



Makroøkonomi og allokering 3. kvartal 2015

Udsigt til global vækst og positive afkastmuligheder. Grækenland vil fortsat skabe usikkerhed.

Udsigt til
amerikansk
renteforhøjelse ● ● ●

Europæiske
aktier fortsat
interessante ● ● ●

Dollar-
styrkelsen
fortsætter ● ● ●

Vær selektiv
på de nye
markeder ● ● ●

MARKEDSFORVENTNINGER

Europa byder på de bedste afkastmuligheder

De økonomiske scenarier for USA, Europa og Kina samt prisfastsættelsen på forskellige aktivklasser falder ud til Europas fordel i den kommende tid, selv om Grækenland kaster skygger. Det er vigtigere end længe at være selektiv som investor, men så er der også stadig positive afkastmuligheder.

► ET KORT TILBAGEBLIK:

Stærke væksttal i Grækenlands skygge

Situationen i Grækenland har overskygget stort set alt på de finansielle markeder det forgangne kvartal. Det er faktisk bemærkelsesværdigt, når vi kigger på den underliggende økonomiske udvikling. Således er den amerikanske BNP-vækst tilbage på omkring 3 pct., mens euroområdet leverer den bedste vækst i flere år, og Kina ser ud til at stabilisere sig.

Men på trods af dette er de globale aktiemarkeder stort set ikke steget. Så efter en meget stærk start på året, hvor europæiske aktier steg over 20 pct., leverede de globale aktier i andet kvartal nul til negative afkast. Dette dækker over, at amerikanske aktier ligger mere eller mindre fladt over kvartalet, mens europæiske aktier er faldet ca. 8 pct. fra toppen. De negative overskrifter fra Grækenland har også påvirket markedet for virksomhedsobligationer, hvor rentespændene er steget.

Den mest opsigtsvækkende begivenhed er de markant rentestigninger, specielt i Tyskland, hvor den 10-årige statsrente i løbet af meget kort tid steg fra omtrent nul til næsten 1 pct. Tilsvarende steg den amerikanske statsrente med over 0,5 procentpoint til 2,4 pct. De seneste uroligheder i Grækenland har dog fået renterne til at falde lidt igen.

► FREMADRETET:

Positive på fremtidige afkastmuligheder

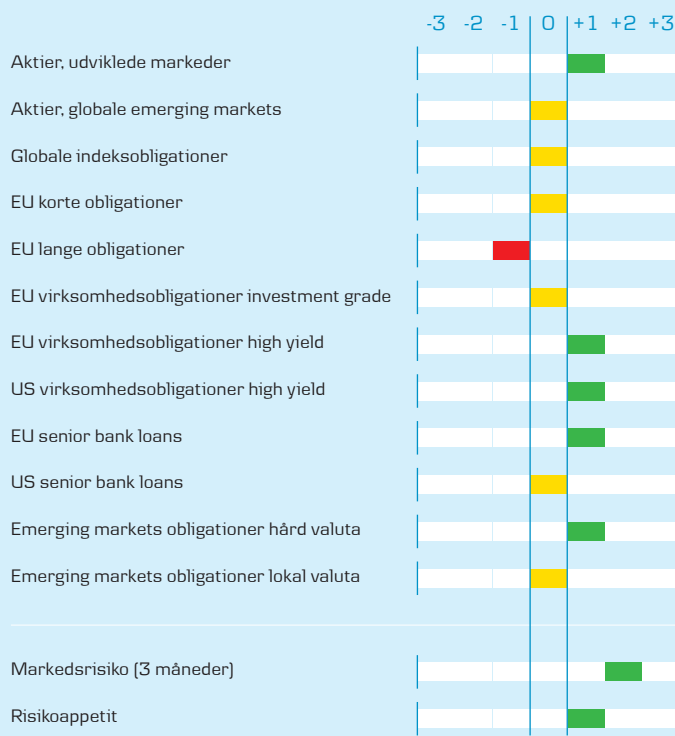
Kigger vi ind i fremtiden, så overskygger situationen i Grækenland alt andet. Vi understreger, at situationen på den korte bane er 100 pct. politisk. Der findes mange måder at løse udfordringerne på, men det kræver politisk vilje på begge sider at finde en løsning. Vores vurdering er, at hverken den græske politiske ledelse eller de europæiske partnere er interesserede i at se en statsbankerot med efterfølgende social ustabilitet og et potentielt kollaps af den græske stat. Vores bedste bud er derfor, at der i løbet af de kommende måneder vil blive strikket en løsning sammen, som sikrer henholdsvis Grækenlands fremtid i euroen og fortsat stabilitet i det europæiske finansielle system.



Af Bo Bejstrup Christensen,
chefanalytiker i Danske Invest

Allokerings scorecard

Aktuelle forventninger til forskellige aktivklasser på en skala fra -3 (negativ) til +3 (positiv)*.



Note: *Der er ikke knyttet en specifik tidshorisont til forventningerne, der er baseret på det seneste taktiske allokeringsmøde i Danske Capital, division af Danske Bank A/S, pr. 6. juli 2015. Danske Capital er rådgiver for Danske Invest.

MARKEDSFORVENTNINGER

Lægger vi Grækenland til side, er der groft sagt to faktorer, som investorer skal fokusere på:

- For det første de økonomiske scenarier for de tre nøglerregioner USA, Europa og Kina.
- For det andet prisfastsættelsen på de forskellige primære aktivklasser.

Vores overordnede budskab er, at den globale økonomi fortsætter med at vokse. Og det er den helt fundamentale årsag til, at vi også generelt er positive på de fremtidige afkastmuligheder for henholdsvis aktier og andre risikable aktiver som fx virksomhedsobligationer.

Men vores budskab er også, at investorer er nødt til at se sig lidt mere omkring, end de har været vant til. Der er efterhånden længere mellem de billige og dermed også mest attraktive investeringsmuligheder.

► USA:

Renteforhøjelse og flad udvikling for aktier

Starter vi med USA, ser det ud til, at BNP-væksten fortsætter omkring de 3 pct., drevet af normaliseringen på boligmarkedet og et velfungerende banksystem. Får vi ret i denne forventning, så hæver den amerikanske centralbank renten til efteråret. Dermed ser vi lidt tvetydige udsigter på den korte bane. Den fornuftige økonomiske vækst vil få selskabernes indtjening til at stige, hvilket alt

”Afkastmulighederne for amerikanske aktier er ikke så interessante for os.”

andet lige vil trække aktiekurserne op. Men fordi vi står over for den første renteforhøjelse siden 2006 efter mange år med exceptionelt lave renter, så vurderer vi også, at amerikanske aktier i perioden op til og umiddelbart efter den første renteforhøjelse vil kæmpe lidt med de uundgåelige udsving, der vil komme på rentemarkederne.

Derfor er vores vurdering, at de amerikanske obligationsrenter vil blive trukket op af pengepolitikken, og at de amerikanske aktier groft sagt vil fortsætte, som de har gjort det meste af året – nemlig at handle inden for et meget, meget snævert bånd. Dermed er afkastmulighederne for amerikanske aktier ikke så interessante for os. Det samme gælder amerikanske statsobligationer.

Vores vurdering af amerikanske aktier hænger også sammen med, at de amerikanske aktier er en smule dyrt prisfastsat.

► EUROPA:

Europæiske aktier er fortsat interessante

Prisfastsættelsen på aktier er efter vores vurdering den helt store forskel mellem USA og Europa. Europæiske aktier, specielt aktier i eurozonen, er stadig moderat billigt prisfastsat. Det afspejler selvfølgelig usikkerheden omkring situationen med Grækenland, men også at euroland kun netop er kommet tilbage til vækst efter re-

Globale makroøkonomiske udsigter

Mest sandsynlige makroøkonomiske udvikling på 6 måneders sigt.*

Økonomisk fase

Sandsynlighed

RECESSION (negativ og faldende vækst)

5%

BEDRING (negativ vækst, men en vending i gang)

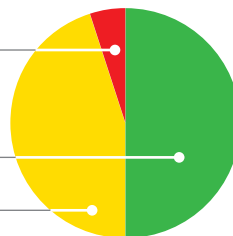
0%

EKSPANSION (positiv og tiltagende vækst)

50%

AFMATNING (væksten er positiv, men aftagende)

45%



NOTE: * Baseret på Danske Invest Makrobarometer af Danske Invests chefanalytiker Bo Bejstrup Christensen og hans team af analytikere.

MARKEDSFORVENTNINGER

”Vi er isoleret set mindre bekymrede for faldende obligationskurser i Europa end i USA.”

cession i forbindelse med gældskrisen, mens USA nu går ind i sit syvende år med positiv økonomisk vækst.

I første halvår i år drog de europæiske aktier fordel af en tiltagende europæisk vækst. BNP-væksten i eurozonen er efter vores vurdering gået fra omkring 1 pct. til over 2 pct., og sådan et positivt vækstscenarie er typisk et meget positivt miljø for aktier. Det er vigtigt at understrege, at vi ikke får denne med-

vind fra tiltagende vækst én gang til. Spørgsmålet er blot, hvad vi så kan se frem til af europæisk vækst?

Vi forventer ikke, at situationen i Grækenland vil få voldsomme effekter for resten af Europa. Får vi ret i den antagelse, vil væksten i Europa aftage efter en relativ høj vækstrate på 2,5 pct. hen over sommeren, men det centrale budskab er, at denne afmatning vil blive relativt mild.

Årsagen er, at vi efter fem år med nærmest den ene bankkrise efter den anden nu langt om længe har fået stabiliseret det europæiske banksystem.

Derfor ser vi frem til, at væksten kun falder til omkring 2 pct. i løbet af efteråret og ind i 2016. Det er fint, og det bør efter vores vurdering facilitere en pæn vækst i selskabernes indtjening. På den baggrund vurderer vi, at de europæiske aktier ser mere interessante ud end de amerikanske.

Den største forskel mellem USA og Europa kommer fra pengepolitikken. Mens vi vil se begyndelsen på en normalisering af pengepolitikken i USA, forventer vi en ekstrem lempelig pengepolitik i Europa i lang tid fremover. Selvom den økonomiske vækst isoleret set vil trække renterne op, også i euroområdet, så vurderer vi, at rentestigningerne i eurozonen vil være relativt moderate, fordi Den Europæiske Centralbank vil holde pengepolitikken meget lempelig i meget lang tid endnu. Derfor er vi isoleret set også mindre bekymrede for faldende obligationskurser i Europa end i USA.

Holder vores forventninger ovenfor stik, bør den europæiske valuta svækkes yderligere over for dollar. Derfor mener vi også, at investorer bør have en vis eksponering til en stærkere amerikansk dollar i deres porteføljer – også for at beskytte porteføljen mod det risikoscenarie, hvor Grækenland ryger ud af euroområdet og skaber mere tumult, end vi pt. venter. Således skal der være plads til amerikanske aktier i porteføljen ud fra et risikospredningsperspektiv – med såkaldt åben valuta, dvs. at valutarisikoen ikke

Makrobarometer

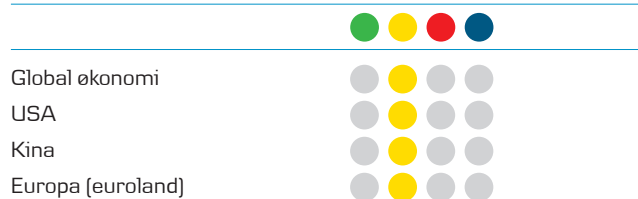
Danske Invest Makrobarometer beskriver den aktuelle styrke i den globale økonomi samt i økonomierne i USA, Europa og Kina. Danske Invest anvender løbende Makrobarometeret som pejlemærke for aktivallokering – altså hvordan investeringer skal fordeles mellem aktier, obligationer og virksomhedsobligationer.

Makrobarometeret skelner dels mellem, om økonomien befinder sig i recession eller ekspansion (vækst), dels mellem om væksten er tiltagende eller aftagende. Det giver i alt fire mulige faser for en given økonomi på et givent tidspunkt:

GRØN: Ekspansion - positiv og tiltagende vækst. Aktier og virksomhedsobligationer vil typisk klare sig bedst, mens renterne stiger og rammer afkastet på obligationer.

GUL: Afmatning - væksten er positiv, men aftagende. I denne fase er det ikke entydigt, hvilke aktiver der klarer sig bedst. Temaer og tendenser vil spille en større rolle end normalt for markedsudviklingen.

Aktuelt makrobarometer



RØD: Recession - negativ og faldende vækst. Stats- og realkreditobligationer vil typisk klare sig bedre end aktier.

BLÅ: Bedring - negativ vækst, men en vending er i gang. Aktier og virksomhedsobligationer vil typisk klare sig bedst, men da renterne fortsat er faldende, vil obligationer også klare sig fint.

MARKEDSFORVENTNINGER

sikres. Slutteligt kan man investere i dollarobligationer med kort løbetid.

► EMERGING MARKETS:**Vær selektiv med investeringer**

De nye markeder har haft det svært gennem længere tid. Den økonomisk vækst i mange af landene er faldet, anført af Kina, hvor BNP-væksten er halveret fra over 10 pct. til omkring 5 pct. Da mange af de nye markeder er meget afhængige af råvareeksport og råvarepriser, er indtjeningsvæksten kollapsede i de selskaber, vi traditionelt investerer i via fonde i de nye markeder, og i mange lande falder indtjeningen ligefrem.

Ser vi fremad, er de gode nyheder, at afmatningen i den kinesiske vækst efter vores vurdering er overstået. Vi mener også, at prisfastsættelsen af aktier fra de nye markeder er mere fair end for tre år siden. Men det centrale budskab er, at vi er langt mere selektive i de nye markeder end nogensinde før. Det giver mindre og mindre mening at tale om de nye markeder som en homogen region. Der er derimod tale om lande, som står over for en række vidt forskellige udfordringer.

De to største udfordringer er følgende:

- For det første vil nogle lande blive ramt negativt af den strammere amerikanske pengepolitik og højere amerikanske renter, idet de er afhængige af udenlandsk kapital. Det gælder fx Brasilien, Indonesien, Thailand og Tyrkiet.
- For det andet vil nogle lande lide under, at råvarepriserne forbliver relativt lave, og at den økonomiske vækst på ingen måde er på vej til at blive stærk igen, selv om vi forventer en nogenlunde stabil vækst.

Dermed står en række lande med udfordringer, der i bund og grund kun kan løses ved politiske reformer, stram pengepolitik

”Prisfastsættelsen af aktier fra de nye markeder er mere fair end for tre år siden.”

eller stram finanspolitik, og at eksekvere på disse tre fronter er nemmere sagt end gjort.

Nogle lande vil drage nytte af pæn vækst i USA og Europa og sandsynligvis se deres valutaer blive svækket til gavn for eksporten. Men samlet set så maner vi til forsigtighed, når man investerer i de nye markeder. Man skal være selektiv og påpasselig. Vi forventer os ikke de store afkastmuligheder fra de nye markeder, hverken fra aktier, der vil være presset på indtjeningen, eller obligationer, som potentielt kan få problemer med de stigende renter i USA og svækkede lokale valutaer.

Dog peger vi på obligationer i hård valuta som en interessant mulighed i de nye markeder. Dels fordi der ikke er valutakursrisiko, og dels fordi den merrente, som disse obligationer tilbyder, giver en pæn kompensation for den kreditrisiko, der er forbundet med en sådan investering.

► JAPAN:**Basis for yderligere kursstigninger**

Vi mener, japanske aktier også udgør en attraktiv investeringsmulighed. De seneste års aggressive økonomiske politik i Japan har pustet gang i et opsving. Kigger vi frem, mener vi, at japanske virksomheder pt. er udsat for et betydeligt pres fra både investorer og politikere for at opprioritere profitabilitet og afkast på investeret kapital.

Samtidig sidder japanske virksomheder på betydelige kontantbeholdninger. Med fokus på profitabilitet, fortsat økonomisk vækst samt tilbagevenden til vedvarende positiv inflation indenfor de kommende kvartaler forventer vi stigende indtjening og dermed basis for yderligere kursstigninger på japanske aktier.