



Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

September 2015

Svagt marked præget af frygt

Efter en ekstremt volatil august måned har september vist sig at være mere rolig, men markedet er stadig præget af frygt, og selvom VIX'en er for nedadgående, er den stadig væsentligt højere end i begyndelsen af august måned.

Specielt emerging markets er ramt af nervøsitet i disse dage. Dels har indtjeningsvæksten i MSCI Emerging Markets været flad de seneste kvartaler, dels frygter investorer i emerging markets-lande, at højere renter i USA vil medføre, at kapitalen søger ud af emerging markets og ind i USA. Derudover er der stor usikkerhed om den økonomiske situation i Kina, som mange øvrige emerging markets-lande i stort omfang er afhængige af.

Det er interessant at bemærke, at Europa ser ud til at have genvundet sin "safe haven"-status. Euroen stiger i hvert fald, og PIIGS-spreads i obligationsmarkedet er relativt stabile. Samtidig viser de fleste ledende indikatorer, at vi stadig kan forvente fremgang i Europa.

Medmindre vi ser en ret kraftig stigning (på 5-7 %) i de globale aktiemarkeder de sidste to handelsdage af måneden, vil vores "MomVol"-indikator (omtalt i sidste månedsrapport) ved slutningen af måneden igen vise et salgs-signal. Det er altså stadig ikke det rette tidspunkt at påtage sig øget risiko.

USA – vanskeligt 4. kvartal forude

Den amerikanske centralbank valgte at udskyde den ellers længe ventede renteforhøjelse i september måned. Næste gang de skal tage stilling til spørgsmålet er i december. De har også et møde i november, men der er ikke planlagt nogen

pressekonference, og det er aldrig sket, at de har ændret renten uden en sådan.

Ifølge rentemarkedet vil den amerikanske centralbank over de kommende 12 måneder hæve renten med 45 basispunkter. Dette forventes primært at ske i december.

USA er for tiden ramt af svage tal. Primært som følge af den stærke USD, som svækker den amerikanske konkurrenceevne. Dollaren har da også været nævnt som et særskilt problem adskillige gange i de seneste referater fra FOMC's møder. Derudover har der været en svag udvikling i amerikanske efterspørgsel, hvor vi eksempelvis har kunnet observere faldende vækst i detailsalg samt større lagre af usolgte varer.

Idet væksten i fremstillingsindustrien for omtrent et halvt år siden var væsentligt større end væksten i efterspørgslen, er fremstillingsindustrien nu tvunget til at sænke væksten i industriproduktionen. Denne proces vil formentlig række helt ind i slutningen af 1. kvartal af 2016. På denne baggrund må vi forvente svage PMI og ISM tal fra USA til årsskiftet.

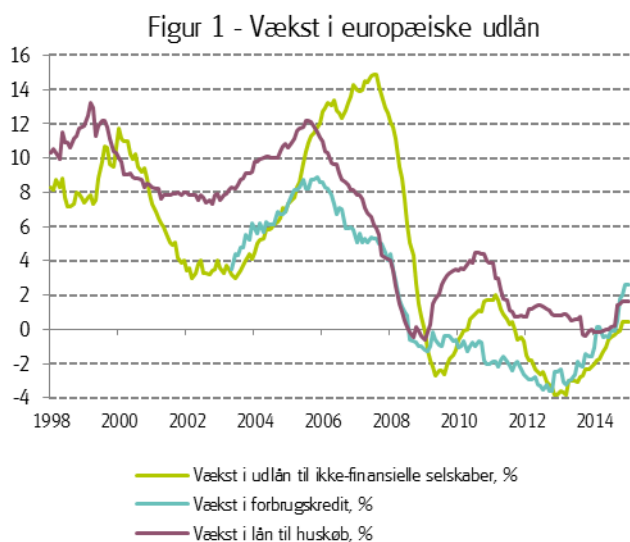
Reaktionen fra FOMC kan derfor meget vel være, at man udskyder renteforhøjelser til et stykke ind i 2016, hvor væksten i USA for alvor vil komme tilbage. Dog må vi forvente et svagt efterår, som grundet amerikanske aktiers store vægt i verdensmarkedsindekset formentlig vil byde på et uattraktivt aktiemarked.

