har med sitt løfte om å gjøre alt som er nødvendig bidratt til å stabilisere Eurosonen, uten faktisk å gjøre noe. Markedet tolket utsagnet som et løfte om at ECB i en krisesituasjon vil tilby ubegrensede likviditet (*lender of last resort*). Land som slet med særlig høy rente på sine statsobligasjoner opplevde et betydelig fall i renten som en direkte konsekvens av Draghis uttalelse.

At det verste er bak oss er ikke ensbetydende med at utsiktene er rosenrøde. Mange av problemene som lå til grunn for Hellaskrisen, og den svake utviklingen i andre land med høy statsgjeld, står enda uløste. Kostnaden ved nødvendige strukturelle endringer er krevende å bære i en dynamisk økonomi med sterk vekst. For Eurosonen hvor økonomisk vekst nærmest er fraværende kan selv moderate innstramninger medføre en ny resesjon. Professor Paul Krugman er en av økonomene som mener

politikernes harde krav til innsparing har forverret nedturen i periferien av Eurosonen. Hans billedgjøring av tilstanden er at om du gjentatte ganger slår deg i hodet med en hammer, og siden stopper, vil du oppleve en stor forbedring i din tilstand uten at du nødvendigvis har det bra.

Euroen har styrket seg kraftig gjennom året. Dette forsterker problemet til landene med høy statsgjeld og økonomisk stagnasjon. Høy eurokurs svekker konkurransevnen og eksporten reduseres. Disse landene trenger en svakere valuta slik at økt eksport kan dra i gang innenlandsøkonomien. En av grunnene til den sterke euroen er at andre land presser sin valuta ned ved å trykke mer penger (kvantitative lettelsler), spesielt gjelder dette USA, Japan og Storbritannia. Enn så lenge mangler ECB mandat til å drive denne typen valutamanipulasjon og Eurosonen kommer tapende ut av kampen om å svekke sin valuta mest. Mye tyder på at utviklingen vil reverseres i 2014. USA reduserer sine kvantitative lettelsler og kanskje vil ECB ty til kraftigere medisin som negativ nominell rente og/eller pengetrykking (krever endring eller omgåelse av mandat).

En hendelse som illustrerer hvor alvorlig problemene i Eurosonen er er at bankinnskudd for første gang i historien ble utsatt for tap. Enkelte innskudd ble nedskrevet med hele 47,5 %. For noen år siden var det helt utenkelig at Eurosonens banker utsatte kundene for denne typen risiko. Det ble (blir?) tatt for gitt at bankinnskudd er sikkert. Bankkrisen på Kypros viste en annen virkelighet og innskytere som tapte halvparten av pengene har nok endret sin oppfatning av uttrykket «sikkert som banken.»

USA

2013 var året da deler av offentlig sektor i USA ble stengt ned på grunn av myndighetenes pengemangel. Kassen gikk tom mens politikerne kranglet om hvem som skulle få gjennomslag for sin agenda. Begge parter nektet å heve gjeldstaket og ta opp nye lån, og holdt offentlig sektor som gissel i et politisk spill. Hadde vi ikke visst bedre ville vi trodd historien stammer fra en «bananrepublikk» med nyinnført demokrati og uvitende politikere. Hendelsen er altså USA anno 2013 og hadde betydelig negativ innvirkning på amerikansk økonomi. Dette er nok et eksempel i professor Krugmans bok om selvpåførte økonomiske lidelser.

Det var kanskje ikke uten grunn at markedet var skeptisk til den planlagte tilbakerulling av en ultra ekspansiv pengepolitikk. Så fort ordene reduksjon og pengepolitikk (*tapering*) ble nevnt i samme åndedrag stupte aksjekursene og spesielt ille gikk det i fremvoksende økonomier. Ved utgangen av året hadde den største frykten for politiske feilgrep i forbindelse med *tapering* lagt seg.

Utviklingen i amerikansk økonomi har vært positiv i 2013, og i kombinasjon med offentlige innstramninger ser ikke prognosene for offentlig gjeld faretruende ut (60 % - 70 % av BNP). Uten nye politiske feilgrep i 2014 ligger forholdene til rette for økt økonomisk vekst i USA, konsensus antyder 3 % - 4 % vekst i BNP. For at aksjeprisene skal stige videre, uten at aksjer blir veldig dyre, er det en forutsetning at vekstanslagene innfris og selskapenes inntjening øker.

Kina

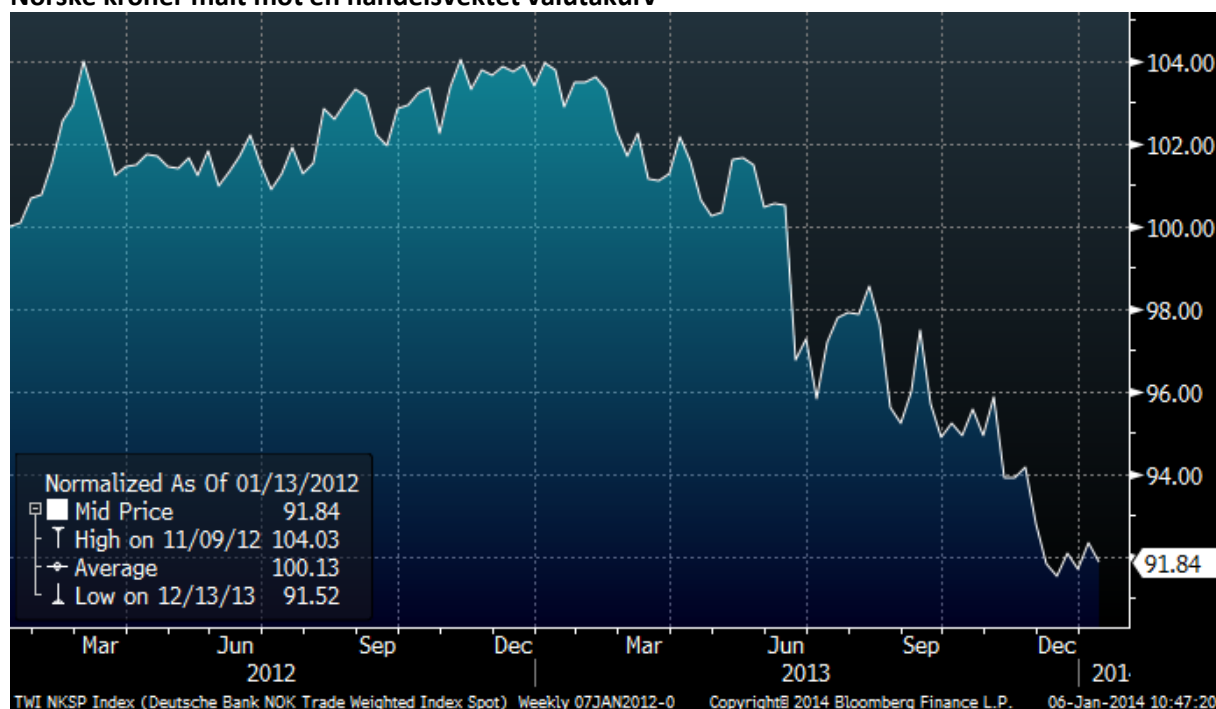
Kina har i løpet av de siste tiårene opplevd en fenomenal økonomisk vekst og utgjør en stadig større andel av verdensøkonomien. Spesielt råvaremarkedet har merket effekten av Kinas umettelige etterspørsel etter energi, stål og sement. Det koster å bygge nye byer fra grunnen av. Økonomisk vekst har i stor grad vært drevet av sentralstyrte investeringer uten rom for markedsmekanismenes

korrigeringer. Frykten er at forgjeldede regionalmyndigheter i kombinasjon med en eiendomsboble skal slå bena under videre økonomisk vekst i Kina. I Kinesisk politikk ligger det planer om betydelige markedsreformer og en styrt overgang fra en investeringsdrevet til en etterspørselsdrevet økonomi. Skepsisen ligger i om de kan gjennomføre en slik strukturell reform uten at økonomisk vekst samtidig faller kraftig. Tilsynelatende stoppet oppbremsingen i økonomisk vekst midt i 2013 og har stabilisert seg på rundt 7,5 % vekst i reelt BNP. Hvis dette viser seg å være tilfellet, og veksten holder seg på dette nivået de neste årene, vil Kina gi markedet en positiv overraskelse.

NOKså dårlig i Norge

Én norsk krone har blitt betydelig mindre verdt i løpet av 2013. Sammenliknet med en handelsvektet valutakurv har norske kroner falt 11 % i verdi. På overflaten er dette besynderlig da norsk økonomi fremstår som en solid klippe i opprørt hav. Hvorfor denne iveren etter å kvitte seg med norske kroner til en hver pris? I ettertid kan det se ut som vi har blitt et offer for egen fortrefelighet.

