

BREV TIL INVESTORENE: SEPTEMBER 2014

Markedsutvikling

Det var store regionale forskjeller i utviklingen i aksjemarkedene i september. Markedene sett under ett viser liten endring med en oppgang i verdensindeksen på 0,4 %. FDA steg 0,8 % og slo referanseindeksen med 0,5 % - poeng.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,8 %	1,1 %	5,0 %	9,7 %	N/A	25,7 %
Ref.indeks	0,3 %	1,5 %	6,3 %	11,7 %	42,6 %	28,6 %
MSCI World	0,4 %	2,4 %	10,0 %	19,0 %	74,6 %	48,8 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	1,0 %	1,4 %	4,7 %	3,4 %
Oslo Børs	-0,1 %	-1,4 %	11,0 %	21,4 %	75,0 %	48,5 %

Japanske aksjer, målt med Nikkei indeksen, steg knappe 4 % i september og var sammen med amerikanske aksjer (+2,3 %) det viktigste bidraget til oppgangen i verdensindeksen. Aksjer i fremvoksende økonomier og Norge viste relativt svak utvikling. På tross av FDAs overvekt i aksjer i disse regionene leverte FDA bedre avkastning enn referanseindeksen. Forvalterseleksjonen ga betydelig meravkastning i september. I gjennomsnitt leverte aksjefondene i FDA over 1 % -poeng meravkastning (sammenliknet med egne referanseindekser). Utviklingen i globale obligasjonsmarkeder var preget av tiltagende usikkerhet. Sikre obligasjoner ga bedre avkastning enn høyrenteobligasjoner som i USA og Europa falt kraftig. Nordiske høyrenteobligasjoner var delvis isolert fra urolighetene, men ikke upåvirket. Holberg Kreditt leverte god avkastning mens DNB High Yield endte måneden med nullavkastning.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i september
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	5 %	9,4 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	5 %	4,5 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	4,4 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	7 %	1,8 %
Nordea USA	Aksjer, USA	5 %	1,5 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	14 %	0,6 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	8 %	0,5 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	11 %	0,4 %
DNB High Yield	Renter, Norge	11 %	0,0 %
Sector Global	Aksjer, USA	5 %	-0,2 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	5 %	-1,5 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	10 %	-2,0 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	-2,6 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	4 %	-3,6 %

Både Aberdeen Japan og Invesco Europa Strukturert er fond som er valutasekret til USD. Den sterke utviklingen i amerikanske dollar har gitt et betydelig bidrag til avkastningen i disse fondene. Selv etter justering av valutaeffekten har fondene både levert positivt bidrag til avkastningen og slått markedet de opererer i.

