

BREV TIL INVESTORENE: DESEMBER 2016

Markedsutvikling

Desember ble preget av optimisme og tiltagende risikovilje. De fleste aksjemarkedene verden over leverte solid avkastning og Verdensindeksen for aksjer steg 3,4 %. FDA tjente på en høy aksjeandel og leverte 3,8 % avkastning, hele 1,7 %-poeng bedre enn Referanseindeksen. I andre halvår har FDA levert solid avkastning og steget 10,4 % og ligger godt foran Referanseindeksen. I denne perioden har FDA hatt en gjennomsnittlig aksjeandel på 58 % og har likevel levert bedre avkastning enn verdens aksjemarkeder.

Avkastning	1 måned	3 måneder	6 måneder	2016	Siste 3 år	Fra start
FDA	3,8 %	5,8 %	10,4 %	3,1 %	28,6 %	53,9 %
Ref.indeks	2,1 %	5,4 %	5,8 %	3,4 %	32,7 %	60,8 %
Verdensindeksen	3,4 %	9,1 %	9,6 %	5,1 %	56,0 %	111,9 %
Norske renter	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,5 %	2,8 %	5,2 %
Oslo Børs	4,1 %	9,8 %	13,4 %	12,1 %	24,6 %	66,8 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Europeiske aksjer gjorde et comeback i desember etter relativt svak utvikling tidligere i år. Mest imponerende er imidlertid avkastningen i Storm Bond Fund som steg hele 5,8 %. Fondet investerer i høyrenteobligasjoner med lav kredittverdighet og har dratt nytte av at flere selskaper som har vært i en utsatt posisjon har bedret sin situasjon. Finanssektoren fortsatte å utvikle seg bedre enn markedet for øvrig, mens helsesektoren fortsatte å underprestere.

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

Småselskaper på Oslo Børs steg hele 8,5 % og til sammenlikning var utviklingen i Storebrand Vekst og DNB SMB overraskende svak. Forklaringen ligger i at det kun er energisektoren som gjorde det bra denne måneden, øvrige sektorer ga nullavkastning. Begge fondene er undervektet energisektoren sammenliknet med indeksen for småselskaper.

Porteføljeendringer

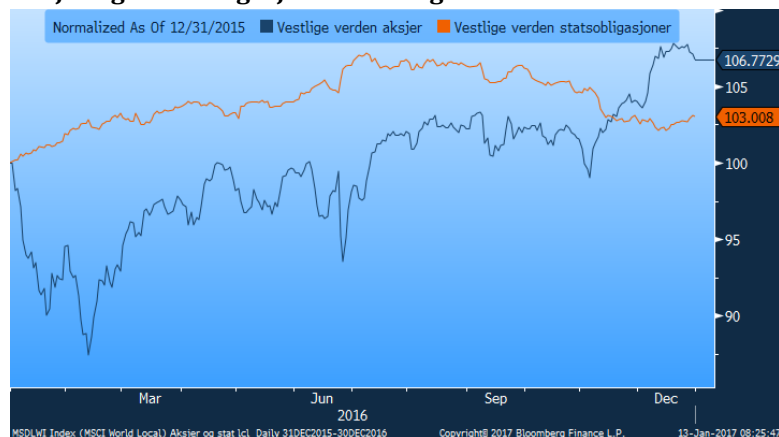
Ved inngangen til desember utgjorde aksjeandelen i FDA 80 % og høyrenteobligasjoner 10 %. Det ble ikke gjort noen endringer i porteføljen i løpet av måneden og FDA har ligget aggressivt allokert i perioden.

Tilbakeblikk på investeringsåret 2016

Et ganske normalt år.

Tilsynelatende var 2016 et ganske normalt år, og i finansmarkedene er jo det sjelden vare. Målt i lokal valuta steg aksjer i Vesten med 6,8 %, noe som er 3,8 % bedre enn det man fikk i statsobligasjoner. Historisk sett har aksjemarkedet gitt omtrent 4 % -poeng høyere avkastning enn risikofri rente. Året sett under ett er utviklingen altså ganske normal. Hvordan vi har kommet hit fremstår som alt annet enn normalt. Ferden gjennom 2016 har gått som en berg- og dalbane over uforutsette hendelser og overraskelser.

Aksjer og statsobligasjoner i vestlige verden 2016



Grafen viser utviklingen i aksjemarkedene og statsobligasjoner i den vestlige verden målt i den lokale valutaen. Aksjemarkedene hadde en god avslutning på året mens statsobligasjoner falt i verdi.

Regional aksjeavkastning

Region	Avkastning 2016
Verden	5,1 %
Norge	12,1 %
USA	8,7 %
Europa	-2,5 %
Japan	0,8 %
Asia	2,6 %
EM	8,4 %

Tabellen viser utviklingen i regionale aksjemarkeder målt i norske kroner. Sammenliknet med resten av verden har Oslo Børs gjort det bra, delvis som en funksjon av at norske kroner har styrket seg.

Året startet med et stjernesmell i aksjemarkedet som fra årets første handledag var i fritt fall. Da kursene endelig vendte opp i midten av februar hadde Verdensindeksen falt 15 % fra topp til bunn. Forrige gang markedet falt like mye var i 2011. Da fryktet vi at det europeiske bankvesenet skulle kollapse og utløse Finanskrisen versjon 2.0. De lærde strides fremdeles om hva som forårsaket årets mini-krakk og ikke uventet peker mange en anklagende finger på Kina. Kina er finansmarkedets «usual suspect» når andre forklaringer ikke åpenbarer seg. Økonomien er stor nok til å påvirke globale markeder, og mangel på transparens i kombinasjon med et annerledes tankesett gir stort rom for fortolkninger.

Verken verden eller Kina gikk under denne gangen heller og aksjemarkedene hentet seg raskt inn igjen, slik aksjemarkedene gjerne gjør når investorene går fra å handle emosjonelt (basert på frykt) til å tenke rasjonelt (bruke kalkulator). Normalt blir vi ikke belemret med mer enn én slik hendelse i løpet av et år og da vi gikk mot sommer var stressnivået i globale finansmarkeder tilbake til normalen.

Vi var imidlertid fast besluttet på at vi ikke skulle bli tatt på sengen igjen og før britene gikk til valgurnene for å stemme over Brexit, tok vi defensive grep i porteføljen (kjøpte amerikanske statsobligasjoner). Valgresultatet overrasket markedet og utløste en typisk *risk off* reaksjon: fall i aksjekursene og stigende pris på statsobligasjoner. Vi realiserte en gevinst på drøye 6 % på vår sikringsstrategi før markedet ristet av seg frykten. Deretter kom aksjekursene seg relativt raskt tilbake etter Brexitsjokket.

Prognosemakerne anså sannsynligheten for Brexit som lav. De levnet heller ikke Donald Trump store muligheter for å bli USAs neste president. I begge tilfeller virket det som verden våknet opp til et utenkelig utfall, selv de som hadde stemt ville ikke tro at det var sant. Vi har også litt problemer med å fordøye utfallet og syntes det politiske landskapet mildt sagt er utfordrende. Imidlertid ligger vår ekspertise ikke innenfor politikk, vi fokuserer på finansmarkedene. Først og fremst er vi opptatt av om et marked er en attraktiv investering gitt dagens prisnivå. Amerikanerne velger president hvert fjerde år og empirien viser at dette har liten betydning for aksjemarkedets utvikling. Dog var en av årets presidentkandidater spesiell, men vi mente at markedet ensidig fokuserte på de negative konsekvensene av Trump som president. Vi fulgte prognosemakerne i at sannsynligheten for en Trump-seier var lav, men gikk imot strategene som mente en slik seier ville gi et nytt mini-krakk i markedet. Bak en underlig fremtoning og banal retorikk, fremsto Trump på mange områder som en markedsvennlig presidentkandidat. I dagene før og like etter presidentvalget økte vi aksjeandelen i porteføljen betydelig, noe som la grunnlaget for de gode resultatene i desember.

2 av 3

Vi er fremdeles usikre på hva som traff oss i starten av året, da vi gikk rett inn i et fallende marked med aggressiv allokering i porteføljen. I slike situasjoner slår de automatiske sikringsmekanismene i porteføljen inn og reduserer risikoen i porteføljen. Vi gikk tilbake til analysearbeidet og endret porteføljens innretning, blant annet ved å øke investeringene i høyrenteobligasjoner. Det viste seg å være en viktig forutsetning for den gode avkastningen vi fikk resten av året. De to påfølgende sjokkene kom vi godt ut av. Før Brexit reduserte vi risikoen i porteføljen og vi økte risikoen før og like etter det amerikanske presidentvalget. Begge tilfellene bidro til å øke avkastningen og redusere risikoen i porteføljen. Ved årets slutt hadde vi kommet oss helskinnet gjennom tre vanskelige hendelser, bommet på en og truffet på to.

