

Investeringskommentar, juni 2016

1. juni 2016

Globale aktier steg med 4,2% i maj, målt i danske kroner. Danske aktier steg hele 5,5%, og det annualiserede afkast for 2016 til dato er steget til 13,6%. Med stigningen i maj bragte danske aktier sig også afkastmæssigt foran lange danske obligationer i år.

Der er et tydeligt mønster i bevægelserne på det globale marked over den forgangne måned: aktier og high yield kreditobligationer er steget. Det samme er amerikanske dollar og oliepriser. Derimod er emerging markets faldet tilbage, både hvad angår aktier og valuta, ligesom guldpriserne er faldet. Fællesnævneren er en stigende forventning til en stramning i den amerikanske pengepolitik, der igen af drevet af en vending til det bedre for de økonomiske udsigter.

To ud af tre er ikke dårligt

Jeg har ved flere lejligheder i år sat fokus på hvad jeg anså som værende tre centrale problemer for risikobehæftede aktiver. Kort fortalt har markederne været ramt af en kombination af faldende vækst, faldende indtjening, og faldende tillid til centralbankerne (se også [her](#)).

Faldende økonomisk aktivitet afspejler først og fremmest en traditionel konjunkturedgang i industrierhvervene, der denne gang har fået ekstra næring af kraftigt faldende oliepriser. Mange synes at bekymre sig primært om hvorvidt væksten er "gået i stå". Dette er imidlertid mere en historie om niveauet for væksten, mens finansmarkederne typisk responderer på ændringen i væksten. Derfor er det værd at holde øje med såvel energipriser som tidlige indikatorer. En lang række af disse understreger at det aktuelle "makromomentum" er positivt, og at det chok, der ramte i første kvartal, er på vej ud.

Mens industriaktivitet har været aftagende i en periode, har arbejdsmarkedet i de fleste vestlige økonomier vist fortsat fremgang. I

Tyskland er ledigheden netop faldet til det laveste niveau nogensinde, og i USA er antallet af understøttelsessøgende i forhold til beskæftigelsen ligeledes rekordlav. I Danmark er nettoledigheden nu blot på 3,5%, og lønningerne er ikke overraskende stigende. Min pointe er enkel – arbejdsmarkedet er en central komponent i vores økonomi: Beskæftigelse giver løn, der leder til forbrug. Kombineret med ultralave renter bør det ikke overraske, at også boligmarkederne er i fremgang.

Denne fremgang har Federal Reserve i USA nu (igen) koblet sig på, og i tydelige vendinger signaleret at en rentestigning er på trapperne. Denne gang er en øget sandsynlighed for en rentestigning blevet fulgt til dørs af faldende risikopræmier og stigende aktiemarkeder. I al sin enkelhed synes markederne at dele Fed's optimisme.

Indtjening på vej op – i USA

Den tredje udfordring i år har været kraftigt faldende virksomhedsindtjening, og regnskaberne fra første kvartal var heller ikke ubetinget munter læsning. Imidlertid er der grund til at tro, at de kommende kvartaler vil byde på stigende indtjening. For S&P500 er indtjeningsestimaterne således steget støt siden marts, mens det bedste man endnu kan sige om Europa er at estimaterne ikke længere falder.

Samlet set tror jeg at markedsretningen i et betydeligt omfang vil blive domineret af en fremgang i noget nedtrykte vækstforventninger, samt af Federal Reserve's evne til at styre markedet omkring en kommende rentestigning. Længere fremme i år bør en mere positiv indtjeningsudvikling kunne tage over.

Brexit – hjælp til selvhjælp for EU?

På kort sigt fylder den engelske afstemning om EU-medlemskab den 23. juni dog tungt i kalenderen. Selvom bookmakere føler sig sikre på udfaldet, kan et ja til "remain" ikke tages for givet.

Jeg kan ikke erindre at have været vidne til en så betydelig skræmmekampagne, som tilfældet har været i år. Politikere og institutioner verden over synes at have sat selve verdensfreden på spil, og som minimum trues England med et meget betydeligt velfærdstab i tilfælde af et exit. Selv den danske regering har meldt sig i køret. Bank of England synes at gå forrest, dels med en advarsel om panik ved et nej, dels ved at udtrykke vished om en allerede igangværende vækstnedgang som følge af Brexit-truslen.

