



Fortsatt usikker vekstutsikt for den globale økonomien. Se Makrobildet

“Sell off” av risikoaktiva. Se Aksjer

Ingen gratis lunsj i rentemarkedet heller. Se Rentebærende

## Makrobildet

JANUAR

	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.

Dynamikken og vekstutsiktene for den globale økonomien er fortsatt usikker. I fremvoksende økonomier er situasjonen faretruende, og kan bli enda verre når fallende vekst tvinger finansielle problemer til overflaten. USA nærmer seg konjunkturtoppen, og aksjemarkedet der er fullpriset. Det er fortsatt oppside, men også tilsvarende nedside.

Sjansen for skuffelser i den amerikanske økonomien er fortsatt tilstede, og taler mot å sette opp renten fire ganger inneværende år. I eurosonen drar man fortsatt nytte av svakere valuta og lettelser i bankenes utlånskrav, men denne medvinden vil svekkes med tiden. Styresmaktene i Japan sitt ønske om å presse inflasjonen opp til 2% har vist seg vanskelig.

Globalt ser vi mye politisk uro, ikke bare i de “vanlige” områdene, som i Midtøsten, men også i flere industriland hvor populistiske politikere får gehør for sine ytterliggående meninger.

### ALLOKERING

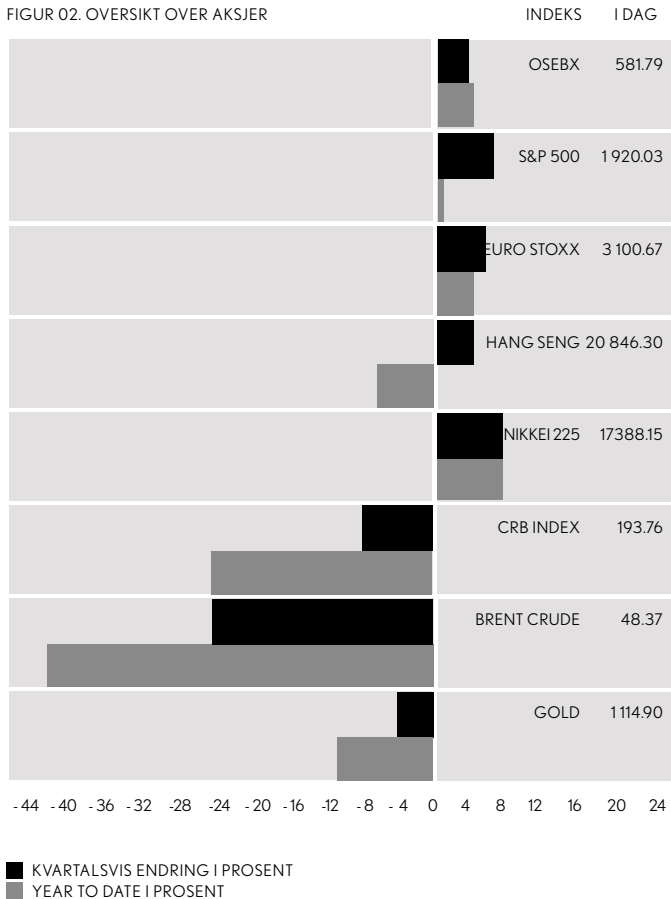
På grunn av den turbulente starten på 2016 har vi redusert vår eksponering mot aksjer, og vi har økt cash-beholdningen i alle våre porteføljer. Som et resultat av dette er vi undervekt amerikanske aksjer, noe overvekt mot europeiske aksjer, og vi har fortsatt ingen eksponering mot vekstmarkedene.



# Aksjer

JANUAR

FIGUR 02. OVERSIKT OVER AKSJER



Andre halvår i fjor bød på utfordrende markeder, og 2016 har ikke startet noe bedre. Svekkelsen i den kinesiske valutaen "renminbi" (yuan) utløste uro på børsene i Kina, og har sådd ytterligere tvil om både kinesisk og global vekst. Valutauro og dårligere makrosignaler fra Kina, kombinert med den første renteøkningen i USA på nesten ett tiår har ikke beroliget markedene. Oljeprisen treffer også en "tolv års lav" og markeder verden over opplever en markant "sell off" av risikoaktiva. I sum har dette bidratt til den dårligste starten på året for både Dow Jones og S&P500 noensinne. Vi har tatt ned aksjevektingen til fordel for cash. Vi tror tørt krutt kan komme godt med fremover.

US: Da Federal Reserve besluttet å øke renten i desember baserte de det på at veksten i amerikansk økonomi ville holde stand. Vi tror markedet er modent for en korreksjon, men med denne korreksjonens styrke og hastighet tror vi mye allerede kan være overstått. Industriproduksjonen og "real business sales" minker. ISM for produksjon falt til 48,2 i desember, som er den andre avlesningen på rad under 50 streken, og dårligste score siden juni 2009.

