

BREV TIL INVESTORENE: DESEMBER 2015

Markedsutvikling

Desember ble en svak måned i globale aksjemarkeder. Fallende kronekurs veide imidlertid opp og målt i norske kroner endte Verdensindeksen uendret i løpet av måneden. Verre gikk det i hjemlige markeder der både aksjekurser og obligasjonskurser falt markant. Dette trakk avkastningen i FDA ned og vi endte måneden 0,7 % bak Referanseindeksen. For 2015 sett under ett leverte FDA 10,3 % avkastning og slo med det Referanseindeksen med 0,7 % -poeng for året.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-0,7 %	5,7 %	10,3 %	10,3 %	48,5 %	49,3 %
Ref.indeks	0,0 %	5,4 %	9,6 %	9,6 %	54,0 %	55,5 %
Verdensindeksen	0,0 %	8,9 %	15,4 %	15,4 %	98,9 %	101,6 %
Norske renter	0,1 %	0,2 %	0,9 %	0,9 %	3,9 %	4,6 %
Oslo Børs	-2,9 %	4,9 %	5,9 %	5,9 %	37,4 %	48,7 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Usikkerheten fortsetter å ri globale obligasjonsmarkeder og spesielt hardt har det gått utover alt som har med råvarer å gjøre. Norske fond som investerer i høyrenteobligasjoner har igjen fått hard medfart. Både Holberg Kreditt og Storm Bond Fund har falt betydelig. Oslo Børs har også lagt bak seg en svak måned og DNB Norge Indeks falt 3 %. Den positive overraskelsen stammer fra Storebrand Vekst som stiger hele 7,5 % i et fallende marked. I øvrige fond samlet avkastningen seg rundt null.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i desember
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	3 %	7,5 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	6 %	3,5 %
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	8 %	0,5 %
iShares S&P 500	Aksjer, USA	3 %	0,2 %
Robo Stox	Aksjer, USA	2 %	0,1 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	12 %	-0,2 %
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	4 %	-0,6 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	5 %	-1,1 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	9 %	-1,2 %
iShares Stoxx 50	Aksjer, Europa	2 %	-1,4 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	13 %	-2,0 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	14 %	-2,3 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	8 %	-2,6 %
DNB Norge Indeks	Aksjer, Norge	2 %	-3,0 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	-4,2 %

Storebrand Vekst investerer i all hovedsak i norske småselskaper. Den såkalte desembereffekten har vist seg å være ekstra positiv for små selskaper på Oslo Børs og kan ha vært medvirkende til den gode avkastningen i Storebrand Vekst. Imidlertid har desember vært negativ for Oslo Børs forøvrig, noe som bare har vært tilfellet to ganger tidligere i løpet av de siste 15 årene.

Porteføljeendringer

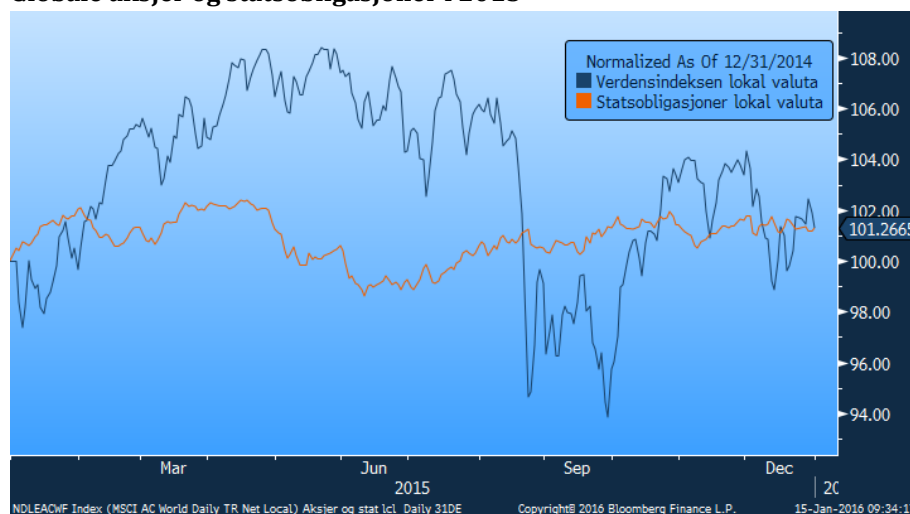
Den regionale aksjeallokeringen er justert noe ved å selge i USA og kjøpe i Europa, tilsvarende 2,5 % av kapitalen. I slutten av måneden ble beholdningen i Holberg Kreditt og Storm Bond Fund økt med rundt 1 % hver. Provenyet ble hentet fra kontantbeholdningen.

Tilbakeblikk på investeringsåret 2015

Et slitsomt hvileskjær

Året sett under ett skjedde det svært lite i globale finansmarkeder i 2015. Målt i lokal valuta steg både globale aksjer og statsobligasjoner med 1,3 %. Det var lite å hente både i aksjer og obligasjoner, og allokeringen derimellom spilte ingen rolle. Allikevel føles det som vi har vært gjennom store endringer i løpet av året. Det skyldes selvfølgelig at utviklingen i markedene har variert gjennom året. Aksjemarkedet klatret først 7 % til en toppnotering før vi fikk en korreksjon i september. På det verste var årsavkastningen nede i -6 % før aksjemarkedet humpet oppover mot slutten av året. I 2015 var aksjemarkedet preget av volatilitet og ingen retning. Med andre ord – vi har fått risiko, men ingen avkastning. Mer stabilt har det vært i statsobligasjoner, der har det vært lite av både risiko og avkastning. Indeksen for globale statsobligasjoner har holdt seg tett til nullavkastning hele året.

Globale aksjer og statsobligasjoner i 2015



Aksjemarkeder i lokal valuta

Region	Avkastning 2015
Verden	1,3 %
Norge	5,9 %
USA	1,4 %
Europa	5,6 %
Japan	11,0 %
Asia	-5,6 %
EM	-5,7 %

Sammenlikner vi ulike aksjemarkeder ser vi moderate sprik i avkastningen for 2015. Fremvoksende økonomier har utviklet seg svakt med en nedgang på 5,7 % og Japan fremstår som et av de beste aksjemarkedene globalt med en oppgang på 11 %. Norske aksjer overrasket igjen ved å stige nesten 6 % i nok et år med betydelig fall i oljeprisen. Selv om vi tar hensyn til fallet i kronekursen er utviklingen sterkere enn forventet.

En kort oppsummering av investeringsåret 2015:

- Lav avkastning fra globale aksjemarkeder
- Lav avkastning fra globale statsobligasjoner
- Ingen gevinst fra aktivaallokering
- Moderat potensial for gevinst fra geografisk allokering
- Betydelig fall i prisen på høyrenteobligasjoner (utgang i kredittpåslaget)

Valuta – i år igjen

Kronesvekkelse: en kilde til høyere avkastning og lavere formue

Norske investorer har nok et år vært heldige med utviklingen i valutamarkedet. Norske kroner har svekket seg betydelig mot de fleste valutaer. Målt i norske kroner har Verdensindeksen steget 15,4 % i verdi i 2015 og vært en god kilde til avkastning. Slik sett er fallende valutakurs en velsignelse for norske investorer. Et annet perspektiv er å se på verdien av sin formue i global målestokk. Da har valutaeffekten gjort deg betydelig mindre verdt de siste årene. Denne deprimerende tanken skyver vi til side og gleder oss over god avkastning i vår portefølje, målt i norske kroner.

Handelsvektet kronekurs i 2015



Grafen viser utviklingen i handelsvektet kronekurs. Kronen har fortsatt den svake utviklingen fra foregående to år og falt 9 % i 2015.

