

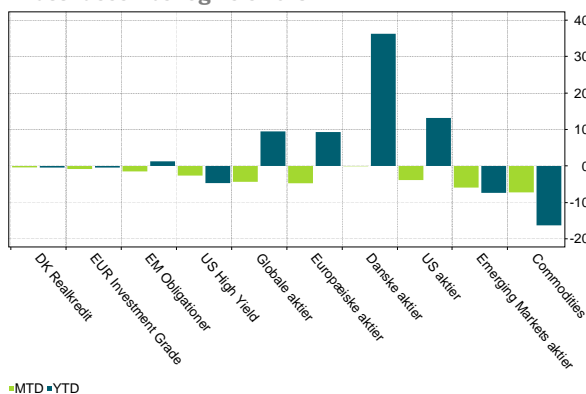
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 4. januar 2016)

ECB SKUFFEDE MARKEDET

December måned bød på kraftige fald på aktiemarkedet, men også US High Yield havde en svær måned, da energisektoren nok engang kom under pres som følge af store fald i olieprisen. Startskuddet til de faldende aktiekurser lød d. 3. december, da ECBs rentenedsættelse og forlængelse af QE-programmet ikke var nok til at leve op til markedets høje forventninger. Det fik europæiske aktier til at falde 5% intra-dag, og over de kommende to uger faldt aktierne yderligere 5%. I sidste halvdel af måneden rettede aktiemarkedet sig og sluttede samlet set måneden nede knap 5%.

Afkast i december og hele 2015 i DKK.



Kilde: Macrobond

Ser man på 2015 som helhed, blev aktier trods faldet i december den bedst performende aktivklasse. Amerikanske aktier nød godt af en styrket dollar, og trods et afkast på kun godt 1% i lokalvaluta blev danske investorer således belønnet med et tocifret afkast. Dollarstyrkelsen var imidlertid ikke nok til at trække Emerging Markets-aktier målt i DKK i plus, og sammen med Commodities blev Emerging Markets årets helt store taber.

2015 BØD PÅ STOR VOLATILITET

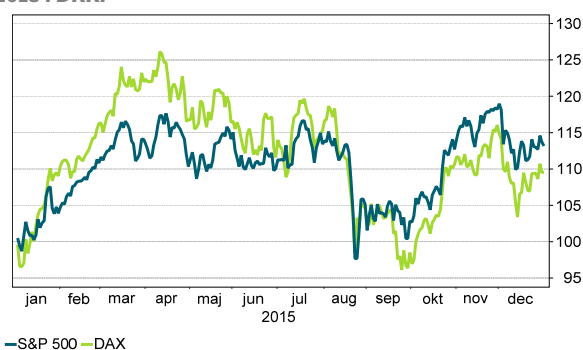
2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05% for derefter at stige til næsten 1% på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25% på knap fire måneder, men faldt senere på året 20% fra top til bund.

Udvikling i renten på en 10-årig tysk statsobligation.



Kilde: Macrobond

Indekseret udvikling i amerikanske og europæiske aktier i 2015 i DKK.

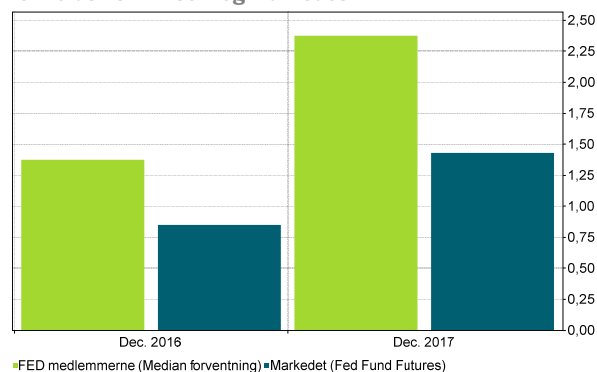


Kilde: Macrobond

FØRSTE RENTEFORHØJELSE SIDEN 2006

2015 blev også året, hvor den amerikanske centralbank (FED) hævede styringsrenten for første gang siden 2006. Beslutningen kom efter, at FED igennem længere tid havde signaleret, at de ville hæve renten i 2015. Renteforhøjelsen var således i høj grad forventet af markedet, hvorfor den ikke gav anledning til de helt store markedsbevægelser. Dermed gik en af de finansielle markeds store besættelser gennem hele 2015 hen og blev tæt på en non-event. Med den første renteforhøjelse af vejen kan fokus nu rette sig mod noget langt vigtigere, nemlig hastigheden hvorpå de efterfølgende forhøjelser kommer til at ske. FED gjorde på pressemødet efter rentemødet en dyd ud af at understrege, at strammingsforløbet fremadrettet vil være meget langsomt. Markedet har indtil videre købt ind til denne historie, og det er endda i et omfang, så markedet kun indpriser to renteforhøjelser i hele 2016, mens medianen af de individuelle FED-medlemmers skøn indikerer i alt fire forhøjelser i 2016.

