



Danske Invest
Outlook for 2. kvartal

2016

Investor brief



Mere ro på markedet – men usikkerhed i horisonten

Makroøkonomi og allokering: Mens årets første kvartal blev et af de mest dramatiske investeringskvartaler i lang tid, kan andet kvartal give et pusterum, inden en række begivenheder igen potentielt skaber usikkerhed på de finansielle markeder. Vi er aktuelt positive og har en overvægt på globale aktier, men forventer at mindske risikoen senere på året.

*Præference for USA og Europa

*Undervægt i nye markeder

*Bekymrende faktorer i horisonten

Danske Invest



Mere ro på markedet – men usikkerhed i horisonten

I andet kvartal forventer vi stigende økonomisk vækst i USA, relativt stabil kinesisk vækst og pæn vækst i Europa. Det kan give et tiltrængt pusterum ovenpå årets første måneder, som bød på frygt for økonomisk recession og store kursudsving. Med dette scenarie er vi aktuelt positive og har en overvægt på globale aktier, men ny potentiel markedsuro lurer i horisonten.



Af Bo Bejstrup
Christensen,
chefanalytiker
i Danske Invest

ET KORT TILBAGEBLIK:

Årets første kvartal blev et af de mest dramatiske investeringskvartaler i lang tid. Seks uger inde i året var globale aktier faldet med mere end 10 pct., og bekymringer om både en ny recession, en ny bankkrise i Europa og svaghed i Kina trak overskrifterne.

For det første bød årets start på en meget presset oliepris. Mens det generelt er positivt for forbrugerne og økonomien i både USA, euroland, Japan og Kina, gjorde det ondt på en række sektorer og virksomheder med eksponering mod oliesektoren. Den faldende oliepris skabte derfor stor usikkerhed i markedet, hvor investorer forgæves forsøgte at danne sig overblik over, hvor hårdt det dels ville ramme oliesektoren og dermed medføre konkurser, men også hvor hårdt de olieafhængige udviklingsøkonomier ville blive ramt. Frygten for recession i USA blev derved et stort tema i starten af året.

Også en uigennemskuelig kinesisk økonomi blev igen et stort tema i første kvartal. Væksten var aftagende, og valutaen blev svækket i årets første dage. Det skabte en masse uvished om, hvad Kinas centralbank og regering egentlig ville opnå, og hvor slemt det stod til i Kina.

I Europa så vi en giftig cocktail af en række skuffende nøgletal og store politiske temaer, primært flygtningekrisen og debatten omkring Storbritanniens valg om EU-medlemskab samt begyndende stress omkring bankerne.

I februar vendte markedet. For det første fik Kina styr på valutaen og blev gradvist bedre til at kommunikere, hvad man vil med landets økonomi og med landets valuta, yuennen. For det andet begyndte olieprisen at stabilisere sig, og for det tredje så vi starten på en række positive nøgletal fra både USA og Europa. Det hele skal holdes sammen med, at vi har Den Europæiske Centralbank (ECB) som lempet markant på pengepolitikken.

FREMADRETTET:

Alt i alt betyder den accelererende amerikanske vækst, den nogenlunde stabile kinesiske vækst og den pæne europæiske vækst, at vi har et verdensbillede, hvor vi mener, at globale aktier vil gøre det ok i andet kvartal. Vi vurderer også, at markedet for specielt europæiske virksomhedsobligationer ser attraktivt ud. Vores positive syn på andet kvartal skal blandt andet ses i lyset af, at ECB stadig fører en ekstrem lempelig pengepolitik med udsigt til lave renter et stykke tid endnu, samt at kommende renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank vil foregå i et moderat tempo.

Men i tredje og fjerde kvartal ser vi en række bekymrende faktorer. I Europa har vi i slutningen af andet kvartal Storbritanniens Brexit-valg den 23. juni, og vi har fortsat en flygtningekrise. Samtidig er der bekymring om, hvor længe den økonomiske stimulus



Vi vurderer også, at markedet for specielt europæiske virksomhedsobligationer ser attraktivt ud.

i Kina kan vare ved, og i USA lurer et præsidentvalg og renteforhøjelser.

USA:

Frygten for amerikansk recession aftager yderligere

Vi er stadig optimistiske i et stykke tid endnu, og det er vi først og fremmest, fordi vi er positive omkring den amerikanske vækst. Jobskabelsen har været stærkere end ventet, og arbejdsløsheden er faldet. Vi ser også flere tegn på stigende lønvækst, og boligmarkedet klarer sig godt. I tillæg er der forholdsvis klare tegn på, at væksten i fremstillingssektoren er på vej op efter at have lidt under den stærke dollar og den lave oliepris. Mens lave oliepriser er godt for forbrugeren, er det skidt nyt for de selskaber, der lever af at sælge maskiner og udstyr til industrien.

Det finansielle system er solidt

Efter vores vurdering er pointen fremadrettet, at det finansielle system er solidt, og at bankerne generelt stadig lempet kreditbetingelserne. I tillæg er dollaren over det sidste halve år blevet mere stabil, og vi forventer, at industri-sektoren og oliesektoren vil tilpasse sig et niveau, som bedre reflekterer den lave oliepris. Alt i alt bringer det stabilitet, og scenariet burde give ►►

►► grobund for amerikansk vækst i andet kvartal. Her og nu vurderer vi, at væksten i USA ligger mellem 1 pct. og 1,25 pct., og vi forventer, at den vil stige til op imod 2 pct. og 2,5 pct. indenfor de næste tre til ni måneder. I det scenarie vurderer vi, at den amerikanske centralbank fortsætter med at hæve renterne. Vi forventer, at banken vil hæve renterne to gange i år på baggrund af den relativt stærke amerikanske økonomi.

EUROPA:

Stabil vækst og lav arbejdsløshed

I Europa har regionen indtil videre klaret sig godt gennem den politiske usikkerhed. Trods store overskrifter om politisk risiko, herunder flygtningekrisen og diskussionen om Storbritanniens EU-medlemskab, har væksten efter vores vurdering ligget stabilt mellem 1,5 pct. og 2 pct. i omkring et år. Arbejdsløsheden er faldet til det laveste niveau i tre til fire år, men er dog stadig forholdsvis høj og uden det lønpres, som vi er begyndt at se i USA.

Økonomisk støtte fra flere fronter

Den indenlandske europæiske økonomi får støtte fra fire fronter: For det første er den lave oliepris positivt for Europa. For det andet har Europa, i modsætning til USA, fået en svækket valuta. For det tredje har ECB lempet pengepolitikken de sidste par år, og for det fjerde er bankerne blevet vækket til live, selvom vi stadig ikke kan tale om en udlånsfest. Det har hjulpet med til at få væksten i euroland til at stige og arbejdsløsheden bragt ned.

Banksystemet har brug for ECB

Kernen i det hele er, at tre af disse fire vækstgivende faktorer er midlertidige. Olieprisen vil ikke falde for evigt, euroens fald er indtil videre aftaget, og der er en grænse for, hvor langt udlånsrenterne kan presses ned. Det betyder, at ECB er nødt til at sørge for, at det europæiske banksystem stadig står der, når alle de andre positive effekter er væk. Bankerne skal ganske enkelt låne penge ud til virksomheder og forbrugere, og for at understøtte denne proces har ECB fokus på at sikre rigelig likviditet til bankerne og give bankerne incitament til at låne flere ►►

ALLOKERINGS SCORECARD

Fig. 03

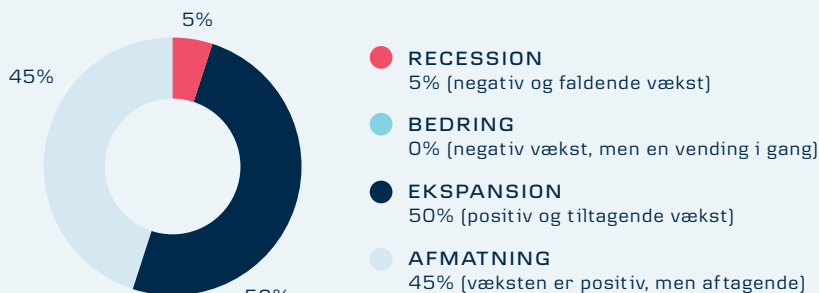
Aktuelle forventninger til forskellige aktivklasser på en skala fra -3 (negativ) til +3 (positiv) ¹	Outlook							Conviction ² 1-5
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	
Aktier, udviklede markeder								3
Aktier, globale emerging markets								2
Globale indeksobligationer								2
EU korte obligationer								4
EU lange obligationer								2
EU virksomhedsobl. investment grade								3
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
	Outlook							Bias
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	
Markedsrisiko (3 måneder) ³								Neutral
Risikoappetit								Down

NOTER: ¹Der 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. ²Udtrykker graden af overbevisning om den angivne forventning. ³Udtrykker den aktuelle vurdering af afkastmulighederne i de traditionelt mest risikofyldte aktiver.

GLOBALE MAKROØKONOMISKE UDSIGTER

Fig. 02

Mest sandsynlige makroøkonomiske udvikling på 6 måneders sigt.¹



NOTE: ¹Baseret på Danske Invest Makrobarometer af Danske Invests chefanalytiker Bo Bejstrup Christensen og hans team af analytikere.

►► penge ud. Vi vurderer stadig, at det overvejende positive budskab for euroland er, at vi har en centralbank, som er fuldstændig indstillet på at holde hånden under væksten og bank-systemet, og vi forventer, at de europæiske renter vil forblive exceptionelt lave i lang tid endnu.

EMERGING MARKETS:

Øjnene hviler stadig på Kina

Når vi kigger på emerging markets, hviler øjnene også i andet kvartal på Kina. De gode nyheder er, at de økonomiske lempelser, som kineserne har foretaget, har givet pote. Boligmarkedet er stabiliseret efter tidligere at have været i recession. Boligsalget er steget, boligpriserne er stigende, og opbremsningen i byggeaktiviteten er stoppet. Samtidig står det klart, at Kina har masser af resurser til at beskytte valutaen og fremadrettet kan holde den relativt stabil.

Emerging markets får et pusterum

Overordnet set vurderer vi, at den positive stemning på baggrund af Kinas lempelige pengepolitik, de lavere forventninger til hvor meget den amerikanske centralbank vil hæve renten, og den lempelige pengepolitik fra ECB er med til at give råvarepriserne et løft. På den helt korte bane forventer vi, at den positive stemning holder. For det første kommer vi i løbet af de kommende måneder til at se effekterne af den lempelige kinesiske pengepolitik, og for det andet vil der gå noget tid endnu, før den amerikanske centralbank sætter renterne op. Derfor vurderer vi, at selv de hårdt ramte emerging markets-økonomier vil gå et fornuftigt andet kvartal i møde.

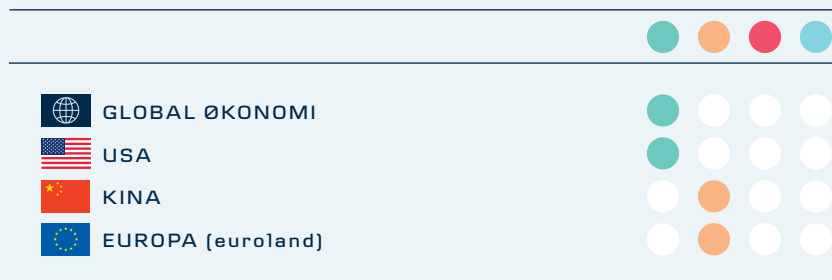
Grå skyer i horisonten

Kigger vi mod slutningen af andet kvartal og senere, er vi mere bekymrede. For det første er den lempelse, vi har set i boligmarkedet i Kina (højere kreditvækst og sænkning af udbetalingerne ved boligkøb) ganske enkelt et engangsskud i armen. Med tiltagene trækker man noget vækst fra i morgen ind i dag. Den nuværende høje udlåns-

AKTUELT MAKROBAROMETER

Fig. 03

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:



- **EKSPANSION** – positiv og tiltagende vækst. Aktier og virksomhedsobligationer vil typisk klare sig bedst, mens renterne stiger og rammer afkastet på obligationer.
- **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.
- **RECESSION** – negativ og faldende vækst. Stats- og realkreditobligationer vil typisk klare sig bedre end aktier.
- **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.



Den indenlandske europæiske økonomi får støtte fra fire fronter.

vækst er desværre også uholdbar. Bekymringen for vores vedkommende er derfor, at vi om tre til seks måneder atter lynhurtigt kan stå over for en diskussion om, hvorvidt Kinas vækst igen skal falde. Vi maler stadig ikke et billede af et kollaps, men vi maler et scenarie, hvor Kina har nogle store strukturelle problemer i boligmarkedet og en industriel sektor, som slås med overkapacitet og regeringens ønske om lavere forurening.

Stigende renter i USA rammer emerging markets

Vores anden bekymring er de kommende amerikanske renteforhøjelser. Centralbanken har en kortvarig pause, men senere på året forventer vi, at banken vil hæve renten igen, og at de stigende renter vil være negativt for emerging markets-økonomierne. Vores langsigtede skepsis omkring emerging markets er derfor stadig på plads, men det overordnede budskab i andet kvartal er, at økonomierne får et tiltrængt pusterum.

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.