Norske kroner målt mot en handelsvektet valutakurv



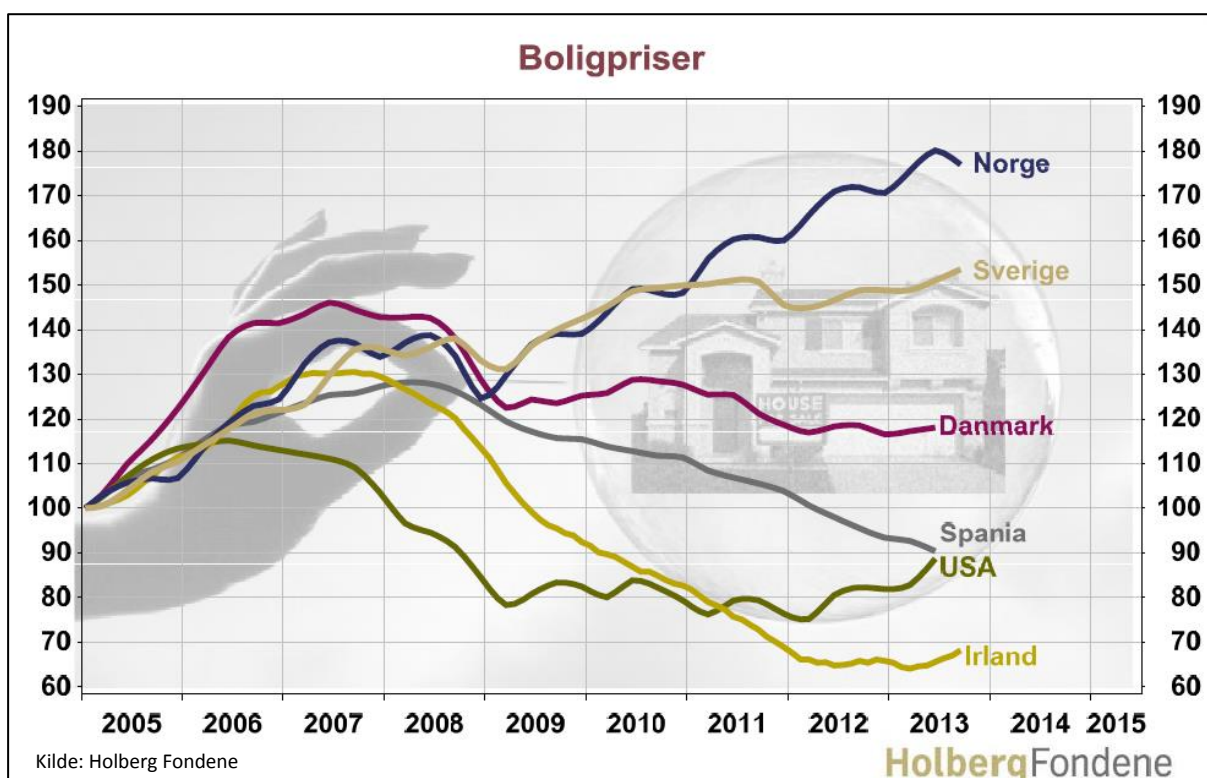
Grafen viser en stigende norsk krone i 2012 noe som kan være et resultat av europeiske investorers søken etter en trygg havn. Situasjonen har gradvis forbedret seg i Eurosonen i 2013 og kan ha motivert investorer til å selge norske kroner for å flytte pengene hjem igjen. Samtidig har økonomiske utsikter, spesielt i boligmarkedet, forverret seg i Norge.

Stor usikkerhet i Eurosonen gjennom 2011 og 2012, med bankkrise i Kypros og frykt for en ukontrollert bankkrise i Eurosonen, førte til kapitalflyt til Norge og stigende kronekurs. På den tiden var fremtidsutsiktene rosenrøde i Norge. I løpet av 2013 har illusjonen om en usårlig norsk økonomi sprukket. Spesielt vekker utviklingen i eiendomsmarkedet bekymringer da et kraftig prisfall kan sette bankene under press. Samtidig er bankkrisen i Kypros håndtert og faren for spredning til Eurosonen forøvrig avblåst. Den påfølgende kapitalflyten tilbake til Eurosonen skapte salgspres og kursfall i norske kroner.

For norske investorer gir kronesvekkelsen ekstra avkastning på utenlandske investeringer. FDA har rundt 60 % av plasseringene i utenlands valuta og kronesvekkelsen har isolert sett vært et betydelig bidrag til avkastningen (ca. 6,5 % - poeng).

Utviklingen på Oslo Børs i 2013 (+23,6 %) vitner også om at ikke alt er som det skal i norsk økonomi. Verdensindeksen steg over 10 % - poeng mer enn Oslo Børs og selv justert for valutaeffekten var oppgangen i globale aksjer større enn her hjemme. Normalt er Oslo Børs en vinner når Verdensindeksen stiger så mye. Når Oslo Børs ikke oppfører seg som forventet ligger svaret ofte i oljeprisen. Imidlertid har oljeprisen holdt seg på stabilt høye nivåer de siste årene, noe som er positivt for norsk økonomi og selskapenes inntjening. Svak utvikling og solid inntjening gjør Oslo Børs relativt billig sammenliknet med andre markeder, og en eventuell forklaring til avvikende prising finnes kanskje utenfor aksjemarkedet.

Høye boligpriser og hvordan en korreksjon vil påvirke banksektoren kan være en bekymring som legger en demper på Oslo Børs. Grafen under viser utviklingen i norske boligpriser sammenliknet med andre relevante markeder. Tilsynelatende står det norske boligmarkedet foran en korreksjon, men grafen tar ikke hensyn til ulike fundamentale forhold i de nasjonale boligmarkedene. Det er flere gode grunner til at boliger er dyre i Norge og det er ikke gitt at markedet skal korrigere fordi prisene er høyere enn i våre naboland.

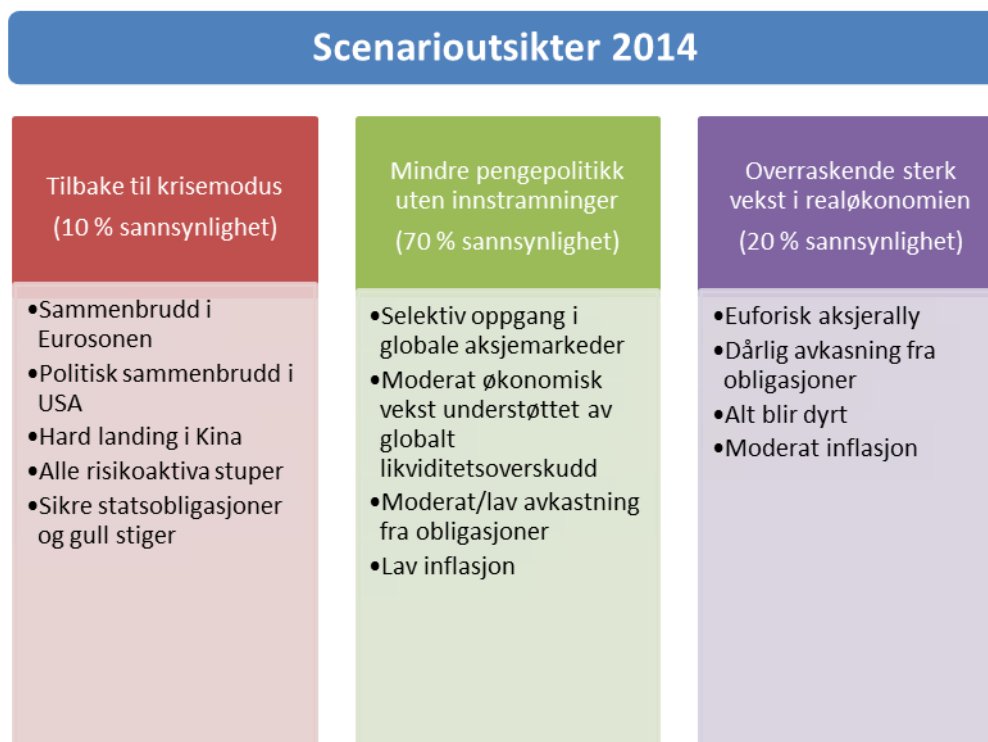


Det norske boligmarkedet er en ensom svale som flyr høyt. Finanskrisen utløste en korreksjon i andre sammenliknbare boligmarkeder. Det er flere forhold som taler for en høyere boligprisutvikling i Norge: økte byggekostnader og lav nybyggingstakt, netto innflytting til byer, høy lønnsvekst og lave renter. Vi anser sannsynligheten for et krakk i boligprisene for å være lav, men konsekvensene vil være store.

Utsikter for 2014

Vi har liten tro på egen (og andres) evne til å spå fremtiden. Figuren under er et forsøk på å sammenstille vårt markedssyn ved inngangen til 2014. Hensikten er å gi en oversikt over de faktorer vi mener kan prege året og skissere tre ulike hovedscenarier. Hvorvidt Oslo Børs vil stige 10 % eller 50 % i et scenario med overraskende høy økonomisk vekst er ren gjetning. Det som er av betydning er at hvert scenario påvirker den optimale allokeringen i FDA på ulik måte.

I hovedsak ligger forholdene til rette for at trenden med forbedringer i 2013 fortsetter inn i 2014. Det har vært knyttet stor usikkerhet til hvordan en gradvis reduksjon i de kvantitative stimulansene i USA vil gjennomføres og hvordan aksjemarkedene reagerer. Kommunikasjonen fra den amerikanske sentralbanken har hele tiden vært tydelig på at de vil heller feile ved å stimulere for mye for lenge enn å kutte for tidlig. Vi har tro på en vellykket reduksjon i de kvantitative lettelsene uten store negative ringvirkninger. Hovedscenario for 2014 er positivt for aksjer: meget god likviditet, moderat økonomisk vekst og lav inflasjon. Vi forventer vekst i selskapenes inntjening og at aksjeprisen vil stige i takt med økte selskapsverdier. Ved inngangen til 2014 er Verdensindeksen priset rundt *fair value* og en eventuell prisoppgang utover økt selskapsverdi sender Verdensindeksen inn i overpriset territorium.



