

BREV TIL INVESTORENE: OKTOBER 2014

Markedsutvikling

Oktober måned startet der september sluttet: fallende priser og uroligheter i finansmarkedene. Både aksjer og høyrenteobligasjoner falt kraftig verden om, og spesielt i Norge. Pessimisme ble imidlertid avløst av fornyet tro på fremtiden i midten av måneden og kursene steg kraftig de siste to ukene. Godt hjulpet av en betydelig svekkelse av norske kroner, steg verdensindeksen hele 5,7 % i oktober. Oslo Børs endte derimot ned 4,0 %. FDA leverte positiv avkastning i en turbulent måned med enn oppgang på 1,2 %, men endte 2,3 % -poeng bak referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,2 %	0,7 %	6,3 %	9,4 %	N/A	27,2 %
Ref.indeks	3,5 %	4,2 %	10,0 %	13,6 %	43,6 %	33,2 %
MSCI World	5,7 %	6,8 %	16,3 %	22,3 %	76,4 %	57,4 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	1,1 %	1,4 %	4,8 %	3,5 %
Oslo Børs	-4,0 %	-4,4 %	6,6 %	9,9 %	52,3 %	42,6 %

Aberdeen Japan toppe avkastningstabellen foran fondene til Sector Asset Management og Reyl EM Aksjer. Sammenlagt løftet disse fondene avkastningen i FDA med 1,4 % -poeng. På den andre siden av skalaen ligger Storebrand Vekst som bidro med -0,4 % -poeng til avkastningen i FDA. Samlet havner avkastningen i FDAs aksjefondsportefølje bak Verdensindeksen, men høyere allokering til aksjer veier delvis opp for dette. På rentesiden opplever vi et negativt bidrag fra norske høyrenteobligasjoner for første gang med en nedgang på 0,5 % i Holberg Kreditt. Aberdeen USD HY ble re-introdusert i porteføljen og fondet steg hele 5,8 % i oktober.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i oktober
Aberdeen Japan	Aksjer, Asia	7 %	7,1 %
Sector Global	Aksjer, USA	6 %	6,9 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	6,8 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	7 %	6,8 %
Nordea USA	Aksjer, USA	5 %	5,9 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	5 %	5,8 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	4 %	5,6 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	5 %	4,7 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	7 %	3,7 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	8 %	3,4 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	5 %	1,9 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	13 %	0,5 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	-0,5 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	9 %	-4,1 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	4 %	-4,4 %

Aberdeen Japan steg 9,4 % i september og 7,1 % i oktober og har vært den viktigste bidragsyteren til FDAs avkastning i denne perioden. Norske aksjer har i den samme perioden hatt den største negative innvirkningen på avkastningen i FDA.

Porteføljeendringer

Oktober var en måned med mye turbulens i markedet som utløste flere re-allokeringer i FDA. I en periode med kraftig kursfall i det amerikanske markedet for høyrenteobligasjoner holdt det norske markedet stand. FDA hadde en konsentrerte eksponeringen i norske høyrenteobligasjoner. Markedsutviklingen gjorde det attraktivt å diversifisere eksponeringen ved å flytte en del av pengene fra det norske til det amerikanske markedet. Re-allokeringen ble gjennomført ved å selge andeler i DNB High Yield og kjøpe Aberdeen USD HY for tilsvarende 5 % av FDA.

På samme tid ble aksjeeksponeringen i FDA økt ved å kjøpe 2 % i DNB OBX. Denne beholdningen ble i midten av måneden doblet til 4 % etter et videre kursfall på Oslo Børs. Beholdningen av Reyl EM aksjer og Aberdeen Japan ble økt i siste halvdel av måneden. Kapitalen ble hentet ved å selge DNB High Yield og hele beholdningen ble avhendet i siste transaksjon.

Ved utgangen av måneden var FDAs eksponering mot norske høyrenteobligasjoner redusert fra 20 % til 10 %. Kapitalen er investert i amerikanske høyrenteobligasjoner (5 % -poeng) og aksjeandelen er økt med 5 % -poeng. Aksjeandelen i FDA utgjør nå 69 %, og FDA er således moderat overvektet aksjer sammenliknet med referanseindeksens aksjeandel på 60 %.

Verdien av en diversifisert portefølje

Fra toppnoteringen i juli til bunnoteringen i oktober falt Verdensindeksen 9,6 % (målt i USD). Det er det største kursfallet i den globale aksjeindeksen siden 2012. I denne perioden har den regionale utviklingen variert og enkelte markeder har falt betydelig mer enn Verdensindeksen, deriblant Oslo Børs som fra topp til bunn falt 16 %. I tillegg til ulik regional utvikling kommer utviklingen i valutamarkedet. Den norske kronen svekket seg betydelig i denne perioden og måler vi utviklingen på Oslo Børs i amerikanske dollar var nedgangen på hele 22 %. I slike perioder kommer betydningen av en veldiversifisert portefølje klart frem.