Forventninger til FED Funds-renten ultimo 2016 og 2017 for henholdsvis FED selv og markedet.



Kilde: Macrobond

Så mens centralbanken har lagt sig i selen for at fremstå "dueagtig", har markedet altså valgt en endnu lempeligere tolkning af budskabet.

RISIKO PÅ BEGGE SIDER AF GULDLOK-SCENARIET

Denne diskrepans mellem markedets og FEDs egne forventninger til de fremtidige renteforhøjelser introducerer i vores optik en ekstra risikodimension til aktiemarkedet i 2016. Normalt vil man på dette stadie i konjunkturcyklussen primært være bekymret for downside-risikoen, altså risikoen for at økonomien ikke er stærk nok. Med markedets meget begrænsede forventninger til yderligere renteforhøjelser

introduceres imidlertid også en upside-risiko. Hvis det nu viser sig, at amerikansk økonomi faktisk er i bedre form end hidtil antaget, vil det normalt være et positivt signal for aktier og andre former for risikable aktiver. Men med markedets nuværende renteforventninger vil et sådant positivt scenarie medføre en automatisk reprisering af renteforventningerne, hvilket alt andet lige vil ramme aktier hårdt. Dydens smalle sti er således mindre end normalt, da økonomien lige nu befinder sig i et Guldlok-scenarie, hvor der er begrænset plads til overraskelser i begge retninger. Et Guldlok-scenarie refererer i en økonomisk kontekst til et miljø, hvor økonomien hverken er for kold eller for varm, men lige tilpas stærk til, at der ikke genereres inflation, som centralbanken skal bekæmpe med renteforhøjelser. Det er omtrent der, vi er i dag i USA, men med de aktuelle meget lave markedsforventninger til fremtidige renteforhøjelser er der ikke meget plads til positive økonomiske overraskelser, uden at det vil give uro på aktiemarkedet.

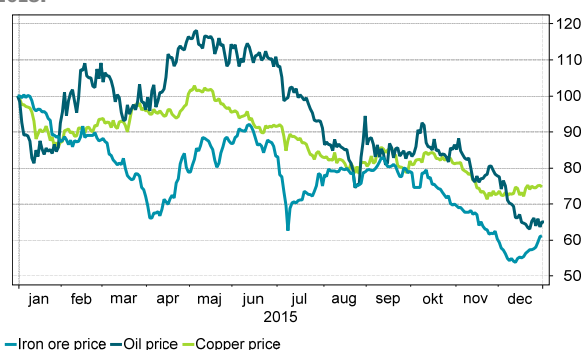
EUROPA I OPBRUD

Selvom USA er den region i den vestlige verden, hvor væksten absolut set har været stærkest, har Europa alligevel været et af lyspunkterne i 2015. Efter et par års tilløb kravlede Europa for alvor ud af gældskrisen i 2015, og vi fik flere positive signaler i form af stigende forbruger- og erhvervstillid, lempeligere kreditvilkår og vækst i bankernes udlån. Væksten ser i 2015 ud til at lande i størrelsesordenen 1,5% – op fra 0,9% i 2014. Så selvom det absolutte niveau fortsat er lavt, er der fremgang at spore, og økonomien vokser nu over sit langsigtede potentiale (trend) på ca. 1%. Trods den økonomiske vækst er Europa dog samtidig et af de steder, hvor risici er størst. Der var allerede revner i det europæiske samarbejde, inden flygtningekrisen startede, og nationalismen trivedes ligeledes fint (tænk blandt andet Grexit, Brexit, Skotland, Frankrig, Catalonien etc.). De nationalistiske strømninger og modstanden mod EU har dog efter flygtningekrisen og EU's manglende evne til at agere med en fælles stemme fået yderligere vind i sejlene, og de interne uenigheder er ikke blevet færre. Det forhold, at Kansler Merkel valgte at handle uden at konsultere de øvrige EU-lande i flygtningespørgsmålet, har kun bidraget til at øge opfattelsen af, at det de facto er Tyskland, som bestemmer i EU. Med sammenhængskraften i Europa under pres øges den politiske risiko set fra en markedsræssig synsvinkel. Trods denne latente risiko forventer vi ikke noget nært forestående europæisk sammenbrud, men vi forventer, at markedet før eller siden i 2016 vil kaste sig over denne problematik – eventuelt kombineret med et genbesøg af situationen i de lande, hvor man ikke har fået forbedret den offentlige gælds dynamik tilstrækkeligt.

FALDENDE RÅVAREPRISER PRESSER EM

Det fortsatte fald i råvarepriserne, som vi har været vidne til i slutningen af 2015, presser de råvareeksporterende lande i EM-komplekset. Denne udvikling forværres af en reduktion i kapitalflows og pres på valutakurserne i disse lande. Lande, som er meget afhængige af indtægter fra salg af olie for at statsbudgettet balancerer, er særligt udsatte. For lande som Rusland, Saudi Arabien, Iran, Venezuela og Colombia er den lave oliepris således et alvorligt problem, der i nogle tilfælde kan virke som en destabiliserende faktor for hele samfundet. Chile, Sydafrika og Brasilien presses desuden af de lave priser på metaller såsom kobber og jernmalm.

Indekseret udvikling priserne på jernmalm, olie og kobber i 2015.



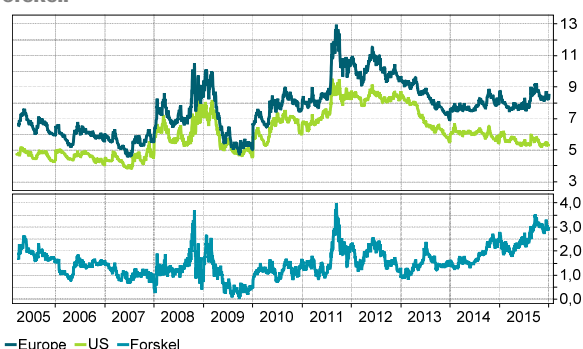
Kilde: Macrobond

Omvendt nyder flere af de asiatiske lande godt af de lave råvarepriser, da man her er nettoimportør. Styrken og hastigheden på de faldende råvarepriser betyder imidlertid, at det samlet set er negativt for EM-komplekset. Vi noterer os dog samtidig, at sentiment på de finansielle markeder omkring EM er tæt på et historisk lavpunkt. Der er således også indpriset mange dårligdomme i priserne på EM-aktiver. Historisk har det været en god strategi at købe, når sentiment er ekstremt negativt, så derfor følger vi lige nu udviklingen nøje. Det signal, vi venter på, er en stabilisering i den underliggende økonomiske udvikling, før vi stikker en tå i vandet.

HVAD HAR MARKEDET ALLEREDE INDREGNET?

Den højere politiske usikkerhed i Europa, som vi beskrev tidligere, er ikke gået ubemærket forbi i markedet. Forskellen i risikopræmie på henholdsvis europæiske og amerikanske aktier er lige nu tæt på det højeste, den har været siden den europæiske gældskrise. Aktiemarkedet har med andre ord allerede indpriset en væsentlig forskel i risikoen på europæiske aktier relativt til amerikanske.

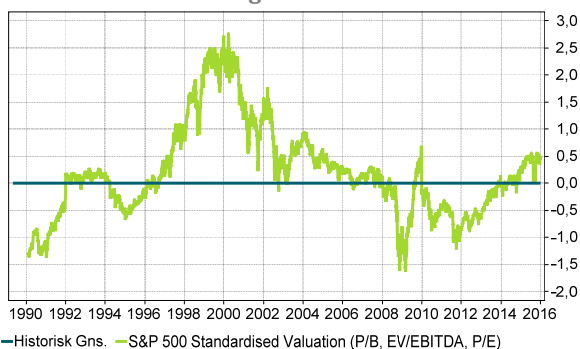
Risikopræmie på aktier i henholdsvis Europa og USA samt forskel.



Kilde: Macrobond

Derudover kan man sige, at der med den aktuelle høje prisfastsættelse af amerikanske aktier ikke er meget fejlmargen at give af her. Værdiansættelsen er absolut set i den dyre ende af, hvordan amerikanske aktier historisk har handlet.

Standardiseret mål for værdiansættelsen af amerikanske aktier samt det historiske gennemsnit.



Kilde: Macrobond

Med den tidligere beskrevne risiko på både op- og nedsiden for amerikansk økonomi, vurderer vi ikke afkast-risiko-forholdet på amerikanske aktier som værende specielt attraktivt.

FLERE LEMPELSER FRA KINA OG EN SVAGERE YUAN

Kina har været en af kilderne til den store volatilitet i 2015. I foråret var vi vidne til en boble på det kinesiske aktiemarked, og da boblen bristede, forsøgte de kinesiske myndigheder på mindre elegant vis at træde ind og holde hånden under markedet. Det lykkedes ikke umiddelbart, men senere på året steg de kinesiske aktier igen ganske betragteligt, og det står åbent til fortolkning, om ikke myndighedernes mange tiltag alligevel har haft en positiv effekt på aktiemarkedet. Kina lempes desuden fortsat sin økonomiske politik på flere fronter i forsøget på at holde hånden under den økonomiske vækst. Der er ingen udsigt til, at det vil stoppe, og vi forventer således at se flere tiltag i 2016.

Da Kina i august måned overraskede markedet med at devaluere sin valutakurs, markerede det samtidig startskuddet til årets største nedtur på aktiemarkedene. Markedet frygtede, at det stod værre til i Kina end hidtil antaget, og at det ville bidrage til at trække væksten ned i resten af verden. Denne frygt aftog dog efterfølgende, men det er værd at bemærke, at den kinesiske valuta de seneste måneder langsomt er blevet svagere. Markedets bekymring fra august om, at den svagere kinesiske valuta ville gå ud over konkurrenceevnen i de øvrige EM-lande er således stadig højaktuel.

USD/CNY valutakurs (prisen på 1 USD målt i CNY).



Kilde: Macrobond

HVOR ER MULIGHEDERNE I 2016?

Vi forventer, at 2016 i lighed med 2015 vil være præget af store kursudsving. Vi forudser således et år, hvor man skal lave flere taktiske dispositioner end normalt for at udnytte de muligheder, som volatiliteten medfører. Vi forventer, at den globale vækst vil accelerere en smule i forhold til niveauet i 2015. Den højere vækst er som udgangspunkt understøttende for risikofyldte aktiver, men risiciene til vores vækst-forecast er primært på nedsiden, hvorfor vi rent taktisk er neutrale på aktier. Ser man på, hvor mulighederne lige nu er størst, stikker amerikanske High Yield-obligationer ud med en værdiansættelse, der mere end kompenserer for den underliggende konkursrisiko.

Kreditspænd fratrukket tab på konkurser over det kommende år på US High Yield-obligationer.



Kilde: Macrobond

Derudover tilbyder danske konverterbare realkreditobligationer fortsat en merrente over statsobligationer, som ikke er set højere siden finanskrisen. Sammenlignes danske realkreditobligationer med alternativerne i form af statsobligationer og sikre investment grade-kreditobligationer, fremstår realkreditobligationerne fortsat som særdeles attraktive.

Optionsjusteret merrente på konverterbare danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer.



Kilde: SEB/Macrobond

AFKASTUDVIKLING I DECEMBER 2015

I nedenstående tabel har vi opsummeret afkastene på udvalgte aktivtyper. Endelig vises udviklingen for udvalgte valutaer mod danske kroner.

Afkast for udvalgte aktivtyper

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Dec. 2015	Q4 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	-1,06%	0,44%	1,93%
EFFAS USA ALL (USD)	-0,37%	-1,20%	0,73%
EFFAS Germany All (EUR)	-1,07%	-0,41%	0,40%
EFFAS Japan All (JPY)	0,66%	1,05%	1,15%
EFFAS Denmark All (DKK)	-1,77%	-0,95%	-0,58%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2,52%	-0,70%	-2,11%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2,60%	-2,14%	-4,57%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1,40%	1,24%	1,18%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0,39%	0,51%	-0,46%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	-4,28%	8,21%	9,25%
MSCI North America (net div) (DKK)	-4,28%	9,43%	11,12%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4,75%	5,90%	9,03%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-2,93%	11,61%	23,81%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-5,68%	2,63%	-5,79%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-0,57%	9,07%	33,99%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-1,26%	9,35%	30,83%
Valuta mod DKK			
EUR	0,02%	0,02%	0,21%
USD	-2,74%	2,79%	11,64%
JPY	-0,33%	2,34%	11,26%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs