

BREV TIL INVESTORENE: APRIL 2014

Markedsutvikling

Oslo Børs skilte seg ut ved å stige 2,9 % i en måned der globale aksjemarkeder i gjennomsnitt var uendret. Omtrent halvparten av oppgangen på Oslo Børs stammer fra kursoppgangen i Statoil som steg på gode kvartalstall. FDA utviklet seg marginalt svakere enn referanseindeksen og var opp 0,1 % i løpet av måneden.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,1 %	-0,4 %	-0,6 %	11,4 %	N/A	19,0 %
Ref.indeks	0,2 %	0,6 %	0,2 %	11,1 %	25,8 %	21,2 %
MSCI World	0,3 %	0,7 %	0,1 %	17,8 %	40,8 %	35,2 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,5 %	1,5 %	5,4 %	2,8 %
Oslo Børs	2,9 %	8,0 %	5,4 %	20,5 %	29,2 %	40,9 %

Blant FDAs investeringer var det asiatiske aksjer og høyrenteobligasjoner som utmerket seg positivt. Japanske aksjer har falt noe tilbake som et resultat av avtagende effekt av økonomiske stimuli og Holberg Rurik har falt på fortsatt usikkerhet knyttet til Russlands videre håndtering av situasjonen i Ukraina.

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

Globalt var energi den beste sektoren og sammen med sterke kvartalstall ga dette Oslo Børs et løft. Småselskapene på Oslo Børs hadde en betydelig svakere utvikling enn hovedindeksen, og med dem også Storebrand Vekst. Aksjeavkastningen var svak i USA og Europa også. Aberdeen Asia SC skiller seg ut ved å levere god avkastning, også relativt til markedet. DNB High Yield overrasker positivt og leverer nok en god måned med 1 % oppgang.

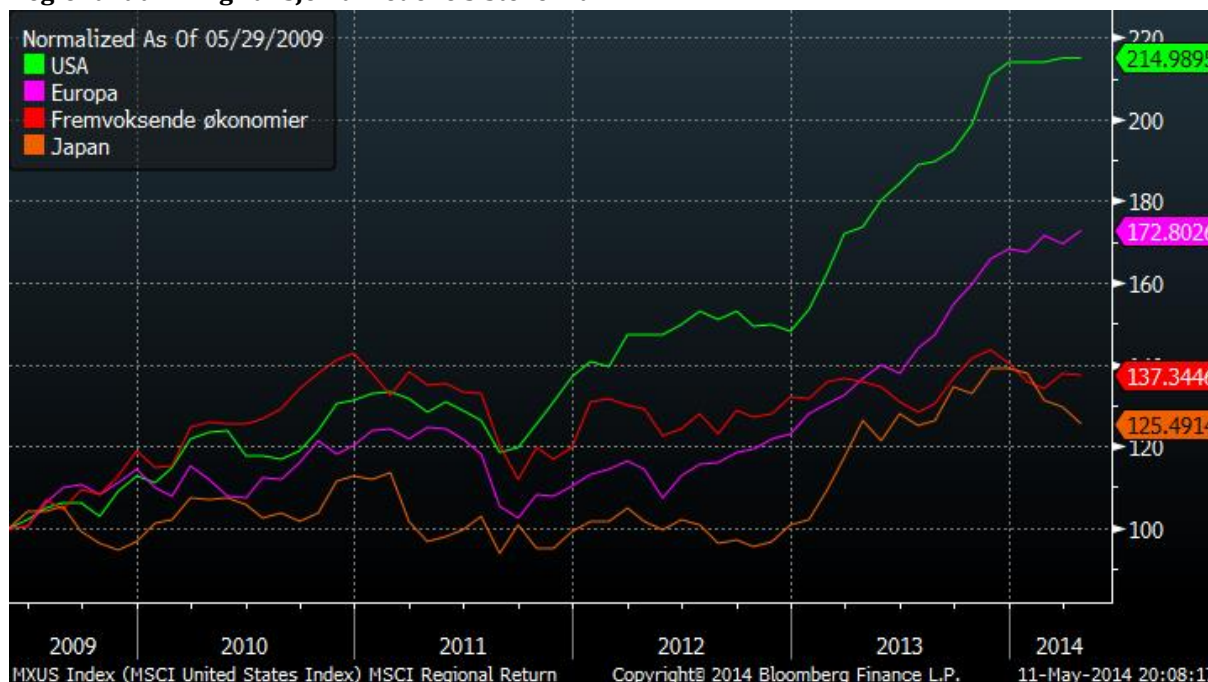
Porteføljeendringer

Beholdningen i Aberdeen Asia SC og Aberdeen Japan ble økt noe i løpet av måneden. Aksjeandelen i FDA økte marginalt til 61 %, omtrent på nivå med referanseindeksen.

Geografisk utvikling

Ved utgangen av april var aksjeallokeringen omtrent likt fordelt mellom USA, Europa, Norge og Asia/EM (11 % - 14 %), med en mindre allokering til Japan (5 %). Sammenliknet med Verdensindeksen for aksjer er FDA betydelig undervektet amerikanske aksjer og tilsvarende overvektet Asia/EM og Norge. Grafen under viser at dette er en allokering som ville gitt betydelig dårligere avkastning enn Verdensindeksen de siste fem årene da USA er det markedet som har steget mest og EM minst. Vi bruker mye tid på å analysere historikken, men utfordringen er å dra nytte av empiri uten at investeringsprosessen blir en analogi av å kjøre bil mens man ser ut bakvinduet.

Regional utvikling i aksjemarkedene siste fem år



Grafen viser at det har vært veldig ulik avkastning fra aksjer i ulike regioner. USA skiller seg klart ut med over 100 % avkastning siste 5 år. Til sammenlikning har Japanske aksjer gitt en avkastning på 25 % i samme periode. Fremvoksende økonomier og Europa har gitt hhv. 37 % og 72 % avkastning. Europa, USA og Norge er blant regionene som har gitt best avkastning siste året og har et sterkt momentum. Momentum i Fremvoksende økonomier og Japan er betydelig svakere. Å treffe med geografisk allokering i aksjemarkedet har utvilsomt stor betydning for porteføljens avkastning.

Spørsmålet kan formuleres som: skal vi investere i USA som har vært vinneren de siste fem årene eller skal vi investere i Fremvoksende økonomier som har blitt relativt billig de siste fem årene? Vi har en sterk tro på at det finnes god informasjon i å studere historikken, men det er ingen fasit til fremtidig markedsutvikling. Mark Twain skal ha uttalt: «*history doesn't repeat itself, but it does rhyme*». Dette virker beskrivende for utviklingen i finansielle markeder også og i så fall kan vi kanskje finne indikasjoner på hvor vi skal investere, USA eller Fremvoksende økonomier, ved å studere aksjemarkedets historie.

Momentum

En mye studert investeringsteknikk er momentuminvestering. Hypotesen er at aksjer som har steget mye det siste året vil fortsette å gjøre det bra. Empiriske studier viser at å kjøpe siste årets vinnere har gitt høyere avkastning enn markedet. Imidlertid viser andre studier at å kjøpe aksjer som har gjort det bra de siste to til tre årene har gitt dårligere avkastning enn markedet. Analysene viser at

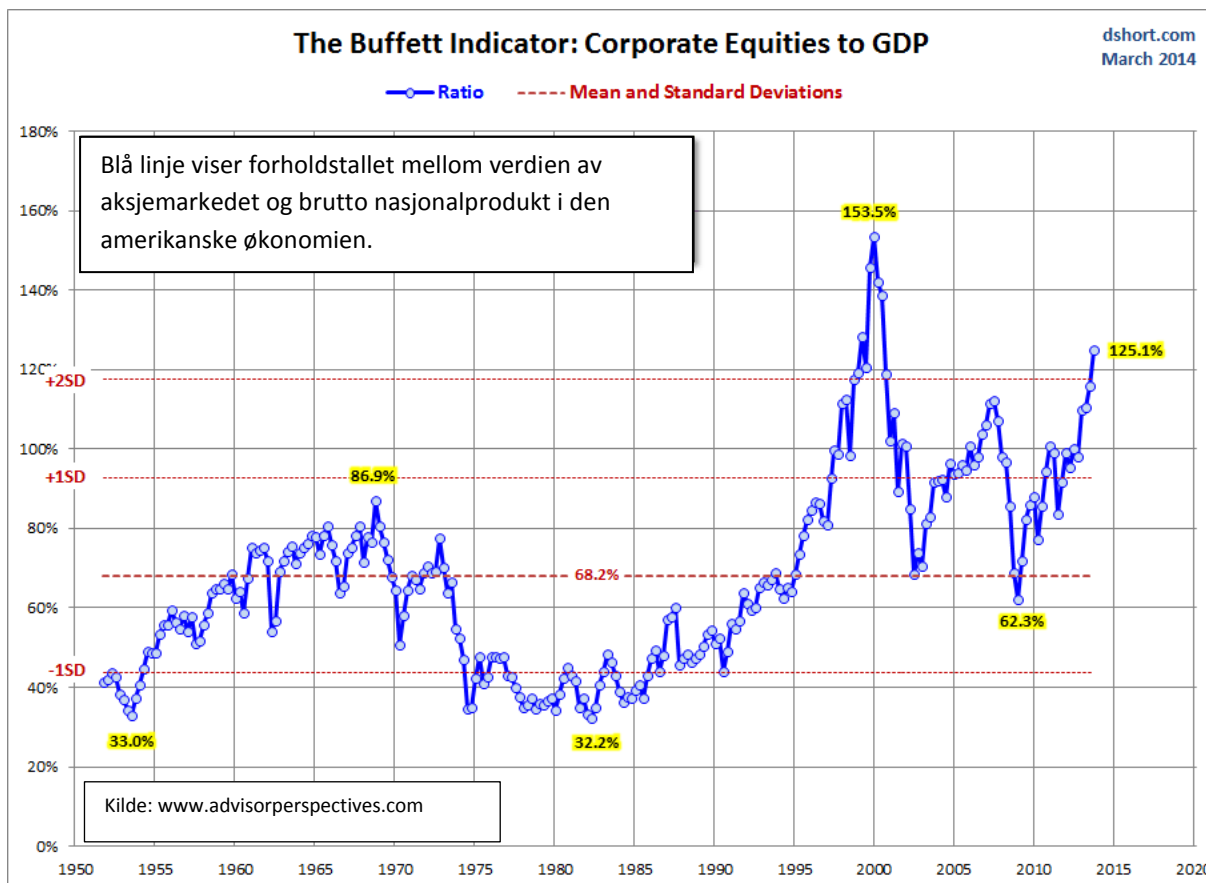
det er rom for å tillegge vekt til de markeder som har gjort det bra i det siste, men at en momentuminvestor skal være lett på foten og reallokere før finansielle tyngdekrefter trekker markedet tilbake til gjennomsnittet. Strategien har også vist seg å være meget volatil og momentuminvestoren må være forberedt på store opp- og nedturer. Imidlertid kan det være en strategi som er godt egnet i kombinasjon med andre strategier i en veldiversifisert portefølje.

Konklusjonen er at selv om USA har gitt best avkastning de siste fem årene er ikke dette argument i seg selv for å investere. Empiri viser imidlertid at så lenge USA fortsetter å toppe avkastningstabellen for de siste 12 månedene er det god grunn til å være investert.

Verdi

Verdiinvestering er kanskje den eldste og mest kjente investeringsfilosofien, godt hjulpet av Warren Buffets fantastiske suksess som verdiinvestor. Prinsippet er ganske enkelt at hvis du betaler 70 øre for noe som er verdt en krone vil det gi god avkastning over tid. Fokus til en verdiinvestor ligger altså på prisen som betales for en aksje, i motsetning til momentum- og vekstinvestorer. Verdiinvestorer fokuserer på verdien av en aksje her og nå, og legger liten eller ingen vekt på fremtidig utvikling eller vekst. Estimer om fremtidig utvikling, være seg vekst i BNP eller et selskaps inntjening, er i følge verdiinvestorene beheftet med så mye usikkerhet at investeringsprosessen ikke forbedres. En verdiinvestors antagelser om fremtiden er begrenset til hypotesen om at markedet er effisient nok til at underprisede aksjer over tid vil stige til *fair value*.

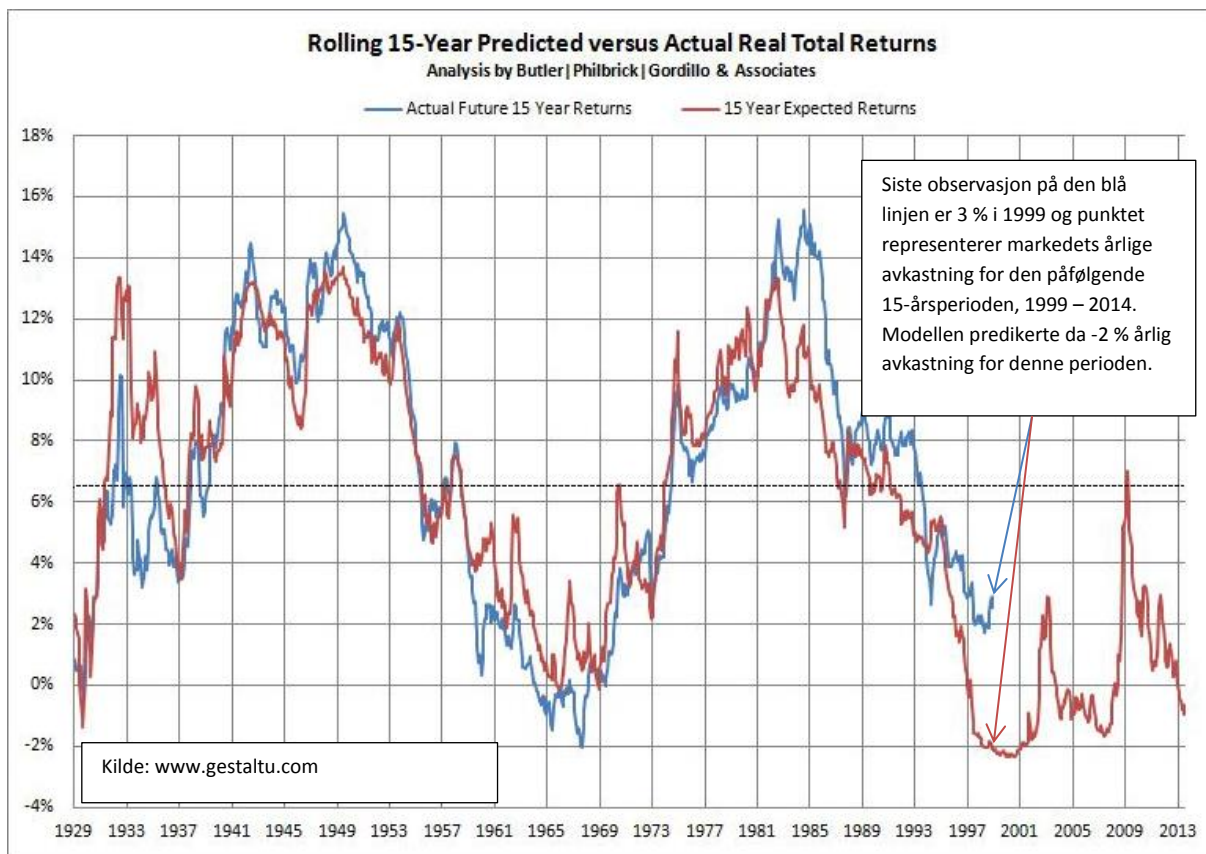
Utallige empiriske studier viser at et disiplinert fokus på markedets prising skaper meravkastning. En verdiinvestor kan underprestere i mange år på rad, men oddsen for å slå markedet er allikevel god. Det finnes utallige tilnærminger til å analysere om prisingen av markedet er høy eller lav. De fleste involverer et forholdstall der markedsprisen deles på en fundamental økonomisk verdi (f.eks. Pris/Bokført verdi eller Pris/inntjening siste ti år). En annen populær prisingsindikator er Aksjemarkedet/BNP, altså verdien av hele aksjemarkedet relativt til størrelsen på hele økonomien. Det er ikke mulig for aksjemarkedet å vokse raskere enn økonomien over tid og indikatoren kan brukes til å indentifisere når prisingen av aksjemarkedet «stanger i taket». Grafen under viser forholdet mellom verdien av aksjemarkedet og BNP i USA.



Grafen viser at på dagens prising er den samlede verdien av det amerikanske aksjemarkedet uvanlig stor sammenliknet med BNP. Normalt har dette vært en god indikator på at prisen på aksjemarkedet vil falle over tid. Warren Buffet har uttalt at dette er den indikatoren som til en hver tid gir det beste bildet av hvordan aksjemarkedet er priset og indikatoren refereres ofte til som Buffet-indikatoren.

Studier indikerer at aksjemarkedets avkastning på 10 – 20 års horisont påvirkes betydelig av prisingen på kjøpstidspunktet; dyrere aksjer gir lavere avkastning og vice versa. Kanskje et overraskende resultat for de som tror aksjer stort sett har gitt god avkastning på lang sikt, og at 10 – 20 år er lang sikt¹. Bl.a. en studie av Butler, Philbrick og Gordillo (2014) konkluderer med at amerikanske aksjer er overpriset i forhold egen historikk og sannsynligvis vil gi lav inflasjonsjustert avkastning de neste 10 – 20 årene. Grafen under sammenstiller modellens predikerte årlige avkastning for de neste 15 årene (rød linje) med markedsavkastningen for samme 15-års periode (blå linje). Den siste 15-års perioden vi har markedsavkastning for løper fra 1999 til 2014 og ga en årlig avkastning på 3 %, mot modellens predikerte avkastning på -2 %.

¹ Hvis tidshorisonten er lang nok vil det være hold i dogmen om at aksjemarkedet gir god avkastning på lang sikt. Da er imidlertid tidsepoken av en lengde som gjør utsagnet til John Maynard Keynes relevant: *In the long run we are all dead.*

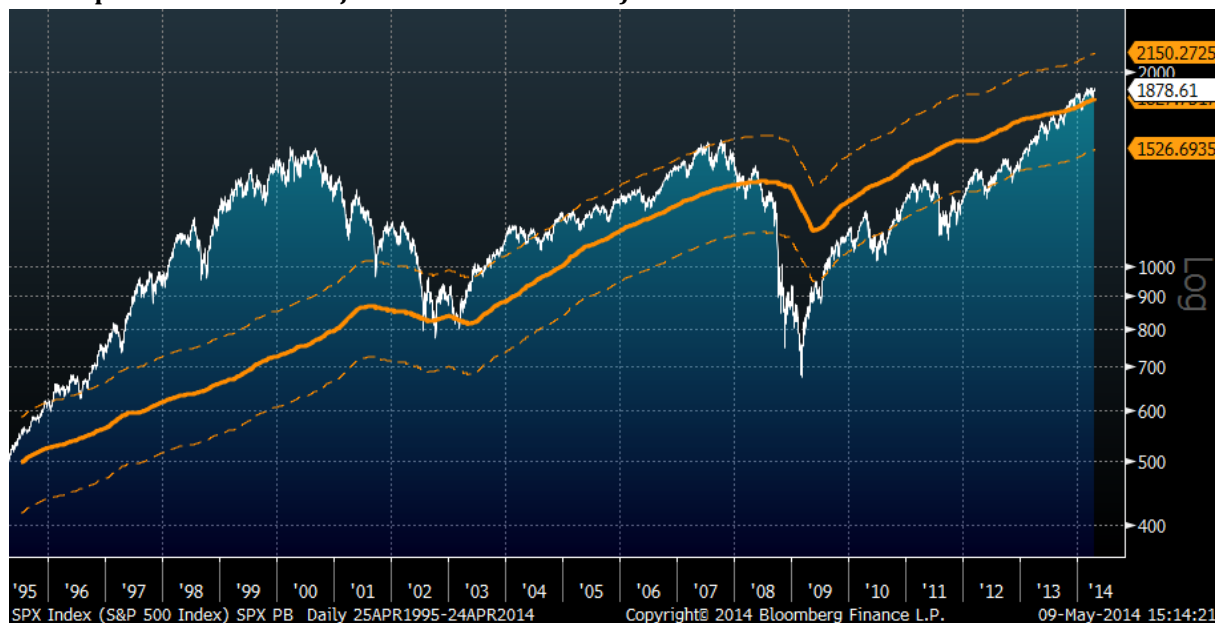


Modellen baserer seg på aksjemarkedets størrelse i forhold til BNP og to andre prisingsindikatorer. Modellen viser at prisen man betaler for aksjene på kjøpstidspunktet har avgjørende betydning for realavkastningen den neste 15-årsperioden. Basert på denne modellen kan vi forvente negativ gjennomsnittlig realavkastning fra amerikanske aksjer neste 15-års periode.

