

## BREV TIL INVESTORENE: DESEMBER 2014

### Markedsutvikling

Verdensindeksen for aksjer endte opp 4,7 % målt i norske kroner, godt hjulpet av at norske kroner falt kraftig i valutamarkedet. For norske investorer var utviklingen i valutamarkedet av større betydning enn utviklingen i de underliggende markedene. Oslo Børs steg 1,7 % og hentet inn litt av tapet fra de foregående månedene. FDA leverte nok en måned med god avkastning, men havner allikevel bak Referanseindeksens oppgang på 2,9 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	2,1 %	7,7 %	13,0 %	13,0 %	N/A	35,3 %
Ref.indeks	2,9 %	10,1 %	17,1 %	17,1 %	48,2 %	41,8 %
MSCI World	4,7 %	17,0 %	28,7 %	28,7 %	86,1 %	74,4 %
Norske renter	0,1 %	0,4 %	1,3 %	1,3 %	4,5 %	3,7 %
Oslo Børs	1,7 %	-5,5 %	5,0 %	5,0 %	49,6 %	40,3 %

Som følge av valutaeffekten leverte alle markeder notert i amerikanske dollar god avkastning målt i norske kroner. Russiske aksjer falt kraftig, i hovedsak som følge av depresiering av rubelen. Overvekt av verdipapirer notert utenfor Norge var viktigste bidragsyter til avkastningen i desember.

Allokeringen mellom aksjer og renter var av mindre betydning da det var lite som skilte avkastningen innen hver region. Relativt til Referanseindeksen taper FDA på lavere allokering til amerikanske aksjer og høyere allokering til norske aksjer.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i desember
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	7,5 %
Nordea USA	Aksjer, USA	6 %	7,0 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	6,6 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	7 %	6,3 %
Sector Global	Aksjer, USA	6 %	6,2 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	7 %	3,8 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	4 %	3,4 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	5 %	2,9 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	2,2 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	4 %	1,8 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	5 %	1,5 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	5 %	1,3 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	13 %	0,7 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	7 %	-0,4 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	11 %	-1,4 %
EC Russland	Aksjer, EM	2 %	-18,5 %

Beholdningen av russiske aksjer ble økt etter kraftig kursfall i midten av måneden og utgjorde drøye 2 % av porteføljen ved utgangen av måneden. På grunn av den lave eksponeringen hadde russiske aksjer kun moderat negativ innvirkning på FDA's avkastning med et bidrag på -0,3 %. De fem største positive bidragsyterne ga hver et bidrag mellom 0,35 % og 0,47 % og alle overstiger dermed største negative bidragsyter i betydning.

## Porteføljeendringer

I likhet med november var desember en måned med en del endringer i porteføljen. I starten av november kjøpte vi en mindre andel kinesiske innenlandske aksjer (såkalte A-aksjer). Etter en spektakulær oppgang på kort tid fremsto det innenlandske kinesiske aksjemarkedet som relativt dyrt sammenliknet med aksjer notert på Hong Kong børsen. Hele beholdningen av kinesiske A-aksjer ble solgt i starten av desember etter en oppgang på 20 % på under en måned.

Eksponeringen mot kinesiske aksjer ble opprettholdt (men da gjennom rimeligere prisede aksjer på Hong Kong børsen) ved å bytte ut Aberdeen Asia SC med Hermes Asia xJap. Aberdeen Asia SC har gitt positivt bidrag til porteføljens avkastning siden oppstarten av FDA. Forvalter har imidlertid slitt med å skape meravkastning via aksjeseleksjon. Hermes Asia er tuftet på en mer verdiorientert aksjeseleksjon som har vist seg å fungere godt i dagens investeringsklima. Regional allokering er også mer i tråd med våre fremtidsutsikter for regionen.

Russiske aksjer fortsatte å falle kraftig i desember og vi benyttet anledningen til å øke beholdningen til 2 % av FDA. Russiske aksjer er priset ekstremt lavt og reflekterer den spente situasjonen og stor usikkerhet vedrørende fremtidig utvikling. Den lave allokeringen gjør at risikoen i FDA ikke øker betydelig samtidig som avkastningspotensialet er stort om den politiske risikoen blir redusert og/eller oljeprisen stiger kraftig.

Eksponeringen mot Oslo Børs ble økt noe gjennom kjøp av ETFen DNB OBX. Aksjeandelen i FDA utgjorde 69 % ved utgangen av desember, 9 %-poeng høyere enn i Referanseindeksen.

