

BREV TIL INVESTORENE: MAI 2014

Markedsutvikling

Oslo Børs fortsetter den gode trenden og steg 4,6 % i mai, en måned der globale aksjemarkeder steg 2,7 %. FDA utviklet seg i tråd med referanseindeksens fordeling mellom aksjer og obligasjoner, og steg 1,7 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,7 %	1,0 %	1,0 %	10,4 %	N/A	21,0 %
Ref.indeks	1,7 %	2,1 %	1,9 %	11,8 %	27,2 %	23,2 %
MSCI World	2,7 %	3,3 %	2,8 %	19,1 %	43,5 %	38,9 %
Norske renter	0,1 %	0,4 %	0,6 %	1,5 %	5,2 %	2,9 %
Oslo Børs	4,6 %	8,9 %	10,3 %	23,1 %	37,3 %	47,5 %

Alle fond i FDA viste en positiv utvikling i mai og best avkastning kom fra aksjer i fremvoksende økonomier og Japan. Blant rentefondene utmerker Aberdeen EM Bond seg spesielt positivt med en oppgang på 3,8 %. Øvrige rentefond leverte avkastning i tråd med forventningene på 0,6 % og ligger i bunnen av avkastningstabellen.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i mai
Holberg Rurik	Aksjer, EM	3 %	7,9 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	5 %	5,3 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	3,9 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	8 %	3,8 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	7 %	3,8 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	12 %	3,5 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	3,4 %
Nordea USA	Aksjer, USA	7 %	3,3 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	5 %	2,6 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	5 %	2,1 %
Sector Global	Aksjer, USA	5 %	1,8 %
DNB High Yield	Renter, Norge	12 %	0,7 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	4 %	0,7 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	7 %	0,6 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	9 %	0,6 %

Avkastningstabellen for mai bærer preg av en økende risikoappetitt i globale markeder. Regioner med høy risiko ga bedre avkastning enn USA og Europa og aksjer ga bedre avkastning enn obligasjoner. En reversering av kapitalflukten fra fremvoksende økonomier og økende risikoappetitt vil være positivt for FDA som er overvektet fremvoksende økonomier.

Porteføljeendringer

Sector Global er et nytt fond som er tatt inn i porteføljen med 5 % vekt. Fondet har en regelbunden og systematisk investeringsprosess og investerer globalt med hovedvekt av porteføljen i USA og Europa. Beholdningen av andre fond som investerer i USA og Europa er redusert for å finansiere investeringen i Sector Global. Regional- og aktivaallokeringen er uendret og FDA's aksjeandel ved utgangen av måneden var 61 %.

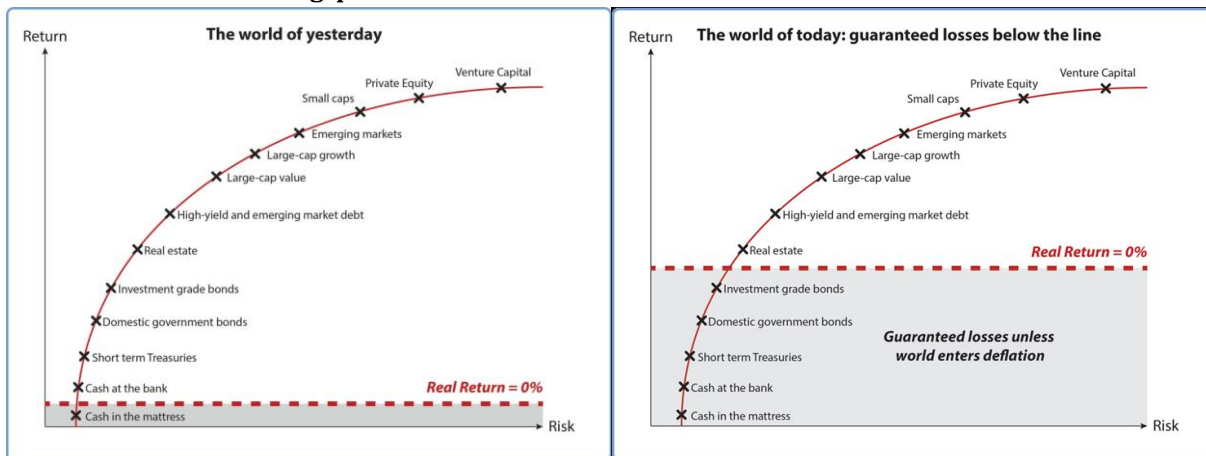
Makro

Den amerikanske sentralbanken (FED) sendte risikoappetitten rett ned da de høsten 2013 varslet at en reduksjon i den ekstreme likviditetstilførselen til markedet var forestående. Mye av overskuddslikviditeten Fed pumpet ut i markedet fant veien til aksjemarkedene i fremvoksende økonomier og disse ble spesielt straffet av utsiktene til innstramming. Når Fed er i ferd med å normalisere sin pengepolitikk står imidlertid den europeiske sentralbanken (ECB) og Bank of England klare til å ta over stafettspinnen og fortsette å fore globale finansmarkeder med billig finansiering. Global likviditet vil således være meget stimulerende i overskuelig tid. Markeder som ble straffet av Feds innstramming står fremst i køen for en opptur drevet av likviditetstilførsel fra Europa.

ECBs tiltak går ut på at bankene får tilgang til gratis penger mot at de lånes ut til bedrifter og private. Samtidig er avkastningspotensialet i sikre investeringer (bankinnskudd og statsobligasjoner) presset ned mot null. Faktisk må banker betale for å ha innskudd hos ECB i tiden fremover. Negative innskuddsrenter skal stimulere bankene til å få satt pengene i omløp og dermed sette fart på økonomien. Dette makrobakteppe er et gunstig utgangspunkt for investorer som er villige til å ta risiko. Lave renter (og null avkastning i andre sikre investeringer) reduserer avkastningskravet til investeringer med høyere risiko.

Investorer som har et avkastningskrav må velge mellom ikke å innfri kravet eller øke risikoen sammenliknet med historisk allokering. Alt peker i retning av at ny likviditet som tilføres markedet vil gravitere mot investeringer som har et visst avkastningspotensial, det vil si mye av pengene skal inn i aksjemarkedet og en del vil flyte i retning av EM.

Aktivaklasser: avkastningspotensiale i en lavrente-verden



Kilde: GaveKal

Grafene viser to stiliserte investeringsunivers, ett med normal rente (venstre graf) og dagens marked med nullrente (høyre graf). Når myndighetene tilfører likviditet til markedet vil kapitalen investeres langs kurven og fordeles etter investorenes preferanse for risiko og avkastning. Med nullrente må investor enten velge mellom negativ avkastning eller gå lengre ut på risikoskalaen. Ny likviditet vil konsentreres i en mindre del av markedet enn det som har vært tilfellet tidligere. Aktiva med høyere risiko og avkastningspotensial vil tiltrekke seg en stor del av kapitalen.

Idiotfaktor på billigsalg

Den siste tiden har finanspressen brukt krigstypeoverskrifter for å informere oss om at gratis indeksfond skal revolusjonere sparemarkedet. Siste skudd på stammen av indeksfond var Nordnet som lanserte et indeksfond helt uten kostnader, tilsynelatende et varp for investorer. Indeksfond har alltid vært billige og gir investor markedseksposering til meget lav kostnad, for eksempel tilbyr KLP et

indeksfond som replikerer hovedindeksen på Oslo Børs med et forvaltningshonorar på 0,2 %. Den kritiske journalistikken tok ikke for seg hvorvidt det var revolusjonerende å spare 0,2 % i året eller om lav pris er ensbetydende med god kvalitet. Kvalitet teller, også for indeksfond.

Forskjellen på billig og gratis



Grafen sammenlikner siste fem års avkastning fra KLP Aksjenorge Indeks med OSEBX indeksen. Indeksfondet til KLP koster 0,2 % i året, men etter fem år er avkastningen bare 0,7 % lavere enn om man kunne investere gratis i markedet. God metodikk i et indeksfond kan gjøre at fondet tjener inn deler eller hele kostnaden og vice versa vil dårlig metodikk påvirke avkastningen negativt. Et blikk på grafen viser tilsynelatende at det ikke er mye å spare på å gå fra et billig indeksfond til et gratis indeksfond. Tallenes tale bekrefter dette og selv en kostnadsbevisst investor skal vurdere den marginale innsparingen mot andre hensyn.

I Finansco er vi meget prisbevisste og ønsker å betale minst mulig for de produktet vi ønsker å kjøpe, men det er ikke ensbetydende med at vi bare kjøper billige produkter. Påfallende ofte får du det du betaler for. Flere av Finanscos porteføljer eier indeksfond og FDA investerer tidvis i indeksfond, men vi investerer kun i indeksfond når vi anser det som det beste produktet, også sammenliknet med aktivt forvaltede fond. I denne sammenhengen tar vi selvfølgelig hensyn til kostnader. Konklusjonen er ofte at vi finner et aktivt forvaltet fond der vi forventer bedre avkastning enn i billigere indeksfond, selv etter alle kostnader.

En del aktivt forvaltede fond er ikke spesielt aktivt forvaltet, men har en portefølje som likner mye på indeksen. Når de allikevel tar seg betalt som om de var aktive forvaltere er det åpenbart bedre å investere i et indeksfond. Da får man samme eksponering til en lavere kostnad. Det er imidlertid stor forskjell på å investere i et indeksfonds og i et aktivt forvaltet fond som har investeringsprosess som involverer å sende analytikere verden rundt for å møte bedrifter med tanke på å avdekke uidentifisert risiko eller avkastningspotensial. Produktene er ulikt priset og ulike av natur.

En av de største innsigelsene mot indeksfond er at de fleste indeksene beregner vektene basert på selskapenes markedsverdi og dermed har en iboende overvekt mot selskaper som er overpriset og undervekt i selskaper som er underpriset. Det stikk motsatte av hva en rasjonell investor prøver å oppnå. Før man investerer i et indeksfond bør man vurdere effekten av denne idiotfaktoren som kan komme med på kjøpet. Indeksfond er billige, men ofte er metodikken som ligger til grunn ikke spesielt god og motstridende til investors målsetting.

Eksempel på effekten av kapitalvekting.

Markedet består av to aksjer, Selskap A og Selskap B, der begge har *fair value* på 100, men Selskap A er priset til 110 og Selskap B priset til 90. En portefølje vektet etter markedskapitalisering vil ha 55 % i Selskap A og 45 % i Selskap B og således være overvektet aksjene som er overpriset og undervektet aksjene som er underpriset.

De fleste aksjeindeksene er konstruert på denne måten og jo mer en aksje er overpriset jo større andel får den i porteføljen. Flere empiriske studier viser at man kan øke avkastningen ved å eliminere denne idiotfaktoren. At indeksfond allikevel gjør det bedre enn mange aktivt forvaltede fond skyldes at indeksfond har andre gode egenskaper som kan mangle hos aktive forvaltere, for eksempel disiplin, konsistens og selvfølgelig lave kostnader.

I de senere år har det blitt lansert flere indekser som konstrueres etter en investortvinnlig metodikk. Hensikten er å kunne tilby en indeks som gir markedseksponering basert på en regelbunden og forutsigbar investeringsprosess, der det stilles samme krav til kvalitet i investeringsprosessen som for aktive forvaltere. Sector Global er et fond som faller inn i denne kategorien. Investeringsprosessen er utformet for å hente de beste egenskapene fra passiv og aktiv forvaltning. En regelbasert og strukturert investeringsprosess som implementeres av datamaskiner sørger for at menneskelige faktorer (følelser) ikke forringer avkastningen. Idiotfaktoren er erstattet av at selskaper velges ut basert på fundamentale faktorer sett i lys av dagens markedssituasjon og de utvalgte selskapene gis lik vekt i porteføljen. Våre krav til kvalitet i investeringsprosessen oppfylles samtidig som kostnadene er på nivå med et indeksfond. Sector Global gir en eksponering til det globale aksjemarkedet som passer godt inn i FDAs porteføljen.

Konklusjoner for investor

Kostnader er viktige og påvirker investors avkastning, men det er langt fra ensbetydende med at billig er bra. Først og fremst bør investor finne ut hvilken eksponering porteføljen skal ha og deretter finne det produktet som gir best valuta for pengene. Da er det naturlig å vurdere både indeksfond og aktivt forvaltede fond.

Tiltagende pengetrykking i Europa kan tilsi at tiden er moden for en opptur for aksjer i fremvoksende økonomier. Vår erfaring er at dyktige forvaltere gir meget god valuta for pengene i fremvoksende økonomier. Disse markedene fremstår som mindre effisiente og forvaltere får mer igjen for å gjøre egen analyse. Innen globale aksjer har vi introdusert en forvalter som kan konkurrere med kostnadene i et indeksfond uten at det går på bekostning av kvaliteten i investeringsprosessen.