



## Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Oktober 2015

### ECB's støttende hånd

Aktiemarkedet var ved at komme sig, da vi nærmede os midten af oktober, og volatiliteten fra august og september fortog sig. Inflationsforventningerne i eurozonen havde forbedret sig (dvs. steget) med mere end 10 basispunkter på blot tre uger, og de generelle makroøkonomiske nøgletal var rimeligt pæne (dog til den lidt svage side) i første del af oktober måned.

Derfor kom det som noget af en overraskelse, at Mario Draghi på ECB's pressekonference den 22. oktober besluttede sig for at indikere, at ECB's pengepolitik kunne stå over for en endnu en større lempelse. Draghi indikerede, at ECB's inflationsforventninger var stabile, men også, at de så "downside risks" (dvs. større risiko for et fald end for en stigning i inflation) pga. det stædige "output gap" i Eurozonen (med andre ord - at væksten er lavere end den burde/kunne være).

Specielt blev markedet overrasket over, at man i ECB havde diskuteret en yderligere sænkelse af indskudsrenten i ECB. Alene det, at det nævntes som en mulighed, fik EURUSD til at falde med 2% på få minutter, og specielt europæiske aktier steg tilsvarende hurtigt med 2%. Begge disse trends (svækelse af EUR og stærkere aktier) har været ved mod slutningen af måneden. Dertil kommer, at 10-årsrenterne er faldet med omkring 20 basispunkter siden pressekonferencen den 22. oktober.

### MomVol-indikator ved at vende?

Som beskrevet ovenfor har vi haft en stærk måned i aktier - ikke mindst i Europa, hvor de fleste aktieindeks er steget med omkring 10%. Vores MomVol-indikator har formentlig ikke haft tilstrækkelig tid til at kunne vende, og det er min opfattelse, at den ved månedens udgang stadig vil anbefale at have reduceret aktierisiko.

Fundamentalt er situationen dog noget anderledes, idet det er vanskeligt at finde på andre fundamentale argumenter imod en eksponering til aktiemarkedet, end at den amerikanske centralbank efter al sandsynlighed vil hæve renten i december eller januar.

### Europa stadig i bedring

#### - bedre end markedets (og ECB's) opfattelse

Det amerikanske slowdown viser sig også i Europa, og som omtalt ovenfor har de makroøkonomiske nøgletal vist sig at være en anelse svagere i oktober end i september. Det ændrer dog ikke ved det forhold, at de stadig er relativt stærke og var i stand til at overraske flertallet af analytikere til den positive side.

Vi har igennem nogle måneder arbejdet på et projekt, som havde til hensigt at gøre os i stand til at forudsige, hvordan OECD's ledende indikatorer vil udvikle sig for de største økonomier i verden. Endnu er projektet ikke tilendebragt (og bliver det måske aldrig!), men de første resultater er nu tilgængelige, og de viser, at vi bør være optimistiske for de kommende 12 måneder (se grafer på side 3).

Udsigterne for europæisk økonomi er ifølge vore makromodeler bedre end i flere år. Specielt skiller Frankrig sig ud. Landet var indtil for få kvartaler siden nærmest opgivet af markedet, men præsident Hollande har reageret på de ringeste tillidsmålinger for nogen præsident i den femte republiks historie ved at ændre politik fra en reaktionært venstreorienteret doktrin til noget, der under premierminister Manuel Valls næsten minder om den i Frankrig ellers så udskældte angelsaksiske liberalisme. Indtil videre har nævneværdige franske reformer ikke materialiseret sig, men ud fra et cyklisk perspektiv er udviklingen afgjort vendt til det bedre i løbet af det seneste år.

I Tyskland modtages i disse måneder hundredetusinde af flygtninge og migranter. Mens nogle af disse vil give en tiltrængt forøgelse af arbejdsstyrken, vil mange være en økonomisk byrde i de kommende år. Pga. den måde, vi opgør BNP på, vil de statslige udgifter til integration og håndtering af de mange nytillkomne dog med sikkerhed virke understøttende for BNP-tallene i de kommende kvartaler. Dertil kommer, at de ledende, cykliske indikatorer også for Europas største økonomi peger i den rigtige retning.

Med ny svækkelse af euroen (og dermed hjælp til Europas konkurrenceevne) samt indikationer på fortsat/øget pengepolitisk stimulus fra ECB er europæisk vækst på vej ind i en gylde periode. I den forbindelse kan jeg ikke undlade at frygte, at ECB simpelthen har undervurderet eurozonens styrker og tillader et inflationært pres opbygges samtidig med, at pengepolitikken er historisk lempelig.

