



okt.o.ber

I TALL

NYHETSREVE 05
07.10.2013

TEKST:
SAM / WERKSEMD

MAKROBILDET

	UNDERVEKT	NØYTRAL	OVERVEKT	ENDRING
GLOBALE AKTIVA KLASSER			KONTANT	▲
			AKSJER	▲
		OBLIGASJON		▼
	METALL			▼
	OLJE			▼
GEO- GRAFISKE AKTIVA KLASSER		NORGE		▲
		US		▲
			EUROPA	▲
		ASIA		▲
	NYE MARKEDER			▲

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

Det store temaet gjennom sommeren var om når Amerikanske Federal Reserve skulle trappe ned stimulansene til Amerikansk økonomi, eller nærmere bestemt Amerikanske kapitalmarkeder. Sikkerheten økte gjennom sommeren for at dette skulle skje like over ferien, og markedet reagerte med å sende obligasjonsrenter kraftig opp, med påfølgende korreksjoner i aksjemarkedet. Markedet begynte allikevel å venne seg til tanken, og aksjemarkedet holdt godt stand gjennom sommeren. Federal Reserve bestemte imidlertid å utsette nedtrappingen av markedsstimulansene, noe som satte mer fart i aksjemarkedet. Mens det Amerikanske aksjemarkedet steg nærmere 5% i tredje kvartal, så var faktisk det europeiske aksjemarkedet opp over 11%. Markedet er fremdeles forberedt på at den Amerikanske sentralbanken skal begynne å redusere sine lettelsler i nær fremtid, men at det ser ut til å bli mindre dramatisk enn tidligere fryktet.

I Norge går økonomien tilsynelatende fremdeles bra, selv om avisoverskrifter, ekspertuttalelser og økonomiske indikatorer tyder på at veksten ser ut til å avta. Oslo Børs steg med 7% i tredje kvartal, og obligasjonsrentene har flatet noe ut. De siste tallene fra boligmarkedet tyder på at markedet går noe tregere og at prisene har så vidt begynt å falle noe. Sistnevnte har muligens noe å gå på når avisene kan melde om en leilighet i Oslo som ble omsatt for 236mln NOK til en kvadratmeterpris på nærmere 200.000 kr.

STAVANGER ASSET NR 09

Emosjonell



BILDE: FØLELSER

Stavanger opplever – som alle andre – gode og onde dager, blå mandager, glade tirsdager, begeistrede søndager og skuffede lørdager. Uavhengig av hvor på følelsesregisteret, er det likevel ikke sjelden at blått er involvert, nærmere bestemt mørkeblått, som i fotballklubben som fungerer som en emosjonell katalysator for en god andel av byens befolkning. Sittende, stående eller hoppende på de sekstentusentrehundre blå hardplastsetene som omkranser det grønne senter for all oppmerksomhet, har Stavanger lisens til å vise sitt sanne ansikt, en uforbeholden og lungekapasitetsutfordrende demonstrasjon av det fulle repertoar av følelser. Konkurransinstinkt selvsagt, uten tvil ambisjon og engasjement, men også håp, fortvilelse, ekte kjærlighet og en følelse av tilhørighet. Den 112 år gamle fotballklubben har sett byen forandre seg fra et lite samfunn til den velstående oljehovedstaden den er i dag, og selv forblitt den samme. Ja, det er kanskje bokstavelig talt mer penger på banen i dag, men la oss anta at blandingen av ambisjoner, primadonnanykker, hardt arbeid og sann sportsånd var den samme i 1899 som den er i dag. Viking FK og dens tilhengere holder i hevd en sterk tradisjon og representerer en linje av kontinuitet i hjertet av regionen. Forpliktelsen som følger med en slik rolle ivaretas av mentorprogrammet der de yngste blant fansen får møte heltene sine og lære om alt fra kosthold og trening til spørsmål rundt vennskap, toleranse og verdighet. Kanskje også, for det det er verdt, finner de en arena der det – mot alle normer for norskhet – er ok å å gråte offentlig og klemme fremmede.

I Euro sonen ser vi stadig tegn til bedring, bl.a. med økende sentiment-målinger så vel som med BNP vekst tilbake til positivt territorie. I det globale bildet er både inflasjon og vekst fremdeles lav, mens sistnevnte er moderat positiv i et globalt perspektiv. Mens tematikken de siste årene har vært preget av tøffe tiltak for å rette økonomiske ubalanser samt reduksjon av gjeld, så vil kommende periode være mer preget av igangsetting av økonomisk vekst og stimulering av inflasjon. Dette mener vi vil føre til bedret klima for internasjonal handel, noe som igjen vil føre til både bedret inntjening samt ekspansjon i multipler.

