



Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Juni 2015

Grækenland i default (?)

Over weekenden 27-28. juni besluttede den græske premierminister, Alexis Tsipras at forlade forhandlingerne med Troikaen og i stedet lade det være op til den græske befolkning at tage stilling til, hvorvidt den græske stat skulle tiltræde kreditorernes forslag i dets nuværende udformning.

Idet der først skal afholdes folkeafstemning om spørgsmålet 5. juli, er Grækenland derfor i realiteten i default. Årsagen er, at de afdrags- og rentebetalinger, som landet af likviditetsmæssige årsager har fået lov til at samle i en enkelt betaling ved udgangen af juni måned, nu først (eventuelt) kan betales efter folkeafstemningen, hvis det overhovedet havde kunnet lade sig gøre inden. Meningsmålingerne viser tilsyneladende, at et flertal af grækerne vil acceptere kreditorernes forhandlingsforslag, men det er stadig i høj grad uklart, hvad der kommer til at ske efter 5. juli.

Situationen i Grækenland har siden Syrizas valgsejr i januar udviklet sig til det værre. Et spirende opsving baseret på en delvis gennemførelse af en række nødvendige reformer er gradvist blevet kvalt af den usikkerhed, som Syriza har skabt om gældssituationen. Usikkerheden i Grækenland har de seneste uger haft en relativt negativ indvirkning på specielt de europæiske aktiemarkeder. Hvad kan vi forvente fremadrettet?

Grækenlands bruttogæld andrager på nuværende tidspunkt cirka 175 % af BNP, og det står efterhånden klart, at landet hverken kan eller vil servicere denne gældsbyrde. Gældsbyrden er kommet ud af kontrol, fordi Grækenlands omkostninger er steget væsentligt i forhold til de øvrige europæiske lande. Idet Grækenland allerede da det tiltrådte euroen havde en ringe konkurrenceevne, er denne forværring dramatisk. En anden indikation af den græske økonomis manglende formåen er det forhold, at handelsbalancen har været negativ i mindst 25 år (så længe vi har data).

Den eneste måde, hvorpå konkurrenceevnen kan genoprettes er ved lavere omkostninger i forhold til de øvrige europæiske lande. Dette kan kun ske på to måder: En intern devaluering (ved at beholde euroen og acceptere, at priserne falder dramatisk) eller en ekstern devaluering (ved at overgå til en ny valuta og lade denne falde i værdi over for euroen).

Hvis grækerne bestemmer sig for at beholde euroen, vil de efter alt at dømme opleve deflation i flere år, fordi deres konkurrenceevne er så ringe ved de nuværende priser. Dette vil gøre gælden endnu vanskeligere at tilbagebetale. Hvis de i stedet vælger at gå fra euroen til en anden valuta og derefter devaluere, vil de hurtigere få reetableret deres konkurrenceevne, men de vil nødvendigvis gå konkurs, fordi den euro-denominerede gæld så bliver endnu større og vanskeligere at tilbagebetale.

Den græske stats overforbrug er blevet finansieret ved gæld, mens det akkumulerede handelsbalanceunderskud er blevet finansieret ved gennem det såkaldte TARGET2-system, som er et clearingssystem for de nationale, europæiske centralbankers krav på hinanden. Siden 2008 har de nordeuropæiske eurolande (specielt Tyskland) oparbejdet massive fordringer i TARGET2, mens de sydeuropæiske lande (specielt Italien og Spanien – men også Grækenland) omvendt skylder de nordeuropæiske lande pga. deres store handelsbalanceunderskud og kapitalflugt til det sikrere Nordeuropa.

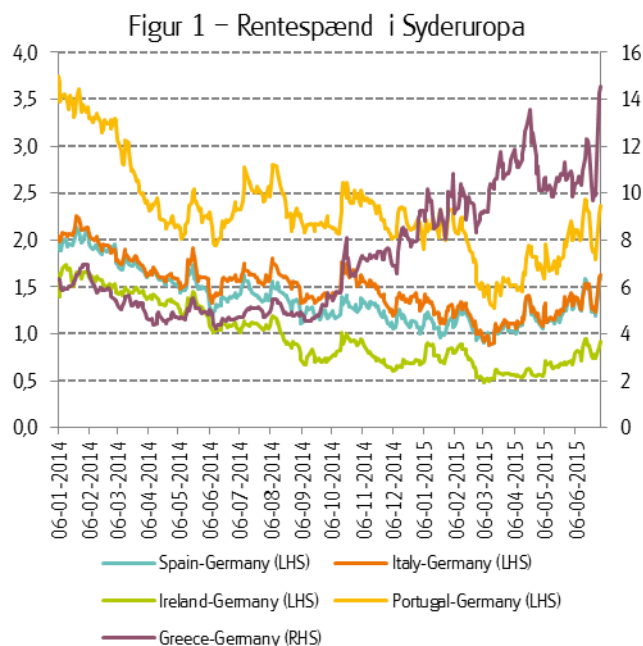
Endnu en rekonstruktion af græsk gæld ser efterhånden ud til at være en realitet, hvilket formentlig vil betyde, at udenlandske kreditorer kun får halvdelen af deres nominelle fordringer tilbage. Dertil kommer, at specielt Tyskland via TARGET2 står til et større tab.

Den græske stats bruttogæld lyder på 175 % af BNP eller cirka 318 mia. euro. Dertil kommer fordringer på den græske nationalbank gennem TARGET2 på yderligere 99 mia. euro. Det

maksimale tab, kreditorer kan udsættes for lyder altså på mere end 400 mia. euro. En del af den græske gæld holdes allerede af indenlandske investorer (specielt banksystemet), så i realiteten vil det være mindre, og desuden er der i historikken over nationale konkurser ikke praksis for at afskrive gæld fuldstændigt, da det sender et yderst problematisk signal til investorer og dermed vanskeliggør en tilbagevenden til gældsmarkederne.

Europæiske renter

Det græske BNP udgør under 2 % af Eurozonens BNP, så problemet burde være til at overskue for de europæiske gældsmarkeder, der da indtil nu også har reageret på Syrizas umedgørlighed med et skuldertræk. Indtil videre har vi kun set moderate udvidelser af rentespændene overfor tysk statsgæld i de øvrige sydeuropæiske lande, og denne udvikling kan i øvrigt forklares ved de generelle rentestigninger siden marts.



Den europæiske økonomi er på vej ind i en bedring, ligesom det europæiske banksystem er klart stærkere kapitaliseret på nuværende tidspunkt end ved eurokrisens udbrud i 2011. Dette betyder, at man langt nemmere vil kunne absorbere tabene fra et "hair cut" på græsk gæld. Desuden har udviklingen været ventet igennem efterhånden flere kvartaler. Det var uden tvivl en forværring af situationen, at Syriza blev valgt, men det var en situation, som kunne forventes.

Græske renter har naturligvis reageret ved at stige kraftigt efter weekenden. Renterne på 2-årige statsobligationer steg med 17 %-point til over 38 %. Renten på 10-årige statsobligationer steg med næsten 4 %-point til 14,7 %. De øvrige europæiske

lande – specielt de "sikre" i Nordeuropa – har reageret med rentefald, mens Portugal, Spanien, Irland og Italien har set moderate rentestigninger.

Hvis vi et øjeblik træder tilbage og betragter situationen uden støjen fra Grækenland, har de globale obligationsmarkeder fra april til slutningen af maj været præget af relativt store skift i renteforventninger og dertilhørende stejle rentekurver. Dette er normalt en god indikator for fremtidige vækstudsigter, og som jeg skrev i sidste månedsrapport forventer jeg, at renterne fortsat vil stige henover sommeren i takt med, at specielt den europæiske økonomi vil bedre sig.

Specielt er det værd at lægge mærke til, at de langsigtede inflationsforventninger fortsat er relativt lave og slet ikke er steget i samme omfang som det generelle renteniveau. Der er med andre ord stadig mulighed for, at de lange renter kan stige med yderligere 20-30 basispunkter – alene som følge af et skift i inflationsforventninger.

Europæiske aktier

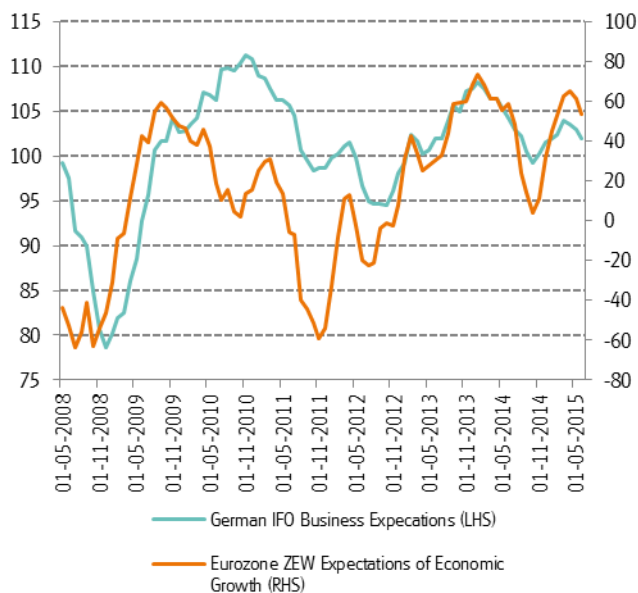
Aktiemarkederne i Europa reagerede mandag den 29. juni med relativt store fald på 3-5 %, men faldene blev mere moderate i løbet af dagen. Det er min vurdering, at reaktionen viser en europæisk økonomi, som er i stand til at håndtere en græsk konkurs. Det er ikke overraskende, at aktiemarkederne falder umiddelbart efter, at den slags annonceres.