I den urolige perioden opplevde investorene i FDA en nedgang, fra topp til bunn, på 6 % (målt i norske kroner). I FDA varte nedgangsperioden knappe to måneder mens nedgangsperioden på Oslo Børs startet i juli og pågår fremdeles. Det er flere faktorer som dempet fallet i FDA og som sannsynligvis vil bidra til å dempe kursfallet også ved neste korreksjon.

FDAs investeringer i obligasjonsmarkedet har lav grad av samvariasjon med aksjemarkedene og i perioden da aksjemarkedet falt som mest var verdien av obligasjonsporteføljen uendret. Amerikanske dollar har også en tendens til å stige i verdi når urolighetene rår i finansmarkedene. Under høstens korreksjon har dollaren steget enda mer enn normalt. FDA har en dollar eksponering på drøye 30 % og utviklingen i valutamarkedet har dempet kursfallet for norske investorer betydelig.

Oljeprisen har inneværende år falt fra en toppnotering på 115,- USD per fat til 81,- USD per fat og utvilsomt bidratt til at norske aksjer har falt mer enn Verdensindeksen. Det globale fokuset til FDA demper effekten av hendelser som har store konsekvenser for enkeltmarkeder. Oljeprisfall er negativt for norsk økonomi, men positivt for mange land som er avhengig av å importere olje og energi. FDAs portefølje er satt sammen med et mål om å kontrollere risikoen og optimere avkastningen. En globalt diversifisert portefølje forener disse to målene.

Aksjer versus obligasjoner

Siden bunnnoteringen under finanskrisen i 2008 har Verdensindeksen steget over 130 % og aksjemarkedet har utvilsomt blitt dyrere i løpet av denne perioden. Det er kun en ting man trenger få riktig som investor: å gjenkjenne når markedet har blitt for dyrt. Alle andre beslutninger underordnet denne vurderingen i forhold til å påvirke investors risiko og avkastning. Vi har tidligere argumentert for at det amerikanske aksjemarkedet fremstår som noe dyrere enn historisk gjennomsnitt. Vi vet også at markedet er dyrere i dag enn det var for både ett, to og tre år siden. Peker ikke dette i retning av at vi bør komme oss ut av aksjer?

I forrige månedsbrev argumenterte vi for at rentenivået må tas med i betraktningen når man vurderer om aksjemarkedet er dyrt eller billig. Sammenliknet med alternative investeringer fremsto ikke amerikanske aksjer som dyre. En måte å tolke dette på er at i dagens lavrentemarked er alle aktivklasser dyre, det vil si forventet avkastning er lavere enn normalt. En utvidelse av denne analysen er å sammenlikne direkteavkastningen (løpende rente eller utbytte) fra ulike investeringer. I denne sammenhengen fremstår aksjer som billige, spesielt i Europa. Grafen under viser hva investor har fått utbetalt i løpende utbytte eller rente fra ulike investeringer i det europeiske markedet. I dagens marked betaler aksjemarkedet 3,3 % i årlig utbytte og statsobligasjoner 0,1 % rente. Derimot betalte statsobligasjoner 4 % og aksjemarkedet 2,5 % i starten av 2007. Basert på en slik sammenlikning burde man investert i statsobligasjoner i 2007 og vi bør velge aksjer i dag.



Aksjemarkedet har i perioden aldri gitt høyere direkteavkastning enn høyrenteobligasjoner, med unntak av i år. I fravær av kursoppgang i aksjemarkedet gir fremdeles aksjemarkedet minst like god avkastning enn noen av alternativene. I tillegg virker utbyttebetalingen å være relativt stabil og forutsigbar. De siste fem årene har utbyttebetalingen fra aksjemarkedet variert relativt lite, mindre enn rentebetalingen fra obligasjonsmarkedet.

Konklusjoner for investor

Verdien av å ha en investeringsportefølje med et globalt fokus og god diversifisering kan være vanskelig å se i oppgangsperioder. Spesielt gjelder det i de perioder hvor vårt hjemlige marked gjør det spesielt bra. Oslo Børs ligger ofte blant vinnerne når globale aksjemarkeder stiger kraftig og en investering i japanske aksjer kan virke «som å gå over bekken for å hente vann». Imidlertid har

høstens hendelser, med korreksjon i aksjemarkedet og en oljepris på 80-tallet, vist oss at Oslo Børs også er mer sårbar enn en global portefølje. Jobben med å skape en robust portefølje er vel verdt innsatsen.

Med mindre man har tro på vedvarende kursfall i aksjemarkedet (hvilket vi ikke gjør), fremstår aksjemarkedet som den mest attraktive investeringen. I det europeiske aksjemarkedet vil man i påvente av en eventuell kursoppgang også få høyere avkastning fra utbytte enn det man kan få i bank eller obligasjoner.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 12.11.14