

BREV TIL INVESTORENE: NOVEMBER 2016

Markedsutvikling

At Trump skulle bli valgt til president var markedets skrekkszenario. Overraskende nok har globale aksjemarkeder steget markant i november og Verdensindeksen er opp 3,8 %. Amerikanske dollar styrket seg også betydelig og har bidratt til oppgangen. FDA slet litt med å følge markedets overraskende Trump-rally og en oppgang på 1 % er noe svakere enn Referanseindeksens utvikling.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,0 %	0,7 %	-0,6 %	-1,3 %	24,3 %	48,3 %
Ref.indeks	2,3 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	30,6 %	57,5 %
Verdensindeksen	3,8 %	1,8 %	1,6 %	1,5 %	51,8 %	104,9 %
Norske renter	0,0 %	0,1 %	0,5 %	0,5 %	2,9 %	5,1 %
Oslo Børs	2,9 %	6,1 %	7,6 %	4,4 %	21,0 %	60,1 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Norske og amerikanske aksjer steg mye i november. Aller mest steg imidlertid den globale finanssektoren, ledet an av amerikanske banker. DNB Finans fortsetter den sterke utviklingen med å toppe avkastningstabellen. De siste to månedene har fondet steget mer enn 20 % og vi mener det er mer å gå på. Nederst på avkastningstabellen ligger DNB Obligasjon som har blitt straffet av renteoppgangen. Storebrand Vekst holder ikke helt tritt med utviklingen på Oslo Børs etter å ha levert fantastisk god avkastning tidligere i år.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i november
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	12,6 %
iShares S&P 400 Mid	Aksjer, USA	2 %	11,2 %
Ossiam SP 500	Aksjer, USA	10 %	9,1 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	5 %	4,2 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	8 %	3,5 %
Holberg Norge	Aksjer, Norge	5 %	3,2 %
DnB SMB	Aksjer, Norge	4 %	3,2 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	10 %	3,0 %
Coeli Frontier Markeder	Aksjer, EM	5 %	2,9 %
Mandarin Valeur	Aksjer, Europa	4 %	2,5 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	2,5 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	5 %	0,7 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	5 %	0,3 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	5 %	0,1 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	3 %	0,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	0,0 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	6 %	-0,3 %

Avkastningen er målt i norske kroner. Det har vært store endringer i porteføljen i november og tabellen viser porteføljens sammensetning ved utgangen av måneden. Flere av fondene er kjøpt i løpet av måneden og avkastningen i tabellen er ikke nødvendigvis den avkastningen FDA har fått.

Porteføljeendringer

Vi fortsatte å øke aksjeandelen i november og ved utgangen av måneden utgjorde aksjeandelen i FDA 80 %. Til sammenlikning var aksjeandelen 50 % for to måneder siden. Vi kjøpte en del aksjer før presidentvalget i USA og fortsatte kjøpene etter at markedene reagerte positivt på valget av Donald Trump som neste president.

Vi har solgt oss helt ut av Invesco Europa Strukturert. Fondet har vært en kjerneinvestering i FDA siden oppstarten i 2012 og har levert godt i hele perioden. Invesco har mottatt flere utmerkelse for god forvaltning i perioden og har fem av fem stjerner i Morningstar. Fondet er blant de 5 % beste fondene i Europa de siste fem årene, men vi mener fremtiden ikke ser like lys ut. Da vi først investerte i fondet var forvaltningskapitalen 1 milliard euro. Et stort fond, men ikke for stort. Siden har forvaltningskapitalen vokst til over 7 milliarder euro og vi anser det som sannsynlig at de blir et offer for egen suksess. Fondets størrelse gjør det vanskelig å gjenskape de gode historiske resultatene. Vi takker for følget og ser etter muligheter blant uoppdagede stjerner.

I november har vi tatt inn tre nye aksjefond i porteføljen og økt beholdningen i flere eksisterende fond. Investeringene er finansiert ved å redusere beholdningen i rentefond, en reduksjon i eksponeringen mot Hermes Asia xJapan og nevnte salget av Invesco.

- 2,5 % DNB Finans
- 5 % Ossiam S&P 500
- 3 % Holberg Norge
- 2 % Henderson Euroland
- 4 % Mandarine Valeur – nytt fond
- 2 % iShares S&P Midcap – nytt fond
- 4 % DNB SMB – nytt fond
- -5 % Hermes Asia xJapan
- -6 % Invesco Europa Strukturert

Porteføljen består nå av 80 % aksjer, 10 % høyrenteobligasjoner og 10 % sikre obligasjoner. Vi syntes forholdene ligger til rette for en oppgang i markedet og porteføljen er innrettet deretter.

DNB Finans fortsetter den positive utviklingen og vi har økt eksponeringen til 5 %. Selv etter en periode med betydelig oppgang er det mye mer å gå på etter at finanssektoren har vært upopulært blant investorer i flere år.

Etter at Invesco er solgt ut av porteføljen har vi allikevel opprettholdt eksponeringen mot europeiske aksjer. Salget av Invesco finansierte en økning i Henderson Euroland og kjøp av Mandarine Valeur, sistnevnte er et helt nytt fond i porteføljen. Sammenliknet med Invesco har Mandarine Valeur levert betydelig svakere avkastning de siste årene. Vi mener det i hovedsak skyldes at Invesco har hatt fokus på selskaper med høy vekst og Mandarine har fokusert på selskaper som har vært underpriset. Markedet har favorisert Invescos måte å tenke på de siste årene. Det tror vi er i ferd med å snu. Tiltagende risikovillighet vil kunne føre til en reprising av billige selskaper. Andre fond som kan tjene på at investorene skifter fokus når de leter etter nye investeringer er DNB SMB, som investerer i norske småselskaper, og Holberg Norge.

Trump har signalisert økte investeringer i infrastruktur, som vi anser som en realistisk politikk. Det vil virke positivt på amerikanske selskaper som er eksponert mot innenlandsk økonomi. De største selskapene som utgjør S&P 500 indeksen har i stor grad internasjonal eksponering. Vi har derfor tatt inn iShares S&P Midcap som er et indeksfond med lave kostnader og investerer i mellomstore amerikanske selskaper. Dette kommer i tillegg til våre øvrige investeringer i amerikanske aksjer.

Trump eller Clinton, spilte det noen rolle?

Blir politikken like radikal som retorikken?

De kloke hoder, både makroøkonomer og aksjestrateger, var stort sett enige om at hvis Trump vant presidentvalget ville det være negativt for aksjemarkedene. Vi måtte ståsette oss for en nedgang på 10 % - 15 %. De var også enige om at det ikke var så mye å bekymre seg over, for det var overveiende sannsynlig at Clinton skulle vinne valget. På den tiden publiserte vi et innlegg og advarte mot å undervurdere sannsynligheten for en Trump-seier, [Husker du «Brexit»? Hva nå med Trump?](#) Trump vant og aksjer steg til nye høyder.

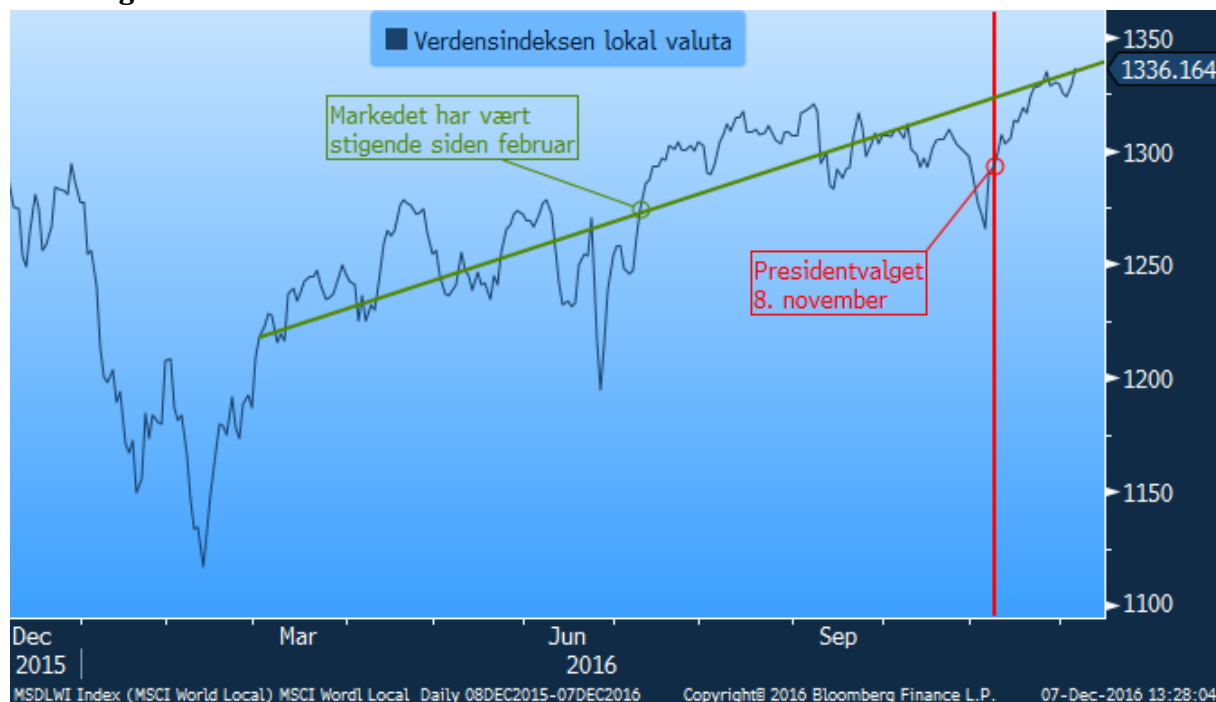
Vi har selv vært ute i pressen og ymtet frempå om at oppturen i aksjemarkedet kanskje var en Trump-effekt: [Trump klarte på få dager det sentralbankene ikke har klart på fem år](#). Men, er det her snakk om en årsak-virkning sammenheng? Stort sett kan folk ikke dy seg når to hendelser oppstår nært i tid og hopper til konklusjonen om at den ene må ha forårsaket den andre. Sameksistens er imidlertid ikke ensbetydende med kausalitet.

Hvis vi skuler til vår oppfatning av situasjonen like før valget, altså før det overraskende utfallet ble kjent, stiller det saken i et litt annet lys. I forrige [månedsbrev](#) skrev vi:

«Vi oppfatter usikkerheten for å være på topp nå like før valget. Etter valget er en av de viktigste usikkerhetsfaktorene avklart, nemlig hvem som blir president. Da er det tid for å vurdere fundamentale forhold og se fremover. Det kan være duket for en ny opptur i aksjemarkedet. [...] I den grad aksjemarkedet har vurdert usikkerheten rundt utfallet av presidentvalget feil, tror vi det knytter seg til ensidig fokus på presidentvalgets betydning for aksjemarkedets fremtid.»

Den positive nyheten kan være at valget er over, ikke hvem som vant. Aksjemarkedet misliker usikkerhet og mange investorer har kanskje avventende valget, ikke utfallet, før de kjøper mer aksjer. En annen faktor er at globale aksjemarkeder begynte sin opptur lenge før valget. Markedene har steget helt siden den brutale nedturen i starten av året.

Utvikling i Verdensindeksen siste året



Utviklingen i globale aksjemarkeder har ikke endret seg vesentlig etter presidentvalget, men fortsetter den stigende trenden fra tidligere i år.

Trump og markedet

Selv om Trump kanskje ikke er årsaken til den positive utviklingen i aksjemarkedet er han ikke helt uten betydning for investorer. Trump har gitt klare signaler om at bankene i mindre grad skal belemres med strenge reguleringer og skal kunne tjene mer penger i fremtiden. Lovnader om økte investeringer i infrastruktur og handelsrestriksjoner med utlandet virker også å være troverdige. Markedet har reagert med å sende kursen på amerikanske banker og industriselskaper opp. En del av USA viktigste handelspartnere, spesielt Mexico, har blitt straffet i markedet.

Når vi først dveler ved Trump er det vanskelig å komme unna spørsmålet om hvordan dette kunne skje. I likhet med Brexit virker det som resultatet blir mottatt med vantro blant velgerne. I stor grad har Trump hentet sin støtte hos den hvite arbeiderklassen, men det er vanskelig å forestille seg at de skal få bedre levekår med Trumppolitikk. Han er ikke akkurat en talsmann for en sosialdemokratisk inntektsfordeling. Vi er av den oppfatning at amerikanske og europeiske arbeidere har vært taperne i globaliseringen som har pågått de siste tiårene. Globalt har verden blitt mer rettferdig og inntektsforskjellene er redusert, men det har kommet på bekostning av arbeiderklassen i Vesten som har opplevd et fall i velstanden. Vi har illustrert dette i en egen artikkel, [ujevn fordeling av gevinsten fra globalisering](#).

I et demokrati er det grenser for hvor store inntektsforskjellen kan bli og hvor urettferdig fordelingen kan være før det gir utslag i omveltning. Vi har sett utfallet av at folk protesterer ved valgurnene og krever en endring. Det etablerte politiske etablissement har vist at de kun leverer skuffelse til de som håper på en bedre hverdag. Dessverre vil resultatet av protestvalgene bli en ny rekke skuffelser. Verken Brexit eller president Trump vil bidra til å redusere inntektsforskjellene og nye protestvalg vil følge.

Konklusjoner for investor

Folket har talt ved urnene og har i protest og/eller desperasjon valgt ekstreme alternativer i håp om en bedre hverdag. Det vil garantert lede til nye skuffelser og mer frustrasjon. Politisk usikkerhet har kommet for å bli. Fremtiden vil favorisere kapitaleierne fremfor lønsmottagerne og uten drastisk omfordelingspolitikk vil de rike fortsette å bli rikere.

Aksjemarkedet vil også i fremtiden først og fremst bli drevet av fundamentale forhold fremfor politikk. Kursene stiger til nye rekorder og markedet ser ut til å favorisere de som er villig til å ta risiko. Vi ser lyst på vintersesongen og risikoen ved å eie aksjer er å foretrekke fremfor risikoen ved å sitte på sidelinjen og aldri komme seg inn i markedet. Hvis toget går er det ikke sikkert det kommer tilbake.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 09.12.16