



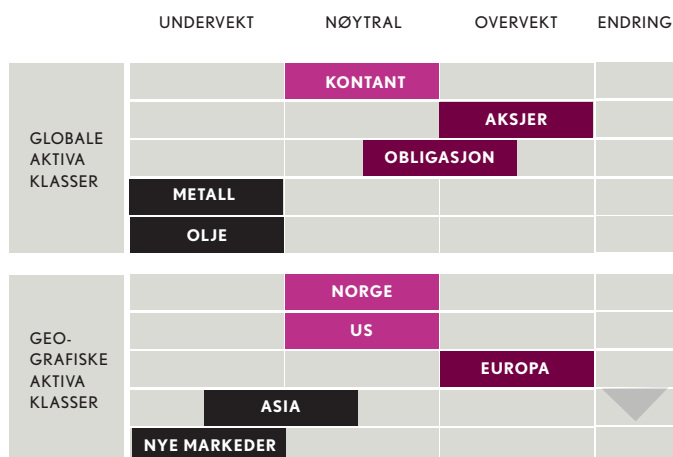
ap·r·il

I TALL

NYHETSBRUV 11
07.04.2014

TEKST:
SAM / WERKSEMD

MAKROBILDET



FIGUR 01. OVERSIKT OVER MAKROBILDET
HØYRE KOLONNE ANGIR ENDRING MED PILER: OPP, NED ELLER UENDRET

Som indikert i forrige nyhetsbrev, så har 2014 startet like utfordrende som vi forutså for 3 måneder siden. Vi har vært igjenom en liten korreksjon, og relativt sideveis markeder. Vi ser også at forskjellen mellom de forskjellige regionene og børsene begynner å bli store. Oslo Børs er opp 2,4% så langt i år, mens Japan er ned 9%. Hong Kong er ned 5%, mens Europa og USA er opp +/- 1,5%. Et annet moment som har preget begynnelsen på det nye året er en endring i trenden av en svakere norsk krone. Den norske kronen har i snitt styrket seg med 1,9% så langt i år, slik at alt annet like, så vil en investering utenfor Norge (og NOK) ha svekket seg med 1,9% så langt i år.

De store temaene som har preget makrobildet gjennom første kvartal har vært:

- 1) tilbaketrekking av stimulanser i USA ("tapering"),
- 2) svakere Kinesisk vekst,
- 3) fall i nye markeder (for både aksjer, obligasjoner og valuta)
- 4) Konflikt rundt Ukraina

Jeg skal ikke dvele nevneverdig ved siste punkt, da dette skulle være noe som ikke burde ha særlig innvirkning på markedene – med mindre konflikten skulle eskalere og inkludere store økono-

STAVANGER ASSET NR 11

Sosial



ILL.: NYE SOSIALE FELLESSKAP

“Å trives i andres selskap, sier ordboken. “Eller betegner ordninger som fremmer fellesskap eller som tar sikte på en lik eller rettferdig fordeling av goder.” En blå kommune trefferdedels grensende til hav, i et land der været bidratt til å definere det enkelte hjem som den primære sosiale sone; hvordan er byens sosiale kondisjon?

Fremvoksende uavhengig av hverandre ser Stavanger ulike prosjekter, tiltak og næringsmodeller som gjerne kan sorteres under beskrivelsen innovativ fremming av fellesskap. Arkitektkontoret Helen&Hard har forsket frem en modell for en bærekraftig og annerledes livsstil basert på bofellesskap med prosjektet Gaining by Sharing: “GbS-modellen omfatter ikke bare fysiske løsninger som arkitektur og infrastruktur. Modellen søker også å ivareta best mulig livskvalitet og sosiale relasjoner hos beboerne. Målet med modellen er å skape sosiale, miljømessige, økonomiske og arkitektoniske gevinster, gjennom fellesskap og deling.”

Kooperatøren er et foreløpig sporadisk initiativ som inviterer til bytte av matvarer, av typen en pose plommer fra treet i hagen mot et parti hjemmebakke brownies. Samspisingskonseptet Eatincommon er importert til bys samtidig som ulike startup-kollektiv og kreative fellesskap etableres og vokser seg matnyttige både innbyrdes og som samfunnsmessige ressursentra utad.

miske sanksjoner. Ellers opplever USA og England (i særdeleshet) fremgang i egen økonomi, og må derfor igangsette tiltak ift hvordan tidligere igangsatte stimulanser skal skaleres tilbake. Dette vil på ett eller annet tidspunkt medføre oppgang i renter, men her hersker fremdeles stor usikkerhet ift. når dette vil materialiseres. Den kommende oppgangen i renter, kombinert med svakere vekstutsikter for Kina, er kimen til fallet vi så i nye markeder i årets første kvartal. Enkelte land opplevde fall på +/- 20% i egen valuta, i tillegg til fall i verdipapirmarkedene. Investorer trakk mer penger ut av nye markeder i årets første 2 måneder enn de gjorde i løpet av hele 2013.