Utvikling i utvalgte valutaer i 2015

Period	Past 4 Quarters	Basket FDA	Base Curr
Range	12/31/2014	-	12/31/2015
Single Ranking Table View Time Series			
Spot Returns (%)			
1)	United States Dollar	USD	18.22
2)	Japanese Yen	JPY	17.86
3)	Chinese Renminbi	CNY	12.98
4)	Indian Rupee	INR	12.66
5)	British Pound	GBP	11.79
6)	South Korean Won	KRW	10.83
7)	Singapore Dollar	SGD	10.50
8)	Swedish Krona	SEK	9.04
9)	Thai Baht	THB	7.80
10)	Indonesian Rupiah	IDR	6.19
11)	Euro	EUR	6.16
12)	Malaysian Ringgit	MYR	-3.70
13)	Russian Ruble	RUB	-5.78

Tabellen viser at amerikanske dollar har styrket seg over 18 % mot norske kroner. Kun to valutaer har svekket seg sammenliknet med kronen.

I FDA har vi muligheten til å påvirke valutasammensetningen i porteføljen. Vi har heldigvis ikke falt for fristelsen til å tro på valutastrategene som til stadighet har varslet at norske kroner her nådd bunnen. FDA har hatt drøyt 50 % av porteføljen eksponert mot utenlandsk valuta, i hovedsak amerikanske dollar. Dermed har fallende kronekurs vært et betydelig positiv bidrag i porteføljens utvikling i 2015.

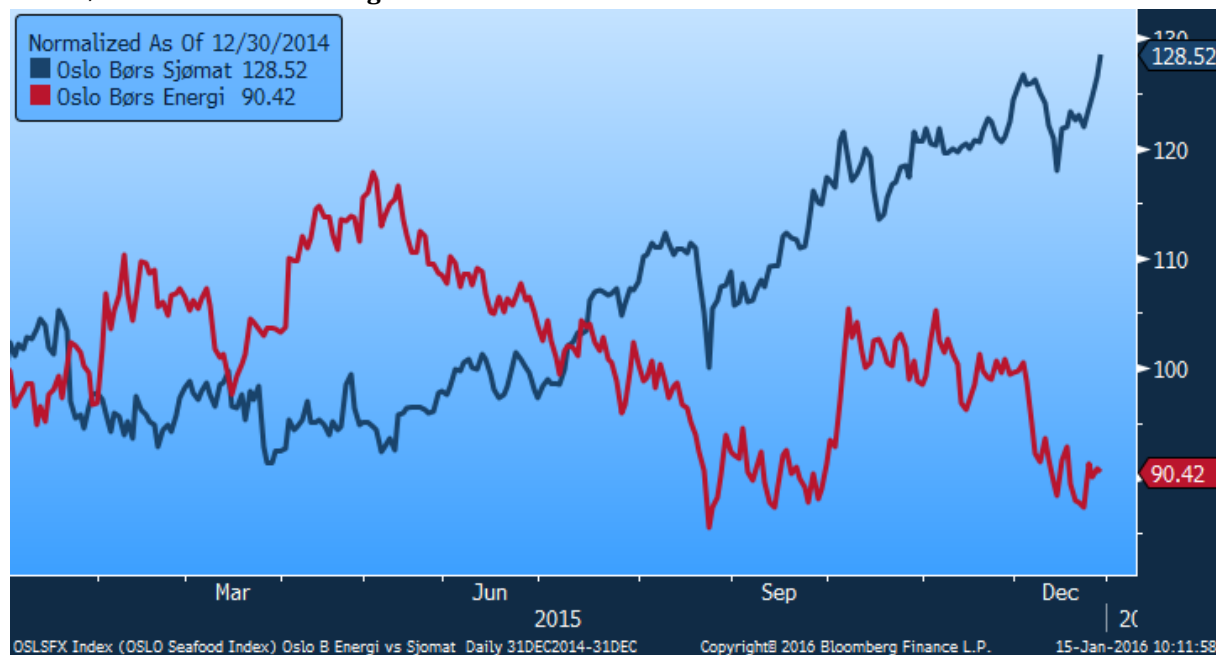
Norge og olje

Når vondt blir verre

I 2014 gikk alt imot norsk økonomi og det var vanskelig å tenke seg at det kunne bli stort verre. Oljeprisen falt fra 110 til 57 dollar fatet i løpet av året. Spekulasjonene gikk i hvor fort og hvor mye oljeprisen ville stige i 2015. Fasiten ble at oljeprisen falt nye 35 %, til 37 dollar fatet ved utgangen av 2015. Når Oslo Børs allikevel stiger nærmere 6 % i 2015, viser det at vi lever av mer enn bare olje. Grafen på neste side viser utviklingen i energisektoren og sjømatsektoren i 2015.

Det virker imidlertid som sentimentet har utviklet seg i negativ retning for norsk økonomi, lave oljepriser er en del av forventningene for de neste årene. Arbeidsledigheten er stigende på landsbasis og boligprisene fallende i oljebeltet. Det er vanskelig å bli veldig positiv til norsk økonomi og Oslo Børs. Det virker sannsynlig at det skal bli verre før det blir bedre.

Oslo Børs i 2015 ulik utvikling i sektorer



Det var mer lukrativt å selge laks enn olje i 2015. Sjømatsektoren steg over 28 % i 2015 og var en viktig bidragsyter til at Oslo Børs leverte positiv avkastning. En investering i energisektoren tapte 10 %. Tatt i betraktning at oljeprisen falt 35 % er utviklingen overraskende god.

FDA i 2015

Målet nådd, via uventede veier

Ved inngangen til året var vi positive til aksjer og kredittobligasjoner, men anså avkastningspotensialet for å være moderat. Vi anslo (les: gjettet) at avkastning i FDA ville havne i intervallet 8 % - 10 %, altså noe lavere enn foregående år. Med fasiten i hånd ser vi at vi fikk nesten rett på avkastningen, delvis på grunn av uventet drahjelp fra valutamarkedet.

Aksjeporteføljen i FDA steg 18,5 % og slo Verdensindeksen med 3,1 % -poeng. De tre største bidragene i aksjeporteføljen var:

- 1) Europeiske aksjer steg 37 % – valutasikret til amerikanske dollar
- 2) Sector Healthcare steg 36 % – aksjer i global helsesektor
- 3) Japanske aksjer steg 32 % – valutasikret til amerikanske dollar

Imidlertid slo ikke vår rentestrategi til. FDA har hatt betydelig eksponering mot høyrenteobligasjoner, et markedssegment som har falt betydelig i 2015. Vi har gjort en del handler i rentefond i 2015 som har dempet nedgangen, men renteporteføljen ender allikevel året med et tap på 0,5 %, noe som er 1,4 % -poeng dårligere enn norsk risikofri rente (St1x). Tabellen på neste side sammenstillter hvordan allokeringsbeslutningene har påvirket avkastningen i 2015.

Avkastningsanalyse	Vekt	Avkastning
FDA's aksjebeholdning	66 %	18,5 %
FDA's rentebeholdning	34 %	-0,5 %
FDA's faste kostnader		-1,8 %
FDA's avkastning til investor		10,3 %
Referanseindeks		9,6 %
Meravkastning		0,7 %
Bidragsanalyse	Avkastningsbidrag	
Allokering, aksjer og renter		0,6 %
Seleksjon aksjefond		3,5 %
Seleksjon rentefond		-0,7 %
Kostnader		-1,8 %
Valuta og kryseffekt		-0,8 %
Meravkastning		0,7 %

I gjennomsnitt har FDA vært overvektet aksjer, noe som har trukket avkastning opp med 0,6 % -poeng. Seleksjonen av aksjefond har ført til bedre avkastning fra aksjeporteføljen enn Verdensindeksen og har trukket avkastningen i FDA opp 3,5 % -poeng. Valg av rentefond har ikke vært en suksess og har trukket avkastningen ned med 0,7 % -poeng. Netto etter kostnader og andre effekter har FDA gitt en avkastning på 10,3 %, 0,7 % -poeng bedre enn referanseindeksen.

Alle tall i norske kroner.

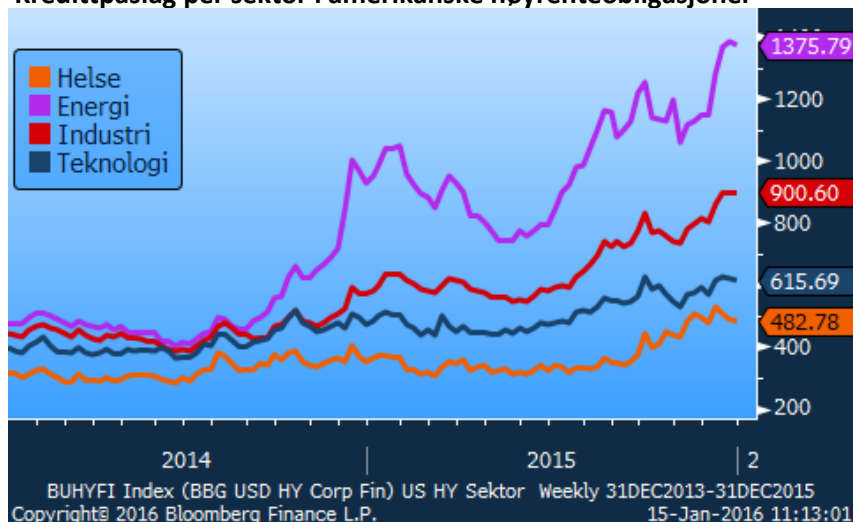
Utsikter for 2016

Same procedure as last year

Aksjemarkedet er omtrent like dyrt ved utgangen av året som det var ved inngangen til året. Verken prisen eller selskapenes inntjening har endret seg vesentlig. Da koker det i grunnen ned til om framtidutsiktene er bedret eller forringet. På tross av at aksjemarkedet i skrivende stund er i fritt fall kan vi ikke se noen fundamental forklaring til hvorfor utsiktene er dårligere nå enn for et år siden. I USA forsetter den økonomiske utviklingen å gå i riktig retning, men selskapenes inntjening er på vikende front. I Europa vokser selskapenes inntjening noe, men ligger langt under markedets forventninger. Kvantitative lettelsener har hatt moderat positiv effekt og europeisk økonomi har styrket seg noe, men heller ikke Super Mario har klart å innfri forventningene helt. Noen forhold er forverret, andre bedret, og i sum vurderer vi utsiktene omtrent som i fjor. Et moderat priset aksjemarked burde gi rom for moderat oppgang i 2016.

I obligasjonsmarkedet har det vært en kraftig utgang i kredittpåslagene (= fall i obligasjonsprisene). Det er åpenbart at mange selskaper innenfor energi- og råvaresektoren vil slite med å møte sine forpliktelser i 2016. Det kan ha skapt en ubegrunnet frykt for en dominoeffekt og at en konkursbølge skal slå inn over hele markedet. Selv obligasjoner i andre sektorer opplever kriseprising. Vi ser ingen umiddelbar fare for at eventuelle konkurser i energi- og

Kredittpåslag per sektor i amerikanske høyrenteobligasjoner



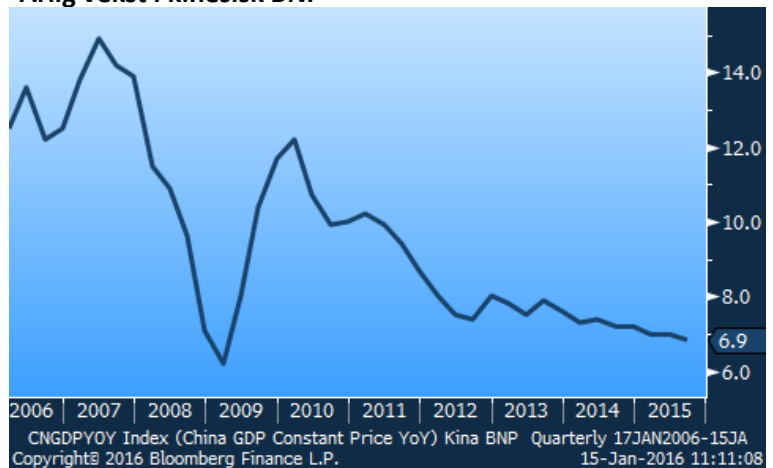
råvaresektoren skal smitte over til andre sektorer og mener høyrenteobligasjoner fremstår som attraktivt priset i dagens marked.

Historien viser også at høyrenteobligasjoner har gitt best avkastning de årene konkursraten er høyest. Dette paradokset kan forklares med at frykten for at noen skal gå konkurs tynger hele markedet, når konkursen er et faktum påvirker det kun det aktuelle selskapet. Når det er avklart hvilke selskaper som går konkurs og hvilke som overlever vil hele markedet kunne reprises. Det kan være duket for et av tidenes beste år i høyrenteobligasjoner i 2016.

Fallende kinesisk vekst får ofte skylda for dårlig utvikling i aksjemarkedet. Frykten for såkalt hard landing i Kina har blitt trukket frem som forklaring hver gang markedet tar en tur ned. Økonomisk veksttakt har vært fallende i Kina de siste ti årene og så langt har dette vært noe aksjemarkedet og verdensøkonomien har absorbert. I den sammenhengen er det vanskelig å se at det skal være dramatisk om veksten faller noen prosentpoeng til de nærmeste årene.

At en bekymring blir gjentatt til det kjedsommelige i pressen gjør den ikke mer reell. Frykten for hard landing i Kina virker sterkt overdramatisert. Eventuelle sjokk utløst i Kina vil sannsynligvis komme som følge av krakk i eiendomsmarkedet, forsterket av finansielle ubalanser. Det er en reell risiko og vil kunne utløse en gjeldskrise i fremvoksende økonomier. Kina er på grunn av sin størrelse en risikofaktor, men vi tror aktørene ofte feiltolker risikoen.

Årlig vekst i kinesisk BNP



Teknologisk revolusjon

Nestenukker i alpinbakken

Fra et investorperspektiv kan det virke som summen av effekten av den teknologiske revolusjonen er en kameradrone som nesten datt ned i hodet på en skiløper. Ny teknologi har ikke gitt spesiell god avkastning i 2015 og det er fristende å avskrive 3D printere andre nyvinninger som teknologinernes unyttige leketøy. Det vil være omtrent like dumt som å betegne internett som en døgnflue. Teknologiske nyvinninger transformere samfunnet og økonomien rundt oss og vil være et tema som skiller mellom vinnere og tapere i mange år fremover. Det er et stort potensial i å identifisere selskaper som driver den teknologiske utviklingen for å kunne investere i det nye Microsoft, Apple eller Google på et tidlig tidspunkt. Imidlertid lærte vi en ting av IT boblen: Det er langt fra en god idé til en god kontantstrøm. Som investor er vi kun opptatt av evnen til å skape verdi i form av inntjening, ikke teknologiske nyvinninger i seg selv. I den andre enden av spektrumet finner vi de selskapene som i dag har god inntjening og prisen lavt, men som ikke har vist evne til å omstille seg. Dette er industriens dinosaurer og er dømt til å dø ut. Å filtrere ut denne typen selskaper og sektorer kan være en god kilde til meravkastning for de aktive forvalterne.

Konklusjoner for investor

Hold fokus på det som er av betydning for avkastningen.

Rotschild skal ha uttalt at når blodet flyter i gatene er tiden inne for å kjøpe aksjer. Mye tyder på at det blir blodbad i høyrenteobligasjoner i løpet av 2016 og historien viser at det kan være en god periode å være investert. Du skal imidlertid ikke være for opptatt av ditt omdømme. Det er ikke langt mellom rikssynsere som advarer mot høyrenteobligasjoner og kritikken av avvikere kan være krass. For de som tåler å gå imot sentimentet er avkastningspotensialet stort.

Hvis vi sorterer ut følelser og frykt, og holder fokus på det som er relevant, prising og fremtidsutsikter, bør vi kunne forvente fornuftig avkastning i aksjer også. Sannsynligvis vil det svinge godt i aksjemarkedet i 2016, og enhver nedtur vil ha sin forklaring (sikkert minst en kinesisk vekst nedtur). Svingninger er prisen vi må betale for å høste aksjemarkedets avkastning, og det fortsetter vi med inntil fundamentale forhold tilsier noe annet.

*Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 15.01.16*