

Finansco Dynamisk Aktivaallokering

Statusoppsummering ved lansering juli 2012

Kort om fondet Finansco Dynamisk Aktivaallokering (FDA)

FDA's investeringsmandat er utformet slik at fondet skal være egnet som kjernen i en investeringsportefølje. Investor vil få en globalt diversifisert portefølje der risikoeksponeringen tilpasses markedsutsikter. For å oppnå ønsket eksponering i globale aksjer og renter¹, vil FDA investere i andre fond som har spesialisert seg innenfor ulike investeringsområder. Vi kan søke etter investeringsmuligheter blant over 60 000 fond fra hele verden og gjennom FDA får investor tilgang til et investeringsutvalg som ikke er tilgjengelig for investorer flest.

I tillegg til å lete etter de beste forvalterne i verden, vil vi dynamisk endre sammensetningen av aksjer og renter i FDA. Ved å investere i et ordinært aksjefond må investor selv vurdere tidspunktet for inntreden i markedet, samt vurdere om man skal gå inn og ut av markedet eller følge en "kjøp og hold strategi". Ved å investere i FDA overlates beslutningene til en forvalter som vier all sin tid til disse spørsmålene. I Finansco har vi lang erfaring med å navigere i finansmarkedene og støtter oss på etablert finansiell metodikk og bidrag fra ledende miljøer for økonomisk og strategisk analyse.

I FDA får investor i hovedsak to ting:

- 1) En dynamisk justering av porteføljens fordeling mellom aksjer og renter, der risikoeksponeringen er tilpasset markedsforholdene. Høyere aksjeandel ved gode fremtidsutsikter og høyere renteandel ved usikre fremtidsutsikter.
- 2) Et stort utvalg av fond fra hele verden og en metodikk for å velge ut de beste forvalterne innenfor ulike investeringsområder.

Dette gir en portefølje som henter det beste fra to verdener. Investor får en portefølje der risikoeksponeringen er utformet i et makroperspektiv, samtidig som porteføljens innhold velges ut fra et mikroperspektiv av fondsforvaltere med spisskompetanse innenfor sitt investeringsområde.

Avkastningen i FDA sammenliknes med en referanseindeks som består av 60 % globale aksjer og 40 % norske renter.² Referanseindeksen sier noe om hva fondet er og hvilket investeringsunivers forvalter tar utgangspunkt i. Forvalters målsetting er at FDA skal gi bedre avkastning enn referanseindeksen. Slik meravkastning kan skapes når forvalters markedssyn fører til at fondets plasseringer avviker fra referanseindeksen. I FDA vil porteføljen kunne avvike betydelig fra referanseindeksen da vi aktivt søker å investere der vi forventer best avkastning.

Hvordan fondet forvaltes

Diversifisering - å holde flere ulike gode investeringer - betegnes ofte som den eneste "gratis lunsj" i markedet. Ved å diversifisere investeringsporteføljen kan risikoen reduseres uten å redusere forventet avkastning. Eller sagt på en annen måte; forventet avkastning kan økes uten å øke risikoen. Mange investorer utnytter ikke fordelene ved å diversifisere fullt ut og som oftest er eksponeringen mot hjemmemarkedet (Oslo Børs) for stor. Årsaken til dette kan være at hjemmemarkedet er kjent og lett tilgjengelig for investorene. En globalt diversifisert portefølje krever mer tid og kompetanse. Investeringsmandatet i FDA er utformet slik at investor skal få en globalt diversifisert portefølje, bestående av aksjer og renter. FDA forvaltes etter anerkjente metoder og bred erfaring fra finansielle markeder, og vi jobber kontinuerlig for å videreutvikle forvaltningen.

¹ Når vi snakker om å investere i renter, er det en fellesbetegnelse for investeringer i obligasjoner, pengemarked eller bankkonti.

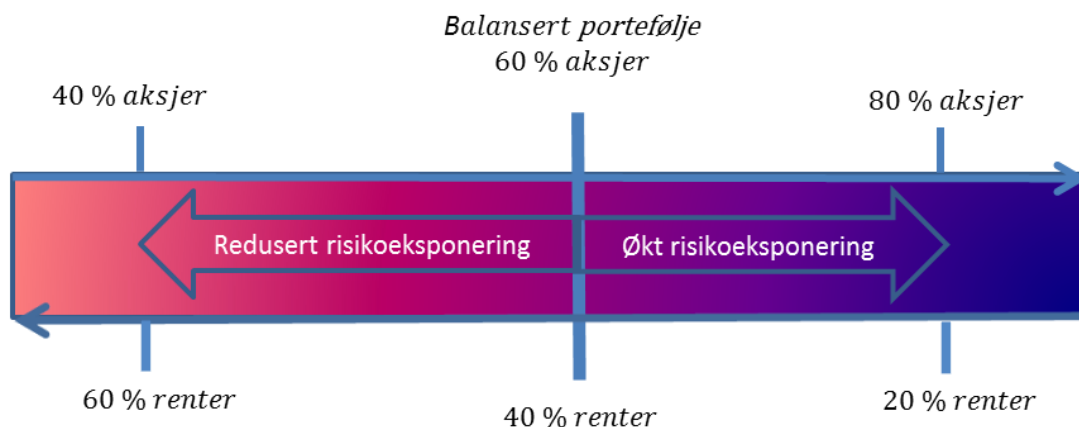
² Referanseindeksene er henholdsvis MSCI World for globale aksjer og St1x norske renter.