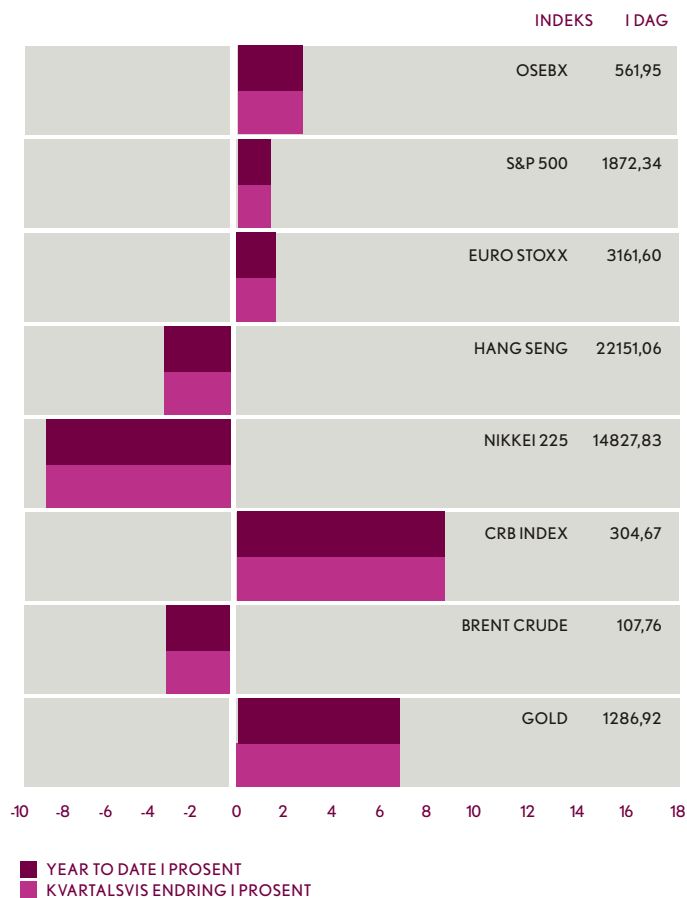
Helt siden finanskrisen begynte i 2008, så har vi sett en globalisert nedtur etterfulgt av en globalisert gjeninnhentning. Selv om virkemidlene har vært forskjellige, så har de fleste sentralbanker jobbet med det samme mål for øye. I fasen for gjeninnhentning har vi nå sett at regionene splittes ift økonomisk utvikling, noe som gjør at de forskjellige sentralbankene i dag har vidt forskjellige utfordringer. Mens ESB fremdeles kjemper mot dårlig økonomisk vekst, så må den Kinesiske sentralbanken håndtere en galopperende økning i innenlands gjeld. Amerikanske Fed og Bank of England på sin side jobber med hvordan de skal kunne reversere stimulansen ettersom deres økonomier er i stadig bedring. I nye markeder har det vært tiltakende frykt for at svekkelse i valutakurser skal medføre høyere inflasjon, noe som igjen har ført til innstramning fra de respektive

sentralbankene. Denne dragingen i forskjellige retninger for de respektive sentralbankene mener vi representerer en viktig endring i det makroøkonomiske bildet. Vi befinner oss ikke lenger i et binært markeds klima (risk on / risk off), men mer et klima for større forskjeller i risiko og avkastning.

Allokering

Vi beholder stort sett samme allokering som vi hadde sist, men tar marginalt ned vektningen i Asia. I fjor hadde vi en generell markedseksponering mot Kina, nærmere bestemt H-aksjer, men denne solgte vi på høsten i fjor. Vi har istedenfor valgt å ta en mindre eksponering i noen enkeltelskaper som vi mener skal være godt posisjonert ift de reformene som er annonsert for Kinesisk økonomi, nærmere bestemt innen farmasi og forsikring. I tillegg til dette så har vi gjennom fjoråret hatt en overvekt på Japan. Denne velger vi nå å ta noe ned, da det i skrivende stund hersker større usikkerhet knyttet til forståelse, evne og vilje til at det Japanske styret tar de nødvendige grep for å forhindre at den begynnende veksten skal stoppe opp. I sum er vi da marginalt lavere vektet mot Asia. Vi beholder overvekten mot Europa, og en mer nøytral vektning mot Norge og USA. Vi beholder overvekt på aksjer, samt noe overvekt på obligasjoner. I sistnevnte kategori tar noe profitt i høyrentemarkedet, og vektet ytterligere over mot det konvertible obligasjonsmarkedet.

AKSJER

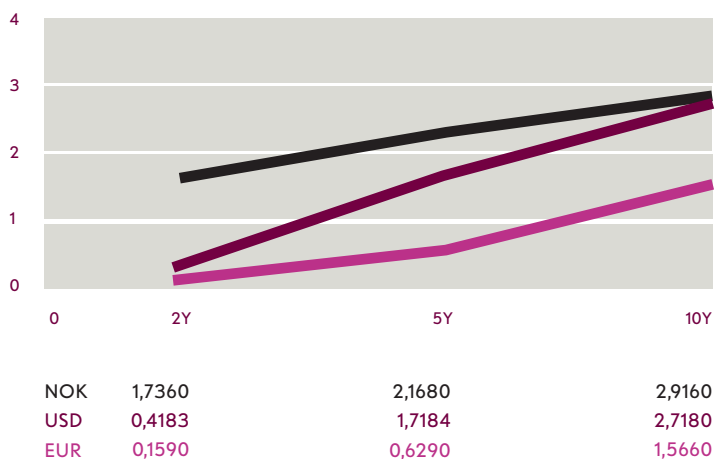


Sett i ettertid, så er det lett å se at 2013 var et relativt lett marked å tjene penger i når det gjelder aksjemarkedet. De fleste større indekser gikk ganske bra, og det var en relativt globalisert oppgang, gjerne med unntak av nye markeder. Som vi varslet om i forrige nyhetsbrev, så tror vi at 2014 kan bli mer utfordrende. Vi mener fortsatt at rammebetingelsene ligger til rette for at aksjer som aktivaklasse skal kunne gi en god avkastning også i 2014, men tror ikke at oppgangen vil bli så unison som den vi så i 2013. Som påpekt under forrige avsnitt, så begynner de forskjellige regionene å gå mer og mer i utakt hva gjelder hvor en er i den økonomiske sykelen. Det ser derfor ut til å bli større geografiske forskjeller fremover, men også større forskjeller når det gjelder sektorer og selskap. Kort oppsummert tror vi at vi nå fremover vil oppleve et marked hvor de riktige investeringsvalgene vil ha relativt større betydning for avkastningen.

For å nevne noen tematiske eksempler på hva vi gjør i så måte, så kan det nevnes at vi går bort ifra smale & store indekser (Eurostoxx 50), og kjøper istedenfor enkeltelskaper samt indekser som favner den delen av markedet som består av noe mindre selskaper. Jeg nevnte under "Allokering" hvordan vi har solgt oss ut av en bred indeks for Kina/Hong Kong, og erstattet det med investeringer som mer direkte vil være påvirket av det kommende reformarbeidet i Kina. Til slutt kan jeg også nevne at vi favoriserer sør-Europa vs Europa generelt. Dette er grunnet relativ prising, hvor disse landene er i sykelen, samt hvor vi ser den største oppsiden. Med fare for å virke som vi driver markedsføring, så mener vi at markedet fremover vil favorisere de som gjør grundig analyse og tar aktive investeringsvalg.

FIGUR 02. OVERSIKT OVER AKSJER

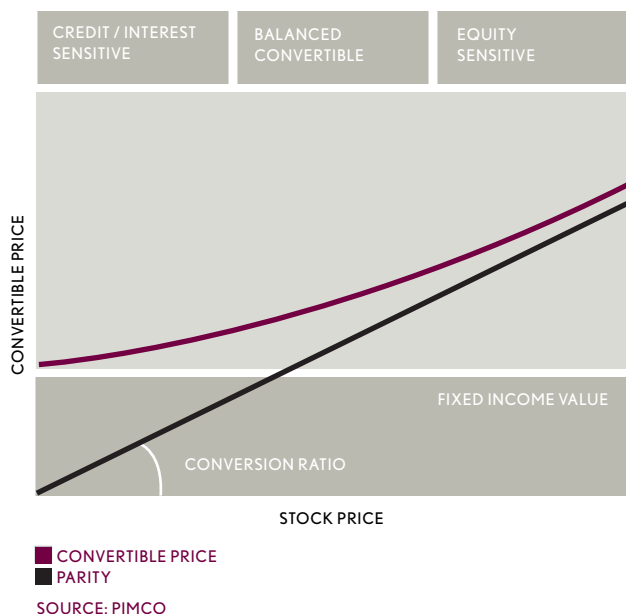
RENTEBÆRENDE



FIGUR 02. OVERSIKT OVER RENTEBÆRENDE

Amerikanske Fed annonserte mot slutten av fjoråret at de ville begynne å kutte ned på de månedlige kjøpene av obligasjoner. Tiltaket med å gjøre månedlige kjøp i obligasjonsmarkedet var i sin tid satt opp som en stimulansepakke, både for å tilføre markedet likviditet, men også for å holde rentekurven lav. Når så disse månedlige beløpene skal reduseres (noe som er nødt til å skje før eller siden), så oppleves det som en tilstramning. For å motvirke at markedet tolker dette som en tilstramning, så har Fed i tillegg annonsert at de har intensjoner om å holde renten lav (nært null) så lenge det kreves. Mer spesifikt har de indikert at dette vil være rentepolitikken så lenge arbeidsløsheten er over 6,5%, og så lenge inflasjonen er i underkant av 2,5%. Nettopp frykten for at vi kan komme i en situasjon med deflasjon, noe som anses å være betydelig vanskeligere å håndtere enn inflasjon, gjør at vi fremdeles ser rekordlave renter i mange økonomier. I Europa har ESB tatt det så langt at de har indikert at det kan bli aktuelt med negativ rente fra sentralbank-hold. Dette primært fordi at bankene deponerer for mye likviditet hos sentralbanken, istedenfor å låne ut til kunder – for derav å stimulere til økonomisk aktivitet. Vi har ment lenge at Investment Grade obligasjoner er en relativt uinteressant aktivaklasse, da rentene er for lave – og med mer risiko på oppsiden enn på nedsiden i rentemarkedet totalt sett. Høyrenteobligasjoner har vært vår foretrukne aktivaklasse innenfor rentebærende. Nå er det slik at volumet av nyutstedelser innenfor høyrentesegmentet er i ferd med å nå rekordhøye nivåer. Allikevel ser det ikke ut til å være nok, da etterspørselen er enda høyere. iTraxx Crossover indeksen, som viser markedets gjennomsnittlige rentepåslag, er nå kommet ned mot 200bp. Det er nivåer vi var på før finanskrisen, og reflekterer en mer begrenset oppside i dette markedet. Vi velger derfor å ta noe profitt, og vekter mer mot konvertible obligasjoner.

TEMA



Hva er konvertible obligasjoner?

Konvertible obligasjoner er en gruppe obligasjoner som gjerne faller mellom to stoler. Mens mange aksje-mandat (fond) ikke kan ta konvertible obligasjoner da de er klassifisert som rentepapir (obligasjon), så er det mange obligasjons-mandat (fond) som heller ikke kan investere i disse da de kan konverteres til aksjer. Konvertible obligasjoner deler mange karakteristika med vanlige obligasjoner, så som å ha en forfallsdato, mottak av hovedstol på forfallsdato, utbetaling av fast eller flytende rente, og en kreditt rating. Som navnet tilsier, så har konvertible i tillegg en opsjon til å konvertere hovedstolen til aksjer i det underliggende selskapet. Denne kombinasjonen av renter og oppsidepotensial i den underliggende aksjen gir en attraktiv risiko/avkastning profil for investor. Ved å kategoriseres som en obligasjon, så bærer konvertible obligasjoner med seg en form for prismessig nedside-støtte, mens det konvertible elementet representerer et oppside-potensiale som ikke finnes for "vanlige" obligasjoner. Pga opsjonselementet vil disse obligasjonene normalt sett ha en lavere kupong-rente enn en tilsvarende "vanlig" obligasjon. Prisutviklingen for konvertible vil derfor påvirkes både av verdien av rentelementet, samt verdien av den underliggende aksjen (se graf)



STAVANGER ASSET MANAGEMENT AS

JÄTTÄVÄGSVEIEN 7, 4020 STAVANGER
TELEFON +47 406 95 100
WWW.STAVANGERAM.COM



EMMANUEL VALLOTTO

+47 910 02 401
EMMANUEL.VALLOTTO@STAVANGERAM.COM



EVEN KROHN-PETTERSEN

+47 941 46 559
EVEN.KROHN-PETTERSEN@STAVANGERAM.NO