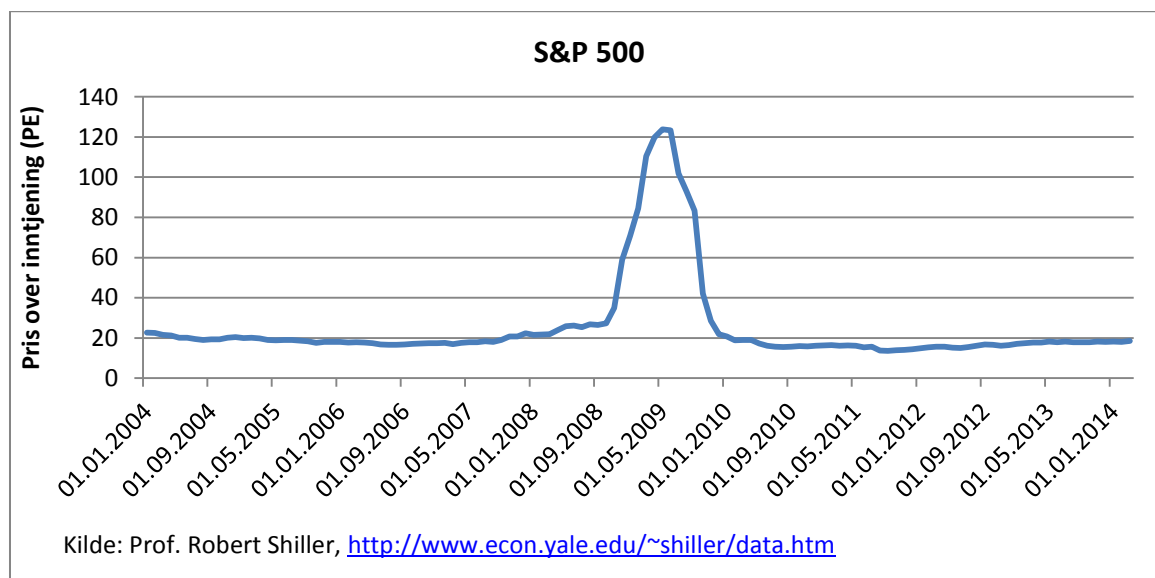
Porteføljeendringer

Beholdningen i DNB Finans er økt noe, og DNB Obligasjon redusert tilsvarende, for å holde andelen aksjer konstant i et marked med fallende aksjekurser. Valutaeksponeringen er endret ved å øke andelen USD og redusere andelen EUR med 5 % -poeng. Dette er gjort ved å bytte til en valutasikret andelsklasse i Invesco Europa Strukt. Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i FDA 64 %, mot referanseindeksens 60 %.

Er amerikanske aksjer dyre eller billig?

Historisk eller relativ prising

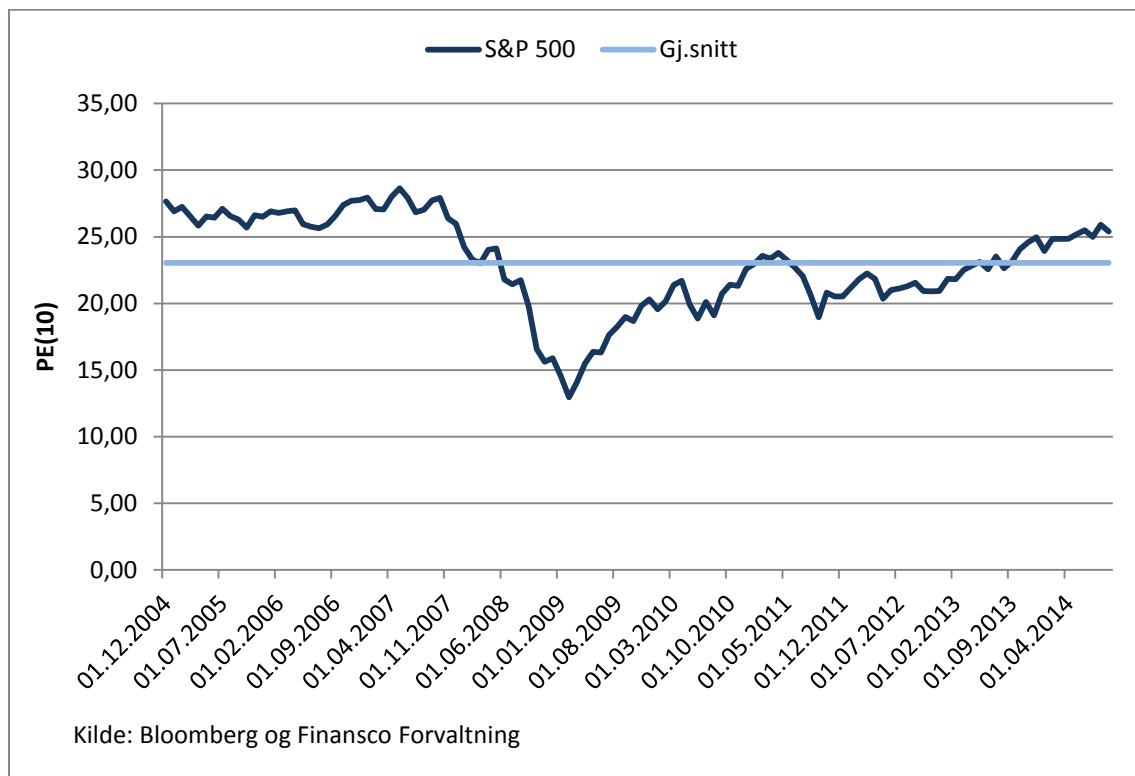
Vi har ved flere anledninger argumentert for at amerikanske aksjer begynner å bli dyre. Grunnleggende i FDAs investeringsfilosofi er at det gir bedre avkastning å kjøpe aksjer når de er billige og selge når de er dyre. Utfordringen knyttet til denne investeringsfilosofien er å identifisere når aksjer er dyre og når de er billige. Dagspressen, og tildels fagartikler, fremstiller dette som en triviell oppgave. Flere tommelfingerregler eller prismultipler har blitt kjente indikatorer på om markedet er høyt eller lavt priset. Selskapenes aksjepris (=markedsverdi) delt på inntjeningen (=verdiskapning), gjerne referert til som PE, er en av de mest brukte indikatorene på om markedet er dyrt eller billig. Imidlertid svinger selskapenes inntjening i løpet av en forretningsyklus uten at det påvirker den langsiktige inntjeningen. Det skaper støy i PE-verdiene. Grafen under viser PE for amerikanske aksjer, ved S&P 500 indeksen, over de siste ti årene. Store kortsiktige svingninger i inntjeningen, spesielt under finanskrisen, gjør det vanskelig å tolke betydningen av PE.



Pris/inntjening-multipel (PE) indikerer at markedet er dyrt når prisen er høy relativt til selskapenes inntjening, med andre ord: når PE er høy er markedet dyrt. Basert på PE var markedet ekstremt dyrt rett etter å ha falt over 50 % under finanskrisen. Erfaringsmessig vet vi at etter et slikt prisfall har markedet gjerne blitt betydelig billigere. Det ekstreme utslaget i PE var en konsekvens av at selskapenes inntjening falt mer enn markedsprisene og nærmet seg null. Denne type svingninger i inntjening er gjerne forbigående og reflekterer ikke selskapenes langsiktige inntjeningspotensial.

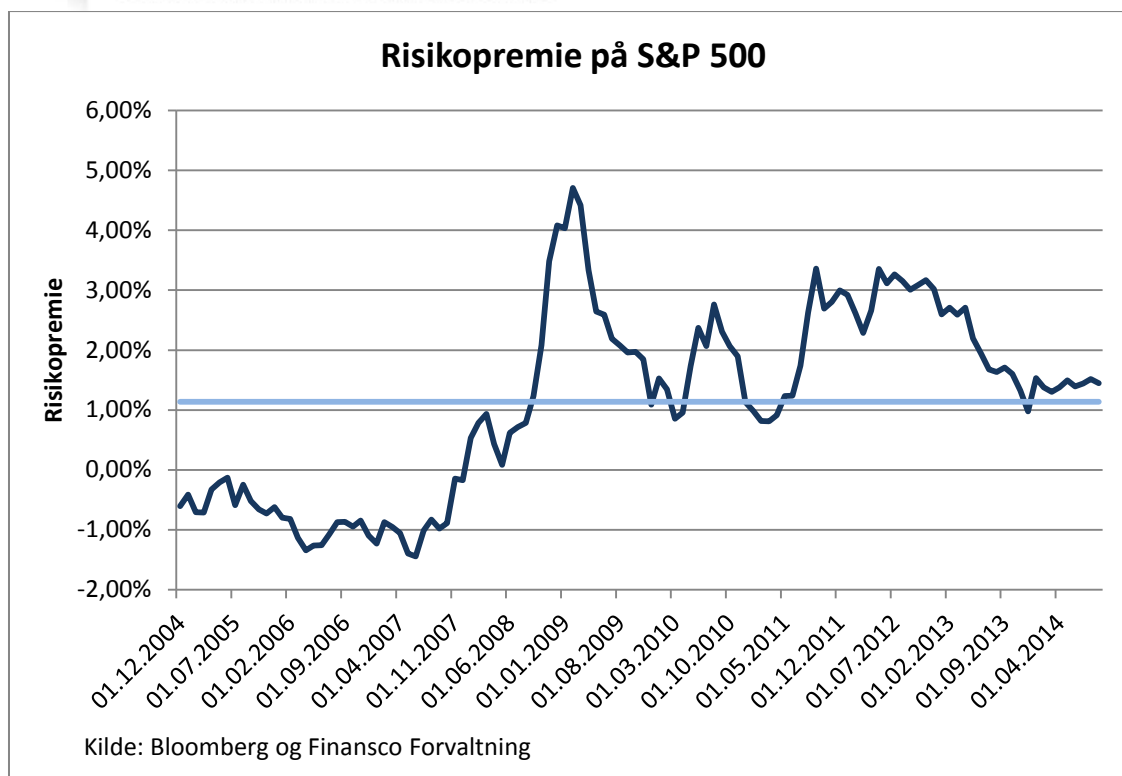
For å eliminere effekten av kortsiktige svingninger i inntjening er det vanlig å se på selskapenes inntjening over en lengre periode, f.eks. 10 år. PE kalkulert med dagens markedspris delt på gjennomsnittlig inflasjonsjustert inntjening siste 10 år, PE(10), glatter ut kortsiktige svingninger. PE(10) er mye brukt av markedsaktører og er også referert til som Graham & Dodd PE, Shiller PE og

syklisk justert PE. Grafen under viser PE(10) for amerikanske aksjer de siste ti årene. Amerikanske aksjer er 9 % overpriset sammenliknet med gjennomsnittlig PE(10) for perioden. Dette er en av indikatorene som ligger til grunn for vår oppfatning om at amerikanske aksjer begynner å bli dyre. Professor Shiller har gjort samme beregning for S&P 500 tilbake til 1871 og i den sammenheng fremstår dagens marked som enda mer overpriset.



Ved å legge historisk inntjening til grunn for en vurdering av markedets prising gjør vi implisitt en antagelse om at historisk inntjening er relevant for fremtidig inntjening. Som kjent er det usikkert hva fremtiden vil bringe og markedsutviklingen kan avvike betydelig fra konklusjonene basert på PE(10). Valg av referanseperiode, siste 10 år eller siste 100 år, samt periode for beregning av gjennomsnittlig inntjening vil også kunne ha betydelig innvirkning på resultatet av analysen.

PE(10) som et mål på markedets prising er til begrenset nytte for en som skal investere i dag. I prinsippet sier det noe om aksjene du kjøper i dag er priset høyere eller lavere enn aksjer du kunne ha kjøpt på et tidligere tidspunkt. Da vi ikke kan gå tilbake i tid og kjøpe aksjer anno 2009 (noe som hadde gjort forvaltningsjobben en del enklere) må analysen utvides for å reflektere det valget en investor står ovenfor i dagens marked. I en enkel verden kan vi tenke oss at en investor har to valg: kjøpe aksjer eller statsobligasjoner. En investering i aksjer vil være på bekostning av en investering i statsobligasjoner. Dermed er det relevant å ta med i betraktningen hva avkastningen vil være på den alternative investeringen. Grafen under viser aksjemarkedets forventede meravkastning (inntjening/pris – obligasjonsrenten), også referert til som aksjemarkedets risikopremie. Grafen viser at forventet meravkastning i aksjemarkedet er 1,5 % og er høyere enn gjennomsnittet for perioden. Prisene må stige 8 % før risikopremien har falt til gjennomsnittet. Dette favoriserer en investering i amerikanske aksjer fremfor amerikanske statsobligasjoner.



Aksjemarkedets inntjeningsyield, eller EP, er den inverse av PE. Inntjening i prosent av markedsverdi reflekterer aksjemarkedets verdiskapning i prosent av aksjemarkedets verdi. Under forutsetningen om at verdiskapning enten utbetales til investor som utbytte eller reinvesteres i selskapet og øker markedsverdien, er EP lik investors forventet avkastning i aksjemarkedet. Trekker vi fra avkastningen i statsobligasjoner får vi aksjemarkedets forventede meravkastning.

Regional sammenlikning

Som globale investorer er vi imidlertid ikke begrenset til å investere i enten amerikanske aksjer eller amerikanske statsobligasjoner. Analysen kan utvides ved å sammenlikne ulike regioner med samme metodikk. Tabellen under viser PE(10), pris bok (PB) og risikopremie for ulike regionale aksjemarkeder. For amerikanske aksjer viser indikatorene et blandet bilde av prisingen. For de andre regionene viser indikatorene at dagens priser er billige sammenliknet med siste ti års historikk.

Region\Data	PE(10)	Rabatt	Risikopremie	Rabatt	Pris Bok	Rabatt
USA	25	-9 %	1,5 %	8 %	2,7	-11 %
Eurosonen	15	12 %	5,7 %	46 %	1,5	7 %
Storbritannia	15	29 %	4,2 %	56 %	1,9	5 %
Norge	13	35 %	5,3 %	57 %	1,5	20 %
EM	11	28 %	4,0 %	37 %	1,5	27 %

Rabattene i tabellen er beregnet ut fra hvor mye aksjeprisen må endres før indikatorene (PE(10), PB og Risikopremien) blir lik indikatorens gjennomsnitt for de siste ti årene. USA fremstår som dyrere enn andre regioner da amerikanske aksjer prises med høyere PE(10), PB og lavere risikopremie. Vi skal imidlertid være forsiktige med å trekke konklusjoner basert på en slik direktesammenlikning da USA nesten alltid er dyrere enn alle andre markeder. Skal vi sammenlikne på tvers av regioner er det mer egnet å sammenlikne rabatten i tabellen over.

Prising alene tilsier at man skal undervekte eller ikke eie amerikanske aksjer, men investere i aksjeregioner utenfor USA. Prising er imidlertid ikke det eneste hensynet å ta i investeringsbeslutningen (i så fall ville alle kun investert i Russiske aksjer). En av grunnene til at vi allikevel er investert i amerikanske aksjer er at de økonomiske utsiktene er bedre i USA enn de fleste andre steder i verden.

Konklusjoner for investorer

Entydig informasjon eller signaler er mangelvare for investorer. Ofte spriker indikatorer i ulike retninger og signalene må tolkes som mer eller mindre overveldende. På tross av tidligere argumenter om at amerikanske aksjer begynner å bli dyre har FDA vært investert i amerikanske aksjer. Analysen over nyanserer oppfattelsen av prisingen ved å hensynta muligheten for alternativ avkastning (rentenivået). I denne sammenhengen fremstår amerikanske aksjer som en bedre investering enn amerikanske statsobligasjoner. Ønsker man eksponering mot amerikansk økonomi bør man gjøre det ved å kjøpe aksjer.

Andre regioner viser et mer entydig bilde av at aksjer er billige. Både sammenliknet med historisk prising og relativt til alternativ avkastning fremstår aksjer utenfor USA som en attraktiv investering. For å legge den endelige kabalen med regional allokering må hensynet til billige aksjer sammenstilles med eventuelle ulike fremtidsutsikter. Av hensyn til diversifisering kan det være fornuftig å inkludere billige aksjer i regioner med usikre fremtidsutsikter og dyrere aksjer i regioner med gode fremtidsutsikter i porteføljen.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 08.10.14