

## BREV TIL INVESTORENE: NOVEMBER 2014

### Markedsutvikling

November så lenge ut til å bli en måned uten store hendelser i finansmarkedene. Mot slutten av måneden ga imidlertid Oslo Børs etter for trykket fra en stadig fallende oljepris og falt 7 % på kort tid. Lavere oljepris er stimulerende på verdensøkonomien og billigere olje var medvirkende til oppgangen i Verdensindeksen. FDA endte opp 4,2 % og slo Referanseindeksen med 0,7 % -poeng. Svekkelsen av norske kroner hadde en betydelig positiv innvirkning på avkastningen i november.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	4,2 %	6,3 %	10,7 %	11,0 %	N/A	32,5 %
Ref.indeks	3,5 %	7,4 %	13,8 %	14,3 %	47,1 %	37,8 %
MSCI World	5,7 %	12,2 %	22,9 %	23,7 %	83,8 %	66,5 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	1,2 %	1,4 %	4,6 %	3,6 %
Oslo Børs	-3,2 %	-7,2 %	3,2 %	4,3 %	48,7 %	37,9 %

Aberdeen Japan og Invesco Europa ligger i toppen av avkastningstabellen og er fond som har tjent på at vi har valgt å valutasikre i amerikanske dollar. FDAs overvekt i amerikanske dollar har hatt betydelig positiv innvirkning på avkastningen. Amerikanske aksjer har også gitt et positivt bidrag, men en relativt lav allokering har virket negativt sammenliknet med Referanseindeksen. Norske og russiske aksjer har gitt betydelig lavere avkastning enn globale aksjer. Kinesiske innenlandske aksjer har steget over 13 % i november som et resultat av myndighetenes tiltak for å liberalisere finansmarkedene.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i november
ETFS Kina A	Aksjer, EM	1 %	13,4 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	7 %	9,2 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	7 %	7,4 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	4 %	5,5 %
Nordea USA	Aksjer, USA	6 %	5,5 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	4 %	5,0 %
Sector Global	Aksjer, USA	6 %	4,7 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	5 %	3,3 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	4 %	3,2 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	7 %	3,1 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	1,9 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	7 %	1,8 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	8 %	1,4 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	0,4 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	12 %	0,2 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	3 %	-3,0 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	2 %	-7,2 %

Avkastningstabellen viser fondenes utvikling for en hel kalendermåned. East Capital Russland ble kjøpt i slutten av måneden og kursfallet i den perioden FDA har vært investert er -3,8 %. ETFS Kina A ble kjøpt i starten av måneden og FDA har dratt nytte av en verdistigning på over 10 %. Til sammen har introduksjonen av kinesiske og russiske aksjer i porteføljen gitt nullavkastning.

## Porteføljeendringer

I likhet med oktober var november en måned med en del endringer i porteføljen. I starten av måneden kjøpte vi en mindre andel kinesiske innenlandske aksjer (såkalte A-aksjer). Vi spekulerte i at bedret integrasjon mellom det innenlandske markedet i Shanghai og det internasjonale markedet i Hong Kong ville medføre økt etterspørsel etter A-aksjer notert på børsen i Shanghai.

Etter betydelig fall i oljeprisen, og medfølgende fall i Rubel, tok vi igjen sjansen på å kjøpe litt russiske aksjer. Aksjeprisene i Russland er fullstendig smadret som følge av internasjonale sanksjoner og fall i oljeprisen. Imidlertid ser vi tegn til at kursfallet kan nærme seg bunnen. Målt i rubler har russiske aksjer steget i verdi hittil i år og den negative avkastning på over 30 % skyldes valutaeffekten alene. Vi ser nå en asymmetri i russiske aksjer, med større oppside enn nedside.

Allokeringen til fond som er valutasikret til amerikanske dollar er økt i løpet av måneden gjennom kjøp av Invesco Europa og Aberdeen Japan. Utsiktene til renteheving i USA, kombinert med kvantitative lettelser i Japan og eurosonen, taler for en styrket dollar. På tross av en moderat eksponering mot amerikanske aksjer og obligasjoner har FDA over 34 % av porteføljen notert i amerikanske dollar. Dollareksponeringen er marginalt høyere enn i Referanseindeksen. Ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen i porteføljen 72 %, som utgjør en betydelig overvekt i aksjer.

## Er oljealderen på Oslo Børs over?

Mange investorer sammenlikner Oslo Børs med Verdensindeksen på anabole steroider. Når Verdensindeksen stiger, stiger Oslo Børs mer og når Verdensindeksen faller, faller Oslo Børs mer. Grafen under viser at Oslo Børs i lang tid har gitt høyere avkastning, men til høyere risiko, enn Verdensindeksen.



*Oslo børs har vært ensbetydende med høy risiko og høy avkastning.*

Imidlertid skjuler grafen at denne utviklingen ikke har vært gjeldende de siste årene. Siden 2010 har globale aksjer steget betydelig, men Oslo Børs har i denne perioden gjort det dårligere enn

Verdensindeksen. Grafen under viser den relative utviklingen til Oslo Børs sammenliknet med Verdensindeksen (Oslo Børs/ Verdensindeksen). Der kommer det klart frem at i perioden frem til finanskrisen steg Oslo Børs betydelig mer enn Verdensindeksen. Finanskrisen rammet norske aksjer hardere enn internasjonale aksjer, men til gjengjeld steg Oslo Børs mer rett etter krisen. Alt etter oppskriften på at Oslo Børs leverer høyere avkastning til prisen av høyere risiko. Imidlertid ser vi at i perioden etter 2009 har Oslo Børs levert dårligere avkastning enn Verdensindeksen, på tross av betydelig oppgang i Verdensindeksen.



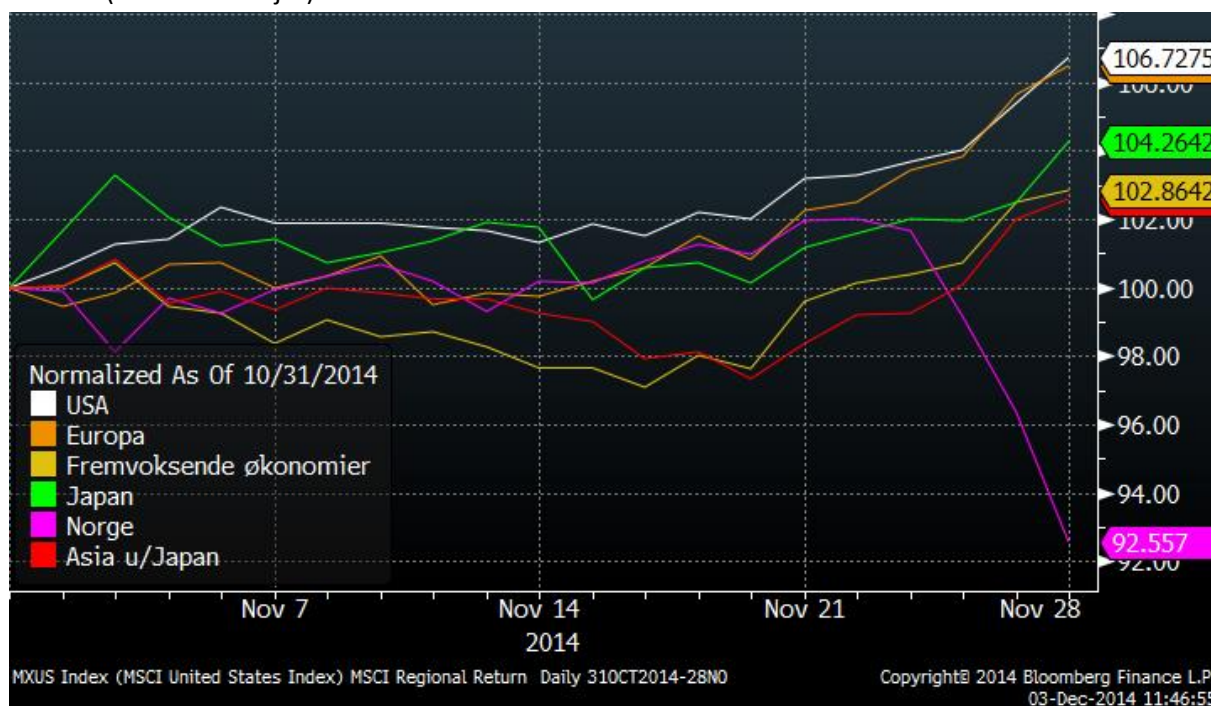
Oljeprisen er ofte brukt som en forklaring på hvorfor Oslo Børs gjør det bedre eller dårligere enn omverdenen. Norsk økonomi er i stor grad avhengig av oljesektoren og høy oljepris gir økte investeringer og bidrar til økt økonomisk aktivitet forøvrig. Det har vært en etablert sannhet at høy oljepris er bra for utviklingen på Oslo Børs. Grafen under viser utviklingen i oljeprisen siden 2003 og vi kan se at i den perioden Oslo Børs har underprestert (2010 – 2014) har oljeprisen stort sett vært over 100 USD/fat. Dette er stikk i strid med den oppfatningen mange investorer har om forholdet mellom Oslo Børs og oljeprisen. Sammenlikner vi de to grafene kan det virke som stigende oljepris er det som trengs for at Oslo Børs skal gjøre det bedre enn verden forøvrig. Høy oljepris er ikke tilstrekkelig.



