

BREV TIL INVESTORENE: JANUAR 2015

Markedsutvikling

Verdensindeksen for aksjer endte opp 1,9 % målt i norske kroner. Det var ingen entydig valutaeffekt i januar da amerikanske dollar styrket seg kraftig samtidig som euro svekket seg betydelig mot norske kroner. FDA steg 3,0 % og leverte betydelig bedre avkastning enn både Referanseindeksen og Verdensindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	3,0 %	9,6 %	3,0 %	16,7 %	N/A	39,4 %
Ref.indeks	1,2 %	7,7 %	1,2 %	18,8 %	46,5 %	43,4 %
MSCI World	1,9 %	12,7 %	1,9 %	31,9 %	82,5 %	77,7 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,1 %	1,3 %	4,6 %	3,8 %
Oslo Børs	3,5 %	1,9 %	3,5 %	11,3 %	50,0 %	45,2 %

Asiatiske aksjemarkeder viste den sterkeste utviklingen i januar og våre fond med asiatiske aksjeeksponering ligger høyt oppe på avkastningstabellen. Invesco Europeiske aksjer troner på toppen av listen med hele 12,4 % avkastning. Mye av avkastningen her stammer fra valutasikring. Storebrand Vekst leverte høy avkastning i en måned der norske småselskaper utviklet seg generelt svakt. Fondet slår markedet med nesten 8 % - poeng i januar! Utviklingen i fond med bransjeeksponering ga i sum liten effekt, med positivt bidrag fra Sector Helse Verdi og negativt bidrag fra DNB Finans. Utvikling i sistnevnte er noe overraskende da vi forventer at europeisk banksektor er de med mest å tjene på den aggressive pengepolitikk ECB lanserte i januar.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i januar
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	14 %	12,4 %
Nordea India	Aksjer, EM	2 %	9,1 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	6,8 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	7 %	5,8 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	8 %	5,3 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	6 %	5,2 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	3,7 %
Sector Global	Aksjer, USA	6 %	3,4 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	4 %	2,9 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	4 %	2,6 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	12 %	0,7 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	11 %	0,3 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	-0,3 %
DNB High Yield	Renter, Norge	5 %	-0,4 %
EC Russland	Aksjer, EM	2 %	-2,7 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	-3,4 %

Invesco Europa Strukturert gjorde det godt i et stigende europeisk aksjemarked. Fondet er valutasikret til amerikanske dollar og svekkelsen av euro mot dollar ga et bidrag på over 7 %-poeng til fondets avkastning i januar. Markedet for norske høyrenteobligasjoner har ikke helt stabilisert seg etter de siste månedenes uroligheter, og det er sprikende utvikling i fondene med positivt bidrag fra Holberg og negativt fra DNB.

Porteføljeendringer

Eksponeringen mot europeiske aksjer er noe redusert etter salg av Delphi Europa og reduksjon i DNB Finans. Beholdningen i Invesco Europa Strukturert er økt noe, samtidig som eksponeringen mot euro er betydelig redusert. Etter kraftig prisfall i høyrenteobligasjoner er DNB High Yield tatt inn i porteføljen igjen. Nordea India ble introdusert i porteføljen med en mindre allokering i midten av måneden. En reformvennlig statsminister og lavere oljepris skaper utsikter til videre oppgang i India. Ved utgangen av måneden var aksjeeksponeringen redusert noe og utgjør 65 %. Samtidig er risikoen trukket opp i renteporteføljen gjennom økt eksponering mot høyrenteobligasjoner.

Gjeldsberget - grunn til bekymring?

Det spilles Svarte-Gjelds-Per i finansmarkedet

Det er noe fundamentalt galt med verdens finansmarkeder. Helt siden finanskrisen i 2008, hvis opprinnelse var uholdbar gjeldsoppbygging hos private husholdninger, har de påfølgende problemene blitt forsøkt løst ved stadig å flytte gjeldsbyrden til nye aktører og samtidig øke den totale gjeldsbyrden. Da privat sektor ikke kunne betjene sin gjeld ble problemet flyttet til bankene som overtok en uhåndterlig gjeldsbyrde. For å stabilisere banksektoren tok nasjonalstatene over bankenes gjeld. Flere land tok på seg gjeld som oversteg landets BNP. Gjeldsbyrden var for stor til å bære, selv på nasjonalt nivå. Siste runde i gjeldsmarkedets svar på Svarte-Per, er at sentralbankene kjøper gjeld fra statene og finansierer dette ved å trykke nye penger. Med mindre en ny, utenomjordisk, aktør kommer på banen blir sentralbankene taperen av Svarte-Gjelds-Per.