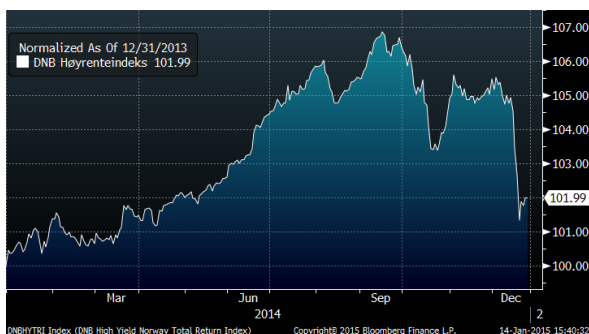
## FDA i 2014

En avkastning i FDA på 13 % overstiger hva vi hadde forventet ved inngangen til året. Utviklingen i Referanseindeksen viser imidlertid at vi har fått mindre ut av markedsutviklingen enn vi burde. For investorene er det alltid den absolutte avkastningen og risikoen som er avgjørende, men en sammenlikning med Referanseindeksen gir oss et bilde av om vi har truffet med våre allokeringer og hvilke konsekvenser det har hatt på avkastningen.

Avkastningsanalyse	Vekt i 2014	Avkastning i 2014
Referanseindeks		17,1 %
FDA's aksjebeholdning	65 %	18,6 %
FDA's rentebeholdning	35 %	7,6 %
FDA's faste kostnader		-1,8 %
FDA's avkastning til investor		13,0 %
<b>Bidragsanalyse</b>		
Allokering mellom aksjer og renter		2,60 %
Seleksjon av aksjefond		-7,10 %
Seleksjon av rentefond		2,50 %
Kostnader		-1,80 %
Valuta og kryseffekt		-0,32 %
Sum mindreavkastning		-4,12 %

FDA var i gjennomsnitt investert 65 % i aksjer og 35 % i renter. Aksjene steg med 18,6 % i verdi og rentene med 7,6 %. Trekker vi fra FDA's kostnader på 1,8 % sitter investor igjen med en avkastning på 13 %, som er 4,1 %-poeng lavere enn Referanseindeksens avkastning.

Sammenlikner vi avkastningen i FDAs portefølje med Referanseindeksen viser en bidragsanalyse at allokering mellom aksjer og renter, samt seleksjon av rentefond har bidratt positivt. Den store negative bidragsytteren er valg av aksjefond som trekker avkastningen ned hele 7,1 %. Dette skyldes i sin helhet undervekten i amerikanske aksjer og overvekten i norske aksjer sammenliknet med Referanseindeksen. Vårt syn var at amerikansk økonomi var i sunn utvikling, men at aksjene var priset relativt normalt sammenliknet med historisk gjennomsnitt. Aksjeporteføljen ble satt sammen av omtrent like deler aksjer i USA, Europa, EM og Norge, som reflekterte vårt syn på risiko og avkastningspotensial i hver region. Med fasit i hånd ser vi at amerikanske aksjer har prestert bedre enn de andre regionene og Referanseindeksens tunge eksponering i regionen (50 % USA) går i favør av Referanseindeksen.



FDA var i lange perioder høyt eksponert i høyrenteobligasjoner, spesielt i Norge. Ut i andre halvår ble eksponeringen redusert og kapitalen investert i sikrere obligasjoner. Da prisen på høyrenteobligasjoner startet å falle kraftig mot slutten av året (se graf) var FDA helt ute av det mest risikofylte segmentet av markedet. Det er hovedforklaringen på at FDA oppnådde hele 7,6 % avkastning på renteinvesteringene i et marked der mange obligasjonsfond leverte negativ avkastning.

Går vi et år tilbake i tid og ser på våre spådommer for finansmarkedene i 2014 er det lite som tyder på at det er noen fremtid for oss som prognosemakere. Hadde vi konstruert en portefølje basert på markedssynet og sittet med den gjennom hele året ville avkastning ligget rundt null. Avkastning i 2014 stammer i hovedsak fra to typer aktivitet:

- 1) **God risikostyring.** Investeringer hvis fremste egenskap var å stabilisere FDA hvis markedsutviklingen skulle avvike fra forventningene har levert høy avkastning.
- 2) **Dynamisk aktivaallokering.** Vår evne til stadig å re-allokere etterhvert som markedsutviklingene endret seg. For eksempel: endre andelen aksjer i porteføljen og rotere obligasjoner fra EM til Norge og siden til USA.

Å lage prognoser for et år fram i tid er en god anledning til å løfte blikket å se markedene i et annet perspektiv. Imidlertid har vi like mye tillit til egne prognoser som til de fra analytikere og makroøkonomer, de er omtrent uten informasjonsverdi. Derfor holder vi standhaftig fast ved vårt markedssyn, inntil vi finner et som er bedre.