Vi er trofaste tilhengere av metodisk tilnærming til forvaltning og investering, og mener systematikk vil slå magesfølelse og intuisjon over tid. Derfor vil investeringer i FDA være basert på hva vi kan vise til av historiske og logiske sammenhenger. Vi har liten tro på egen evne til å spå markedene og investeringsprosessen skal minimere innslaget av “syensing” og hva forvalter tror om markedsutviklingen. Sunn fornuft og erfaring er imidlertid avgjørende for tolkning av historiske og logiske sammenhenger og en integrert del av investeringsprosessen.

Metoden vi forvalter FDA etter kan deles inn i fire steg. Rekkefølgen i stegene betegner hvordan vi jobber. Utgangspunktet er et fugleperspektiv der vi tenker helhetlig og så jobber vi oss nedover til et mer detaljert nivå. På “godt norsk” kalles dette en “top down” prosess. Forvaltningsprosessen er avgjørende for det langsiktige resultatet og er en del av det investoren betaler oss for.

Dynamisk aktivaallokering

Utgangspunktet for hvordan vi plasserer FDAs midler, er en overordnet analyse av markedsutsiktene. Dette er bestemmende for hvor stor risikoeksponering vi ønsker i porteføljen. FDAs strategiske aktivaallokering³ er 60 % aksjer og 40 % renter, og avvik fra denne reflekterer ønsket risikoeksponering. Figuren under representerer hvordan vi justerer risikoeksponeringen. Hvis vi har et nøytralt markedssyn vil aktivaallokeringen være rundt 60 % aksjer og 40 % renter. Hvis vi er positive til markedsutsiktene øker vi risikoeksponeringen i FDA, opp mot 80 % aksjer og 20 % renter. Risikoeksponeringen reduseres tilsvarende, mot 40 % aksjer og 60 % renter, ved negativt markedssyn. Dette er en kontinuerlig prosess som inngår i forvaltningen av FDA og vi kaller dette “dynamisk aktivaallokering”.



Figur 1. Vi bruker anerkjente ledende indikatorer i modellering av framtidsutsiktene i markedene. Et grunnsyn er at utviklingen i USA som oftest ligger i forkant av utviklingen i resten av verden. Vår analyse av framtidsutsiktene påvirker ikke bare aktivaallokeringen i porteføljen, men kan også ha innvirkning på porteføljens regionale eksponering, kreditteksponering og eksponering mot stilfaktorer.

En indikator vi bruker for å vurdere hvor attraktivt det er å investere i aksjer er forholdet mellom markedspris og bokførte verdier, såkalt pris/bok-multippel. Bokførte verdier svinger lite gjennom en markedsyklus og er et relativt stabilt måltall på selskapenes underliggende verdier. Endring i pris/bok gjenspeiler i stor grad endring i hvordan markedet priser aksjer, der høy pris/bok betyr at aksjer er høyt priset. Når aksjemarkedene har lave pris/bok verdier er det en indikasjon på å øke andel aksjer i porteføljen. Andre faktorer som inngår i aktivaallokeringen er ledende makroøkonomiske indikatorer. Når disse predikerer et vendepunkt i økonomien er det en indikasjon på å tilpasse forholdet mellom aksjer og renter.

³ Aktivaallokering betegner hvordan en investering er fordelt mellom aktivaklasser, der en aktivaklasse er enten aksjer eller renter. I andre sammenhenger kan råvarer, eiendom, valuta etc. være aktivaklasser.

Om apekatter og forvaltere

Vi tenker oss en verden der fond forvaltes enten av en dyktig forvalter eller en apekatt (investeringer ved pilkast). Å skille de to fra hverandre virker som en triviell oppgave. Det er tross alt mye som skiller en apekatt fra en fondsforvalter. Hvis vi imidlertid kun får observere avkastningshistorikken til de to "forvalterne" er oppgaven ikke triviell og det er vanskelig å utforme et sett med kriterier som konsekvent skiller de to. La oss anta følgende:

Forvalteren skaper 5 % meravkastning over tid, ved å ta risiko tilsvarende et standardavvik på 10 %

Apekatten skaper ikke meravkastning over tid, men genererer samme mengde risiko som forvalteren,

Da vil apekatten levere bedre avkastning enn forvalteren i fire av ti tilfeller!

Hvis apekatten kler seg og ter seg som en forvalter, er det ikke åpenbart hvem som er hvem. Utfordringen er at av de 60 000 fondene vi velger blant er det mange apekatter som bekler stillingen som forvalter.



Porteføljekonstruksjon

Etter å ha fastsatt en overordnet risikoeksponering og aktivaallokering, gjenstår det å sette sammen en portefølje som oppfyller målene. I første omgang analyserer vi fremtidsutsiktene for ulike geografiske regioner og land. Det beste er å finne en region eller et land som har gode fremtidsutsikter hvor utviklingen er mest mulig uavhengig av utviklingen i resten av verden. En slik investering vil bidra positivt i porteføljens forhold mellom forventet avkastning og risiko (risikojustert avkastning). Hvis en investering ikke er egnet til å bedre FDAs forventede risikojustert avkastning, vil den ikke bli inkludert i porteføljen.

