



## *OUTLOOK 2016: Stærk økonomi og urolige markeder*

**Makroøkonomi og allokering:** 2016 kan gå hen og blive et virkeligt godt år for global økonomi. Men samtidig er der risiko for, at amerikansk pengepolitik og faldende priser på olie og andre råvarer kan skabe problemer for risikofyldte aktiver som globale aktier og virksomhedsobligationer.

Amerikansk økonomi cementerer sin status ● ● ●

Fortsat store udfordringer i Kina ● ● ●

Europa får støtte fra flere fronter ● ● ●

Rente-forhøjelser, råvarer og olie kan skabe uro ● ● ●

## MARKEDSFORVENTNINGER

## Stærk økonomi og urolige markeder i 2016

Her ved indgangen til det nye år kan vi tegne et billede af en global økonomi, som endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt, og en amerikansk økonomi, som for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde økonomi. Det lover som hovedregel godt for risikofyldte aktiver som aktier, men allerede nu ser vi dog betydelige udfordringer, der kan skabe uro på de finansielle markeder.

### ► ET KORT TILBAGEBLIK PÅ 2015:

Et begivenhedsrigt år med tre store begivenheder 2015 blev et godt år for global økonomi. Det amerikanske opsving er inde i sit syvende år, og der er ingen tegn på, at det for alvor taber styrke. Det kriseramte Europa har meget konsistent leveret vækst på den gode side af 2 pct. i over et halvt år, og trods en afmatning vokser Kina ifølge vores vurdering stadig relativt stærkt med omkring 5-6 pct.

Ikke desto mindre har det været et begivenhedsrigt år på de finansielle markeder, hvor en række begivenheder har præget udviklingen. De tre største er selvfølgelig den politiske diskussion omkring Grækenlands fremtid, diskussionen om Kinas valutakurspolitik i august og september samt det store olieprisfald.

Fælles for de to første begivenheder var, at de viste sig mere eller mindre ubetydelige forstået på den måde, at de ikke har forårsaget større skade på hverken global vækst eller afkast. Derimod har de kraftige fald i olieprisen skabt udfordringer for de finansielle markeder og er øverst på vores kandidatliste over ting, der også kan gå galt i 2016.

### ► FORVENTNINGER TIL 2016: MAKROØKONOMI

#### USA: Det amerikanske lokomotiv trækker læsset

Den amerikanske centralbank, Fed, har nu hævet renten for første gang i næsten 10 år, og det indleder efter vores opfattelse

et nyt stadie i det nuværende opsving – nemlig med en amerikansk økonomi, der for alvor er ved at genfinde sin styrke. Renteforhøjelsen er samtidig en begivenhed, som den amerikanske centralbank har set frem til efter at have været i kriseberedskab i rigtig lang tid.

*”Vi er stadig optimistiske omkring udsigterne for den amerikanske økonomi.”*



Af Bo Bejstrup Christensen, chefanalytiker i Danske Invest

### Allokerings scorecard

Aktuelle forventninger til forskellige aktivklasser på en skala fra -3 (negativ) til +3 (positiv)<sup>1</sup>.

	Outlook							Conviction <sup>2</sup>
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	
Aktier, udviklede markeder					█			(4)
Aktier, globale emerging markets				█				(2)
Globale indeksobligationer				█				(2)
EU korte obligationer				█				(4)
EU lange obligationer			█					(2)
EU virksomhedsobl. investment grade				█				(2)
EU virksomhedsobl. high yield						█		(3)
US virksomhedsobl. high yield				█				(2)
EU senior bank loans					█			(3)
US senior bank loans					█			(3)
Emerging markets-obl. hård valuta					█			(2)
Emerging markets-obl. lokal valuta					█			(2)
Markedsrisiko (3 måneder) <sup>3</sup>					█			Neutral
Risikoappetit					█			Neutral

Noter: <sup>1</sup>Der er ikke knyttet en specifik tidshorisont til forventningerne, der er baseret på det seneste taktiske allokeringsmøde i Danske Capital pr. 7.12.2015. Danske Capital er rådgiver for Danske Invest. <sup>2</sup>Udtrykker graden af overbevisning om den angivne forventning. <sup>3</sup>Udtrykker den aktuelle vurdering af afkastmulighederne i de traditionelt mest risikofyldte aktiver.