## Et tilbakeblikk på 2014

*En uvanlig kombinasjon.*

Oppgangstider i globale aksjemarkeder er gjerne sammenfallende med stigende råvarepriser, økt verdi av norske kroner og feststemning på Oslo Børs. Statsobligasjoner har en tendens til å prestere dårligere enn mer risikofylte investeringer.

I 2014 har globale aksjer, spesielt amerikanske, steget mye. I råvaremarkedet har oljeprisen falt kraftig. I valutamarkedet har norske kroner svekket seg betydelig og amerikanske dollar er styrket.

Obligasjoner med lav risiko har gitt høy avkastning og obligasjoner med høyere risiko har ikke gitt avkastning. Markedene har steget, men ikke helt etter forventningene eller mønsteret fra historiske markedsopp ganger. I mange tilfeller har det som var dyrt blitt dyrere og det som var billig blitt billigere.

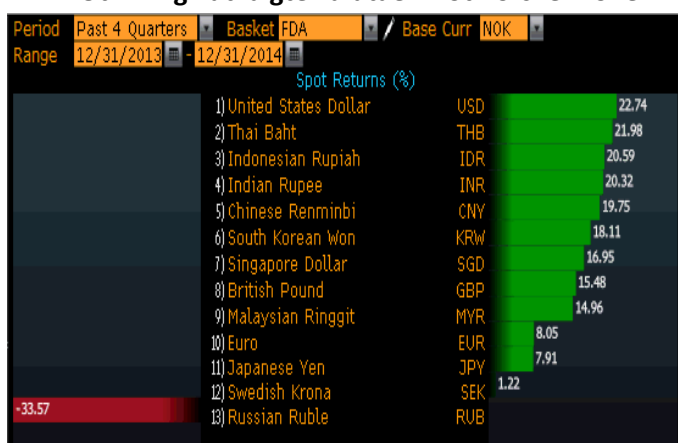
2014 var et år som egnet seg godt for de som er tilhengere av passiv forvaltning og investerer i indeksfond. Relativt få aktivt forvaltede fond har slått sin referanseindeks i 2014. FDA har muligheten til å investere i indeksfond, men har gjort dette i begrenset utstrekning. I ettertid er det klart at det ville vært gunstig å bruke billige indeksfond i 2014, men det var ikke i tråd med vår forventning. Tvert imot forventet vi en markedsutvikling som ville favorisere aktivt forvaltede fond.

I tabellen under ser vi at aksjeavkastningen i ulike regioner har variert fra -2,1 % til 13,4 % målt i lokal valuta. Til sammenlikning viser grafen til høyre at rubler har falt 33,6 % og amerikanske dollar har steget 22,7 % mot norske kroner. De fleste valutaer har steget betydelig mot norske kroner og i 2014 har det vært av større betydning hvilken valuta man har hatt eksponering mot enn utviklingen i det lokale aksjemarkedet. For norske investorer med en internasjonal portefølje har valutaeffekten vært det største bidraget til avkastning i 2014.

Aksjeavkastning 2014 (lokal valuta)	
Norge	5,0 %
USA	13,4 %
Europa	7,6 %
Japan	9,9 %
Asia	3,3 %
EM	-2,1 %

*Norge og fremvoksende økonomier har gitt betydelig lavere avkastning i et oppgangsmarked. Det avviker fra det historiske mønsteret.*

#### Utvikling i utvalgte valutaer mot norske kroner



Kilde: Bloomberg

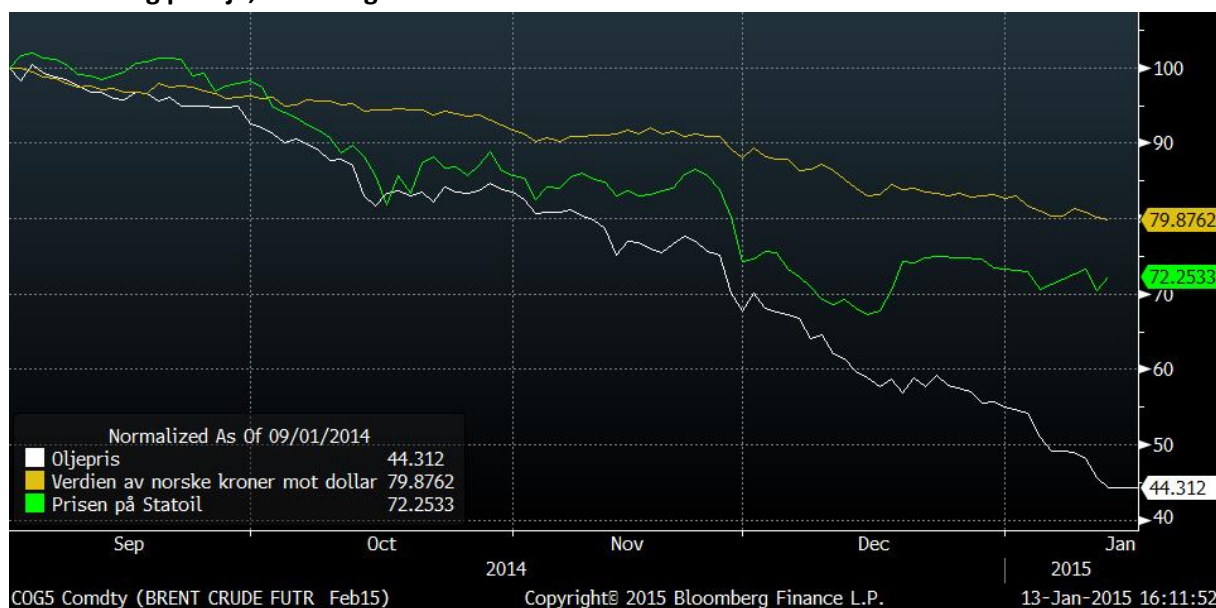
På tross av høye forventninger til amerikansk økonomi ved inngangen til året har amerikanerne overrasket positivt i 2015 og økonomien har utviklet seg sterkere enn det som var forventet. Oppgangen i aksjemarkedet er delvis forankret i bedre fundamental utvikling. Ser vi året under ett har aksjeprisene i USA løpt litt forut for den fundamentale utviklingen så markedet har blitt noe dyrere i løpet av året.

Europa har i grunnen vært en økonomisk og politisk skuffelse i 2014, året da europeerne skulle komme etter amerikanerne. Den forventede oppgangen i inntjeningen til europeiske aksjeselskaper lar vente på seg. Gapet mellom analytikernes forventede inntjening neste 12 måneder og selskapenes faktiske inntjening er nå så stort at analytikernes alternative agenda blir fremtredende (de fleste analytikere jobber for store meglerhus hvis største inntektskilde er selskapene de så kritisk analyserer). Den europeiske sentralbanken sliter med å implementere suksessoppskriften til den amerikanske sentralbanken på grunn av manglende mandat og tysk uvilje mot å endre mandatet.

I Japan skjønner de alvorret i situasjonen og heller mer bensin på bålet. Den japanske sentralbanken har vist seg villig til å gjøre det som må til for å få japansk økonomi opp i fart etter flere tiår med stagnasjon. Dette er siste sjanse til å skape vedvarende økonomisk vekst før eldrebølgen slukker eventuelle gnister. I tillegg til aggressiv pengetrykking øker det japanske pensjonsfondet aksjeallokeringen og er med på å presse prisene opp. Japanske aksjer har gitt god avkastning i 2014, spesielt hvis valutaeksponeringen er sikret slik som FDA har gjort.

Norge var ved inngangen til 2014 en robust økonomi med et attraktivt priset aksjemarked. Den illusjonen ble torpedert midtskips en gang på sensommeren da det viste seg at olje ikke lenger er en eksklusiv og ettertraktet råvare. Skylden for dette har blitt fordelt mellom amerikanerne, som nå henter olje ut fra steinrøysa i egen bakgård, og Saudiaraberne som nekter å vise monopolistisk ansvarlig oppførsel og skru igjen kranen for å holde prisene på et berikende nivå. Uansett hvem som har skylda er resultatet at norske kroner og norske aksjer falt kraftig i verdi. Her er vi i godt selskap med Russland og Venezuela, og det kan kanskje være forklaringen på hvorfor vi ikke får gehør for våre klagesang i internasjonale fora. Grafen under viser verdiutviklingen av olje, Statoil og norske kroner fra 1. september (verdi reindexert til 100 for sammenlikning). Det eneste som stiger i Norge for tiden er prisen på importerte varer og arbeidsledigheten. Norsk økonomi er robust, og hvis ikke oljeprisen stiger raskt vil vi få testet hvor robust den er i løpet av 2015.

## Prisutvikling på olje, Statoil og norske kroner



Oljeprisen har falt fra en toppnotering på over 110 dollar per fat til 57 dollar per fat ved utgangen av året. Hvis den lave prisen vedvarer har det betydelig innvirkning på norsk økonomi og dramatisk betydning for oljenæringen.