Kilde: Finansco Forvaltning AS

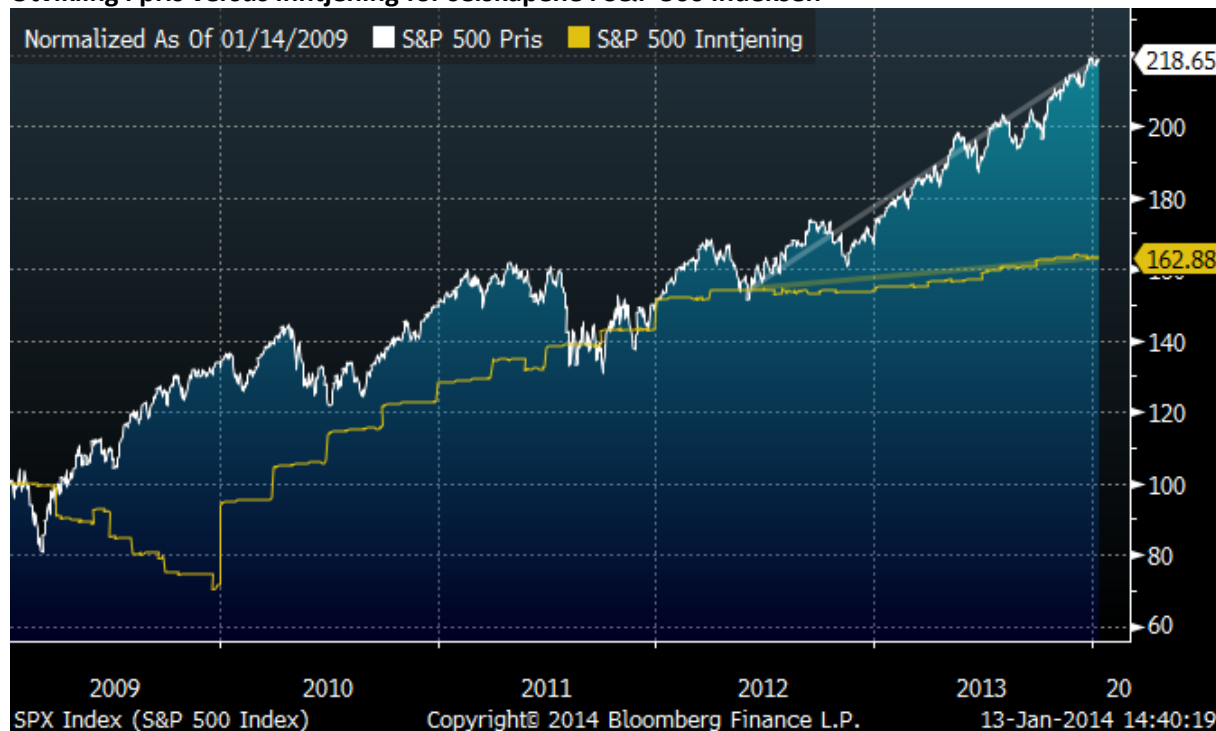
De % -vise sannsynligheten skal ikke tolkes bokstavelig, men indikerer at vi tror en positiv overraskelse er betydelig mer sannsynlig enn en negativ overraskelse. Dette avviker fra markedskonsensus som fremdeles tillegger de globale risikofaktorene stor vekt. En positiv utvikling i aksjemarkedet kan føre aksjer inn i overpriset territorium. En slik bevegelse er imidlertid mer en regel enn et unntak i et oppgangsmarked. I en normal oppgangssyklus (secular bull market) går aksjer fra å være underpriset til overpriset. Syklusen kan vare over en tiårsperiode og aksjer kan være overpriset i flere år.

I tillegg til et positivt hovedscenario ser vi for oss muligheten for en overraskende negativ og en overraskende positiv utvikling. Den negative utviklingen vil være som å skru tiden noen år tilbake og

ta en titt på nyhetsbildet, da var det kriser både her og der (bortsett fra i Norge). Kanskje overvurderer markedet sannsynligheten for skrekksenarioene. De har vært en del av hverdagen i så mange år at det kan være vanskelig å gi slipp, selv om verden har gått videre. På den positive siden kan vi bli overrasket av at politikerne ikke har vært så dumme som professor Krugman sier. Tidligere «selvpåførte økonomiske skader» viser seg å være reformer som bærer frukter og pengepolitikken kan være mer effektiv enn først antatt. Overraskende sterk økonomisk vekst og inntjening i selskapene vil kunne resultere i et euforisk aksjerally, og det er jo morsomt. Men, utfordringen blir fort å finne gode investeringer når alt har blitt dyrt. I den grad vår stemme teller håper vi på det grønne scenarioet.

Tar vi en nærmere kikk på utviklingen i aksjemarkedet ser vi at frem til midten av 2012 er mye av kursoppgangen sammenfallende med økt inntjening i selskapene (se grafen under). Deretter preges utviklingen av at aksjeoppgangen er betydelig større enn økningen i selskapenes inntjening. I 2013 kan bare 25 % av kursoppgangen forklares av økte selskapsverdier, de øvrige 75 % av prisoppgangen har resultert i at aksjer har blitt dyrere, det vil si høyere pris for samme vare.

Utvikling i pris versus inntjening for selskapene i S&P 500 indeksen



Fra midten av 2012 ser vi avvikende trend mellom aksjeprisene og selskapenes inntjening. Selskapenes inntjening øker marginalt mens prisene stiger kraftig. S&P 500 indeksen gikk fra å være priset 13x inntjeningen i midten av 2012 til 17x inntjening ultimo 2013 og representerer en kraftig multippeleksjon.

Vårt hovedscenario vil være positivt for de fleste aktivaklasser med høy risiko, inkludert aksjer, høyrenteobligasjoner og sykliske råvarer. Som vi har illustrert har enkelte aksjemarkeder blitt dyrere i løpet av året som gikk og sannsynligheten for at høy verdivurdering vil hemme videre oppgang øker. Deler vi markedet inn i ulike industrisektorer ser vi en liknende utvikling, enkelte sektorer har nådd høye verdivurderinger (f.eks. forbruksvarer) mens andre henger etter i verdiutviklingen (f.eks. finanssektoren). Vedlegg 1 viser en tabell med oversikt over avkastning og nøkkeltall for MSCI indekser i ulike regioner og sektorer. En slik oversikt gjør det mulig å krysspeile mellom region og

sektor for å identifisere gode investeringer eller investeringer vi bør styre unna. I et selektivt marked øker spredningen i avkastning mellom regioner og sektorer og allokeringen der i mellom øker i betydning.