Nye takter i valutamarkedet

Oljesmurt come back for norske kroner

I en periode på tre år, 2013 – 2015, har verdien av norske kroner vært fallende. I en global sammenheng har norske formuer blitt redusert med 25 % i verdi i perioden. Med mindre du er opptatt av din ranking på en global «riking-liste» har dette neppe endret ditt syn på egen formue. For oss som forvalter en portefølje med stort innslag av globale aksjer og obligasjoner har fallende norske kroner vært en kilde til ekstra avkastning. I 2016 var bildet snudd og kronen steg i takt med stigende oljepris og gjorde det vanskeligere å skape avkastning på utenlandske investeringer.

Handelsvektet kronekurs i 2016



Grafen viser utviklingen i handelsvektet kronekurs. Kronen har i motsetning til foregående år styrket seg i 2016.

Utvikling i utvalgte valutaer i 2016



Tabellen viser at russiske rubler er den eneste valutaen som styrket seg mot norske kroner. Verst har det gått med britiske pund som har svekket seg over 18 %, mye på grunn av Brexit.

Det var på forhånd knyttet spenning til om vi kunne levere god avkastning i et marked der kronen styrket seg betydelig. 2016 har vist at vi kan levere konkurransedyktig avkastning også i slike markeder. Resultatet har blitt hjulpet av at vi i 2016 valutasikret deler av den globale porteføljen.

FDA i 2016

Gull i søppelobligasjoner

Ved inngangen til året var vi positive til aksjer og kredittobligasjoner, men anså avkastningspotensialet for å være moderat. Det la ikke grunnlaget for en god start på året. Markedets utvikling i starten av 2016 var skremmende lik starten på 2008. På vårt årsseminar i slutten av januar konkluderte vi likevel med at dette ikke var starten på en ny finanskrisen. Vår prediksjon var at 2016 fremdeles ville bli et rimelig godt år for investorer, at markedene ville innhente tapene og stige enda litt. Spesielt var vi blitt positive til høyrenteobligasjoner og kanskje de eneste i bransjen som mente at høyrenteobligasjoner skulle gi bedre avkastning enn aksjer.

Som sagt, så gjort - i april utgjorde høyrenteobligasjonen over en tredjedel av porteføljen. Etter først å ha vært kilden til vår underprestatjon, endte høyrenteobligasjoner med å være vår beste investering i 2016.

Når året er opp og avgjort ser vi at obligasjonsporteføljen steg med drøye 6 % og aksjeporteføljen med drøye 4 %. Også når vi sammenlikner globale indekser har høyrenteobligasjoner gjort det bedre enn aksjer. Dette er en uvanlig utvikling i år der aksjemarkedet stiger. Unntaket er Norge der Oslo Børs gjorde det bedre enn alle høyrentefond, bortsett fra Storm Bond Fund som slo børsen med 2 % - poeng.

Avkastningsanalyse

Vi anslo (les: gjettet) at avkastning i FDA ville havne i intervallet 4 % - 6 %, altså noe lavere enn foregående år. Med fasiten i hånd ser vi at vi fikk nesten rett på avkastningen.

Avkastningsanalyse	Vekt	Avkastning
FDA's aksjebeholdning	57 %	4,1 %
FDA's rentebeholdning	43 %	6,1 %
FDA's faste kostnader		-1,8 %
FDA's avkastning til investor		3,1 %
Referanseindeks		3,4 %
Meravkastning		-0,3 %

Bidragsanalyse	Avkastningsbidrag
Allokering, aksjer og renter	0,0 %
Seleksjon av aksjefond	-0,6 %
Seleksjon av rentefond	2,8 %
Kostnader	-1,8 %
Valuta og krysseffekt	-0,7 %
Meravkastning	-0,3 %

Vi gikk inn i året med høy risiko i porteføljen og ble straffet hardt i et fallende marked i januar og februar. Deretter gikk det meste vår vei og resten av året ble tapet sakte, men sikkert, hentet inn.

Valg av aksjefond fungerte dårlig i 2016 og ga et negativt bidrag til avkastningen. Etter å ha tapt på for høy aksjeandel i starten av året tjente vi godt på allokeringsbeslutningene resten av året. Ved slutten av året var bidraget fra allokeringsbeslutningene tilbake til null. Seleksjon av rentefond var derimot en stor suksess og bidro med 2,8 % til avkastningen.

Alle tall i norske kroner.

Aksjeporteføljen i FDA steg 4,1 % og havnet litt bak Verdensindeksen som steg 5,0 %. Vår beste investering var amerikanske aksjer, men det var også den største kilden til underprestasjon. Sammenliknet med Verdensindeksen har vi eid for lite amerikanske aksjer. Norske aksjer, med Storebrand Vekst i spissen, har vært et positivt bidrag. Europeiske og Japanske aksjer har i 2016 bidratt negativt til avkastningen.

I 2016 fikk vi full uttelling på vår rentestrategi og renteporteføljen steg hele 6,1 %. Ingen av renteplasseringene ga negativ avkastning og de fem beste investeringene var:

Storm Bond Fund	+17,8 %
Nordea US High Yield	+7,9 %
Nordea Emerging Markets Bond	+6,9 %
iShares Amerikanske Statsobligasjoner	+6,3 %
Holberg Kreditt	+6,0 %

Etter vårt amerikanske indeksfond, Ossiam Shiller S&P 500, var Storm Bond Fund den største bidragsyteren i FDA i 2016.

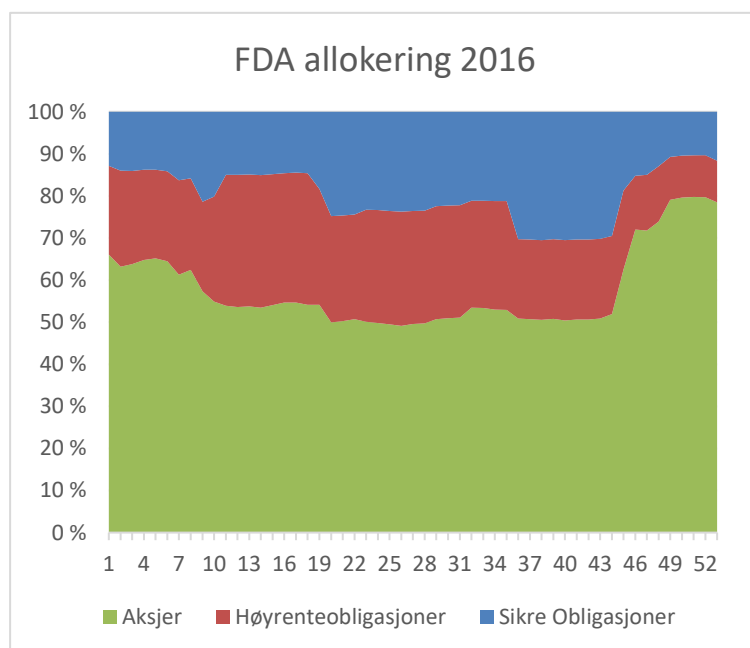
Dynamisk allokering

Verden er i endring, skal porteføljen være nesten statisk?

Sentralt i vår investeringsfilosofi står prinsippet om å tilpasse porteføljen til markedsforholdene. Det er det vi kaller dynamisk aktivaallokering. De fleste studier som omhandler aktivaallokering tar for seg en fast fordeling mellom aksjer og obligasjoner. Vi mener investorene kan redusere risikoen og

øke avkastningen ved å tilpasse porteføljen til markedsforholdene. Enkelt sagt vil vi eie mer av de aktivklassene som fremstår som billige og mindre av de som fremstår som dyre.

Det er mange kombinasjonsfond i Norge som har et mandat som likner FDA. FDA skiller seg allikevel ut ved at vi i større grad enn de fleste andre kombinasjonsfond faktisk utnytter mandatet til å endre porteføljens sammensetning i en vesentlig grad. Skal vi gjøre endringer som påvirker porteføljens risikoprofil og avkastningspotensial er det ikke tilstrekkelig å endre vektene noen prosentpoeng rundt en referanseallokering. Det overlater vi til de store bankene.



Grafen til venstre viser hvordan allokeringen mellom aksjer, høyrenteobligasjoner og sikre obligasjoner har utviklet seg i 2016. I november endret vi markedssyn fra å være skeptiske til optimistiske og økte aksjeandelen fra 50 % til 80 % på kort tid. Andelen høyrenteobligasjoner har variert mellom 10 % og 35 %. I perioder kan den aktive stilen medføre at FDA skiller seg ut sammenliknet med de fleste andre kombinasjonsfond. Det er en bevisst del av vår strategi og vi anser det som sunn fornuft og empiri satt i system.

Utsikter for 2017

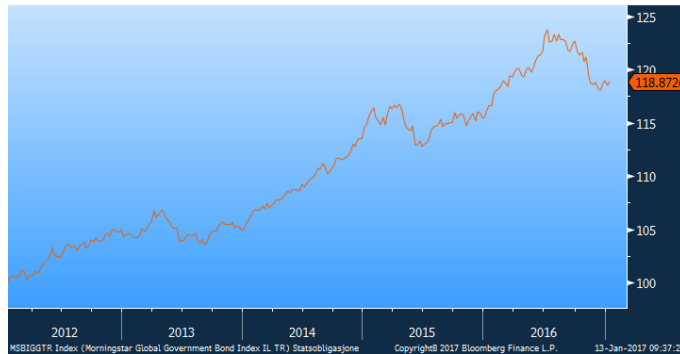
Forecasts create the image that the future is knowable – Peter Bernstein

Aksjemarkedet har blitt dyrere i løpet av året som gikk. Allikevel forventer vi et bedre år for aksjer i 2017. Donald Trump har fått æren for aksjemarkedets revitalisering i desember og mange setter sin lit til en positiv Trump-effekt i 2017. Vi mener det er andre og større krefter i spill som vil påvirke investorene i det kommende året.

Enkelt sagt anser vi investorene for å ha to egenskaper som påvirker utviklingen i aksjemarkedet, de kan være emosjonelle eller analytiske. Når investorene er i det emosjonelle hjørnet er det frykt og grådighet som råder. Investorene er reaktive, hendelser i markedet skaper en reaksjon hos investorene. For eksempel kan et kraftig fall i kursene medføre frykt for videre kursnedgang og i verste fall skape panikk. En analytisk investor bruker tilgjengelig informasjon til å kalkulere avkastningspotensialet. Et kraftig fall i prisene vil da ofte fremstå som en rabatt og dermed en kjøpsmulighet. Emosjonelle investorer er bakoverskuende, opptatt av det skjedde som i går, og rasjonelle investorer er fremoverskuende, opptatt av det som kan skje i morgen. Store bevegelser i markedet kjennetegnes ofte ved at investorene kollektivt skifter mellom å være rasjonelle og emosjonelle.

For noen år siden ble begrepet «den store rotasjonen» myntet. Begrepet henspilte på at obligasjonsinvestorene hadde så lav avkastning i vente at de ville søke seg til aksjemarkedet. Dette skulle medføre et kraftig fall i obligasjonsprisene og tilsvarende oppgang i aksjeprisene. I ettertid kan

Avkastning i statsobligasjoner



vi konkludere med at denne analysen ikke slo til. Obligasjonsprisen fortsatte å stige, og fremtidig rentebetaling fra obligasjonene fortsatte å falle. Obligasjonsprisene steg til absurde nivåer der fremtidig avkastning for mange statsobligasjoner ble negativ. Hvorfor kastet ikke obligasjonsinvestorene inn håndkle? Det rasjonelle ville være å selge alle obligasjoner med negativ rente og søke lykken andre steder.

Svaret kan ligge i grådighet. Frem til midten av 2016 har obligasjonsinvestorene fått god avkastning som følge av stigende obligasjonspriser, på tross av at rentene har vært lave. Historisk avkastning har vært et kraftig incentiv til å ignorere dårlige fremtidsutsikter iboende i den fallende obligasjonsrenten. Investorer har kjøpt obligasjoner med negativ rente i håp om at utviklingen fra året før skal gjenta seg: prisoppgang og muligheten til å selge med gevinst. En slik strategi omtales ofte som *the even bigger fool*.

Det kan virke som verden slapp opp for nye naive obligasjonsoptimister i midten av 2016. Siden den gang har obligasjonsprisene falt kraftig og påført investorene betydelig smerte, og frykt for videre kursfall. De emosjonelle frykter videre kursfall, men prisen har ikke falt nok til at de som er analytisk anlagt kjøper obligasjoner på grunn av attraktive renter. Denne kombinasjonen, der emosjonelle og analytiske investorer når samme konklusjon, kan gi betydelig utslag i markedene i 2017. Det vil være negativt for obligasjonsprisene og tilsvarende positivt for aksjeprisene.

Konklusjoner for investor

For mye fornuft kan gå utover avkastningen.

På tross av noe høyere prising enn for ett år siden er vi mer positive til aksjemarkedet nå enn vi var da. Fundamentale forhold i økonomien har bedret seg og aksjeselskapenes inntjening er igjen stigende. Investorsentimentet har skiftet til å bli mer positivt og det er tegn på at villigheten til å sitte med obligasjoner med negative eller svært lave renter er avtagende. Analytiske og fremoverskuende investorer vil etterspørre aksjer fremfor obligasjoner, og prisutviklingen vil være deretter. I et slikt scenario kan det koste dyrt å være en «fornuftig investor» og sette seg selv på sidelinjen fordi aksjer er dyre. Tiltagende optimisme og en rotasjon der aksjer foretrekkes fremfor obligasjoner kan danne grunnlaget for et meget godt aksjeår i 2017.