## Teknologisk revolusjon

Vi står midt i en revolusjon, men hvorfor ser vi det ikke? Det er litt som om å sitte på Flytoget til Gardermoen og kikke på passasjerene ved siden av deg: det er lite som gir inntrykk av at du beveger deg i over 200 km/t, før du ser ut av vinduet. Fart oppleves best når det sees i perspektiv til noe som står stille. Teknologi er i rivende utvikling rundt oss på alle kanter. For de som sliter med å ta inn over seg at dette er en revolusjon så kan følgende perspektiv være til hjelp:

År 1976	År 2014	År 2023	År 2050
Verdens første supercomputer, Cray-1, så dagens lys	En vanlig smarttelefon regner ca. 40 x raskere enn Cray-1.	Smarttelefonen har samme regnekapasitet som menneskehjernen	Smarttelefonen har samme regnekapasitet som alle verdens mennesker til sammen
Kostnad i 2014-kroner: 282 000 000 NOK	Kostnad i 2014-kroner: 4 000 NOK	Kostnad i 2014-kroner: 4 000 NOK	Kostnad i 2014-kroner: 4 000 NOK

*Datamaskinenes regnekapasitet har doblet seg raskere enn en gang annethvert år og det forventes å fortsette (en egenskap som ofte refereres til som Moores lov).*

#### **Artig og unyttig:**

*Verdens befolkning er på ca. 7,3 milliarder. Antall mobiltelefonabonnementer i verden er ca. 7 milliarder. Flere mennesker har mobiltelefon enn tilgang til toalett.*

#### **Blir mennesker overflødig?**

Det er en pågående trend at bedrifter som tidligere har flyttet industriproduksjon til lavkostnadsland nå flytter produksjonen hjem igjen (såkalt *onshoring*). Det er billigere å sette opp en høyteknologisk fabrikk i USA der roboter står for produksjonen enn det er å produsere i lavkostland. Dette bilde forsterkes av at medianinntekten i USA har vært fallende siden 2000. Folk flest får mindre og mindre betalt for å selge sin arbeidskraft. Utviklingen er ikke begrenset til lavkvalifiserte yrker. Datamaskiner er i dag flinkere til å tolke og diagnostisere kreft basert på røntgenbilder enn de beste radiologene. Videre kunne DN i en artikkel om kunstig intelligens meddele at i California hadde krigsveteraner opplevd bedre fremgang etter terapi hos robotpsykologer enn hos menneskelige psykologer. Rundt om i Silicon Valley har Google sin førerløse bil tilbakelagt over 1 million kilometer på trafikkerte veier, uten uhell. Det er ingen tvil om at stadig mer sofistikerte oppgaver tas over av maskiner.

#### **Artig og unyttig:**

*I dag kan såkalte 3D printere «skrive ut» enkelte kroppsdeler, f.eks. en blodåre. Det forventes at innen fem år kan en 3D printer skrive ut en biff til samme kostnad som ved landbruksproduksjon.*

Også i finansmarkedene har maskinene gjort sitt inntog. Langt over 50 % av volumet i de mest handlede aksjene i USA utføres av helautomatiserte handelssystemer (også kalt aksjeroboter). Kan det tenkes at fondsforvaltere og din vennlige investeringsrådgiver en gang i nær fremtid erstattes av roboter?

Den teknologiske revolusjonen skaper utvilsomt politiske utfordringer knyttet til fordeling da gevinsten går til teknologieierne og ordinære lønnsmottagere i økende grad forfordes. Kun høyt utdannede og spesialiserte lønnsmottagere vil opprettholde eller øke sin inntjening. Som investorer skal vi derimot omfavne utviklingen. Teknologi vil være en viktig driver av verdiskapning og aksjemarkeder i tiden fremover, og investorer er i en god posisjon til å høste fordelene.

## **Utsikter for 2015**

*Déjà vu*

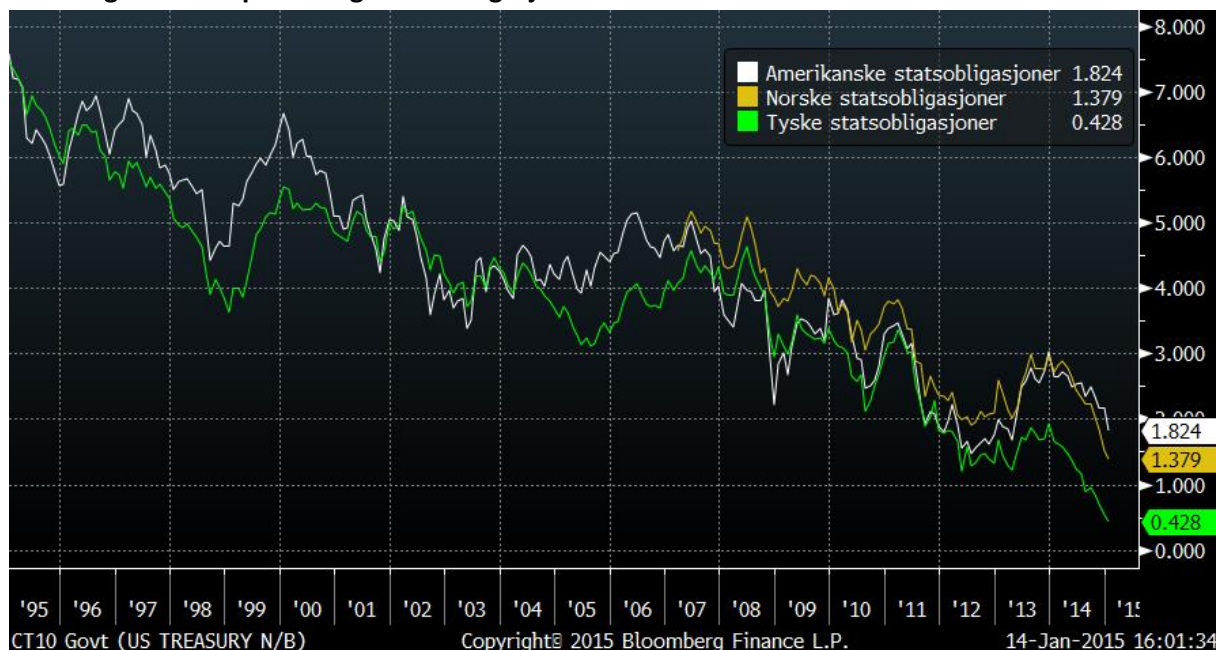
Ved inngangen til 2014 forventet vi positiv utvikling i aksjemarkedene, med størst oppgang i markedene utenfor USA. Vi forventet også høyere avkastning fra høyrenteobligasjoner enn fra sikrere obligasjoner. En riktig og to feil: aksjer gjorde det bra, men USA bedre enn resten av verden og statsobligasjoner bedre enn høyrenteobligasjoner.

Årsaken til at vi forventet lavere avkastning fra amerikanske aksjer var at andre markeder fremsto som lavere priset og med større potensial for kursoppgang. Dette har ikke endret seg og vi holder fast ved synet. Vi anser fremdeles amerikanske aksjer som en attraktiv investering med moderat risiko og avkastningspotensial. Ved inngangen til året har FDA allokert 16 % til amerikanske aksjer. Vi mener gode økonomiske fremtidsutsikter i USA er av større betydning for valutamarkedet enn aksjemarkedet og 37 % av kapitalen i FDA er eksponert mot kursoppgang i dollaren, delvis som en funksjon av valutasikring.

I aksjemarkedet vil ulike geografiske regioner og sektorer fortsette å utvikle seg i utakt. Dette er spesielt gjeldene for perioder med store fundamentale omveltninger som f.eks. kraftig oljeprisfall eller divergerende sentralbankpolitikk (USA og Storbritannia versus Japan og Eurosonen). Vedlegg 1 viser et eksempel på hvordan avkastning og prismultipler kan sammenliknes på tvers av regioner og sektorer. En slik krysspeiling er ofte til stor nytte når kapitalen skal allokere i aksjemarkedet.

Etter kraftig kursfall på høyrenteobligasjoner i slutten av 2014 fremstår prisene som attraktive. Vi forventer bedre avkastning i dette segmentet enn i sikrere obligasjoner, men tror forholdene kan endre seg raskt og at det vil være viktig å kjenne sin besøkelsestid. Statsobligasjoner kan gi høy avkastning nok et år, men risikoen er asymmetrisk. Renten er på historisk lave nivåer og muligheten for ytterligere prisoppgang (obligasjonsprisen stiger når renten faller) er begrenset. Nedsiden er stor hvis de økonomiske utsiktene forbedrer seg raskere enn antatt.

### Utvikling i rentene på 10-årige statsobligasjoner



*Rentene har stort sett vært fallende de siste 20 årene. Det er ensbetydende med oppgang i prisen på obligasjonene. Etter 20 år med prisoppgang er det lett å bli ledet til å tro at utviklingen skal fortsette. Renten er imidlertid nå så nær null muligheten for ytterligere oppgang i obligasjonsprisene er begrenset.*

Geopolitikk har dominert nyhetsbildet og preget markedsutviklingen i 2014. Det er ingen grunn til å forvente noe annet i 2015. Oljeprisen avgjør i stor grad hvilke økonomier som vil gå bedre og hvilke som får det vanskeligere i 2015. Vi forventer at lave energipriser vil prege første halvår og prisene vil ikke stige før nok marginale produsenter har gått konkurs og fremtidig produksjonskapasitet er redusert. Dette vil virke stimulerende på global økonomi og aksjemarkeder. Lav oljepris er et

problem for Norge, Russland, Venezuela og enkelte andre underpriviligerte oljenasjoner, men for verden for øvrig er lav oljepris en gavepakke.

I valutamarkedet forventer vi en fortsatt svekkelse av Yen og Euro som følge av ekspansiv pengepolitikk. I USA vil dollarene fortsatt styrke seg som følge av økende renter. Markedet har en klar forventning om renteoppgang i USA og endring i forventningene kan skape midlertidig fall i dollarene. Den underliggende trenden der dollaren styrkes drives av sterk utvikling i amerikansk økonomi sammenliknet med resten av verden og vil dominere valutaendringene over tid. Norske kroner er utvilsomt meget avhengig av utviklingen i oljeprisen. Vi anser at oljeprisen er nærme bunnen og at kronen vil styrke seg noe i løpet av året.

### **Konklusjoner for investorer**

Vi holder stort sett fast ved de forventningene vi hadde ved inngangen til fjoråret. Samtidig er vi oppmerksomme på vår begrensede evne til å forutsi fremtiden og ser stor verdi i evnen til å kunne tilpasse porteføljen endrede forutsetninger. Det er mange bekymringer vi ikke har nevnt som ofte kommer frem i mediene som for eksempel kredittboble i Kina, konflikten i Ukraina og uroligheter i Midtøsten. Som investorer kan vi slå oss til ro med at det folk flest bekymrer seg for ikke kommer som et sjokk på markedet i 2015, men i stor grad reflekteres i prisene.

Vi kan ikke forutse det uforutsigbare, men planlegge for overraskelser. En robust portefølje som tåler markedsutvikling som betydelig avviker fra forventningene vil kunne være viktig også i 2015.

I flere regioner og sektorer prises aksjer med en rabatt sammenliknet med historisk gjennomsnitt og vitner om et potensial for prisoppgang. Amerikansk økonomisk vekst virker å være robust og sentralbankene i Japan og Eurosonen sørger for god tilgang på likviditet. 2015 ser ut til å kunne bli nok et godt år for investorer.

Med et ønske om et godt nytt år!

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 14.01.15*



## Vedlegg 1

MSCI Sector Performance and Fundamental Ratio Analysis										
MSCI Index	Total Return in local curr.		Beta	VALUATION: as of 31. desember 2014						
	1Y	3Y		Fwd 12M P/E	EPS LT P/E	Profit Growth	Dividend Margin	P/B	Yield	ROE
<b>MSCI World</b>	<b>5,64</b>	<b>57,20</b>	<b>1,00</b>	<b>17,6 x</b>	<b>16,4 x</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>2,1 x</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,4%</b>
Energy	-10,92	8,68	1,14	13,6 x	12,9 x	8,7%	5,9%	1,5 x	3,5%	11,0%
Material	-4,62	10,99	1,08	17,8 x	16,0 x	1,7%	5,2%	1,8 x	2,6%	9,6%
Industrials	1,05	56,55	1,07	17,3 x	17,1 x	8,9%	6,3%	2,5 x	2,3%	14,7%
Consumer Discretionary	4,54	83,03	1,02	18,6 x	18,5 x	16,0%	6,1%	2,9 x	1,8%	15,6%
Consumer Staples	8,10	51,65	0,83	20,4 x	19,9 x	7,2%	5,8%	3,7 x	2,7%	17,8%
Health Care	18,74	92,91	0,93	23,2 x	19,0 x	8,6%	8,5%	4,0 x	1,8%	15,9%
Financials	3,98	73,75	1,05	14,4 x	14,0 x	8,5%	11,4%	1,2 x	2,7%	8,2%
Information Technology	16,70	71,71	0,99	20,6 x	17,4 x	11,4%	12,8%	3,7 x	1,5%	18,5%
Telecommunication Services	-1,05	41,24	0,92	16,7 x	16,3 x	-19,4%	18,3%	2,1 x	6,2%	30,7%
Utilities	16,48	36,52	0,79	20,8 x	17,1 x	8,1%	4,3%	1,6 x	3,5%	7,1%
<b>MSCI USA</b>	<b>13,39</b>	<b>74,75</b>	<b>1,00</b>	<b>18,6 x</b>	<b>17,5 x</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>2,8 x</b>	<b>1,9%</b>	<b>14,9%</b>
Energy	-7,49	20,53	1,17	13,7 x	13,9 x	7,6%	7,9%	1,8 x	2,6%	13,5%
Material	7,78	55,29	1,09	17,6 x	17,6 x	9,5%	8,1%	3,2 x	2,1%	16,9%
Industrials	7,85	76,26	1,09	18,7 x	17,8 x	10,3%	8,6%	3,4 x	2,0%	18,2%
Consumer Discretionary	9,84	96,14	1,02	22,6 x	21,6 x	12,9%	6,8%	4,6 x	1,3%	20,3%
Consumer Staples	16,04	64,27	0,80	20,5 x	20,1 x	8,3%	6,2%	4,9 x	2,5%	23,1%
Health Care	25,74	111,82	0,97	23,4 x	19,3 x	8,7%	7,4%	4,2 x	1,4%	16,4%
Financials	14,58	96,67	1,05	14,8 x	15,3 x	8,5%	14,6%	1,4 x	1,9%	8,8%
Information Technology	19,80	78,57	1,00	20,7 x	17,0 x	11,6%	15,6%	4,2 x	1,5%	21,1%
Telecommunication Services	2,20	38,70	0,81	14,3 x	14,9 x	-4,6%	11,3%	3,1 x	4,7%	23,9%
Utilities	27,99	47,87	0,70	18,5 x	18,1 x	4,7%	8,5%	1,9 x	3,2%	9,1%
<b>MSCI Europe</b>	<b>7,64</b>	<b>53,43</b>	<b>1,00</b>	<b>20,5 x</b>	<b>15,3 x</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>1,8 x</b>	<b>3,6%</b>	<b>10,7%</b>
Energy	-6,72	1,10	1,04	13,2 x	10,2 x	-509,0%	3,9%	1,1 x	5,6%	8,4%
Material	0,53	18,97	1,08	20,6 x	15,1 x	0,9%	4,3%	1,8 x	3,2%	9,5%
Industrials	0,68	54,91	1,04	19,8 x	16,6 x	9,4%	5,2%	2,7 x	3,0%	15,4%
Consumer Discretionary	9,39	92,01	1,07	16,9 x	15,5 x	-284,5%	6,2%	2,4 x	2,8%	14,3%
Consumer Staples	11,92	48,99	0,86	22,4 x	19,5 x	5,5%	6,3%	3,6 x	2,9%	15,6%
Health Care	20,15	80,90	0,85	24,7 x	18,1 x	9,0%	14,1%	4,6 x	2,7%	18,5%
Financials	5,94	75,21	1,11	22,5 x	12,9 x	7,6%	5,7%	1,0 x	3,4%	5,2%
Information Technology	9,08	77,00	1,03	26,6 x	22,6 x	12,1%	10,4%	3,4 x	2,0%	16,5%
Telecommunication Services	11,60	47,53	0,97	27,3 x	19,5 x	75,4%	28,9%	1,7 x	9,5%	40,7%
Utilities	20,41	46,50	0,91	50,2 x	15,0 x	-2519,2%	1,4%	1,5 x	4,5%	3,1%
<b>MSCI Emerging Markets</b>	<b>-2,11</b>	<b>13,54</b>	<b>1,00</b>	<b>12,1 x</b>	<b>12,3 x</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,4 x</b>	<b>2,7%</b>	<b>11,6%</b>
Energy	-26,54	-30,01	1,12	6,2 x	6,4 x	4,5%	5,8%	0,6 x	4,5%	9,4%
Material	-19,57	-26,03	1,00	25,1 x	14,8 x	62,0%	2,7%	1,1 x	3,1%	3,9%
Industrials	-3,06	12,77	0,96	16,3 x	20,0 x	11,5%	2,2%	1,4 x	1,8%	6,1%
Consumer Discretionary	-1,83	21,33	0,99	13,6 x	14,0 x	11,3%	7,7%	1,8 x	1,6%	14,2%
Consumer Staples	-4,95	15,04	0,96	25,9 x	24,3 x	28,0%	5,0%	3,5 x	2,1%	14,0%
Health Care	19,46	74,02	0,87	27,7 x	26,1 x	17,0%	9,5%	4,1 x	1,0%	15,5%
Financials	5,62	27,98	1,09	9,5 x	10,1 x	28,5%	18,7%	1,3 x	3,1%	14,5%
Information Technology	9,58	61,74	0,89	13,3 x	14,0 x	2,5%	8,2%	2,0 x	1,7%	15,9%
Telecommunication Services	-1,50	11,57	0,93	15,5 x	15,0 x	7,7%	9,3%	2,1 x	3,5%	13,4%
Utilities	2,97	7,10	0,93	13,7 x	12,2 x	-2,7%	7,5%	1,1 x	3,8%	8,1%