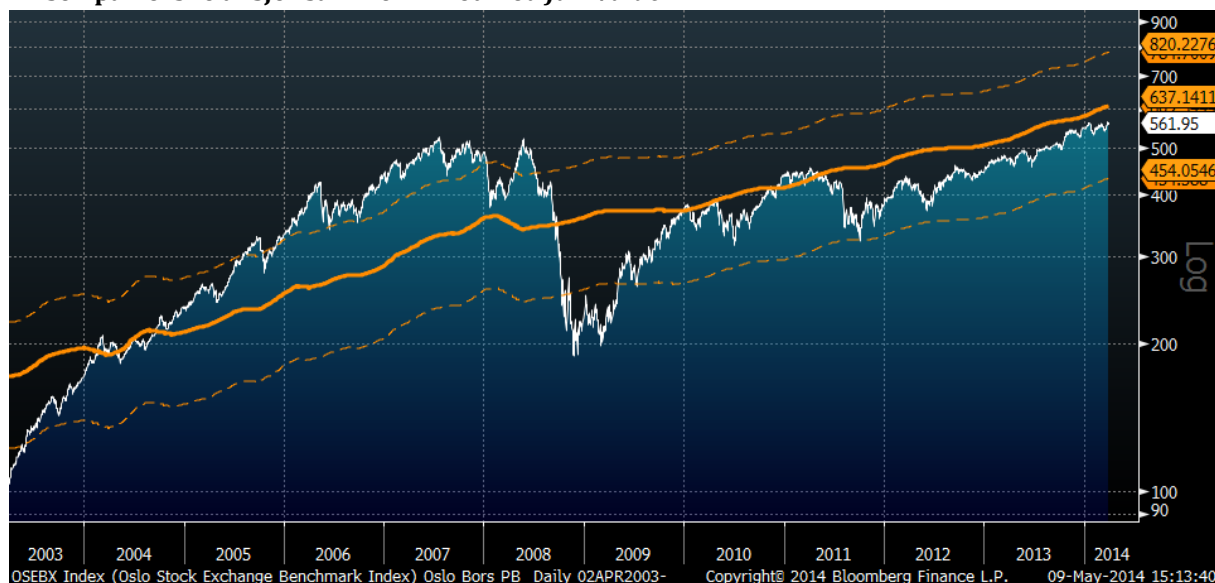
En slik modell som fanger de lange økonomiske trendene viser seg å ha dårlig forklaringskraft på markedets avkastning de nærmeste årene og bør ikke tillegges for mye vekt hvis man har en investeringshorisont på 2-3 år. F.eks. predikerte modellen primo 2012 lav forventet avkastning fra amerikanske aksjer. De påfølgende to årene ga amerikanske aksjer over 50 % avkastning og gjorde det bedre enn globale aksjer generelt. Indikatoren kan kanskje best forstås som om vi investerer i medvind eller motvind.

Grafen under viser markedsprisen for amerikanske aksjer sammenliknet med et prisbånd basert på forholdstallet Pris/Bok. Heltrukket gul linje er markedets *fair value* (basert på historisk gjennomsnittlig Pris/Bok) og stiplede linjer representerer høyt/lavt priset marked. Grafen viser at basert på Pris/Bok er amerikanske aksjer litt dyrere enn historisk gjennomsnitt. Til sammenlikning viser grafen under at Oslo Børs er litt billigere enn historisk gjennomsnitt.

Prisen på amerikanske aksjer sammenliknet med *fair value*



Prisen på norske aksjer sammenliknet med *fair value*



Verdibaserte indikatorer favoriserer ikke det amerikanske markedet og indikerer at hvis man skal investere i aksjer kan det være fornuftig å vurdere andre regioner enn USA. Imidlertid er ikke konklusjonen entydig da momentumindikatorer tyder på at amerikanske aksjer vil fortsette å overprestere.

Er det annerledes nå?

«Denne gangen er det annerledes», er en beryktet uttalelse fra mange forhenværende investorer. Men skal vi etterleve Mark Twains visdomsord vil det være dumt ikke å ta hensyn til hva vi vet om dagens situasjon, og spesielt det som skiller den fra historikken. Fremtidig utvikling vil tross alt ikke bli en reprise av historien. John Maynard Keynes uttalte at det er farlig å trekke konklusjoner om

fremtiden basert på historien hvis man ikke i grove trekk kan forklare hvorfor historien utviklet seg som den gjorde. Med andre ord kan det være lurt å trekke økonomiske faktorer som er kjent for å påvirke aksjemarkedets avkastning inn i betraktningen.

Renten er den økonomiske faktoren som har størst betydning for økonomien og investorer. Det er meget stor forskjell på å investere med 80-tallets rentenivå på 13 % og dagens rekordlave rente på 2 %. Renten er alternativkostnaden til å investere i aksjer. På 80-tallet ville man kun investere i aksjer hvis forventet avkastning var over 13 %. I dag kan en forventet avkastning på litt over 2 % rettferdiggjøre en investering i aksjer. Det vil si at i dagens marked kan aksjer være betydelig dyrere og allikevel rettferdiggjøre en allokering til aksjer. Amerikanske aksjer er dyre, men skal du investere i USA er det ingen alternative investeringer som gir åpenbart høyere forventet avkastning.

Kvantitative lettelsler (QE) er en type ekspansiv pengepolitikk som forsterker effekten av den lave renten. Markedsaktører som sitter på overskuddslikviditeten har blitt tvunget lengre ut på risikoskalaen for å oppnå ønsket avkastning og mye av likviditeten har strømmet til aksjemarkedet. Det som gjør det spesielt utfordrende for investorer å forholde seg til QE er at omfanget langt overstiger det vi tidligere har sett. Professor Blanchflower var økonomisk rådgiver under utformingen av QE-programmet i USA og uttalte i den forbindelse: «*our work started were financial theory and empiric data ended, we were entering uncharted territory. The same is the case with tapering, when designing the policy we had no past experience or theories to rely on*». Siden har QE også vært referert til som «det store pengepolitiske eksperiment». Effekten av QE kan være at markedsoppgangen strekker seg lengre i tid og høyde enn under normale omstendigheter. Imidlertid opphever ikke QE fundamentale økonomiske lover. Prisen du betaler for en aksje vil ha innvirkning på fremtidig avkastning, selv med en tidshorisont på 15 år.

Det er to kilder til å redusere prisingen i et marked, aksjeprisen kan falle eller verdien av aksjene kan stige (mens aksjeprisen ligger i ro). Veksten i amerikansk økonomi og aksjeselskapenes inntjening kan overraske positivt og dermed forsvare dagens prising. I tillegg til lave renter og QE er det flere fundamentale faktorer som påvirker amerikansk økonomi positivt. Skifergass og skiferolje har gitt et betydelig fall i energiprisene. I tillegg er robotteknologi i ferd med å revitalisere amerikansk industri. Til sammen reduserer dette kostnadene og bedrer konkurransekraften til amerikanske bedrifter betydelig.

Hva kan vi forvente av aksjemarkedet?

Langsiktig avkastning i aksjemarkedet har ligget i intervallet 4 % - 6,5 % over risikofri rente. Som en forventning om fremtidig avkastning fra aksjemarkedet er dette like treffende som at en klokke som står stille viser korrekt tid to ganger i døgnet. Det er rimelig å forvente 4 % - 6,5 % realavkastning når aksjemarkedet er normal priset. Dette er gjerne en tilstand markedet passerer på vei til eller fra en overpriset tilstand.

Betyr det at man ikke kan tjene på å eie amerikanske aksjer de neste årene? Nei, det er flere faktorer som kan tyde på at markedet kan fortsette å stige. Imidlertid begynner amerikanske aksjer å bli påvirket av en økonomisk tyngdekraft som vil ha effekt over et lengre tidsperspektiv. Vi er også av den oppfatningen at det er bedre å seile i medvind enn motvind, også som investorer. Det er en rimelig antagelse at det er enklere for en forvalter å finne underprisede aksjer i et underpriset marked. Prising er hovedgrunnen til at vi for tiden favoriserer andre aksjemarkeder enn USA.

Konklusjoner for investor

Det er lett å like amerikanske aksjer. Økonomien er robust og viser tiltagende vekst. Amerikanske aksjer har vært vinneren de siste fem årene og alle investorer liker vinnere. Manglende investering i amerikanske aksjer har blitt straffet med svakere avkastning. På kort sikt støtter momentumindikatorer beslutningen om å være investert i amerikanske aksjer. Verdiindikatorer er imidlertid et klart varsel om at ekstraordinær avkastning i det amerikanske aksjemarkedet kan nærme seg slutten. Avtagende momentum eller stigende renter vil være et klart signal om å komme seg helt ut av amerikanske aksjer.

Fra et verdiperspektiv skal vi investere i aksjer i fremvoksende økonomier, men regionen har et svakt momentum. En verdiinvestor som kjøper nå må belage seg på kortvarig motgang før verdiene materialiseres. Prisingen alene rettferdiggjør en overvekt i EM, men det kan være fornuftig å ha litt tørt krutt og øke allokeringen ytterligere når vi ser positivt momentum.

Vær nøye på prisen du betaler, det påvirker avkastningen betydelig, også i det lange løp.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 12.05.14