Investor Brief

Danske Invest

MARKEDSFORVENTNINGER

OKTOBER 2015

Outlook for 4. kvartal 2015

Makroøkonomi og allokering: Frygten for Kina er overdrevet, og europæiske aktier er faldet ufortjent meget og ser attraktive ud. Vi er klar til at øge vores aktievægt i det kommende kvartal, når vi har mere klarhed over situationen i Kina.

Afmatning i USA er midlertidig

Europa har fået ufortjente kløe

Japansk vækst har tabt lidt fart

Overdreven pessimisme i nye markeder

Ufortjente klø til attraktive aktier

Frygten for Kina er overdrevet, og europæiske aktier er faldet ufortjent meget og ser attraktive ud. Samtidig bør blot få positive nyheder kunne lette stemningen i forhold til emerging markets, hvor pessimismen er overvældende. Generelt er vi klar til at øge vores aktievægt, når vi har mere klarhed over situationen i Kina.

Af Bo Bejstrup Christensen,
chefanalytiker i Danske Invest

▶ **ET KORT TILBAGEBLIK:**

Græsk lettelse afløst af kinesisk usikkerhed

Juli bød på en længe ventet aftale mellem Grækenland og dets kreditorer. Det medførte kortvarig optimisme på de finansielle markeder, herunder betydelige aktiekursstigninger. Vi benyttede lejligheden til at sælge nogle aktier og komme ned på en neutral aktievægt, idet vi fremadrettet forventede, at væksten i Kina ville aftage, og at fokus på en kommende amerikansk renteforhøjelse ville medføre stagnerende aktiemarkeder på den korte bane.

I løbet af august blev opmærksomheden rettet mod især de nye markeder, fordi de kinesiske nøgletal skuffede, og fordi den kinesiske centralbank mere eller mindre fra den ene dag til den anden besluttede sig for at lade værdien af den kinesiske valuta falde.

På grund af mangelfuld information fra centralbanken om, hvad der egentlig foregik, skabte det voldsom panik på de finansielle markeder, da det blev taget som tegn på, at også Kina – som et af de absolut stærkeste lande i de nye markeder – pludselig havde større problemer, end vi gik og regnede med.

Initialt led aktier og valutaer i de nye markeder hårdt, men siden spredte uroen sig til Europa og USA, da markederne forsøgte at finde ud af, hvad et potentielt kinesisk kollaps ville betyde for resten af verden. Dermed har de globale aktier fået store klø gennem august og september. Det ændrer dog ikke ved, at både eurozonen og USA leverede pæn økonomisk vækst i det forgangne kvartal. Alligevel undlod den amerikanske centralbank at hæve renten ved mødet i september – i særdeleshed på grund af uroligheder i de nye markeder og på de finansielle markeder.

▶ **FREMADRETTET:**

Det hele drejer sig om Kina

Tager vi de lange briller på, ser vi overordnet en global økonomi, der fortsætter med at vokse. Kina humper gennem en svær periode, men vi ser den nuværende nervøsitet som overdreven. Vi har skruet lidt op for aktievægten igen siden juli og forventer at øge

Allokerings scorecard

Aktuelle forventninger til forskellige aktivklasser på en skala fra -3 (negativ) til +3 (positiv)[1].

Noter: [1]Der er ikke knyttet en specifik tidshorisont til forventningerne, der er baseret på det seneste taktiske allokeringsmøde i Danske Capital pr. 28.09.2015. Danske Capital er rådgiver for Danske Invest. [2]Udtrykker graden af overbevisning om den angivne forventning. [3]Udtrykker den aktuelle vurdering af afkastmulighederne i de traditionelt mest risikofyldte aktiver.

aktievægten yderligere, når vi har mere klarhed over situationen i Kina.

Kina er nu det absolutte fokuspunkt for de finansielle markeder, og her er fokus især rettet mod den markante svaghed i kinesisk byggeri og Kinas efterspørgsel efter råvarer. Hvis Kinas vækst bliver ved med at falde fra de nuværende lave niveauer, er der stor sandsynlighed for, at råvarepriserne skal falde yderligere, og sker det, kan man lige pludselig godt tegne et meget negativt billede for en række lande i de nye markeder. Hvis den kinesiske vækst virkelig er på vej til at kollapse, så får det selvfølgelig voldsomme konsekvenser – ikke alene for andre nye markeder, men også i Europa og USA, idet Kina længe har været en vigtig drivkraft bag global vækst.