Dette er dårlig nytt for Oslo Børs. Det er lite som tyder på jevnt stigende oljepris i tiden fremover. De mest optimistiske prognosene viser at oljeprisen skal klatre tilbake til 90-tallet og stabiliseres der. Det er lite som tyder på at dette vil bidra til vedvarende meravkastning fra Oslo Børs. Oslo Børs virker verken oljesmurt eller å være på steroider, kanskje står myter for fall. Heldigvis er Oslo Børs mer enn bare olje og en selektiv investor kan finne gode investeringer på Oslo Børs også i tiden fremover.

### Litt om diversifisering, - igjen.

I de to siste månedsbrevene har vi omtalt fordelene ved å ha en globalt diversifisert portefølje. Med den utviklingen vi har sett i november er det vanskelig å komme unna temaet igjen. Grafen under viser utviklingen i aksjemarkeder og illustrer godt fordelene ved diversifisering: Ikke legg alle pengene i en kurv (av norske aksjer).



Med en oppgang på 4,2 % leverte FDA sin beste måned noensinne, på tross av 11 % norske aksjer i porteføljen. Valuta ga et betydelig bidrag til avkastning. Det er imidlertid ikke tilfeldig at vi tjener på valuta samtidig som norske aksjer faller kraftig. Denne sammenhengen var en viktig faktor i utformingen av FDAs investeringsmandat. På det tidspunkt utviklingen i valutamarkedet reverseres forventer vi at valutatapet oppveies av meravkastning fra norske aksjer.

### Konklusjoner for investorer

Det meste av avkastning i november var resultatet av et fortreffelig mandat, ikke full klaff på forvaltningen. Utformingen av investeringsmandatet vil nesten alltid være viktigere for porteføljens avkastning og risiko enn påvirkningen fra forvaltningen. FDAs mandat gir en portefølje av aksjer og obligasjoner som balanserer risikoen fra ulike faktorer som valuta, råvarer og inflasjon. At FDA tjener på valutaeksponeringen i en periode Oslo Børs faller kraftig er ikke en tilfeldighet, men en funksjon av fondets mandat.

Mye tyder på at Oslo Børs er godt inne i en ny epoke der vi ikke kan forvente høyere avkastning enn i resten av verden. Det gjør det mer aktuelt for norske investorer å øke utenlandseksponeringen og være mer opportunistiske med tanke på andelen norske aksjer i porteføljen.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 03.12.14*