For eksempel kan vi se av tabellen at siden 1. januar 2006 har avkastningen fra finanssektoren vært -12 % og -18 % i henholdsvis USA og Europa. Alle andre sektorer har steget betydelig i verdi i denne perioden. Finanskrisen involverte utvilsomt permanent og stor verdidestruksjon i finanssektoren og kanskje var sektoren verdsatt for høyt allerede i 2006, men kanskje er finanssektoren underpriset som en følge av ensidig negativt fokus. Prismultipler som PB (pris over bok) og P/E (pris over inntjening) indikerer at det er en rabatt i finanssektoren. Videre viser tabellen at den globale finanssektoren har en «beta» på 1,14, det vil si at hvis Verdensindeksen stiger med 1 % har finanssektoren en tendens til å stige 1,14 %. Det er en egenskap som passer bra med utsiktene til et oppsving i verdensøkonomien.

Når aksjemarkedet generelt ikke fremstår som underpriset blir det viktigere å gjøre denne typen krysspeiling for å identifisere attraktive investeringer for 2014. Mye tyder på at høy samvariasjon mellom regioner og sektorer, og en epoke preget av «risiko på» eller «risiko av», er over for denne gang. Tabellen under oppsummerer resultatet av vår krysspeiling og hvilke investeringer vi forventer skal overprestere eller underprestere.

| Forventet overprestasjon | Forventet underprestasjon |
|---------------------------------|----------------------------------|
| EM aksjer og obligasjoner | Amerikanske aksjer |
| Norske aksjer | Statsobligasjoner |
| Småelskaper | Sikre selskapsobligasjoner |
| Finans-, energi- og helsesektor | Stabile og kvalitetsaksjer |
| Norske høyrenteobligasjoner | Sektoren for forbruksvarer |

Konklusjoner for investorer

Tidevannet løftet alle båter, men den tiden er forbi. Nå er det er på tide å følge med! Flere år med god avkastning, uavhengig av porteføljens sammensetning kan fort føre til en illusjon om at alt skal fortsette å stige. Aksjemarkedet er ikke så billig at det er avgjørende å ha mest mulig aksjer i porteføljen. En periode med sammenfallende oppgang i de fleste markeder ser ut til å være over. Spredningen i avkastning mellom geografiske regioner og industrielle sektorer har vært økende og hvis utviklingen fortsetter i 2014 kan det bli avgjørende hvilken type aksjer man velger. Markedet vil være mer selektivt og de som følger med i timen og tilpasser seg utviklingen vil kunne profitere på det.

Sammenliknet med 2013 forventer vi større svingninger og korreksjoner. Da er det avgjørende å tilpasse porteføljens risikoprofil i forkant. En robust portefølje tåler å stå gjennom korreksjoner. Å reagere på smerten i et fallende marked resulterer fort i salg på bunnen av en korreksjon. Tar vi hensyn til dette ligger forholdene til rette for nok et år med god avkastning i aksjeporteføljen.

Vedlegg 1

MSCI Indekser: avkastning og nøkkeltall på tvers av region og sektor.