Europa stadig i bedring

Europæiske nøgletal har generelt overrasket ret positivt i løbet af september måned. Årlig vækst i BNP (Q2) kom ud på 1,5 % mod 1,2 % forventet, og jeg holder stadig fast i, at vi når året er omme kan have haft en vækst på hele 2 % i eurozonen. Antallet af bilindregistreringer er steget med 11,2 % i august i

forhold til for et år siden, og industriproduktionen steg med 1,9 % mod kun 0,7 % forventet.

Dertil kommer, at vi har fået nye tal for det europæiske bank-systems udlån. Over en bred kam ses her en normalisering af vækstraterne i udlån, hvilket er en tydelig forbedring efter den lange og hårde "de-leveraging" siden euro-krisen i 2011.



I Europa vender vores ledende indikatorer stadig den rette vej. En af de vigtigste indikatorer, IFO Expectations for Tyskland, er høj og stigende, mens ZEW for eurozonen er høj og faldende.

I Grækenland er den siddende regering blevet genvalgt, og de har således fået fornyet mandatet til at fortsætte den nuværende linje. Græske banker blev ramt hårdt, mens øvrige selskaber ikke er synderligt berørt (i forhold til resten af de europæiske aktier).

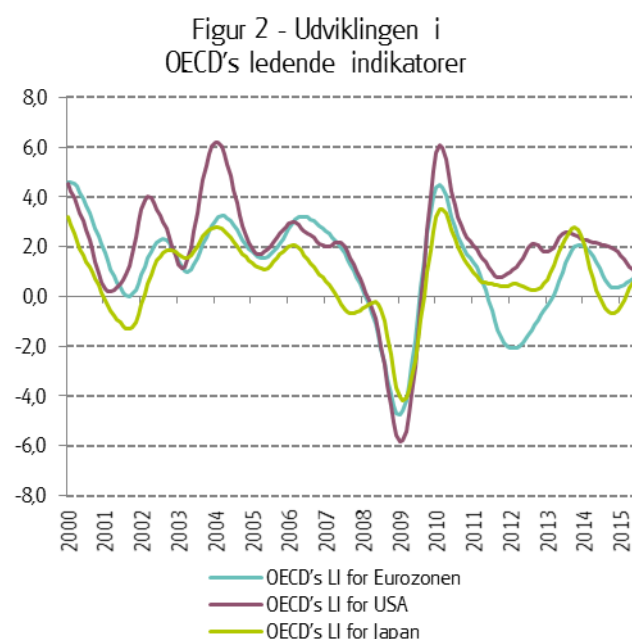
I Spanien har Cataloniens leder, Artur Mas, mod den spanske højesterets vilje afholdt en ikke-bindende folkeafstemning for regionen, som i denne gav udtryk for at have et flertal, som ønskede løsrivelse fra resten af Spanien. Der er nu lagt sag an mod Mas, hvilket sikkert ikke vil dæmpe gemytterne. Dertil kommer, at vores model for spansk industriproduktion viser, at vi kan forvente en betydelig deceleration henover nytår og ind i 2016 samt at OECD's ledende indikatorer for landet er på randen af at blive negative igen.

OECD's ledende indikatorer

En del af vore bestræbelser inden for makroøkonomisk analyse har været at forlænge OECD's toneangivende, ledende indikatorer for de vigtigste lande i verden. OECD offentliggør først indikatorerne, når de også har de kvartalvist opdaterede tal, som indgår i indikatorerne. Derved bliver tallene desværre lidt

gamle i forhold til deres formål – at give et pålideligt præj om, hvordan økonomierne vil udvikle sig i de kommende måneder. Vi har med succes kunnet estimere disse indikatorer med meget stor forklaringsgrad op til "nutid".

På nuværende tidspunkt peger estimerterne for OECD's ledende indikatorer opad for Tyskland, Frankrig og Japan. For USA's vedkommende ligger de højere, men de er flade til let faldende. Dette billede bekræftes i øvrigt af vores modeller for industriel produktion.



Midlertidig bund i Kina?

I løbet af andet kvartal har vi set en stigning i pengemængde-væksten fra omkring 10 % til over 13 %. Derudover er der de seneste tre måneder sket en kraftig stigning i nye udlån fra de største banker – fra en årlig stigning på omtrent 10 % i 2014 til over 25 % i de seneste tal. Det såkaldte Monetary Conditions Index, som måler ændringer i kinesiske virksomheders finansieringsmuligheder, er også steget.

