



Midtens rike i begivenhetenes sentrum. Se Makrobildet

Europa-toget klar for avgang. Se Aksjer

Seddelpressen holder rentene nede. Se Rentebærende

Makrobildet OKTOBER

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

FIGUR 01. OVERSIKT OVER MAKROBILDET
Høyre kolonne angir endring med piler: opp, ned eller uendret.

Veksttakten i den globale økonomien fortsetter i et langt lavere tempo enn det som har vært trenden den siste tiden, og det er lite trolig at dette vil endre seg noe særlig på tampen av innværende år. Ser man derimot fremover mot neste år vil tiltak iverksatt av kinesiske myndigheter være stimulerende for den innenlandske økonomien. Denne stimulansen vil også gi et løft til den globale veksten, samtidig som det vil bidra til å lette på trykket hos til dels svært pressede økonomier i de fremvoksende markedene.

Det foregående kvartalet har vi opplevd høy volatilitet og store kursfall. Det har vært det kvartalet med høyest fall siden 2011, noe nedgangen i enkelte toneangivende indekser bekrefter. Euro Stoxx 50 og S&P 500 var ned henholdsvis 9,5 % og 6,9 %. Den tyske DAX endte ned 13,6 %, mens Hang Seng falt hele 20,6 %.

Av forståelige grunner har Kina hatt en sentral rolle i analysene og forklaringene på markedsuroen den siste tiden. Det hersker liten tvil om at den kinesiske økonomien har svekket seg og at den fortsatt vil være i fokus en god

stund fremover. Deler av svekkelsen kommer som følge av nedgang i etterpørsel av kinesiske varer, spesielt fra andre fremvoksende markeder. Noe av svekkelsen kan forklares med myndighetenes antikorrupsjonskampanjer som har ført til et brått fall i forbruket av luksusvarer, særlig blant mennesker som i utgangspunktet ikke har råd til denne typen varer. Deler av den økonomiske svekkelsen reflekteres også av at Kina er midt i en større transformering der de går fra å være en kapitalintensiv eksportorientert økonomi over til en konsument- og tjenestefokuset økonomi. Dette viser tydelig igjen i det skarpe skillet i utviklingen av Kinas produksjons- og tjeneste PMI.

Analysen vår bunner ut i at fremvoksende markeder vil fortsette å skuffe resten av året, men at Kinas stimulerende tiltak, underbygget av en sunn og langsiktig vekstrate, vil begynne å bære frukter i løpet av 2016. Kort oppsummert vil negative overraskelser fra Emerging Markets dette året kunne gi oss stort potensiale for positive overraskelser det kommende året.

ALLOKERING

Slik makrobildet ser ut nå er vi komfortable med den taktisk forsiktige posisjonen vi for tiden innehar. Vi har fortsatt overvekt av kontanter, og har i løpet av den siste perioden tatt ned aksjeandelen fra lett overvekt til nøytral. Vi har tatt helt bort eksponeringen mot Asia og redusert noe mot Amerika, men opprettholder overvekten mot Europa. Valutæksponeringen er nesten fullt ut sikret.

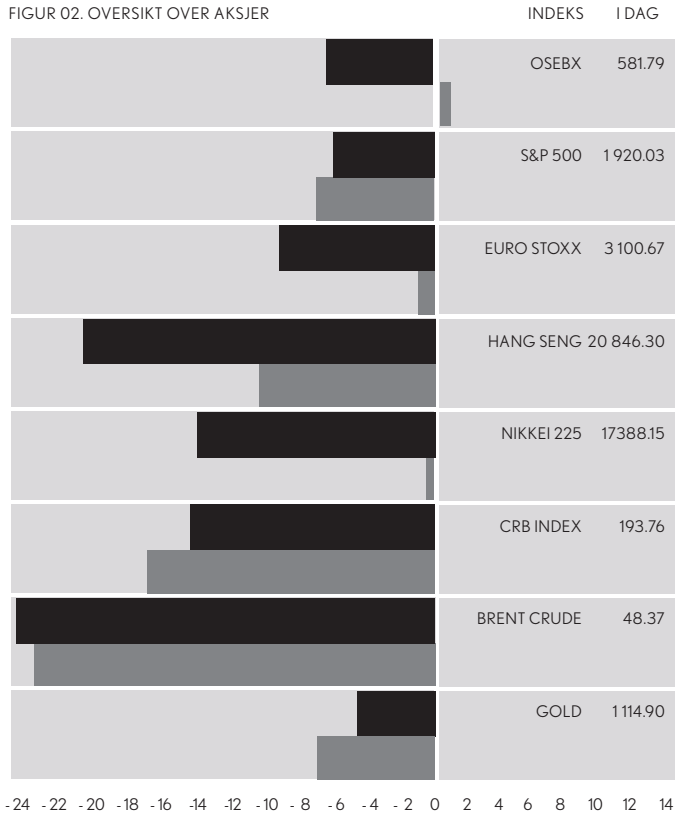
Som nevnt ovenfor er situasjonen for de fremvoksende markedene veldig sårbar og høyst usikker. Global inntjening er avtagende og inntjeningsestimatenes kraftig. For å gjøre det enda mer komplisert er det i tillegg overhengende fare for at Fed setter opp renten i løpet av desember. Dette kan gjøre markedet enda mer nervøst, til tross for Janet Yellens iherdige forsøk på å unngå å skremme markedsaktørene. Vi betrakter en eventuell renteendring fra Fed som en vesentlig mindre risikofaktor enn usikkerheten som råder rundt de fremvoksende markeder.



Aksjer

OKTOBER

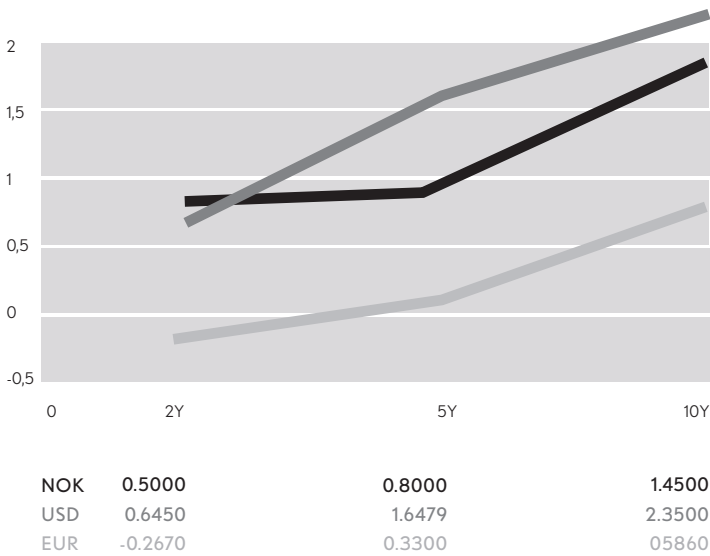
FIGUR 02. OVERSIKT OVER AKSJER



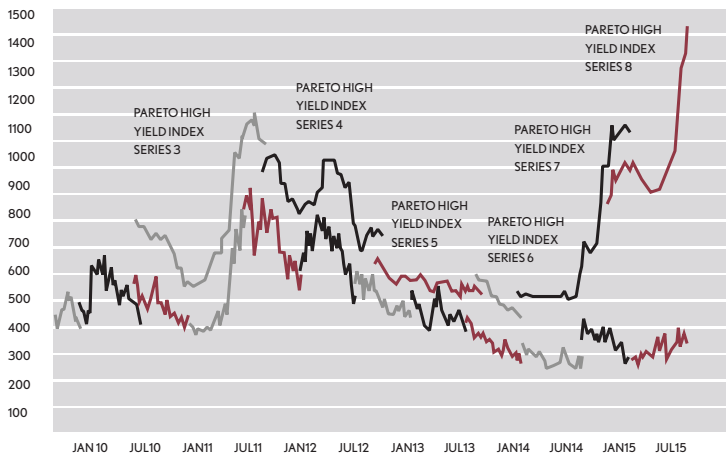
Innen de utviklede aksjemarkedene fortsetter vi å favorisere Eurosonen og Japan fremfor Nord-Amerika på lang sikt. Dette begrunner vi delvis med verdsettingen i de ulike markedene. Amerikanske aksjer er betydelig overpriset i forhold til sammenlignbare selskaper her på kontinentet, selv om vi tar høyde for forskjellene i vektingen av sektorene. Tilgang til likviditet er også en av faktorene som bidrar å favorisere aksjer i Japan og Eurosonen, gitt at Fed legger opp til en renteheving senere i år mens BoJ og ECB fortsatt holder seg i ro.



Rentebærende OKTOBER



FIGUR 03. OVERSIKT OVER RENTEBÆRENDE



Valuta OKTOBER

Den norske krona vil mulig svekke seg enda litt til, men den største svekkelsen er trolig over for denne gang. Euro/Dollar ser ut til å være i balanse.

Vi befinner oss fremdeles i en verden med fallende samlet etterspørsel. I en slik verden vil rentenivået fortsatt holde seg lavt i lang tid fremover, i det minste for land som råder over sin egen valuta og seddelpresse som USA.

Når det gjelder perifere europeiske obligasjoner har vi ulikt syn på kort sikt og på lang sikt. Vekst i periferien vil mest sannsynlig overraske på oppsiden i løpet av de neste 12 månedene etter hvert som kredittmarkedet begynner å tine opp.

Det er litt mer blandede utsikter for kredittmarkedet på lengre sikt. På den ene siden har en økonomisk tilbakegang dempende effekt. Veksten i USA, Europa og Japan bør være såpass sterk at den hindrer konkursraten fra å skyte i været, men samtidig ikke så sterk at sentralbankene føler de må stramme inn pengepolitikken. På den andre siden har volumet av nye utstedelser av amerikanske selskapsobligasjoner økt kraftig. Dette er en direkte følge av at selskapene har benyttet seg av de fordelaktige lave rentene til å ta opp ny gjeld som de igjen bruker til å foreta oppkjøp og gjennomføre fusjoner.

Den høye vekten av energirelaterte selskaper i amerikanske High Yield indekser er trolig også med på å skade sentimentet, spesielt hvis det langvarige fallet i oljeprisen vedvarer slik vi forventer.

Vi heller mot å foretrekke europeiske fremfor amerikanske selskapsobligasjoner de neste 12 månedene. Dette begrunner vi delvis med at Europa har mindre eksponering mot energisektoren, men det begrunnes også med at ECBs oppkjøp av obligasjoner vil tvinge investorer over i kredittobligasjoner som gir bedre avkastning. I tillegg er det bedre utsikter for økte profittmarginer i Eurosonen enn i USA, noe som også burde bidra til å redusere risikoprofilen i europeiske selskaper.

Den dramatiske økningen i spreaden i det norske high yield markedet skyldes i hovedsak den høye eksponeringen mot energisektoren, og da spesielt oljemarkedet. Mange offshore fartøy og rigger står uten kontrakt eller er i fare for ikke å få fornyet kontrakt når de utgår. Likviditeten i det norske markedet er også begrenset, noe som ved flere anledninger gjør at dette markedet beveger seg med en høy grad av forsinkelse i forhold til mer utviklede og likvide markeder. I tillegg vil man kunne oppleve kraftige prisfall dersom en større aktør skal ut av enkeltpapirer, noe som kan medføre kunstig lave kurser (og dermed ekstra vide spreader) etter enkelte transaksjoner.



EMMANUEL VALLOTTO

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



EVEN KROHN-PETTERSEN

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