Det er en omfattende analysejobb å kartlegge mulighetsområdene verden rundt. Gjennom vårt samarbeid med Roubini Global Economics (RGE) mener vi å ha tilgang på et av de beste analysemiljøene. RGE har en dedikert stab av spesialister på makroøkonomisk analyse og markedsstrategi. Dette er av stor verdi når vi skal konstruere en globalt diversifisert portefølje.

Etter å ha identifisert attraktive investeringsområder, ser vi på hvordan vi best kan sette sammen en portefølje. Vi tenker på investeringsområder som porteføljens byggeklosser. Når vi setter klossene sammen til en portefølje er det spesielt to ting vi er opptatt av, robusthet og avkastning. Vi ønsker å konstruere en portefølje som er robust mot uforutsette hendelser. Det ligger i sakens natur at vi ikke kan teste hvordan porteføljen utvikler seg gitt uforutsette hendelser, men det er ikke vanskelig å skille en robust portefølje, som tåler en trøkk, fra en spisset portefølje som bukker under ved første tegn til uroligheter. Gitt at vi har en robust portefølje, er det selvfølgelig forventet avkastning som er viktigst. Målsettingen med FDA er å gi bedre avkastning enn referanseindeksen!

Vi prøver å minimere "synsing" i alle ledd av forvaltningen, så også i porteføljekonstruksjonen. Moderne porteføljeteori og kvantitativ optimering anvendes for å skape best mulig sammensetning av porteføljen. Modellene gir ikke et fasitsvar på hva som er den optimale løsningen, men danner et objektivt beslutningsgrunnlag som er konsistent over tid og under ulike forhold. Vi mener det gir bedre resultater å metodisk integrere vårt syn og erfaring i modellene enn å belage oss på erfaringsbasert ad hoc forvaltning.

Forvalterseleksjon

Når porteføljen er satt sammen av ulike investeringsområder, norske aksjer, amerikanske aksjer, statsobligasjoner i fremvoksende økonomier og liknende, gjenstår det å finne investeringsinstrumentene. Et indeksfond (ETF) som speiler en markedsindeks er den mest kostnadseffektive måten å investere i en region. Alternativt kan FDA investere hos en forvalter som er spesialist på den aktuelle regionen. En slik aktiv forvaltning vil være dyrere enn en tilsvarende ETF.

Spørsmålet vi stiller er om det er sannsynlig at et aktivt forvaltet fond vil gi bedre avkastning, etter kostnader, sammenliknet med en ETF.

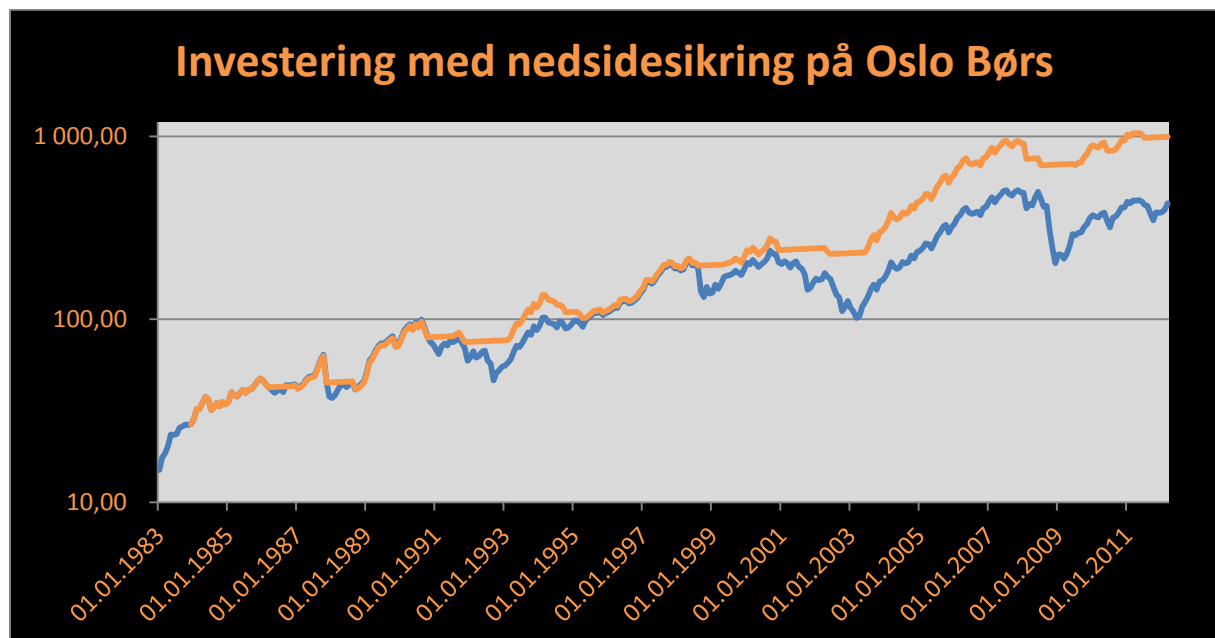
Med mer enn 60 000 fond å velge blant er det mange fallgruver og metodiske utfordringer. Innen enkelte investeringsområder finnes det et enormt mangfold av aktivt forvaltede fond, og USA er i særstilling med flere tusen fond tilgjengelig. Gitt at resultatene til en forvalter er summen av dyktighet og tilfeldigheter, og vi anser tilfeldighetene å være betydelige, gir det klare utfordringer i vurderingen av aktiv forvaltning. Det er åpenbart at med så mange fond vil det til en hver tid være mange fond som slår markedet. Dette kan være et resultat av tilfeldigheter alene, eller delvis en funksjon av forvalters dyktighet. Utfordringen er å skille de to.

Generelt sett mener vi at det finnes dyktige forvaltere som det er verdt å betale for, men gjennomsnittet av forvaltere er overvurdert. Flere studier viser at forvaltere av amerikanske aksjer i gjennomsnitt leverer litt dårligere avkastning (etter kostnader) enn markedet. Det tilsier at man bør investere i en ETF, med mindre man har en metode for å identifisere de dyktige forvalterne. I andre markeder virker forholdene å ligge mer tilrette for aktiv forvaltning. Dette gjelder blant annet Norge og fremvoksende økonomier.

FDA anvender en metodisk seleksjon av forvaltere. Vi forventer at utvalgte forvaltere skal slå markedet de investerer i og dermed skape avkastning i FDA som er helt uavhengig utviklingen i verdensøkonomien.⁴ Vi anser ikke potensialet å være stort, men aktive forvaltere kan gi fondet det lille ekstra.

Risikostyring og porteføljeovervåkning

Når investeringsbeslutningen er tatt, starter den viktige jobben med å overvåke utviklingen og risikoen i porteføljen. Vårt utgangspunkt er at vi kan ha gjort noen feil og inkludert fond i porteføljen som ikke skulle vært der. Tilfeldighetene påvirker avkastningen og kan få et dårlig fond til å likne et godt forvaltet fond. Vi jobber systematisk med å identifisere og luke ut fond som ikke skulle vært i porteføljen. En annen årsak til å bytte ut et fond i porteføljen er at markedsforholdene har endret seg og fremtidsutsiktene for den aktuelle regionen er forverret.



Figur 2. Den blå linjen viser utviklingen på Oslo Børs siden 1983. Den gule linjen er en investering i Oslo Børs der en modell for nedsidesikring styrer om man er investert på Oslo Børs eller har pengene i banken. Modellen fungerer slik at hvis markedet opplever et gitt fall trekkes investering ut. Denne enkle modellen gir en betydelig reduksjon i svingningene i formuesverdien og høyere avkastning over tid.

⁴ En forvalters avkastning som er uavhengig av markedet fondet opererer i kalles ofte "alfa". Alfa er viktig fordi det er avkastning som ikke sammenfaller med markedsutviklingen og kan gi et bidrag til avkastningen uavhengig av markedsutviklingen.

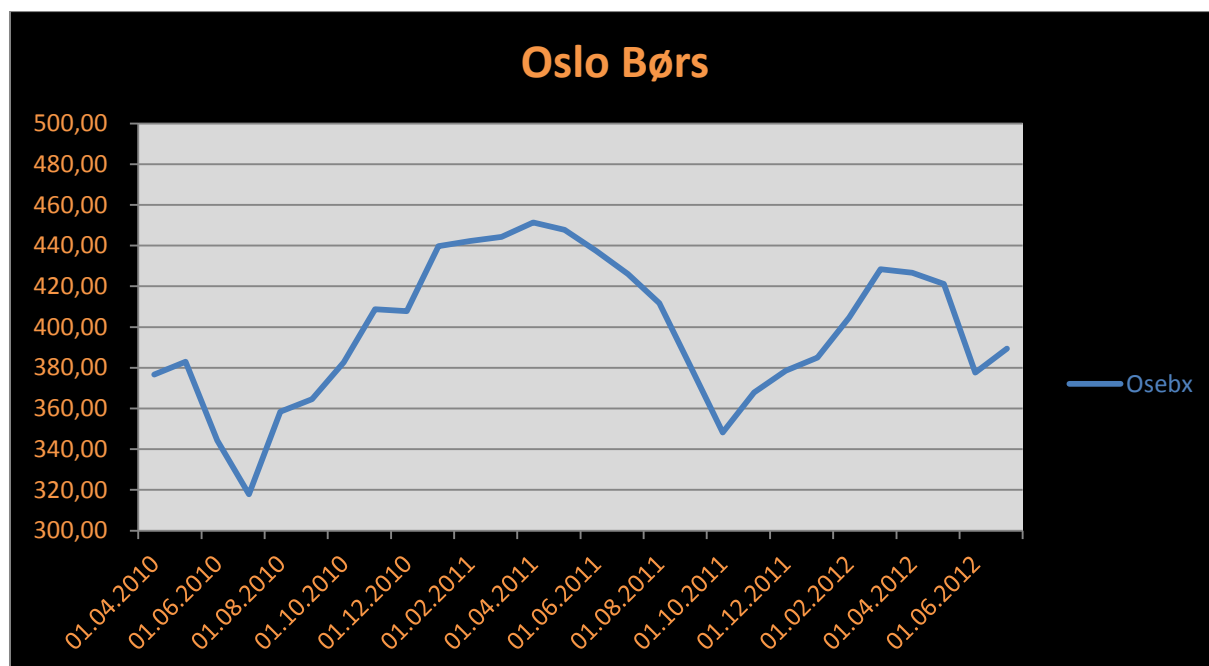
Å redusere tapet i fallende marked er vel så viktig som å øke gevinsten i stigende marked, og vi er mer opptatt av å redusere tapene enn å øke gevinsten. Både fordi vi har et fokus på å bevare investeringskapitalen, og fordi det har vist seg at å redusere nedsiden øker avkastningen mer enn å fokusere på å maksimere oppsiden. Formålet er å bevare formuen og gi god avkastning over tid, ikke å skape rikdom hurtig.

Oppsummering av markedssyn

Risikomodus

Mange investorer på Oslo Børs har opplevd de siste to årene som en berg- og dalbane, som vist i grafen under. Etter finanskrisen i 2008 har denne utviklingen blitt betegnet som sykluser av "risiko-på" og "risiko-av". Det vil si at markedsaktørenes kollektive oppfattelse av markedsutsiktene svinger mellom ragnarokk og nirvana. For de som følger markedet oppfattes dette som en finansiell bipolar lidelse.

Vi anser det som sannsynlig at markedets bipolare lidelse vil vedvare. De underliggende problemene i Europa og store ubalanser i gjeld og fordringer mellom industriland og fremvoksende økonomier, vil ri markedene med ujevne mellomrom. I beste fall vil balansen gjenopprettes gradvis over en årrekke. Imidlertid vil nyhetsbildet sannsynligvis svinge mellom «faren-over-eufori» og «verden-går-under-depresjon». Smitteeffekten fra nyhetsbildet er epidemisk, selv blant oss såkalte profesjonelle aktører. Flokkmentaliteten lever i beste velgående og alle er skjønt enige om at det er bedre å begå en feil i godt selskap. I forvaltningen av FDA prøver vi å minimere innvirkningen av massesuggesjonen gjennom analytiske metoder og systematiske investeringsbeslutninger.



Figur 3. De siste årene har investorer på Oslo Børs fått lite avkastning, men store svingninger. Globaliseringen har ført til større grad av samvariasjon mellom finansmarkedene, men det er fremdeles mulig å dempe svingningene ved investere i andre markeder i tillegg til Oslo Børs.

Vi ser for oss at vi står midt i en periode av korte og kraftige risiko-av og risiko-på sykluser. Disse endringene i markedssentimentet har i stor grad vært drevet av myndighetenes intervensjon i markedene. Problemet med myndighetsstyrte intervensjoner er at de er uforutsigbare og har betydelig innvirkning på markedene. Vi prøver å ha fokus på de underliggende problemene og mulighetene, og investere deretter. Det er mye som tyder på at mange aksjemarkeder er billige sammenliknet med historiske priser. Samtidig ser vi flere uløste strukturelle problemer som kan

påvirke markedenes utvikling negativt. Fra et fugleperspektiv er vårt syn at vi holder en nøytral vekt, med 60 % aksjer og 40 % renter. Vi er imidlertid forberedt på at dette synet kan endre seg betydelig på kort tid som følge av store bevegelser i markedet.

En nøytral vekt mellom aksjer og renter betyr imidlertid ikke at vi mangler sterke meninger om markedene. I oppgangsperioden frem til 2008 reflekterte markedsprisene i liten grad forskjell i kvalitet. Alle land i eurosone betalte det samme risikopåslaget for sine lån, og risikoeksponerte selskaper ble priset relativt likt som robuste pengemaskiner. Denne utviklingen fikk en brå stopp med finanskrisen, da forskjellene i kvalitet åpenbarte seg. Det viste seg å være en dårlig idé å låne penger til Hellas på samme betingelser som Tyskland, likeledes var det større risiko å investere i et selskap som var belånt til pipa og avhengig av bankenes gunst ved hyppig refinansiering. Vi anser at dette er en utvikling som kommer til å fortsette. Kvalitet vil være i vårt fokus.

Mange markedsstudier viser at det er en lønnsom investeringsstrategi å kjøpe aksjer som er billige i forhold til bokførte verdier. Vi er også tilhengere av å kjøpe billig. Imidlertid er det nærliggende også å vurdere om det er en god grunn til at det har blitt billig. Mange europeiske banker fremstår som billige sammenliknet med bokførte verdier, men usikkerheten er om de bokførte verdiene representerer virkelige verdier. Situasjonen kommer sannsynligvis til å forverre seg for de vanskeligstilte statene og selskapene. Samtidig kan prisen på solide selskaper ha blitt trukket ned for mye. Hovedfokus for investeringer de neste årene vil være å skille kvalitet fra forgjeldede og usikre investeringsområder. For FDA vil dette gi utslag i en portefølje der det er klare skillelinjer mellom geografiske områder og kvalitet versus spekulativt. Vi er optimistiske til en portefølje som er sterkt selektiv og kvalitetsbevisst, men usikre på den generelle markedsutviklingen.

Verdensøkonomien vokser sakte, men veksten er avhengig av stimuli og sårbar for sjokk. I motsetning til et kraftig bullmarked der alt stiger og sjansen for å allokere feil er liten, ser vi for oss et selektivt marked der allokeringsbeslutningen vil ha betydelig innvirkning på porteføljens avkastning.

Hva vi liker

I en verden preget av stor usikkerhet og overheng av problemer bygget opp over tid, har vi tro på å velge investeringer ut fra kvalitative kriterier. Vi anser det som sannsynlig at markedene i større grad vil skille mellom kvalitet og soliditet på den ene siden og spekulative og ekspansive investeringer på den andre siden. Selskaper som strekker seg langt for å skape resultater vil straffes sammenliknet med selskaper med en forutsigbar og stabil fremtid. Både selskapenes egen organisering og finansielle situasjon, samt markedet selskapet opererer i, vil være av betydning.

Norden, og spesielt Norge, er i en særstilling sammenliknet med Europa forøvrig. Utsiktene til økonomisk vekst er gode, selv om veksten vil dempes av fortsatt usikkerhet i resten av Europa. Mange nordiske selskaper vil score høyt på en kvalitativ vurdering. Norge er et av verdens største markeder for industriobligasjoner (obligasjoner utstedt av selskaper). Bankene har strammet inn utlån betydelig og norske selskaper låner i større grad penger fra markedet ved å utstede obligasjoner. Dette har ført til at prisen (renten) de betaler for lån har økt. Vi anser at dette har skapt en god investeringsmulighet og er positive til norske industriobligasjoner, spesielt innenfor høyrentesegmentet.

I obligasjonsmarkedet anser vi også fremvoksende økonomier å være attraktivt priset sammenliknet med risikoen det involverer. Dette gjelder spesielt fremvoksende økonomier der statsfinansene er gode. I disse regionene blir obligasjoner utstedt av stater og bedrifter straffet uforholdsmessig hardt av at fremvoksende økonomier blir vurdert som høy risiko. Dette virker paradoksalt når vi ser hvor godt det går i disse økonomiene sammenliknet med tidligere sikre økonomier i den vestlige verden. En renteinvestering i fremvoksende økonomier gir god direkteavkastning og begrenset risiko. En stor andel av obligasjonene er utstedt i amerikanske dollar, som også virker risikodempende.

Vi anser også amerikanske obligasjoner med god kredittverdighet å være en god defensiv investering. Amerikanske selskaper har rekordhøy kontantbeholdning så konkursfaren synes lav. I tillegg har amerikanske dollar en tendens til å stige i verdi, målt mot norske kroner, når verdens aksjemarkeder er sterkt fallende. Hvis så skjer, vil norske investorer tjene på å være investert i amerikanske dollar.

Fra et strategisk perspektiv liker vi land som er selvforsynt med kritiske råvarer. Råvareprisene har en tendens til å svinge kraftig og ressursrike land vil være mindre sårbare ved prisoppgang. Av samme årsak liker vi land som har en sterk innenlands etterspørsel, noe som gjør økonomien mindre sårbar for eksterne sjokk og i større grad kan bidra med diversifisering i porteføljen.

Hva vi er usikre på

Vi forholder oss avventende til utviklingen i Kina og USA. De er to veldig ulike land, men med en del liknende utfordringer; fordeling av gjeld og formue, og faren for politiske feilgrep. Økonomien i USA har blitt kraftig stimulert av pengepolitiske og finanspolitiske tiltak. Veksten i USA er på knappe 2 % og spørsmålet er om veksten er selvgående eller avhengig av fortsatt stimulering. Statsgjelden i USA er høy og myndighetene har begrenset rom for å fortsette låneopptaket for å stimulere til økonomisk vekst. Risikoen er imidlertid at myndighetene strammer inn finanspolitikken, for mye for fort, som et resultat av et politisk spill vedrørende det offentlige gjeldstaket. Dette kan lede USA ut i en ny resesjon. I tillegg er det en strukturell skjevfordeling av gjeld og formue. I USA eier de 1 % rikeste 42 % av eiendelene. Dette demper vekstpotensialet i økonomien.⁵

I Kina er veksten betydelig høyere enn i USA, og økonomien eser ut med knappe 10 % i året. Veksttakten har i overdreven grad vært drevet av sentralstyrte investeringer i infrastruktur og byutvikling. Manglende markedsreformer og høy gjeld hos regionale myndigheter virker hemmende på økonomisk utvikling. Faller veksten i Kina til 5 % vil det oppleves som et negativt sjokk på verdensøkonomien. En av hovedutfordringene i kinesisk økonomi er å stimulere innenlands etterspørsel til å ta over for sentralstyrte investeringer. Kinas sparing er motstykket til Vestens lånefinansierte forbruk, halvparten av Kinas BNP blir spart eller investert. Dette bygger opp under den globale skjevfordelingen av gjeld og formue. Uvikling av kinesisk forbruk krever videre desentralisering og liberalisering av økonomien, en prosess som trues av et pågående tilbakefall til mer sentralstyrt økonomi.

USA og Kina er verdens to desidert største økonomier og endringer sender ringvirkninger ut i alle hjørner av verdensøkonomien. I USA og Kina kan politiske disposisjoner være avgjørende for om landet vil være en drivkraft eller et drivanker i den globale økonomien.

Råvaremarkedene er en annen usikkerhetsfaktor som kan påvirke verdensøkonomien. Etterspørseldynamikken i råvaremarkedet har en positiv stabiliserende innvirkning på økonomien. Dette kan beskrives ved enkle sammenhenger:



Høy vekst skaper knapphet i råvaremarkedet og høyere priser. Dette virker dempende på veksten. Tilsvarende vil fallende økonomisk aktivitet lede til lavere råvarepriser, noe som demper fallet i

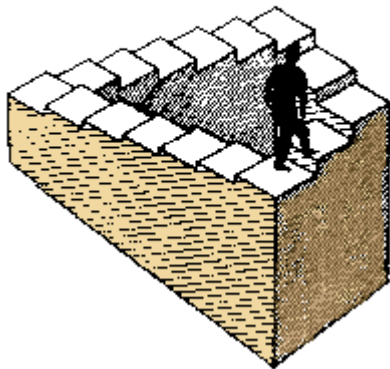
⁵ De superrike bruker en mye lavere andel av sin inntekt/rikdom enn befolkningen forøvrig. Økt formue og inntekt for folk flest, gir større positive ringvirkninger i økonomien.

økonomien. Den stabiliserende effekten er positivt for verdensøkonomien og høy oljepris trenger ikke være negativt, men et resultat av at økonomien går godt.

Sjokk i tilbudssiden i råvaremarkedet har en annen dynamikk og kan virke destabiliserende på verdensøkonomien. Olje er vår viktigste energibærer og energi er en forutsetning for økonomisk aktivitet. Mye av verdens oljeproduksjon foregår i land med ustabile politiske regimer. Konflikter og krig skaper gjentatte ganger sjokkartet oppgang i oljeprisen. Den uforløste situasjonen mellom Iran og Vesten vil ha påvirkning på oljeprisen og dermed utviklingen i verdensøkonomien. Risikoen for eskalering til væpnet konflikt i løpet av de neste to årene virker overhengende.

Hva vi ikke liker

Situasjonen i Europa ser ikke bra ut. Den ene dårlige nyheten avløser den andre, og det mest positive som skjer, er når det ikke kommer noen nyheter. Problemene har tårnet seg opp i en årrekke etter innføringen av Euroen. En kombinasjon av kreativ bokføring i periferien av eurosone og en uvilje til å se utviklingen i kjernen, har gjort det mulig for land i periferien å bygge opp uhåndterlige mengder gjeld. Det er situasjonen i dag, og det er en situasjon som vil prege utviklingen og nyhetsbildet i Europa i flere år fremover. Problemene er dyptgående og sammenflettet.



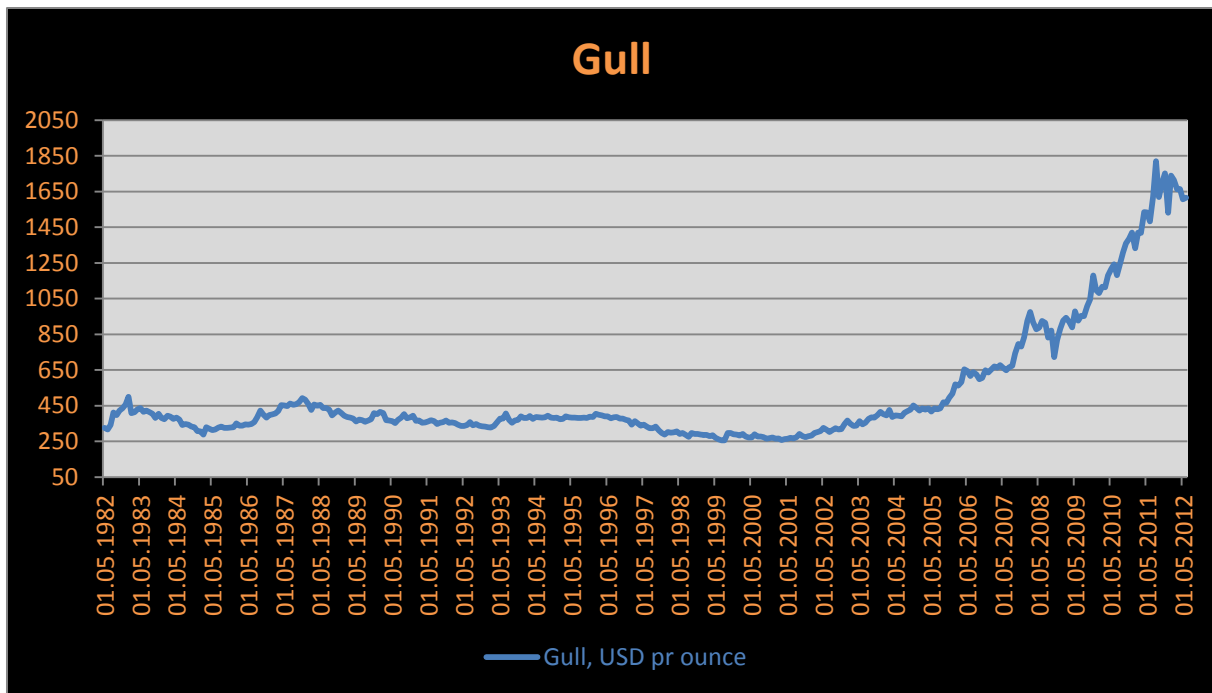
Finanskrisen ble utløst av bankene i USA i 2008 og viste at det finansielle systemet var høyst ustabil. Omfattende tiltak ble iverksatt for at ikke bankene skulle falle som dominobrikker, en etter en. Også europeiske banker ble tilført betydelige midler eller overtatt av myndighetene. I Island og Irland viste byrden seg fort å være for stor og landene måtte selv få økonomisk støtte. Senere har Hellas mottatt støtte og sanert mye gjeld. I andre land, spesielt Spania og Italia, har de lokale bankene i stor grad støttet opp myndighetene ved å kjøpe store mengder statsobligasjoner. Dette er de samme bankene som tidligere fikk krisehjelp fra de samme myndighetene. Nå er spanske banker i trøbbel, og spanske myndigheter kommer igjen til unnsetning. Problemet løst? I bildet til venstre er det skapt en illusjon av en trapp som henger

sammen i begge ender, og en mann som tilsynelatende går oppover. Skaper finansmarkedene en tilsvarende illusjon av fremgang og stabilitet?

Skjebnen til meget høyt belånte banker og myndigheter er flettet sammen, og dette har blitt verre over tid. Store sprik i interesser mellom nasjonene i eurosone gjør det politisk sett vanskelig å gjennomføre nødvendige tiltak. I økende grad preges situasjonen av innstrammingsutmattelse i sør og tynnslitt giverglede i nord. Vi tror derfor fort situasjonen kan bli verre, før den blir bedre i Europa. Av samme grunn er vi skeptiske til å investere i den finansielle sektoren.

I urolige tider er det mange investorer som flykter til sikre havner, der gull og enkelte statsobligasjoner er de mest populære. Vi liker ingen av delene. Gull er en aktivum som ikke produserer noe og det er vanskelig å se hvorfor det skal gi en langsiktig avkastning. Som beskyttelse mot inflasjon foretrekker vi produktive aktiva (aksjer). Gitt prisoppgangen i gull de siste årene, ser vi også mulighetene for en kraftig priskorreksjon. Det er to ting som taler mot å investere i sikre statsobligasjoner. Mange sikre statsobligasjoner har vist seg å ikke være så sikre⁶ og de som er sikre gir ingen avkastning. I tillegg vet vi at en statsobligasjon vil falle i verdi hvis renten stiger. Renten i land med sikre statsobligasjoner er allerede nære null og det gir betydelig større nedside enn oppside fra renterisikoen.

⁶ Investorer i gresk statsgjeld har tapt over 70 %



Figur 4. Investering i gull har siste ti år gitt 17 % årlig avkastning (5,5 % for investering i tyske statsobligasjoner). Sammenliknet med utviklingen i verdensindeksen for aksjer som har gitt 0,5 % årlig avkastning, har dette vært en attraktiv investering. Grafen henleder fort til tanker om prisboble, og en kraftig nedgang i gullprisene kan ikke utelukkes. Investering i statsobligasjoner har profitert på fallende renter i perioden. Med renter nær null er det ikke rom for gjentakelse i neste periode.

Fremtidsutsikter

Skapes det økonomisk vekst vil tiden jobbe for Europa. Problemet er at europeere er i ferd med å spare seg til fant, innstramningene påvirker inntektene negativt, og effekten er betydelig. En omlegging av politisk fokus til tiltak som skaper vekst vil være et positivt tegn som kan varsle om bedre markedsutsikter. Når veksten igjen skyter fart er det sannsynlig at USA leder an og vi bruker utviklingen i USA som en ledende indikator på når det er oppportunt å øke risikoen i porteføljen.

Problemene i Europa vil henge over oss i flere år fremover og vi anser det som mest sannsynlig at flere land i periferien vil tre ut av eurosone. Landene som trer ut kan devaluere ny valuta og derigjennom hurtig gjenopprette konkurransekraften. Det vil også være til det beste for resten av eurosone. Fra et risikoperspektiv er problemene i eurosone uproblematisk. Forholdene er godt kjent og gjennomanalysert og vi kan tilpasse porteføljen. Det er alltid større grunn til å være bekymret over effekten av de krisene man ikke har på radaren.

Trenden over siste tiår, der fremvoksende økonomier står for en betydelig andel av veksten i verdensøkonomien, vil fortsette. Fundamentale forhold ligger godt til rette for høy vekst i mange land og vi forventer å være overvektet disse regionene i årene fremover. Vi vil satse på de landene som har vist at de får det til og har hatt en positiv utvikling, og styre unna de landene som henger etter, men har det største vekstpotensialet.

Spenningene i Midtøsten vil være med oss de neste årene og påvirke verdensøkonomien gjennom tidvis kraftige svingninger i oljeprisen. Tilsvarende vil naturkatastrofer oppstå og påvirke andre råvarepriser. Slike hendelser er umulig å forutse, men er en del av globale finansmarkeders natur. En investeringsportefølje må derfor settes sammen slik at den blir minst mulig sårbar for slike sjokk, og så aksepterer vi at det vil svinge litt til tider.

Vi har vært gjennom perioder som har vært preget av sykluser med risiko-av og risiko-på og forventer at dette vil fortsette. Dette er et investeringsklima som favoriserer forvaltere som er spesialister på utvelgelse av aksjer. En bølge av risiko-av sentiment preges av ukritisk salg av alle risikoaktiva og gode selskaper straffes like hardt som spekulative selskaper. Det skaper gode kjøpsmuligheter for de som har fokus på å kjøpe kvalitet til en rimelig pris. Følgelig vil vi fokusere på å identifisere forvaltere som har en investeringsfilosofi som profiterer under slike markedsforhold. Det vil også kunne skape gode muligheter til å rotere deler av porteføljen mellom ulike regioner gjennom fasene i risiko-av, risiko-på syklusene.

Vi er usikre på utviklingen i verdensøkonomien sett under ett, men er meget positive til potensialet i en kvalitetsorientert investeringsportefølje. Fraværet av sterk vekst og kaotiske forhold vil belønne en disiplinert og selektiv investor.

God sommer!