## USA – midlertidig svækkelse krydret med renteforhøjelse?

Pas på efter nytår. Det er i al sin simpelhed mit budskab mht. den amerikanske økonomi. Den svækkelse, som vi har set i USA i de sidste to-tre måneder er midlertidig og primært relateret til overoptimisme i fremstillingsindustrien. I de seneste måneder har vi også set en svækkelse i tallene for serviceindustrien, men denne er væsentligt større end fremstillingsindustrien, og det går også væsentligt bedre i denne, fordi den ikke i sammen omfang har været berørt af den stærke USD.

Fremstillingsindustrien vil efter vores industriproduktionsmodeller komme kraftigt igen efter udgangen af første kvartal af 2016. Dermed vil fremadskuende analytikere og respondenterne i diverse surveys (ISM og PMI) formentlig allerede ved udgangen af året ændre deres udsigter i noget mere optimistisk retning.

At den amerikanske centralbank nu indikerer, at en renteforhøjelse på mødet den 15-16. december ikke er taget af bordet endnu, var umiddelbart noget, som overraskede markedet, men givet den underliggende styrke i den amerikanske økonomi og den med stor sandsynlighed tilbagevendende vækst i industriproduktionen i andet kvartal, bør FED afgjort begynde at stramme pengepolitikken for at få kvat inflationen (og specielt løninflationen) i opløbet.

## Kortsigtet optimisme i Kina, langsigtet pessimisme

I sidste månedsrapport luftede jeg en forsigtig optimisme mht. Kinas kortsigtede muligheder for en stabilisering af vækststud-

sigterne. Denne optimisme vil jeg gerne fastholde. Kinas økonomi er uden tvivl afhængig af, hvad Politbureauet beslutter sig for, men den er ligeledes afhængig af den internationale konjunkturudvikling, som ser ganske stærk ud over de kommende 12 måneder (jævnfør grafer).

Desuden er Kinas Monetary Conditions Index forbedret yderligere, og reservekravene til kinesiske banker er også lempet yderligere. Bloombergs månedlige indikator for kinesisk (officiel) BNP-vækst ligger på hæderlige 6,55%. Den væsentligste indikator, som giver anledning til bekymring på kort sigt, er det såkaldte Li Ke Qiang Index, der i løbet af september måned er forværret til den værste værdi siden 2005, hvor indekset begynder.

Når det er sagt, er der stadig grund til at forvente, at kinesisk vækst langsomt vil konvergere ned mod et niveau, som er almindeligt for økonomier af den størrelse og udviklingsniveau. Den demografiske udvikling samt overkapacitet i forskellige sektorer vil automatisk medføre en sådan udvikling, og Kinas voldelige appetit på råvarer vil ikke komme tilbage i overskuelig fremtid.

## Aktier

Idet europæiske makroøkonomiske nøgletal ifølge vore modeller vil overraske mest positivt i forhold til forventninger og i forhold til Japan og USA, bør investorer bibeholde en overvægt til europæiske aktier. Desuden er europæiske aktier fortsat billigere prisfastsat i forhold til øvrige regioner.

På baggrund af vores makromodellers forudsigelser er det mest sandsynlige scenario, at aktiemarkedet over de kommende 12 måneder kommer til at levere ret solide afkast. Som tidligere nævnt, er den eneste skygge over aktiemarkederne (specielt emerging markets), at den amerikanske centralbank står over for at hæve renten, hvilket gøre risikable aktier relativt mindre attraktive.

## Pas på lange obligationer

I Månedsrapporten har jeg gentagne gange i løbet af det sidste halve år advaret imod stigende, lange renter. De sidste fire måneder er de lange renter dog faldet – og det på trods af, at 5Y5Y-inflation EUR swaps (markedets langsigtede inflationsforventninger i eurozonen) er steget med hele 20 basispunkter i oktober alene. Men hvis vores makromodeller har ret, burde inflationsforventningerne og dermed renterne nærmest stige konstant over de kommende 12 måneder.

Faktisk står vi ifølge vore modeller over for en situation, som kan sammenlignes med, hvad der skete i løbet af 2013, hvor

amerikanske 10-års renter blev næsten fordoblet fra 1,7% til 3%, og tyske 10-årige renter gik fra cirka 1,25% til 2%. Måske bliver udviklingen ikke helt så voldsom, men odds er i makro-økonomisk forstand afgjort ikke lange statsobligationer i de kommende 12 måneder.