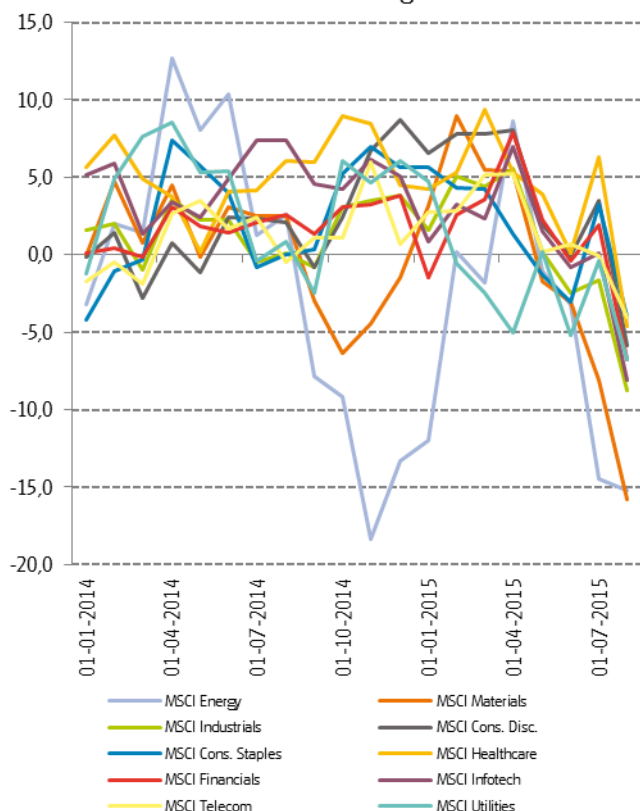
Når Caixin PMI ligger under 50 (som er nulvækst), er det naturligtvis bekymrende for kinesisk vækst fremadrettet, men væksten i pengemængden og nye udlån vil med ret stor sandsynlighed betyde, at udviklingen stabiliseres inden for en kort periode – sådan som vi har set det flere gange før i Kina.

Det betyder dog ikke, at efterspørgslen efter råvarer og energi fra Kina vil returnere til det rasende tempo fra forrige år.

Aktier

Som omtalt ovenfor viser vores MomVol-indikator med meget stor sandsynlighed ved månedsskiftet, at man skal fortsætte med reduceret risiko. Det er interessant at se, hvordan tidligere tilsyneladende usårlige sektorer som biotech og healthcare nu igen kan opleve stor volatilitet, når det øvrige marked falder.

Figur 3 - De 10 MSCI World sektorer,
3 måneders ændring i %



Hvis aktiers afkast var afhængig af den makroøkonomiske udvikling, virker det også sandsynligt, at vi vil se svage afkast indtil nytår.

Ser vi på afkastet i et relativt, regionalt perspektiv, bør man stadig favorisere en europæisk og japansk eksponering, idet

både emerging markets-aktier og USA pga. den stærke dollar og de svage emerging markets-valutaer er udsat for et stort pres på deres indtjening.

High yield

Med udsigten til renteforhøjelse i USA har aktiver i emerging markets lidt i de seneste måneder. Den amerikanske centralbanks opkøbsprogram (QE) har ledt til en rekordstor forøgelse af kredit i emerging markets-lande. Nu begynder det investeringsmæssige tidevandet dog at trække sig tilbage, og spreads for specielt emerging markets high yields er begyndt at udvide sig.

Udviklingen kan forstærkes af, at en række store high yield-udstedere er i problemer. Petrobras (brasiliansk energiselskab), Abengoa (spansk energiselskab), 1MDB (malaysisk energiselskab med svindelsag), Glencore (schweizisk råvare-broker) er alle eksempler på ret store udstedere i high yield-sfæren, som ved en konkurs vil kunne sende rystelser gennem markedet. Hele energisektoren er yderst presset ved de nuværende priser på energi og specielt som følge af volatiliteten i samme.

Ser vi på det globale high yield-marked, har der været negative afkast i løbet af de seneste fire måneder, og ofte vil kapitalstrømmene følge afkastet i de forskellige aktivklasser. Vi må derfor nok forvente yderligere outflow fra high yield-markedet. Vores porteføljeformere er allerede i gang med at reducere risici for bedre at kunne imødegå ovenstående problemer.

Det globale investment grade-marked har indtil nu leveret et udmærket afkast, men også her vil specielt emerging markets-navne kunne risikere at blive ramt fremadrettet. Derfor er vores investment grade-fonde også i gang med at reducere risikoen, som generelt har ligget over benchmarks.

Redaktionen er afsluttet den 29. september 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.