Men vi mener ikke, at et kinesisk kollaps truer. Snarere mener vi, at vi står ved et lavpunkt i den kinesiske vækst, og vi forventer, at væksten i Kina vil stabilisere sig i løbet af de kommende måneder. Vi baserer denne vurdering på især følgende tre faktorer:

• BOLIGBYGGERIET VIL STABILISERE SIG. Vi har længe peget på boligmarkedet som Kinas strukturelle svaghed. Byggeriet var ganske enkelt steget for meget, og der var behov for, at det skulle falde. Det er efter vores vurdering årsagen til, at Kinas vækst er gået fra tocifrede vækstrater til nu – i bedste fald – 5-6 pct. Men lige her på den korte bane mener vi, at byggeriet er faldet for kraftigt. Årsagen har været en meget stram økonomisk politik i 2014 og ind i 2015. Men allerede i slutningen af efteråret sidste år og i starten af 2015 blev der lempet for kravene til potentielle boligkøbere, så selvom byggeaktiviteten har været faldende gennem længere tid, har salgsaktiviteten faktisk været stigende. Vi forventer, at denne forbedrede salgsaktivitet langsomt men sikkert rydder op i beholdningen af usolgte boliger, og dermed vurderer vi, at boligbyggeriet også på sigt vil stabilisere sig.

”Vi forventer, at væksten i Kina vil stabilisere sig i løbet af de kommende måneder.”

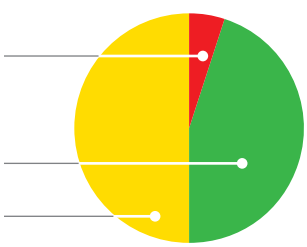
• UDLÅNSVÆKST VIL KOMME ØKONOMIEN TIL GODE. Selv om udlånsvæksten har været pæn i de seneste måneder, er en stor andel af disse penge efter vores vurdering ikke nået ud til virksomheder og forbrugere. De er snarere gået til at refinansiere gammel eksisterende gæld – samt meget konkret i juli til at stabilisere aktiemarkedet. Efterhånden som mere og mere gammel gæld bliver forlænget, og efterhånden som myndighederne ikke bruger så meget fokus og kræfter på at stabilisere aktiemarkedet, fordi det er faldet så meget, regner vi med, at mere af den udlånsvækst, der rent faktisk er, også kommer realøkonomien i form af forbrugere og husholdninger til gode.

• CENTRALREGERINGEN TRÆDER PÅ SPEEDEREN. Det er nu tydeligt, at centralregeringen i Kina træder lidt mere på speederen end tidligere i form af at igangsætte nye infrastrukturprojekter. Dertil kommer, at der stadig på andre områder i den økonomiske

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)	45%
AFMATNING (væksten er positiv, men aftagende)	50%



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

”Den indenlandske økonomi i USA tegner rigtig stærk. Beskæftigelsesvæksten er stadig høj, og fyringsaktiviteten historisk lav.”

politik bliver lempet, herunder i form af rentenedsættelser.

Vi mener, at disse tre forhold vil være nok til at stabilisere væksten. Men vi understreger, at det absolut ikke er en tilbagevenden til tidligere tiders eventyr. Kinas vækst er stadigvæk presset af behovet for omstillingen over mod en mere serviceorienteret økonomi og mindre fokus på de gamle sektorer som tung industri og byggeri. Men vi vurderer dog, at den pessimisme, der er i dag, er overdreven. Derfor bør vores moderat optimistiske scenarie komme som en positiv overraskelse for de uroplagede finansielle markeder.

USA:

Den nuværende afmatning er midlertidig

I USA ser vi billedet af en økonomi, der kører i to forskellige tempi. De fornyede fald i olieprisen har medført fornyede fald i olie- og gassektoren, og fremstillingssektoren kæmper med effekterne af den stærkere dollar. Hertil kommer selvfølgelig svagheden i de nye markeder, som også rammer den globaliserede fremstillingssektor. Disse udfordringer forsvinder ikke lige med det samme.

Til gengæld tegner den indenlandske økonomi i USA rigtig stærk. Beskæftigelsesvæksten er stadig høj, og fyringsaktiviteten historisk lav. Under denne positive historie ligger efter vores vurdering et boligmarked, som er i fortsat bedring. Boligmarkedet ligger underdrejet, der bygges for lidt, og den primære årsag er de fortsat meget stramme kreditstandarder – dvs. at det er svært at låne til at købe en bolig.

Heldigvis er der tegn på, at disse stramme kreditstandarder løbende bliver lempet, og det giver et positivt boost til økonomien. Derfor er vi meget komfortable med, at den afmatning, som USA pt. er inde i, hvor væksten er faldet fra 3 pct. til i skrivende stund 2 pct., er midlertidig. Og hvis der falder lidt ro på specielt situationen i de nye markeder og på de finansielle markeder, bør den amerikanske vækst relativt hurtigt komme tilbage til 3 pct.

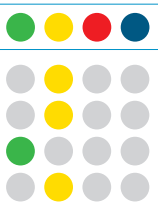
Holder dette scenarie vand, så kommer den nok så omtalte renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank, Fed, i december. Vi har tidligere fokuseret på den famøse renteforhøjelse som en faktor, der holder specielt globale aktier tilbage. Men markederne er nu så bekymrede for væksten, at det scenarie, hvor Fed hæver

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:

Aktuelt makrobarometer



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.

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.

renten, også er det scenarie, hvor væksten er relativ stærk. En renteforhøjelse i USA bør derfor ikke være den store hindring for fornyede stigninger i såvel amerikanske som globale aktier.

EUROPA:

Europa har fået ufortjente kløe

Vi har længe peget på europæiske aktier som de mest interessante blandt globale aktier. Det er ikke gået efter planen i det seneste kvartal, hvor europæiske aktier har lidt hårdt under den globale uro. Vi hæfter os ved, at økonomien i regionen synes at være kommet ekstremt godt gennem uroen, og væksten ligger efter vores vurdering på den høje side af 2 pct.

Drivkraften ligger i den indenlandske økonomi, hvor de tidligere kriselande i eurozonen oplever normalisering, mens Tyskland langt om længe nyder godt af reformer og en lang periode med stærk fremgang på arbejdsmarkedet og derigennem optimisme om fremtiden.

Trods vores optimistiske forventninger, der er drevet af fortsat bedring i banksystemet i Europa, vurderer vi, at Den Europæiske Centralbank (ECB) får meget svært ved at opnå sin inflationsmålsætning. Derfor vil ECB efter vores vurdering holde retorikken om sin fremtidige pengepolitik meget lempelig. Vi forventer faktisk også, at ECB forlænger sit opkøbsprogram ud over september 2016. Derfor ser vi fortsat aktier i specielt eurozonen som værende attraktive, fordi de bliver støttet af pæn vækst, lempelig pengepolitik og nu endnu mere attraktiv prisfastsættelse.

"Vores vurdering er, at blot få positive nyheder bør kunne lette bekymringerne for de nye markeder"

EMERGING MARKETS:

Overdreven pessimisme

Det største spørgsmål knytter sig til aktier i de nye markeder. Selvom vi fortsat på den lange bane er bekymrede for udviklingen i flere af de nye markeder og for afhængigheden af råvarer, mener vi også, at pessimismen generelt er overdrevet her. Så selvom vi fortsat anbefaler vores investorer at være selektive, mener vi, at det er det forkerte tidspunkt at være undervægtede i de nye markeder. Sagt med andre ord er pessimismen ganske enkelt overvældende, så vores vurdering er, at blot få positive nyheder bør kunne lette bekymringerne for de nye markeder.

JAPAN:

Vær selektiv med investeringer

Vender vi os mod Japan, har reformprocessen tabt lidt fart på det seneste, og det samme gælder væksten. Der går noget tid, før der kan skabes klarhed om begge dele, så selvom japanske aktier også bør stige i takt med globale aktier, mener vi ikke, at der lige nu er særlig grund til at være overvægtet i japanske 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.