Amerikanske sentralbankens (Fed) balanse i milliarder USD



Grafen viser størrelsen på balansen til Fed. I all hovedsak er dette gjeld Fed har overtatt (kjøpt) fra andre økonomiske aktører. Siden finanskrisen har Feds balanse økt med 400 %. Obligasjonskjøpene er finansiert ved å trykke nye penger.

ECB lanserte i januar sitt program for å kjøpe gjeld i markedet. Banken skal kjøpe obligasjoner for svimlende 60 milliarder euro i måneden frem til september neste år. I løpet av et år vil ECB ha brukt

et helt oljefond på å kjøpe obligasjoner, finansiert av seddelpressen. Dette skal presse investorer til å sette kapitalen i arbeid og redusere forbrukernes insentiv til å spare. Hvis dette ikke er nok til å sette fart på europeisk økonomi vil ECB øke takten og/eller holde på lenger. Når en så stor aktør som ECB går ut og støvsuger markedet for obligasjoner har det to umiddelbare konsekvenser:

- 1) Prisen på obligasjoner stiger.
- 2) Fremtidig avkastning fra obligasjoner faller.

For de som allerede eier obligasjoner er den første effekten en heldig bieffekt når ECB gjør det de kan for å oppnå den andre effekten: å skape lav eller negativ fremtidig avkastning fra obligasjoner.

Det er dette vi har sett i det amerikanske markedet de siste årene. Obligasjonsprisene har steget betydelig som følge av Feds store kjøp, bare i 2014 steg amerikanske statsobligasjoner¹ 23 %. Samtidig falt fremtidig avkastningen ved å eie obligasjonen til forfall fra 3,8 % til 2,8 %. Avkastning fra obligasjoner og bankinnskudd faller kraftig når sentralbanken intervensjoner i finansmarkedet på denne måten.

Når ECB skal følge i Feds fotspor er det interessant å kaste et blikk tilbake på hvordan Feds obligasjonskjøp har påvirket aksjemarkedet. Grafen under viser at i perioden hvor Fed økte sin balanse, og ECB reduserte sin, steg amerikanske aksjer sammenliknet med europeiske aksjer. Dette kan være en indikasjon på at når sentralbanken kjøper store mengder obligasjoner stiger prisen både på obligasjoner og aksjer.

Eksempel fra obligasjonsmarkedet.

Obligasjonen

Pålydende 100,- ett år til forfall og kupongrente på 2 %.

Uten pengepolitikk

Obligasjonen kjøpes for 100,- og holdes til forfall. Investor får en avkastning på 2 % etter ett år (utbetalt hovedstol på 100,- og renter på 2,-).

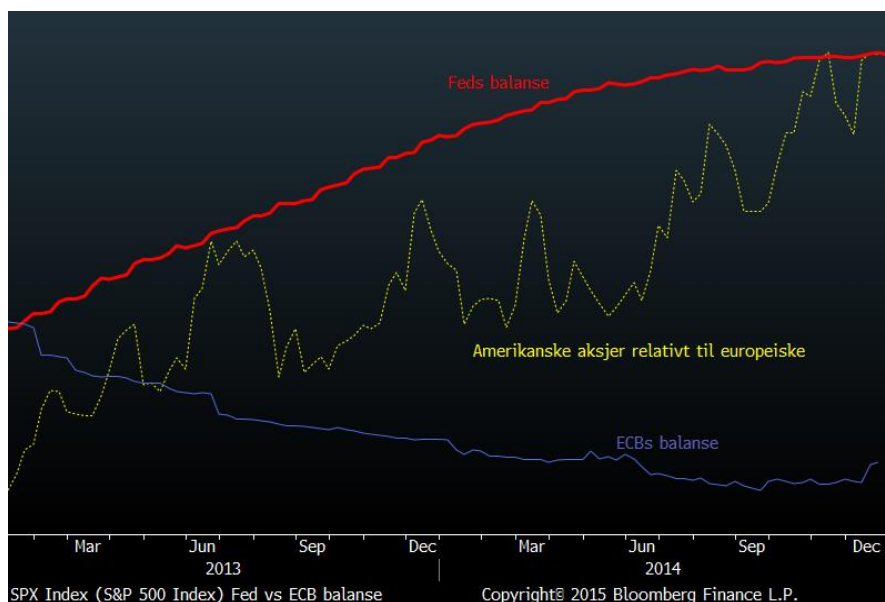
Med aggressiv pengepolitikk

Obligasjonsprisen presses opp og investor betaler 102,-. Investor får en avkastning på 0 % etter ett år (utbetalt hovedstol på 100,- og renter på 2,-).

Den som eide obligasjonen har tjent 2 % på at ECB presset prisene opp og den som kjøper obligasjonen for nullavkastning neste år. Obligasjoner har gitt god avkastning, men blitt en mindre attraktiv investering for fremtiden.

¹ Målt ved Bloomberg sin indeks for amerikanske statsobligasjoner med løpetid over 10 år.

Sentralbankpolitikk og relativ utvikling i aksjemarkedet



Fed har drevet en meget ekspansiv pengepolitikk de siste to årene. Da de konvensjonelle virkemidlene ikke var tilstrekkelig og renten ikke kunne senkes ytterligere, begynte Fed med ukonvensjonelle virkemidler og kjøpte store mengder obligasjoner i markedet. Denne politikken har fått navnet «quantitative easing», eller QE.

Vi kan forvente at når ECB i løpet av året skal kjøpe store mengder obligasjoner vil det føre til prisoppgang både i obligasjons- og aksjemarkedet (a la utviklingen i USA i 2014). For å finne ut hva som er den mest attraktive investeringen i eurosonen kan det være til hjelp å se hvordan direkteavkastningen fra de ulike aktivklassene har utviklet seg over tid. ECBs annonserte obligasjonskjøp har presset løpende avkastning på tyske statsobligasjoner ned til 0 %. Det er lite å hente ved å øke risikoen litt og kjøpe sikre selskapsobligasjoner, det gir en løpende avkastning på 0,5 %. Aksjemarkedet betaler et årlig utbytte på over 3 %, som er på nivå med høyrenteobligasjoner. Utbyttebetalingen har vært relativt stabil over tid og det er rimelig å forvente at det kan vedvare i fremtiden. I denne sammenhengen fremstår aksjer som den mest attraktive investeringen i eurosonen selv om vi ikke kan utelukke ytterligere prisoppgang i statsobligasjoner.

Direkteavkastning i europeiske aksjer og obligasjoner



Grafen viser utvikling i løpende utbetaling fra aksjer og ulike obligasjonsklasser i det europeiske markedet siden 2006. I 2006 betalte selv statsobligasjoner høyere rente enn aksjemarkedets løpende utbyttebetaling. Ved å investere i aksjer ga man avkall på høyere direkteavkastning fra obligasjonsmarkedet. Aksjer var kun en attraktiv investering hvis man forventet en betydelig kursoppgang. Med dagens prising av aksjer og obligasjoner er det

aksjemarkedet som gir den høyeste løpende utbetalingen, og fremstår som den mest attraktive investeringen.

Det åpenbart paradoksale i at en gjeldskrise forsøkes løst ved å øke samlet belåning er en bekymring. For hver gang Gjelds-Svarte-Per har gått til en ny aktør har den totale gjeldsbyrden økt. For å unngå å betale en høy pris i dag for å redusere gjeldsberget, skyves problemene utover i tid på bekostning av økt gjeldsbyrde. Strategien baserer seg på en antagelse om at vi står bedre rustet til å takle problemene på et senere tidspunkt. De lærde strides om antagelsen er korrekt og historien gir oss ingen indikasjon på hvordan dette vil gå. Aldri i historien har politikerne manipulert finansmarkedene så mye over så lang tid. I tillegg er globale finansmarkeder stadig mer integrert. Hvis kinesiske banker får problemer med å drive inn gjeld sender det umiddelbart sjokkbølger verden rundt og rokker ved norske bankers soliditet og virke.

Spørsmålet en kan stille seg er: hvorfor ta denne sjansen? Hvis det store pengepolitiske eksperimentet ikke virker vil konsekvensene være mye større i fremtiden enn om vi hadde gjort opp regningen nå. Som investor er det imidlertid ingen grunn til å gå å bekymre seg for sentralbankenes balanse. Dagens pengepolitikk er en gavepakke til aksjemarkedet. Den direkte konsekvensen er at jo mer konservativ du er som investor jo mer straffes du via sentralbankpolitikken. Negativ rente var noe vi trodde var teoretisk umulig i en velfungerende økonomi, inntil det ble en realitet i vår kraftig manipulerede finansielle hverdag. Hvem i all verden betaler for å låne ut pengene sine? De kan neppe kalle seg investorer! Sentralbankene tvinger oss til å ta risiko eller ta et sikkert tap.

Konklusjoner for investor

Den aggressive pengetrykningen fra verdens sentralbanker vil skape problemer en gang i fremtiden. Det kommende året vil det imidlertid hete «*don't fight the ECB*». Inntil videre er det bare å følge anvisningene fra ECB om å ta noe høyere risiko enn man normalt ville gjort på dagens prisnivå. I prinsippet har ECB lovet å støtte oss (aksjeeiere) med ytterligere stimulanser hvis markedet skulle falle. Det er det nærmeste vi kommer en garanti for positiv avkastning i aksjemarkedet, og det er bare å ta imot med takk. Det er imidlertid ingen dum ide å holde et øye på gløtt for å fange opp signaler om at den siste utlåner kan ha tatt på seg en gjeldsbyrde for stor til å håndtere.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 10.02.15