

## BREV TIL INVESTORENE: JANUAR 2014

### Markedsutvikling

Januar startet der fjoråret slapp, med en hyggelig markedsoppgang. Midt i måneden slo plutselig sentimentet om og globale aksjemarkeder startet å falle. Verdensindeksen endte til slutt med et fall på -0,6 %. FDA kom relativt greit gjennom en volatil måned, godt hjulpet av fallende kronekurs. FDA falt -0,2 %, omtrent i tråd med referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-0,2 %	2,7 %	-0,2 %	15,5 %	N/A	19,5 %
Ref.indeks	-0,3 %	2,9 %	-0,3 %	17,5 %	23,0 %	20,5 %
MSCI World	-0,6 %	4,5 %	-0,6 %	29,2 %	35,6 %	34,2 %
Norske renter	0,1 %	0,4 %	0,1 %	1,6 %	5,6 %	2,5 %
Oslo Børs	-2,4 %	0,6 %	-2,4 %	15,0 %	24,5 %	30,4 %

Norske kroner har en tendens til å falle i verdi når usikkerheten rår i globale finansmarkeder, så skjedde også i januar. Norske investorer med en global portefølje nyter godt av at valutamarkedet har en tendens til å dempe kraftige fall i globale aksjer. Aksjefond med et defensivt preg overpresterte i januar og var blant de største positive bidragsytere. Det norske obligasjonsmarkedet var isolert fra kursfallet i globale obligasjoner og bidro med positiv avkastning i porteføljen. Aksjer i Japan og fremvoksende økonomier var de største negative bidragsyterne.

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

*Januar var preget av tiltagende volatilitet og stor spredning i avkastning mellom ulike regioner og bransjer. Et markant fall i aksjekursene i fremvoksende økonomier og Japan ble oppveid av det positive bidraget fra defensive aksjer og norske høyrenteobligasjoner.*

### Porteføljeendringer

Kun mindre porteføljusteringer har funnet sted og aksjeandelen i porteføljen utgjorde 60 % ved utgangen av januar.

## Og nå som alle var positive..

Ved inngangen til 2014 var de fleste *forstå-seg-på'ere* enige om at dette ville bli et godt år for aksjer. Stabilisering av økonomisk vekst og Eurosonen ute av resesjon, var blant de flittigste brukte argumentene. De verste skrekksenarioene virket også fjernere enn før. I praksis hadde de fleste investorer posisjonert seg for en videre positiv utvikling for flere måneder siden og inntatt lenestolen, forberedt på å nyte synet av stigende aksjeverdier.

Hva skjer så da? Etter en stund, når alle har vært enige om at aksjer kommer til å fortsette å stige, er aksjer nesten nødt til å falle. Det er ingen som er ute og kjøper aksjer, alle sitter og ser på. Som kjent fra økonomisk teori: når etterspørselen er lavere en tilbudet da faller prisene. Prisfallet fortsetter inntil vi spretter opp fra lenestolen for å kjøpe billige aksjer. Dette driver aksjekursene opp igjen og markedet har vært gjennom en såkalt korreksjon. Tilsynelatende står vi midt i en korreksjon nå.

FDA's nåværende allokering gir oss fleksibiliteten til å øke aksjeandelen ved en eventuell korreksjon. Faren med en slik taktikk er at vi neppe er alene om å tenke slik og andre aktører kan komme oss i forkjøpet og presse prisene opp før de har falt til det nivået vi anser som attraktivt.

## Hvor oppstår mulighetene?

Turbulente markeder skaper gjerne gode investeringsmuligheter. Utfordringen er å fatte sine egne beslutninger og ikke gjøre som resten av flokken. Det er gjerne det som har falt mest som har blitt billig og det som har steget mest som har blitt dyrt. Enkel logikk, men vanskeligere i praksis. Det betyr å kjøpe det som er upopulært for tiden og selge det som alle liker.

## Divergerende utvikling i fremvoksende og modne økonomier



Grafene over sammenlikner aksjemarkedene i fremvoksende økonomier med Verdensindeksen (eks. fremvoksende økonomier). Den øverste grafen viser prisutviklingen i de to markedssegmentene. De siste tre årene har aksjer i modne markeder steget 28 % og aksjer i fremvoksende markeder falt 17 %, en differanse på 45 % - poeng. Én forklaring på en slik utvikling kan være at selskapene i modne markeder tjener mer penger og blir mer verdt, og at prisutviklingen gjenspeiler fundamentale

verdier. En annen forklaring er at prisoppgangen har gjort aksjer i modne markeder dyrere enn aksjer i fremvoksende økonomier. Den nederste grafen støtter sistnevnte teori. Grafen viser utviklingen i forholdstallet Pris/Bok (markedspris delt på bokførte verdier) for markedssegmentene. Pris/Bok brukes ofte som et måltall på hvor dyrt markedet er priset, der høyere forholdstall indikerer dyrere aksjer. Grafen viser at utviklingen har resultert i at aksjer i fremvoksende økonomier har blitt relativt billigere, spesielt i løpet av 2013.

Aksjer i fremvoksende økonomier var en av investeringene FDA tapte på i 2013. Vi mener imidlertid de fundamentale forholdene ikke støtter opp om utviklingen og vil benytte muligheten til å øke eksponeringen noe. Tålmodighet kan være en smertefull prosess.

### **Konklusjoner for investorer**

I forrige månedsbrev anbefalte vi investorene å tilpasse porteføljen et mer selektivt og volatil marked. Vi hadde tatt vårt eget råd til etterretning ved å redusere aksjeandelen. Økt fleksibilitet gir oss muligheten til å kjøpe aksjer billig ved eventuelle markedsfall. Utviklingen i januar er i tråd med forventningene om tiltagende volatilitet og økt spredning i avkastning mellom regioner og bransjer.

Vi fastholder vårt syn om at valg av region, bransje og forvaltningsstil vil være av økende betydning. Vi forventer å gjøre hyppigere endringer i porteføljens sammensetning uten nødvendigvis endre allokering mellom aksjer og renter. De rådende markedsprisene kan være en god anledning til å rotere deler av aksjeporteføljen ut av modne markeder og inn i fremvoksende markeder. Dette kan øke forventet avkastning uten å øke risikoen tilsvarende.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 06.02.14*