| NAME | PRICE As of 12.01.2014 | ANCE: Total Return as of 12. januar 2014 | | | | | | BETA | | VALUATION: as of 12. januar 2014 | | | | | | |
|-----------------------------|------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|----------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| | | Custom Start Date | | | | | Raw | Adj. | Fwd 12M | | EPS LT | | Dividend | | | |
| | | 1D | MTD | QTD | YTD | 1Y | | | 01.01.2006 | P/E | P/E | Growth | P/CE | P/B | Yield | ROE |
| MSCI World | 405,83 | 0,55 | -0,64 | -0,64 | -0,64 | 19,07 | 63,93 | 1,00 | 1,00 | 17,1 x | 14,1 x | 12,5% | 10,2 x | 2,1 x | 2,4% | 12,1% |
| Energy | 276,86 | 0,65 | -1,57 | -1,57 | -1,57 | 9,18 | 61,48 | 1,15 | 1,10 | 12,3 x | 11,1 x | 3,8% | 6,6 x | 1,6 x | 3,0% | 12,7% |
| Material | 250,64 | 0,72 | -2,23 | -2,23 | -2,23 | -4,18 | 58,55 | 1,23 | 1,15 | 19,9 x | 14,1 x | 5,8% | 9,8 x | 1,8 x | 2,5% | 9,1% |
| Industrials | 197,36 | 0,55 | -0,81 | -0,81 | -0,81 | 25,22 | 74,29 | 1,06 | 1,04 | 20,0 x | 15,8 x | 10,5% | 11,5 x | 2,5 x | 2,1% | 12,7% |
| Consumer Discretionary | 186,48 | 0,75 | -0,73 | -0,73 | -0,73 | 31,83 | 102,57 | 1,02 | 1,01 | 18,0 x | 15,9 x | 22,9% | 10,0 x | 3,0 x | 1,6% | 16,4% |
| Consumer Staples | 194,65 | 0,43 | -1,83 | -1,83 | -1,83 | 14,48 | 137,68 | 0,70 | 0,80 | 19,3 x | 17,2 x | 8,8% | 13,5 x | 3,6 x | 2,7% | 18,9% |
| Health Care | 178,17 | 0,67 | 1,83 | 1,83 | 1,83 | 33,37 | 107,15 | 0,72 | 0,81 | 22,0 x | 16,4 x | 6,5% | 14,8 x | 3,7 x | 2,1% | 16,7% |
| Financials | 109,02 | 0,36 | 0,09 | 0,09 | 0,09 | 17,97 | 6,24 | 1,21 | 1,14 | 14,5 x | 12,0 x | 19,1% | 12,7 x | 1,3 x | 2,7% | 8,8% |
| Information Technology | 127,79 | 0,34 | -1,02 | -1,02 | -1,02 | 22,49 | 72,24 | 0,94 | 0,96 | 18,3 x | 14,8 x | 18,3% | 11,9 x | 3,1 x | 1,5% | 17,1% |
| Telecommunication Services | 80,61 | 0,70 | -1,39 | -1,39 | -1,39 | 19,64 | 103,27 | 0,78 | 0,85 | 18,5 x | 14,6 x | -0,6% | 6,4 x | 2,2 x | 4,0% | 12,0% |
| Utilities | 114,91 | 1,16 | -0,46 | -0,46 | -0,46 | 9,95 | 49,16 | 0,74 | 0,83 | 17,1 x | 13,9 x | -1,9% | 6,1 x | 1,4 x | 4,3% | 8,0% |
| MSCI USA | 1762,78 | 0,24 | -0,27 | -0,27 | -0,27 | 27,96 | 77,60 | 1,00 | 1,00 | 18,6 x | 15,7 x | 13,8% | 11,7 x | 2,7 x | 1,9% | 14,6% |
| Energy | 338,49 | 0,17 | -1,60 | -1,60 | -1,60 | 19,32 | 100,11 | 1,16 | 1,11 | 14,4 x | 13,4 x | 4,8% | 7,9 x | 2,1 x | 2,1% | 14,4% |
| Material | 205,73 | 0,37 | -0,91 | -0,91 | -0,91 | 18,98 | 85,28 | 1,11 | 1,08 | 18,9 x | 16,0 x | 5,5% | 11,2 x | 3,1 x | 2,1% | 16,6% |
| Industrials | 204,89 | 0,14 | -0,89 | -0,89 | -0,89 | 35,41 | 89,19 | 1,07 | 1,05 | 20,8 x | 16,9 x | 8,8% | 13,6 x | 3,5 x | 1,9% | 17,0% |
| Consumer Discretionary | 197,98 | 0,37 | -0,66 | -0,66 | -0,66 | 37,47 | 129,56 | 1,06 | 1,04 | 20,2 x | 19,1 x | 18,6% | 10,9 x | 4,6 x | 1,2% | 22,6% |
| Consumer Staples | 169,44 | 0,17 | -1,19 | -1,19 | -1,19 | 21,33 | 129,62 | 0,69 | 0,79 | 19,3 x | 17,1 x | 7,5% | 14,4 x | 4,5 x | 2,7% | 23,3% |
| Health Care | 179,82 | 0,42 | 2,42 | 2,42 | 2,42 | 39,03 | 114,74 | 0,78 | 0,85 | 22,1 x | 16,9 x | 7,6% | 15,3 x | 3,8 x | 1,7% | 17,2% |
| Financials | 97,94 | -0,10 | 0,87 | 0,87 | 0,87 | 29,65 | -12,69 | 1,24 | 1,16 | 16,0 x | 13,4 x | 29,7% | 12,5 x | 1,4 x | 1,9% | 8,6% |
| Information Technology | 134,37 | 0,22 | -0,98 | -0,98 | -0,98 | 25,20 | 96,02 | 1,06 | 1,04 | 18,4 x | 15,2 x | 19,1% | 13,5 x | 3,8 x | 1,6% | 20,9% |
| Telecommunication Services | 45,58 | 0,40 | -2,55 | -2,55 | -2,55 | 8,56 | 90,31 | 0,70 | 0,80 | 51,5 x | 15,8 x | -17,9% | 7,5 x | 2,7 x | 4,4% | 5,2% |
| Utilities | 116,26 | 1,40 | 0,61 | 0,61 | 0,61 | 12,72 | 62,62 | 0,60 | 0,73 | 17,5 x | 15,2 x | -0,5% | 7,3 x | 1,6 x | 3,9% | 9,1% |
| MSCI Europe | 112,57 | 0,46 | 0,40 | 0,40 | 0,40 | 18,05 | 39,54 | 1,00 | 1,00 | 17,0 x | 13,5 x | 6,7% | 9,1 x | 1,8 x | 3,2% | 10,8% |
| Energy | 150,46 | 0,96 | 0,97 | 0,97 | 0,97 | 7,51 | 25,22 | 0,93 | 0,95 | 11,4 x | 10,2 x | 3,5% | 5,7 x | 1,3 x | 4,4% | 11,9% |
| Material | 213,69 | 0,47 | -2,34 | -2,34 | -2,34 | -1,78 | 52,03 | 1,18 | 1,12 | 22,0 x | 14,0 x | 6,7% | 10,0 x | 1,8 x | 3,0% | 8,2% |
| Industrials | 188,68 | 0,72 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 23,20 | 71,52 | 1,09 | 1,06 | 20,7 x | 15,4 x | 7,8% | 11,3 x | 2,9 x | 2,6% | 14,1% |
| Consumer Discretionary | 134,78 | 1,04 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | 28,46 | 99,20 | 1,13 | 1,09 | 14,9 x | 13,9 x | 22,3% | 8,9 x | 2,5 x | 2,7% | 16,6% |
| Consumer Staples | 192,80 | 0,09 | -1,92 | -1,92 | -1,92 | 10,75 | 123,19 | 0,64 | 0,76 | 17,7 x | 16,6 x | 7,2% | 12,3 x | 3,4 x | 2,9% | 19,2% |
| Health Care | 152,98 | 0,53 | 1,02 | 1,02 | 1,02 | 24,69 | 79,92 | 0,65 | 0,77 | 20,4 x | 15,3 x | 4,7% | 13,8 x | 4,1 x | 2,9% | 20,0% |
| Financials | 65,79 | 0,18 | 2,82 | 2,82 | 2,82 | 21,91 | -18,79 | 1,41 | 1,27 | 17,2 x | 11,4 x | 4,7% | 13,0 x | 1,0 x | 3,2% | 6,1% |
| Information Technology | 67,17 | -0,25 | -1,51 | -1,51 | -1,51 | 21,96 | 6,49 | 1,10 | 1,06 | 49,9 x | 19,5 x | 4,8% | 21,2 x | 3,5 x | 1,4% | 7,0% |
| Telecommunication Services | 71,09 | -0,01 | 0,85 | 0,85 | 0,85 | 32,96 | 73,06 | 0,79 | 0,86 | 13,9 x | 14,8 x | 2,5% | 5,6 x | 1,8 x | 4,4% | 13,2% |
| Utilities | 95,62 | 0,88 | -0,27 | -0,27 | -0,27 | 14,05 | 29,90 | 0,90 | 0,94 | 12,2 x | 12,9 x | -4,8% | 4,7 x | 1,3 x | 6,1% | 10,3% |
| MSCI Emerging Market | 970,15 | 0,73 | -3,23 | -3,23 | -3,23 | -7,14 | 70,36 | 1,00 | 1,00 | 12,1 x | 10,1 x | 14,9% | 7,5 x | 1,5 x | 2,6% | 12,7% |
| Energy | 579,37 | 0,94 | -4,28 | -4,28 | -4,28 | -15,25 | 32,23 | 1,10 | 1,06 | 6,8 x | 5,9 x | 11,1% | 4,3 x | 0,9 x | 3,9% | 12,8% |
| Material | 398,18 | 0,94 | -4,24 | -4,24 | -4,24 | -21,34 | 59,84 | 1,12 | 1,08 | 16,7 x | 12,5 x | 3,4% | 8,4 x | 1,3 x | 2,7% | 7,9% |
| Industrials | 194,15 | 0,27 | -3,44 | -3,44 | -3,44 | -6,97 | 49,32 | 1,02 | 1,01 | 22,5 x | 14,0 x | 14,6% | 9,9 x | 1,5 x | 1,8% | 6,6% |
| Consumer Discretionary | 658,69 | 0,78 | -2,99 | -2,99 | -2,99 | 3,26 | 99,81 | 0,94 | 0,96 | 13,9 x | 11,2 x | 22,1% | 9,7 x | 2,2 x | 1,4% | 15,5% |
| Consumer Staples | 492,52 | 0,60 | -3,43 | -3,43 | -3,43 | -8,21 | 199,38 | 0,81 | 0,87 | 26,5 x | 20,7 x | 18,3% | 17,9 x | 3,7 x | 1,9% | 13,9% |
| Health Care | 726,53 | 0,60 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 9,50 | 101,38 | 0,74 | 0,83 | 30,4 x | 19,5 x | 17,6% | 22,7 x | 3,6 x | 1,1% | 11,9% |
| Financials | 320,81 | 0,67 | -3,23 | -3,23 | -3,23 | -9,38 | 65,59 | 1,10 | 1,07 | 10,0 x | 8,8 x | 17,0% | 11,9 x | 1,4 x | 3,2% | 13,7% |
| Information Technology | 296,72 | 0,76 | -2,73 | -2,73 | -2,73 | 8,23 | 71,12 | 0,95 | 0,96 | 11,9 x | 10,9 x | 20,9% | 6,7 x | 2,1 x | 1,6% | 17,3% |
| Telecommunication Services | 226,80 | 0,88 | -2,74 | -2,74 | -2,74 | -5,04 | 93,76 | 0,77 | 0,85 | 14,4 x | 12,1 x | 3,6% | 6,1 x | 2,3 x | 3,7% | 16,2% |
| Utilities | 268,23 | 0,62 | -2,01 | -2,01 | -2,01 | -6,07 | 76,72 | 0,80 | 0,86 | 18,3 x | 11,3 x | 10,1% | 7,1 x | 1,1 x | 3,1% | 5,8% |

Kilde: Bloomberg