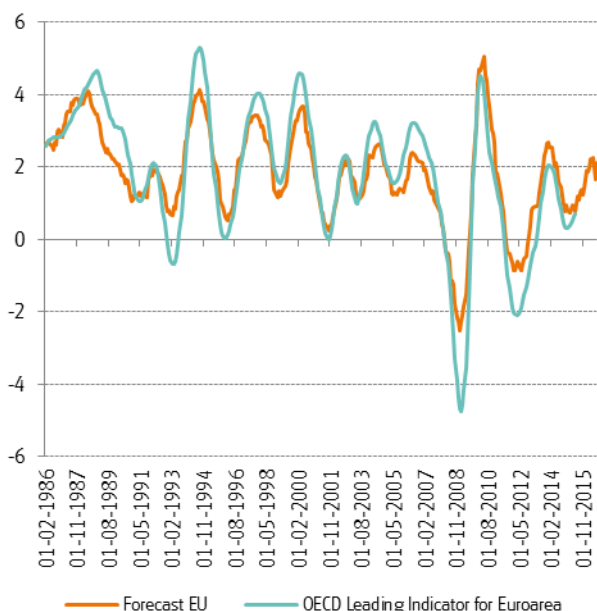
## EURUSD

På baggrund af den kommende, mere og mere sikre renteforhøjelse i USA og ECB's tale om yderligere lempelser, bør EURUSD være under pres. Men dette skyldes udelukkende de pengepolitiske aspekter af det pågældende valutakryds. Når man ser på vore makromodeller, vil fremgangen faktisk være størst i Eurozonen i forhold til det nuværende niveau af vækst. Derfor fastholder jeg en neutral forventning til EURUSD.

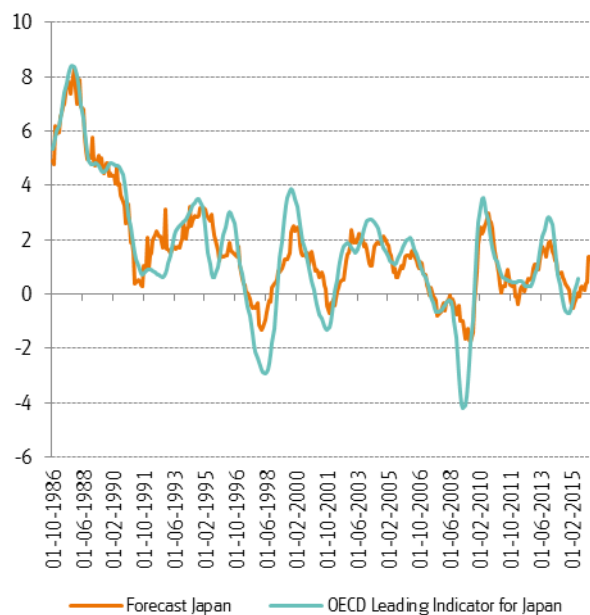
## Publiceringsdato rykkes

For at kunne inkludere den reelle værdi af vores MomVol-indikator, som først kendes med sikkerhed umiddelbart efter et månedsskifte, rykker vi publiceringsdatoen for Månedssrapporten til lige efter månedsskiftet. Det betyder, at den næste Månedssrapport først vil udkomme i starten af december måned.

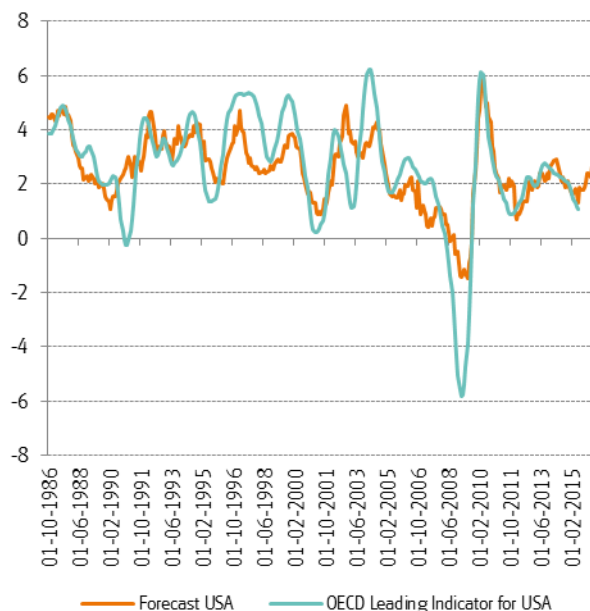
Ledende indikatorer for eurozonen



Ledende indikatorer for Japan



Ledende indikatorer for USA



Redaktionen er afsluttet den 30. oktober 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 med 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.