

BREV TIL INVESTORENE: FEBRUAR 2015

Markedsutvikling

Det positive sentimentet har fortsatt etter årsskiftet og globale aksjemarkeder steg i februar med 4,5 % målt i norske kroner. Oljeprisen har steget betydelig siden bunnnoteringen i januar og Oslo Børs steg 3,5 % i februar samtidig som norske kroner styrket seg noe. FDA steg 1,9 % og leverte noe svakere avkastning enn Referanseindeksens oppgang på 2,7 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,9 %	7,2 %	5,0 %	18,6 %	N/A	42,0 %
Ref.indeks	2,7 %	6,9 %	3,9 %	21,9 %	50,7 %	47,4 %
MSCI World	4,5 %	11,4 %	6,5 %	37,6 %	91,3 %	85,8 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,2 %	1,3 %	4,5 %	3,9 %
Oslo Børs	3,3 %	8,7 %	6,9 %	10,8 %	43,2 %	50,0 %

En periode med tiltagende håp om en fredelig løsning på konflikten i Ukraina, og stigende oljepris, har vært positivt for russiske aksjer. East Capital Russland topper avkastningstabellen med en oppgang på nesten 20 % i februar. DNB Finans har omsider kommet til sin rett og eksponeringen mot europeiske banker ga et betydelig løft i porteføljen. Fondet endte måneden opp 8,3 %. Både eurosonen og Japan er inne i en periode med kraftige pengepolitiske stimulanser og Aberdeen Japan fortsetter den sterke utviklingen fra januar og steg kraftig også i februar. Nederst på resultatlisten ligger norske aksjer og obligasjoner representert ved henholdsvis Storebrand Vekst og Storm Bond Fund. På tross av stigende oljepris og generell markedsoppgang leverte fondene relativt svak avkastning.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i februar
EC Russland	Aksjer, EM	2 %	19,8 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	8,3 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	7 %	6,1 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	4,4 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	7 %	4,3 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	14 %	3,9 %
Sector Global	Aksjer, USA	5 %	3,1 %
RAM EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	1,8 %
DNB High Yield	Renter, Norge	5 %	1,1 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	13 %	0,9 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	0,5 %
Nordea India	Aksjer, EM	2 %	0,0 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	4 %	-0,2 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	-0,3 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	4 %	-1,3 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	7 %	-2,0 %

Det norske markedet for høyrenteobligasjoner er fremdeles todelt. Øvre sjikt kvalitetsmessig har snudd den negative trenden til en positiv utvikling. Obligasjoner utstedt av selskaper med høyere risiko, og særlig de innenfor energisektoren, fortsetter den negative utviklingen.

Porteføljeendringer

Februar var en måned med omrokkeringer i rentedelen av porteføljen. Aberdeen US HY og DNB HY ble avhendet og provenyet investert i Holberg Kreditt og Storm Bond Fund. Sistnevnte er et nytt fond i FDA og investerer primært i norske høyrenteobligasjoner innenfor sektorene energi, shipping og eiendom. Fondet investerer ofte i obligasjoner med særlig høy risiko og porteføljen har blitt straffet hardt av urolighetene i obligasjonsmarkedet de siste månedene. Fondet fremstår som attraktivt priset og har betydelig høyere avkastningspotensial enn Aberdeen US HY og DNB HY. Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i porteføljen 68 %, men porteføljens risiko er høyere enn hva allokeringen alene tilsier da deler av renteporteføljen har risikoprofil og avkastningspotensial tilsvarende aksjemarkedet.

QUÉ?

Kvantitative lettelser: hva, hvordan og hvorfor?

Kvantitative lettelser (QE) er sentralbankens respons på fallende inflasjonsforventninger. Om aktørene forventer prisfall, eller deflasjon, bremser økonomien opp og utviklingen kan ende i en negativ spiral av fallende økonomisk aktivitet og tiltagende deflasjon. QE er en pengepolitikk spesielt utformet for å skape inflasjon, koste hva det koste vil. I praksis betyr det at den europeiske sentralbanken kjøper obligasjoner i markedet, finansiert ved å øke pengemengden.

Hvorfor er QE bra for aksjemarkedet?