Vi ser tegn til at de store økonomiene, USA, Europa, China og Japan vil oppleve en noe mer synkronisert økonomisk oppgang i tiden som kommer. Mens vi tidligere har omtalt enkelte markeder som en enhet, så ser vi nå at noen av disse ikke vil være like synkroniserte i tiden fremover. Eksempelvis er vi langt mer positive til China enn resten av "Emerging Markets", samt at vi forventer fortsatt (relativt) stor forskjell i utvikling innen landene i Euro sonen. Det viktigste risiko elementet nå på kort sikt vil den politiske dragkampen i forbindelse med vedtak av kostnadsbudsjett og deretter gjelds-tak. Resultatet av førstnevnte er i skrivende stund at flere statlige organer i USA har stengt, uten lønn for de berørte statlige ansatte. Markedet frykter at det samme kan skje med vedtaket som må gjøres i forbindelse med gjelds-taket, noe som i verste fall vil medføre at USA misligholder gjeld. Sistnevnte har ikke skjedd før, og skaper derfor en del usikkerhet. Selv om sannsynligheten er stor for at disse sakene løser seg, så kan det forårsake en del volatilitet i markedet. På lengre sikt er det hoved-

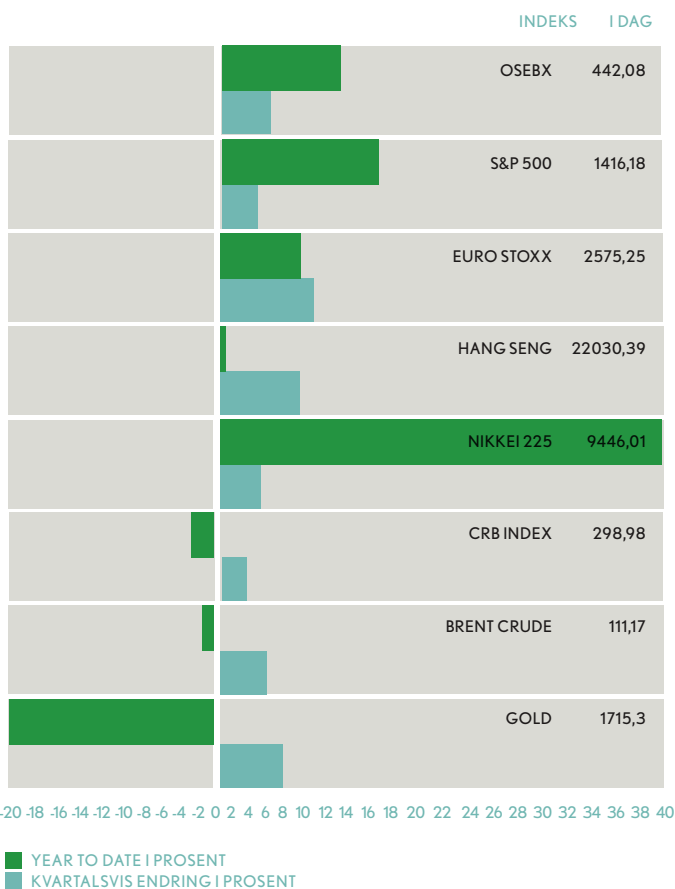
sakelig tre risiko-elementer som vi i dag kan se av betydning. Det ene er at aksjemarkedene, spesielt det amerikanske, ikke lenger er spesielt billig – og kan sågar argumenteres for at er noe overvurdert – noe som i seg selv vil kunne medføre en korreksjon. Det andre er faren for at de store stimulanse-programmene fra de store økonomiene vil kunne medføre at inflasjonen plutselig kan skyte fart. Det tredje er at en nedskalering av markedsstimulanser i seg selv vil kunne medføre kraftig oppgang i markedsrenten, slik vi så i juni.

Allokering

Vi mener at vi vil se en fortsettelse i økonomisk oppsving, spesielt for de fire store økonomiene. Påfølgende bedret inntjening for selskapene samt stigende multipler gjør oss fortsatt positive til aksjemarkedet. Vi beholder derfor overvekt til aksjer, mens vi tar ned eksponeringen på obligasjoner til nøytral, til fordel for kontant. Sistnevnte begrunnes med en utflatning av kreditt spreader, og økende fare for oppgang i renter. Vi forventer som nevnt noe økt volatilitet i aksjemarkedet den nærmeste tiden, og finner det opportunt å bevare noe kontanter for dermed å kunne kjøpe oss ytterligere inn i aksjemarkedet på lavere nivåer.

Vi beholder vår overvekt i det europeiske aksjemarkedet, både fordi at denne regionen er tidligere i sykkelen, men også pga relativ prising. Vi er nøytrale til USA, og vi beholder vår posisjon i China og Japan. Sistnevnte viser stadig tegn til bedring. Og selv om fallet i JPY ser ut til å ha stoppet noe opp, så er vi positive til at Abenomics vil virke.

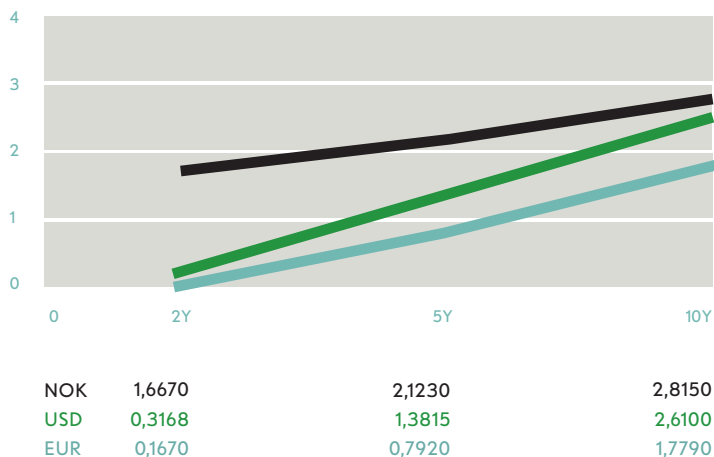
AKSJER



FIGUR 02. OVERSIKT OVER AKSJER

De senere stadier av en markedsoppgang kjennetegnes gjerne med ekspansjon i multipler. Sett i lys av dette, så er det fremdeles et stykke igjen til at aksjer er overvurdert. Så selv om aksjemarkedet har vært preget av fallende volumer de siste årene, så er aktiviteten i emisjonsmarkedet (spesielt i USA) upåklagelig. Dette kan tyde på en økt risikotoleranse i markedet. Vi foretrekker allikevel å være noe mer konservativ i vår tilnærming. Vi foretrekker en bred eksponering i markedet generelt, med overeksponering i de markedene som vi mener har bedre avkastning/risiko utsikter. Våre foretrukne markeder er som nevnt i Allokering-avsnittet. Av spesielle sektorer, så foretrekker i utilities, konsum og telekom. Alle tre sektorer er tradisjonelt sett på som relativt defensive, men vi mener at prisingen er såpass attraktiv at avkastningspotensiale i forhold til risiko blir spesielt attraktivt. Når det gjelder telekom så finner vi denne spesielt interessant pga restruktureringen som pågår i sektoren med tilsvarende økt M&A aktivitet. Vi liker i tillegg europeisk bank samt luksus varer.

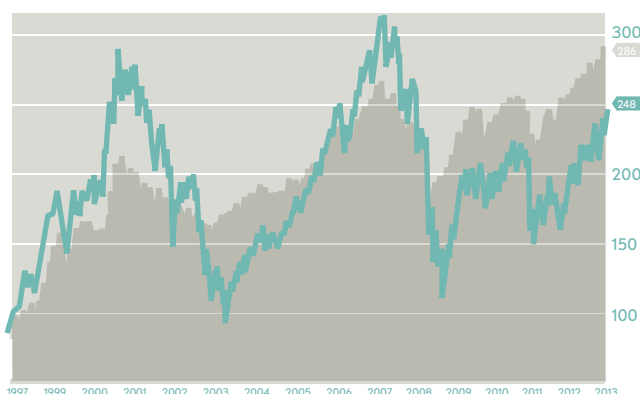
RENTEBÆRENDE



FIGUR 02. OVERSIKT OVER RENTEÆRENDE

Som vi har omtalt i tidligere nyhetsbrev, så mener vi at de underliggende rentene har kommet langt nok ned. Det betyr at vi synes Investment Grade obligasjoner blir uniteressant som en aktivaklasse for de aller fleste investorer, med mindre en har et særlig ønske/behov for å sikre kapital. Vi har så langt foretrukket høyrente-obligasjoner da disse har hatt et kreditt-tillegg som har vært relativt høyt. Dette tillegget har gjennom de siste par år, og frem til i sommer, kommet ned til akseptable nivåer. Det er fremdeles områder, som f.eks det europeiske markedet og Norge, hvor det fremdeles er en del å gå på. Men dette markedet vil i tiltakende grad gå mot å være et kupong-marked. Vi benytter muligheten på bakgrunn av den senere tids markedsoppgang til å redusere totaleksponeringen i høyrente-obligasjoner noe. Vi foretrekker Europa og Norge, og vektet forøvrig noe av renteeksponeringen over mot konvertible obligasjoner.

TEMA



FIGUR 03. EXANE EUROZONE CONVERTIBLE BOND

■ MSCI EMU INDEX
■ EXANE EUROZONE CONVERTIBLE BOND

Konvertible obligasjoner er en aktivaklasse som er relativt lite anvendt, og tilnærmet ukjent i det norske markedet. Grunnen til dette er at aktivaklassen som sådan havner mellom to stoler. Mange aksje-mandater kan ikke investere i konvertible obligasjoner fordi at det er et renteinstrument, mens de fleste rente-mandater heller ikke kan investere i det da disse obligasjonene bærer med seg et aksje-element. Det interessante er at aktivaklassen som sådann har en veldig interessant avkastningshistorikk, og en privat investor har ikke de samme begrensningene som institusjonelle. En vil ta del i en del av en eventuell oppgang i den underliggende aksjen, samtidig som at en har nedside-”beskyttelse” som en obligasjonsholder. Den lange historikken viser at den gjennomsnittlige avkastningen har i perioder vært vel så bra som aksjemarkedet, mens volatiliteten har vært lavere. Vi mener dette er en interessant aktivaklasse å ha i en portefølje, med bred diversifisering.



STAVANGER ASSET MANAGEMENT AS

ØVRE HOLMEGATE 18, 4006 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