Idet aktiemarkedet – som alle andre markeder – er fremadskuende, giver det en vis tillid, at reaktionerne (ligesom i rentemarkedet) ikke har været større. Endvidere har aktiemarkedet efterhånden haft ganske lang tid til at vende sig til tanken om en rekonstruktion af græsk gæld.

Udsigterne for europæiske aktier ser stadig fornuftige ud. Overskudslikviditeten (dvs. forskellen på væksten i den reale pengemængde og væksten i BNP) er stigende med de nylige tal for væksten i pengemængden. Desuden holder IFO-tallene fra Tyskland sig på et ganske pænt niveau (102), og detailhandlen er også på vej ind i en god gænge med årlige vækstrater på 2,2 % – hvilket ikke er set siden 2007.

Dertil kommer, at ECB med begivenhederne i Grækenland kan forventes at holde en fast hånd under markedet, hvilket i praksis vil betyde, at spændet mellem de sydeuropæiske lande og Tyskland ikke må køre for meget ud. Derved vil ECB medvirke til at holde markedet forsynet med rigelig likviditet en rum tid endnu.

Figur 2 – Surveys for den forventede vækst i eurozonen



Øvrige aktier

I USA forbedres økonomien væsentlig i de ledende indikatorer for industriproduktion, hvilket betyder, at vi formentlig vil se stærkere tal for ISM Manufacturing fremover. Service-industrien har tilsyneladende slet ikke været ramt af det mindre slowdown, vi har set i Q1-Q2 af 2015. Faktisk ser det ud til, at USA kommer stærkt igen henover årsskiftet, og dette bør hjælpe amerikanske aktier trods udsigterne til en stramning af den stadig meget ekspansive pengepolitik.

I Kina er aktieboblen bristet, og kinesiske småinvestorer må sande, at blind spekulation ikke svarer sig i det lange løb. De seneste tal for "account openings" i Kina (dvs. aktiehandelskonti for småinvestorer) viser stadig en stigende tendens fra marts til udgangen af april, men når vi får de nye tal for udgangen af juni måned, vil det sikkert vise sig, at der er vige interesse for aktiemarkedet. I hvert fald er Shanghai Composite faldet med næsten 22 % på under tre uger.

Det lader til, at de kinesiske aktieinvestorer (eller spekulanter) trods alt ikke har kunnet ignorere den svage, økonomiske udvikling. PBoC (den kinesiske centralbank) har ellers lige sænket renten, men det er ikke nok til at hindre et videre fald i aktiemarkedet. Årsagen er, at den nyeste vækst i BNP ifølge Bloombergs månedlige BNP-indikator nu er faldet til uohørt lave 6,55 % (uofficielt tal), og at den nedadgående tendens stadig der ubrudt. Desuden er den kinesiske pengepolitik – trods lave renter – stadig temmelig stram, idet RRR (Reserve Ratio Requirement) for banksystemet er meget høj, idet den reale værdi af renminbien er ret høj, og fordi der over de seneste måneder har kunnet observeres ret store kapital out-flow.

Figur 3 – Nøgletal for politisk-økonomisk styring i Kina



Det er min forventning, at kinesiske aktier vil falde yderligere, men at de kinesiske myndigheder er på vej med en større lempelse af pengepolitikken, som på længere sigt vil medvirke til at holde hånden under de kinesiske aktier og ejendomsmarkedet. En stabilisering af aktiemarkedet forventer jeg dog først til efteråret eller efter, hvis de falder brat i et par uger endnu.

Emerging markets aktier er berørt af de svage aktiemarkeder i Brasilien og Kina, men de øvrige EM-landes markeder ser faktisk ud til at kunne drage nytte af genkomsten af europæisk vækst i både forbrug og produktion. Indikatorerne for industriproduktion er stadig positive for emerging markets som helhed, hvilket plejer at understøtte aktiemarkedene fremadrettet.

Blå bloks sejr: Hvad betyder den?

Efter Lars Løkke Rasmussens og blå bloks sejr i det danske valg, har man nu haft mulighed for at se nærmere på regeringsgrundlaget. Pga. valgresultatet og de blå partiers indbyrdes magtforhold og mandatfordeling ser det ikke ud som om, vi skal forvente noget nævneværdigt af den nye regering. Dels er det en mindretalsregering med et relativt uenigt, parlamentarisk grundlag, dels regerer den på et yderst snævert mandat.

Det er således relativt få vækstfremmende tiltag, der kan spores i regeringsgrundlaget, og deres gennemførelse er heller ikke sikker. Som jeg skrev i sidste månedsrapport, kan man ikke forvente væsentligt ændrede forudsætninger for danske investorer.

Redaktionen er afsluttet den 30. juni 2015

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.