QE påvirker aksjemarkedet via to kanaler, finansmarkedet og realøkonomien:

- 1) Finansmarkedskanalen:
 - ⇒ Obligasjonsprisen stiger og fremtidig avkastning faller.
 - ⇒ Kapitaleierne leter etter avkastning andre steder og etterspørselen etter aksjer øker.
 - ⇒ Aksjeprisene stiger¹.
- 2) Realøkonomiske kanalen:
 - ⇒ Inflasjonsforventningene stiger.
 - ⇒ Konsum og investeringer øker.
 - ⇒ Økt økonomisk aktivitet gir bedre fremtidsutsikter for aksjeselskapene.
 - ⇒ Aksjeprisene stiger.

Fungerer QE i praksis?

I grafen under ser vi at siden Mario Draghi annonserte den europeiske sentralbankens (ECB) program for QE 22. januar i år har prisen på europeiske statsobligasjoner steget. Dette kan være en første indikasjon på at QE vil ha samme virkning i det europeiske markedet som i øvrige land som har gjennomført QE.

¹ Det refereres ofte feilaktig til at kapital strømmer til og fra aksjemarkedet. Det gir et uriktig bilde av hvordan aksjemarkedet fungerer. Når en aksje handles er det alltid en kjøper og en selger. Når en kjøper «strømmer» til aksjemarkedet er det en selger som «strømmer» ut av aksjemarkedet, summen er null. Når investorenes etterspørsel etter en aksje øker vil prisen presses opp, men det skaper ingen strøm av kapital til eller fra aksjemarkedet.

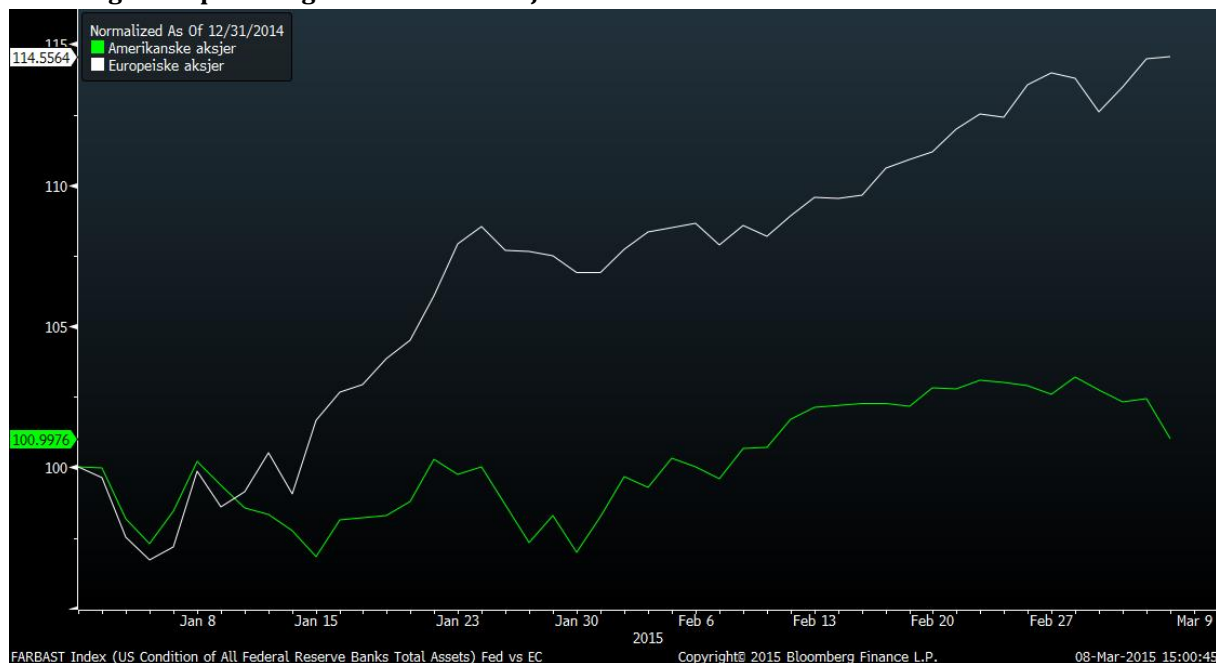
Utvikling i europeiske og amerikanske statsobligasjoner etter annonsering av ECBs QE.



22. januar i år annonserte sjefen for den europeiske sentralbanken, Mario Draghi, starten på ECBs program for kjøp av obligasjoner i markedet. ECB begynner å kjøpe obligasjoner i markedet 9. mars, men obligasjonsprisene steg umiddelbart på nyheten. I påvente av ECBs obligasjonskjøp har prisene fortsatt å stige. Til sammenlikning har prisen på amerikanske statsobligasjoner falt i samme periode.

Det er også tegn på at ECBs QE program har påvirket prisingen av europeiske aksjer. Siden annonseringen har europeiske aksjer steget mer enn amerikanske og tendensen har vært tiltagende frem mot oppstart av QE 9. mars. Både i USA, Japan og England overpresterte de nasjonale aksjemarkedene i perioder med QE. I en tidlig fase av ECBs QE program kan vi konkludere med at de første reaksjonen i aksje- og obligasjonsmarkedene er konsistente med tidligere erfaring med QE.

Utvikling i europeiske og amerikanske aksjer hittil i år



Etter å ha hengt etter utviklingen i USA har europeiske aksjer steget mer enn amerikanske etter at ECB annonserte sitt QE program.

Både teori og empiri støtter opp om at forholdene ligger til rette for markedsoppgang i europeiske aksjer. Dette støttes av at aksjer fremstår som mer attraktivt priset enn obligasjoner i det europeiske markedet, et tema vi belyste i forrige [månedsbrev](#). Imidlertid er det over fem år siden det første QE programmet ble lansert i USA og aksjemarkedene har steget betydelig siden den gang. Om prisene har steget over *fair value* kan fundamentale krefter motvirke effekten av kvantitative lettelsler. Ser vi på tabellen under er det imidlertid ingen indikasjon på at europeiske aksjer er dyre, snarere tvert imot. Basert på forholdet mellom pris og bokførte verdier, og forholdet mellom inntjening og rentenivået, er europeiske aksjer lavere priset enn det historiske gjennomsnittet.

Rabatt til historikk		
Region	PB	ERP10
USA	2,9 %	17,7 %
Eurosonen	17,4 %	39,4 %
EM	13,0 %	36,3 %
Norge	20,5 %	94,9 %
Japan	10,0 %	2,0 %
Storbritannia	21,7 %	72,8 %

Kilde: Bloomberg og Finansco

Rabatt: Prisendring som gir multiplverdi lik historisk gjennomsnittlig multiplverdi.

PB: Pris/Bok

ERP10: Inflasjonsjustert inntjening siste 10 år delt på pris, minus yielden på 10 års statsobligasjoner.

Europeiske aksjer er billige sammenliknet med obligasjoner og prises med rabatt relativt til egen historikk. I kombinasjon med at QE er en katalysator for markedsoppgang ligger forholdene til rette for prisoppgang i europeiske aksjer. QE har vist seg å være en langtekkelig måte å gjenopprette økonomisk aktivitet på. Både i USA og Japan vokste programmene i omfang og ble forlenget i tid. Mye tyder på at vi står foran en lengre periode med QE og stigende aksjekurser i eurosonen.

Konklusjoner for investor

Å investere kan sammenliknes med å sitte rundt bålet en kald vinternatt, du vil gjerne være nærme nok til å nyte varmen uten å brennes av flammene. Investorene presser seg nå tettere sammen rundt glohaugen, restene etter en forrykende epoke i europeisk økonomi. Når det er trangt rundt bålet er utfordringen å unngå å svi av seg barten hvis flammene (risikoen) blusser opp. Enklere sagt enn gjort når trengselen er stor rundt bålet.

Sjansen for at krisen blusser opp, og aksjemarkedet står foran et stort fall, virker liten. Hvis man nå forlater trengselen, og stiller seg alene i vinternatten, finner man sannsynligvis ikke annet enn kulde og ensomhet. Tidvis er den beste posisjonen midt i saueflokken, men det er fornuftig å holde øynene åpne for en vei ut.