Europa: Ved inngangen av året i fjor var vi veldig positive med tanke på vekstutsiktene innenfor eurosonen for 2015. Dette var ikke basert på en tro om at Europa endelig var friskmeldt, men heller at flere faktorer ville gi regionen en midlertidig lettelse. Disse inkluderte vekstmuligheten ved et fall i euroen og oljeprisen, samt et etterspørselsoverheng som hadde bygd seg opp i gjennom eurokrisen, i kombinasjon med lettelser i krav til bankene og lave statsobligasjonsrenter. Men som vi dessverre ofte ser i Europa, så begynner selvtillfredsheten å ta over. Den europeiske sentralbanken tilfredsstilte ikke med sine lovnader om kvantitative lettelser i forrige måned, som sørget for et 4% byks for euroen. Vi er fortsatt konstruktive i forhold til Europa, men vi tror første kvartal blir vanskelig, og negativ utvikling kan forventes.

Japan: Styresmaktene i Japan blir også mer og mer selvtillfreds. Den Japanske sentralbanken gjorde endringer på sitt tilbakekjøpsprogram til å inkludere obligasjoner med lengre forfall i tillegg til mer risikofylte papirer som aksje-ETF'er, men volumet forblir uforandret. Sentralbanken har for andre gang siden 2014 flyttet på målet om å nå 2% inflasjon. Men med en handelsvektet Yen som har steget 9% siste 12 mnd begynner man å håpe at en stødig vei mot bedring har begynt.

Vekstmarkedene: Vekstmarkedene kom seg gjennom finanskrisen i 2008/2009 relativt uskadd. Uheldigvis avler suksess også selvtillfredshet. "Success breeds complacency. Complacency breeds failure" som Andrew Stephen Grove sa.

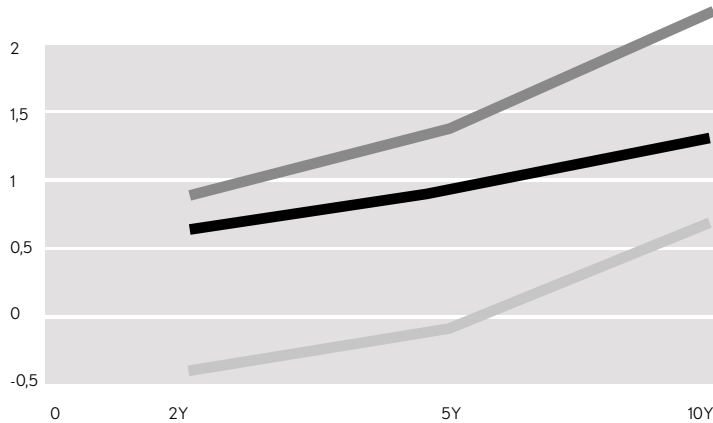
De fleste vekstmarkedene har hatt en lånefest i årene etter finanskrisen, og gjeldsberget har nådd uante dimensjoner. Denne høye gjelden er spesielt bekymringsfull i land som Brasil, Indonesia og Tyrkia.

Kina er fortsatt jokeren. Industrisektoren har blitt tydelig svekket, og det faktum at tjeneste PMI nådde en 17 mnd lav i desember tyder på at andre deler av økonomien også begynner å vise svakhetstegn. Myndighetene har derimot fortsatt virkemidler som styringsrenten og bankenes krav til reserver, i tillegg til annen økonomisk stimuli. Valutaen kan også benyttes. Kinas Yuan har svekket seg gradvis mot USD de siste 9 ukene, som igjen har resultert i et "sell off" som akselererte de siste dagene. Med offshoremarkedet i spissen.

Men valutaen er fortsatt 13% sterkere i handelsvektede termer, i forhold til juni 2014.



## Rentebærende JANUAR



NOK	0.5200	0.8600	1.3000
USD	0.8500	1.4500	2.0300
EUR	-0.3950	-0.1590	0.5400

FIGUR 03. OVERSIKT OVER RENTEBÆRENDE

Bildet vi har sett rundt investment grade obligasjoner er ganske uforandret fra i fjor. Det blir ikke lett å skaffe avkastning med dagens lave renter. Høyrenteobligasjoner var blant de dårligste aktivklassene å være eksponert i 2015, med Barclays High-Yield Index som falt 13% i fjor. Slike fall ser vi som oftest kun i resesjoner eller ved aggressiv rentesetting. Ingen av delene skjedde i fjor. Denne gangen var det det kraftige fallet i oljeprisen, i tillegg til bekymringer rundt tilstanden på selskapenes virkelige balanse, som utløste fallet. En investorfukt blant private fra kredittfokuserede fond og ETF'er var med å ytterligere øke trykket. Dette ble ytterligere forsterket av regulatoriske endringer som reduserte insentivene for markedsaktører til å dekke tomrommet, så spreadene økte og likviditeten tørket inn. På den annen side har dette også ført til at risk/reward nå ser bedre ut for høyrenteobligasjonene, og vi har tro på High-Yield kan utkonkurrere aksjer i flere land de neste 2-3 årene.



  
EMMANUEL VALLOTTO

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

  
EVEN KROHN-PETTERSEN

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