## MARKEDSFORVENTNINGER

Vi er stadig optimistiske omkring udsigterne for den amerikanske økonomi og vurderer, at den igen i 2016 kan vokse med 2,5-3 pct., især støttet af en fortsat bedring af boligmarkedet. Det vil

*”Vi opfordrer dermed til at følge godt med, fordi det åbner mulighed for at skabe afkast ved aktiv forvaltning.”*

give sig udtryk i en beskæftigelsesvækst på omkring 150.000 til 200.000 nye job pr. måned, hvilket vil være mere end rigeligt til at sænke arbejdsløsheden yderligere.

Dermed tegner vi et billede af amerikansk økonomi, som kommer til at udvikle sig lidt stærkere end både den amerikanske centralbank og fi-

nansmarkederne generelt forestiller sig i øjeblikket. Det betyder, at vi forventer, at den amerikanske centralbank vil fortsætte med at hæve renten i 2016.

**EMERGING MARKETS: Kina står med store udfordringer**

USA bidrager dermed positivt til den globale økonomi, som kæmper med relativ svag vækst i specielt de nye markeder. Selvom vi mente, at bekymringerne omkring Kina i sensommeren var overdrevne, og vi derfor er glade for, at de er aftaget i løbet af efteråret, er vi på ingen måde jublende optimister, når vi kigger ind i 2016.

Kina og en række af de andre nye markeder står over for store udfordringer. Især Kina kæmper med tømmereændene fra et bolig- og byggeboom, der til en vis grad har været gældsfinansieret. Og

selvom vi fortsat vurderer, at myndighederne har situationen under kontrol, og at vi dermed ikke skal forvente en bankkrise a la fx Spanien, så vil disse tømmereænd stadig efterlade sig længerevarende mén i form af faldende aktivitet. Læg dertil en kinesisk ledelse, som ser ud til at mene det alvorligt med reduktionen af forurening, og det tegner igen til at blive et svagt år for Kinas efterspørgsel efter udvalgte råvarer.

Dette sker på et tidspunkt, hvor flere af de store nye markeder kæmper med at finde fodfæste. Dels er en række lande alt for afhængige af råvarer, og dels har andre ligesom Kina oplevet voldsom udlånsvækst. Slutteligt har den politiske respons flere steder været decideret kaotisk og mangelfuld. Det betyder, at kombinationen af et svagt Kina og en strammere amerikansk pengepolitik kan blive giftig for de nye markeder igen i 2016.

**EUROPA: Får støtte fra flere sider**

Kombinationen af stærk amerikansk vækst og faldende råvarepriser vil komme specielt eurolandene til gode. Selvom vi mener, at det europæiske banksystem vil være den primære drivkraft for fortsat pæn vækst i euroområdet i nærheden af 2 pct., så bliver Europa også hjulpet af eventuelle prisfald på råvarer og eventuelt højere amerikanske renter, som vil føre til en svækkelse af den europæiske valuta. Samtidig er eurozonen blandt de få store økonomier, hvor der stadig er meget ledig kapacitet, hvilket betyder, at pengepolitikken vil være exceptionel lempelig – også i 2016.

Flygtningekrisen skaber selvsagt store overskrifter, men fra et rent økonomisk perspektiv cementerer den efter vores vurdering

## 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)

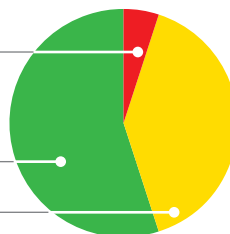
0%

**EKSPANSION** (positiv og tiltagende vækst)

55%

**AFMATNING** (væksten er positiv, men aftagende)

40%



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

## MARKEDSFORVENTNINGER

én markant ændring – finanspolitikken bliver lempet for første gang i adskillige år for at akkommodere flygtningestrømmen. Så selvom geopolitik vil spille en rolle i 2016, vurderer vi ikke, at det vil forhindre 2016 i at blive det bedste vækstår for regionen i mange år.

**JAPAN: Får hjælp fra global vækst**

Tilbage står Japan, som på den ene side kommer til at drage nytte af en pæn vækst i global økonomi samt hos landets primære samhandelspartner, USA. Men på den anden side kæmper Japan, lige som mange lande i de nye markeder, med at finde en passende økonomisk politik og gennemføre de nødvendige reformer.

Alt i alt tegner vi altså et billede af en global økonomi, som endnu engang kommer til at gøre det ganske pænt, og en amerikansk økonomi, som for alvor vil cementere sin status som den største og mest betydningsfulde.

**► FORVENTNINGER TIL 2016: FINANSMARKEDER****Amerikanske renteforhøjelser og råvarer kan skabe uro**

Grundlæggende ville et scenarie, som det vi har malet for global økonomi ovenfor, være ensbetydende med, at vi generelt er optimistiske omkring risikofyldte aktiver, herunder fx globale aktier. Når global vækst er positiv, er der typisk mulighed for, at virksomhederne kan øge deres indtjening. Og givet at prisfastsættelsen på globale aktier stadig ikke er for høj, så bør vi se frem til 2016

som et år, der kan levere positive aktieafkast. Men her er vi dog nødt til at vende tilbage til styrken i amerikansk økonomi, råvarepriserne og de nye markeder.

Pt. indregner finansmarkederne to til tre renteforhøjelser i USA i 2016. Vi mener, at det bliver *mindst* tre, og det kan skabe kortsigtet usikkerhed og bekymring om, hvor meget renten rent faktisk skal op - og påvirke aktier negativt. Dertil kommer et fortsat højt udbud af olie i forhold til efterspørgslen og et OPEC, som indtil videre synes efterladt på sidelinjen som følge af den fleksible amerikanske sektor for skiferolie og -gas. Samtidig foregår der nogle teknologiske landvindinger i form af fx sol- og vindenergi og mere effektiv udnyttelse af fossile brændstoffer generelt. Disse kan tænkes at sænke efterspørgslen efter olie mere, end vi pt. kan forestille os.

**Risiko for konkurser i oliesektoren...**

Bliver resultatet, at olieprisen igen falder voldsomt, vil det uden tvivl være positivt for de vigtigste dele af den globale økonomi. Men det vil samtidig betyde, at de store selskaber i olie- og råvare-

*”Kombinationen af stærk amerikansk vækst og faldende råvarepriser vil komme specielt euro-landene til gode.”*

## Makrobarometer

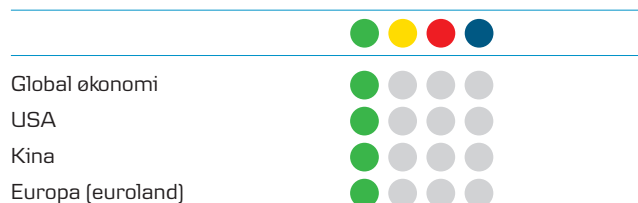
Danske Invest Makrobarometer beskriver den aktuelle styrke i den globale økonomi samt i økonomierne i USA, Europa og Kina. Danske Invest anvender løbende Makrobarometeret som pejlemærke for aktivallokering – altså hvordan investeringer skal fordeles mellem aktier, obligationer og virksomhedsobligationer.

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

sektoren kan blive ramt meget hårdt på indtjeningen. Vi så det i 2015, hvor det voldsomme fald i specielt olieprisen betød, at indtjeningen i energisektoren kollapsede så meget, at der for det amerikanske aktiemarked som helhed er tale om, at indtjeningen ikke er vokset. Endvidere er der risiko for, at den lavere oliepris vil medføre, at en række energiselskaber, specielt i USA, ganske enkelt vil gå konkurs, hvilket kan føre til midlertidig stress i markedet for virksomhedsobligationer:

**...og store udsving på finansmarkederne**

Lægger vi dertil de voldsomme fald i flere valutaer i de nye markeder i løbet af 2015, åbner det mulighed for, at der falder uven-

tede skeletter ud af skabet. Derfor tegner vi et billede af et 2016, som kan vise sig at blive karakteriseret af flere store udsving på de finansielle markeder til trods for en ganske pæn vækst i global økonomi. Vi opfordrer dermed til at følge godt med, fordi det åbner mulighed for at skabe afkast ved aktiv forvaltning.

Det forklarer dermed også, hvorfor vi ved indgangen til 2016 lægger ud med en begrænset positiv eksponering til risikable aktiver, og hvorfor vi i højere grad end normalt forventer at finde afkast ved aktiv udvælgelse af regioner og sektorer i stedet for ved blot at overvægte fx globale aktier.

## DISCLAIMER

Danske Invest har udarbejdet dette materiale til orientering, og det udgør ikke investeringsrådgivning. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver.