

## BREV TIL INVESTORENE: MARS 2015

### Markedsutvikling

Mars var en positiv, men volatil måned i globale aksjemarkeder. Verdensindeksen steg hele 7,5 % i løpet av de første to ukene før den falt tilbake og endte på +3,4 % i mars. FDA klarte seg godt i det urolige markedet og endte måneden opp 2,9 %, 0,8 %-poeng bedre enn Referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	2,9 %	8,0 %	8,0 %	23,0 %	N/A	46,2 %
Ref.indeks	2,1 %	6,1 %	6,1 %	24,2 %	51,0 %	50,5 %
MSCI World	3,4 %	10,1 %	10,1 %	41,9 %	92,2 %	92,2 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,2 %	1,2 %	4,4 %	4,0 %
Oslo Børs	0,6 %	7,5 %	7,5 %	10,2 %	45,1 %	50,9 %

Det har vært mye fokus på Europa og sentralbankens program for kvantitative lettelsler. Det var imidlertid en annen region som ledet an oppgangen. Det japanske aksjemarkedet steg drøye 6 % i mars og vårt fond Aberdeen Japan, steg 9,1 % og slo dermed sin egen referanseindeks og toppet avkastningstabellen. Japan er også et land der sentralbanken driver med kvantitative lettelsler. Asia for øvrig og fremvoksende økonomier er investeringer som har bidratt med høyere avkastning enn Verdensindeksen. Våre investeringer i aksjer i India og Norge er de eneste plasseringene som ikke gjorde det bedre enn gjennomsnittet av globale aksjemarkeder.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i mars
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	8 %	9,1 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	7,7 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	8 %	7,3 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	17 %	7,1 %
EC Russland	Aksjer, EM	2 %	6,0 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	5,7 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	8 %	5,5 %
Sector Global	Aksjer, USA	5 %	5,0 %
RAM EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	4,8 %
Nordea India	Aksjer, EM	2 %	1,2 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	0,8 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	-0,1 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	4 %	-0,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	7 %	-0,4 %

*I mars har fondene i FDA gjort det spesielt godt og har i gjennomsnitt slått sine referanseindekser med 1,2 %-poeng. Det er det beste resultatet vi har sett (relativt til referanseindeksene) i FDAs historie. FDAs allokeringer (overvekt aksjer, regional- og sektoreksponering) har også bidratt til å øke avkastningen i mars.*

### Porteføljeendringer

I løpet av mars måned har vi økt vår eksponering knyttet til ekspansiv pengepolitikk. Beholdningen i Invesco Europa Strukturert, DNB Finans og Aberdeen Japan er økt. Provenyet er hentet ved å realisere Holberg Rurik som primært investerer i nye økonomier, en gruppe land som virker å ha mistet sitt positive momentum.

## Valuta

*En aktivaklasse som svinger mye uten å tilby en underliggende verdiskapning.*

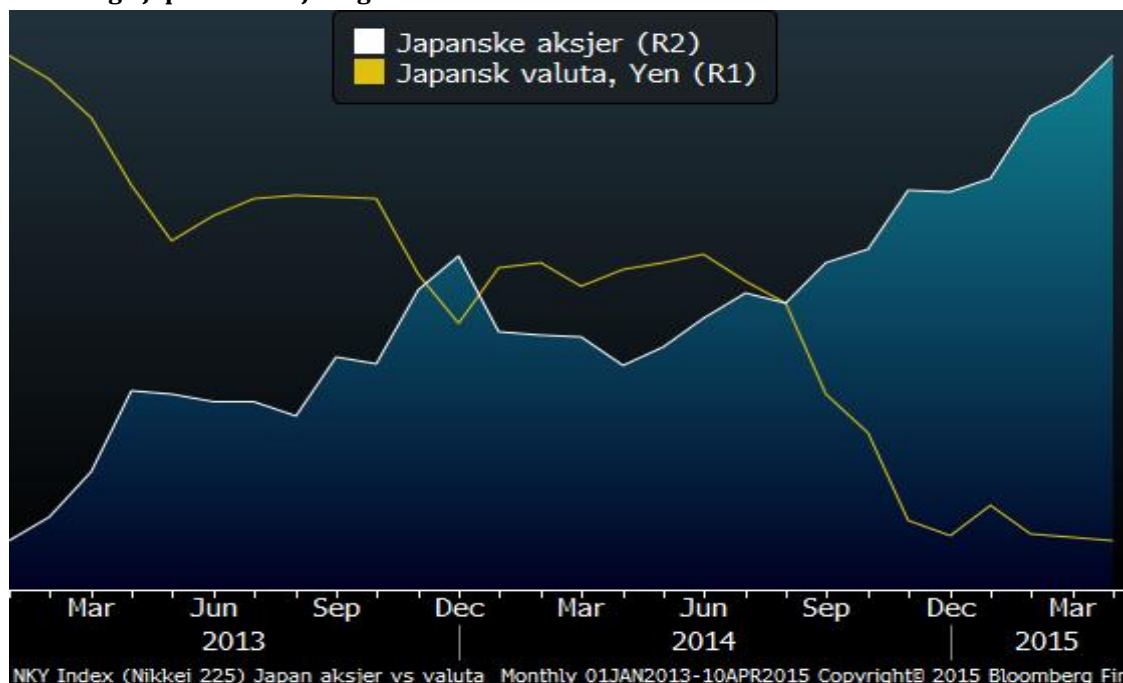
Under normale omstendigheter har vi ikke et særskilt syn på valuta, annet enn at det svinger og tidvis vil svinge svært mye. Vårt syn på FDAs valutaeksponering er som oftest fra et risikoperspektiv. For norske investorer kan en diversifisert valutaeksponering dempe risikoen i porteføljen. I den senere tid har vi imidlertid aktivt justert vår valutaeksponering for å øke avkastningspotensialet, ikke dempe risikoen. Dette er spesielt aktuelt når vi investerer i aksjemarkedet der sentralbanken driver med kvantitative lettelser. Kvantitative lettelser er et relativt nytt begrep i finansteori og beskriver en sentralbanks handlinger som ikke faller inn under tradisjonell pengepolitikk, blant annet kjøp av store mengder obligasjoner i markedet. En slik politikk har en liknende effekt som om sentralbanken starter seddelpressen og trykker nye penger.

I forrige månedsbrev så vi nærmere på hvordan kvantitative lettelser påvirker økonomien og finansmarkedene, og konkluderte med at aksjeprisene vil ha en tendens til å stige. En annen effekt er at den økte pengemengden vil senke verdien av valutaen. Hvis investeringshypotesen er at programmet for kvantitative lettelser vil være virkningsfullt, det to motvirkende effekter:

1. Landets aksjemarked vil stige.
2. Landets valuta vil falle.

Hvis aksjemarkedet stiger mer enn valutaen faller vil det være en god investering. Imidlertid kan det være vanskeligere å estimere størrelsen på en effekt enn retningen. Det kompliserer investeringsbeslutningen når investeringshypotesen skaper to motvirkende effekter.

### Utvikling i japanske aksjer og valuta under kvantitative lettelser



*I en periode da den japanske sentralbanken bedrev massive kvantitative lettelser falt Yen -24 % (mot USD) samtidig som aksjemarkedet steg hele 78 %. Japan anses for å være det landet med den mest aggressive sentralbanken når det kommer til omfanget av programmet for kvantitative lettelser.*

Vår vurdering er at aksjemarkedet har en tendens til å stige mer enn valutaen faller som følge av kvantitative lettelser. Vi ønsker å få mest mulig igjen for våre investeringer når vårt markedssyn viser seg å være riktig. Ideelt sett skal man i eksempelet fra Japan være eksponert mot utviklingen i aksjemarkedet, men ikke valutaen. Dette har vi oppnådd ved å valutasikre vår investering i japanske aksjer. Det vil si at vi kjøper japanske aksjer og samtidig selger vår Yen-eksponering i valutamarkedet (via en såkalt forwardkontrakt). Da er vi eksponert mot bevegelser i det japanske aksjemarkedet, men sikret mot svingninger i verdien av Yen. I FDA har denne typen valutakontrakter gitt ett betydelig bidrag til avkastning på våre investeringer i japanske og europeiske aksjer.

Under normale omstendigheter, i den grad omstendighetene noensinne kan oppfattes å være normale, har vi ikke et særskilt markedssyn på valuta. Hvis vi investerer i et lands aksjemarked vil investeringshypotesen gjerne tilsi sammenfallende effekt i valuta og aksjemarkedet. Isolert sett anser vi ikke en posisjon i valutamarkedet å kvalifisere som en investering. Vi definerer investering som allokering av kapital til verdiskapende virksomhet der fremtidig verdi er forbundet med usikkerhet (=risiko). I valutamarkedet får vi bare risiko, ikke verdiskapning. Som norske investorer gjør vi en samlet vurdering av forventet utvikling i det lokale aksje- eller obligasjonsmarkedet og den lokale valutaen. Med andre ord vi er opptatt av avkastningen en investering kan generere målt i norske kroner.

### **Konklusjoner for investor**

I den siste tiden har vi sett store svingninger i valutamarkedet, de største siden finanskrisen i 2008. Selv om vi som investorer ikke er spesialister på valuta, eller investerer basert på forventet utvikling i valutamarkedet alene, har det vært viktig å håndtere valutaeksponeringen i porteføljen. Under normale omstendigheter vil valutaen håndteres fra et risikoperspektiv.

Kvantitative lettelser er per definisjon anormal sentralbankpolitikk og har skapt uvanlige sammenhenger i globale finansmarkeder. Da utfordres gamle sannheter og normale investeringsprosedyrer må tilpasses unormale markedssituasjoner. Valuta har vært en viktig kilde til vår avkastning i det siste og vi forventer at valutamarkedet skal spille en uvanlig stor rolle, også i tiden som kommer.

---

*Espen Seidel*  
*Finansco Forvaltning AS*  
*Oslo, 11.04.15*