

## BREV TIL INVESTORENE: MARS 2014

### Markedsutvikling

Urolighetene i finansmarkedene har fortsatt i mars måned. Verdensindeksen har svingt ned og opp i løpet av måneden og ender omtrent som ved månedsstart. Den spente situasjonen mellom Ukraina og Russland har bidratt til økt risiko i aksjemarkedene og er hovedårsaken til at FDAs avkastning ender på -0,8 %, 1 % -poeng bak referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %	11,4 %	N/A	18,9 %
Ref.indeks	0,2 %	0,0 %	0,0 %	11,9 %	24,6 %	21,0 %
MSCI World	0,3 %	-0,2 %	-0,2 %	19,3 %	38,6 %	34,8 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,3 %	1,6 %	5,4 %	2,7 %
Oslo Børs	1,1 %	2,4 %	2,4 %	19,3 %	26,2 %	36,8 %

Vi venter i spenning på indikasjoner på at selskapenes inntjening skal stige. Positiv utvikling i verdensøkonomien har skapt optimisme blant aksjeinvestorer. Økonomisk vekst gir gjerne utslag i økt inntjening for aksjeselskaper. Aksjemarkedet har steget betydelig på forventningen om økt inntjening i inneværende år. Vi mener denne oppgangen er rettferdiggjort og vil fortsette når markedet får bekreftet at inntjeningen faktisk vokser. Enn så lenge er bevis på økt inntjening fraværende, men investeringshypotesen er fortsatt intakt.

FDAs Investeringer	Fokus	Vekt	Avkastn. i mars
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	5 %	2,6 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	2,0 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	8 %	0,8 %
Nordea USA	Aksjer, USA	10 %	0,7 %
DNB High Yield	Renter, Norge	13 %	0,7 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	0,5 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	0,2 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	4 %	0,1 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	8 %	0,0 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	12 %	0,0 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	-1,1 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	6 %	-1,4 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	5 %	-1,4 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	3 %	-4,1 %

*Aksjer i fremvoksende økonomier ligger både på topp og bunn i avkastningstabellen og reflekterer at fremvoksende økonomier ikke er en homogen gruppe, men en betegnelse på land med ulik økonomi, demografi og kultur. Urolighetene i Ukraina har rammet Russiske aksjer spesielt hardt og er årsaken til den svake utviklingen i Holberg Rurik. East Capital Russland falt nesten 9 % i mars, men er ikke med i tabellen da fondet ble solgt i løpet av måneden. Europeiske aksjer hadde også en svak utvikling i mars mens norske høyrenteobligasjoner og obligasjoner i fremvoksende økonomier fortsetter å levere god avkastning.*

## Porteføljeendringer

FDA hadde en aksjeandel på 60 % (nøytralvekt) i starten og slutten av mars. Allokeringen endret seg betydelig i løpet av måneden. Vi anså konsekvensene av den russiske invasjonen av Krimhalvøya som uforutsigbare og med et betydelig nedsidepotensial hvis situasjonen eskalerte ut av kontroll. I starten av mars trakk vi ned risikoen i FDA ved å selge 5 % av aksjeholdningen og valgte å se an situasjonen. Ved tegn til eskalering var planen å selge ytterligere 5 – 10 % aksjer. Tilsynelatende har situasjonen stabilisert seg etter den russiske annekasjonen av Krimhalvøya og i slutten av mars kjøpte vi tilbake 5 % aksjer. Grafen under viser utviklingen i Verdensindeksen og perioden FDA var undervektet aksjer. Reallokeringen ga ingen effekt på avkastningen da Verdensindeksen lå på omtrent samme nivå ved kjøps- og salgstidspunkt. Imidlertid illustrer hendelsen hvordan vi tenker og agerer når vi anser risikoen for å være høy. I ettertid mener vi var riktig å ha noe lavere aksjeeksponering i en uforutsigbar periode.



Ved inngangen til mars var aksjeandelen i FDA 60 %. Aksjeandelen ble redusert til 55 % 3. mars og FDA var undervektet aksjer da usikkerheten var som størst. I slutten av måneden ble aksjeandelen økt til 60 % igjen som gir en nøytral allokering til aksjer (aksjeandelen i FDA er lik aksjeandelen i referanseindeksen).

Vi har lenge argumentert for at Russland er verdens billigste aksjemarked og utsiktene til en reprising av markedet var til stede. Etter siste tids hendelser har vi endret syn og føyer oss til konsensusopfatningen om at den politiske risikoen i Russland er for stor. Russiske aksjer var billige, men skeptikerne mente den politiske risikoen var for høy. Nå har russiske aksjer blitt enda billigere, og lite tyder på at skeptikerne vil endre oppfatning med det første. Risikoen har blitt for stor til at vi ønsker å ha en egen allokering til russiske aksjer i FDA og har solgt hele beholdningen i East Capital Russland. Beholdningen i andre aksjefond ble økt tilsvarende og andelen aksjer i FDA var 60 % ved inngangen til april.

## **Konklusjoner for investor**

Problemet med å kjøpe aksjer på forventningen om vekst i selskapenes inntjening er at hvis veksten skuffer vil markedet kunne falle markant. Det er aldri lurt å gifte seg med en investering eller overbevisning, men heller være kritisk til egne beslutninger. Har vi tatt feil ønsker vi å innse det på et så tidlig stadium som mulig. Utsiktene til normalisering av den økonomiske veksten taler for en positiv utvikling også i selskapenes inntjening og gir god støtte til beslutningen om å vekte opp dette temaet i aksjeporteføljen. Så lenge makroøkonomiske indikatorer fortsetter å vise tegn til bedring i den globale økonomien er det gode grunner til å beholde troen. Vi fortsetter imidlertid å være kritiske til beslutningen og leter etter indikasjoner på at vi har tatt feil.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 04.04.14*