Alt dette er sandsynligvis forkert. Mest problematisk finder jeg at EU's ledere advarer om "svære forhandlinger" vedrørende kommende forhandlinger om handelssamkvem. Ja, undskyld, men Tyskland har et betydeligt handelsoverskud med Storbritannien, og tror nogen virkelig på, at man vil sætte dette over styr? Samtidigt advares om straffelignende tiltag, som blot synes at sætte på spidsen at EU's ledere opfører sig irrationelt i forhold deres borgeres velfærd, men nok rationelt i forhold til bevaring af magtstrukturer.

I en parentes kan man indskyde at det er præcis samme mekanisme, der synes at gøre det umuligt for EU's lederskab at indse at Grækenland er insolvent, og at gælden bør nedskrives. Også her vælger man en økonomisk irrationel løsning, der resulterer i et samlet velfærdstab for EU.

Skulle Storbritannien vælge en Brexit, så er faktum at landet har to år til at forhandle en udtræden fra EU fra det tidspunkt man vælger at indsende en ansøgning herom. En kollaps over natten til den 24. juni kommer således ikke på tale. Herefter anhænger meget af hvilken vision, England har for et liv udenfor EU (f.eks. global frihandel eller snæversynet lilleput).

Finansielt set er *Brexit* dog en risikopræmie på kort sigt, og alle fra day-tradere til makro-hedgefonde vil trykke på salgsknappen i tilfælde af et nej. Dette vil i udgangspunktet give et fald i engelske pund og i engelske aktier. Flere og flere accepterer at det nok i længden er værre for EU end for England, hvorfor også europæiske aktier vil falde. Modsat bør

engelske obligationer stige, primært i forventning om en pengepolitisk lempelse. Et kraftigt fald i engelske aktier og i pund bør ses som en købsmulighed.

Investeringskonklusioner

Jeg anbefaler en overvægt af aktier i forhold til obligationer. Dette sker dels på baggrund af en forventet vending til det bedre for global økonomi, hvor et aftagende energichok bør tydeliggøre at den underliggende vækst er robust, omend lav. Et skifte til en positiv fase i konjunktoren er altid tidligere blevet belønnet med stigende aktiekurser, og jeg ser ingen grund til at det skulle være anderledes denne gang.

Samtidigt er det forventede afkast på obligationer er lavt, og i visse scenarier tilmed negativt. Statsobligationer kan ikke med sikkerhed antages at opfylde sin traditionelle rolle som sikker havn i perioder med markedsuro. Som et alternativ anbefaler jeg en mindre allokering mod guld. I forlængelse af ECB's køb af *investment grade* kreditobligationer i år synes denne aktivklasse ikke længere at tilbyde attraktive afkast. Derimod kan globale high yield obligationer endnu spille en rolle i balancerede porteføljer, sammen med emerging markets statsobligationer.

Indenfor aktie-allokeringen har jeg bevæget mig fra en undervægt af emerging markets mod en mere neutral allokering, men med fokus på lav-beta ("min vol" segmentet).

Med venlig hilsen.



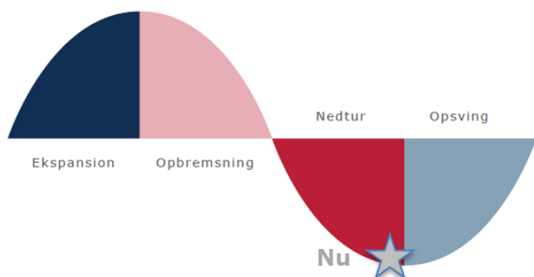
Teis Knuthsen, investeringsdirektør

Følg Teis Knuthsen på [Børsen](#), [Twitter](#), [Tradingfloor.com](#) og [LinkedIn](#).

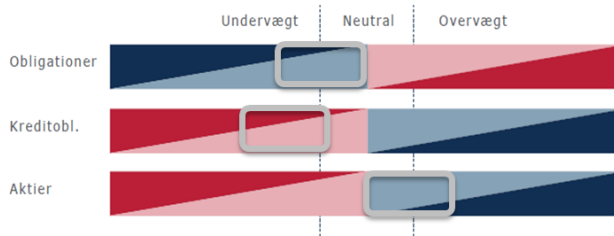
Læs flere analyser og kommentarer [her](#).

Konjunktursituation og allokeringsnøgle

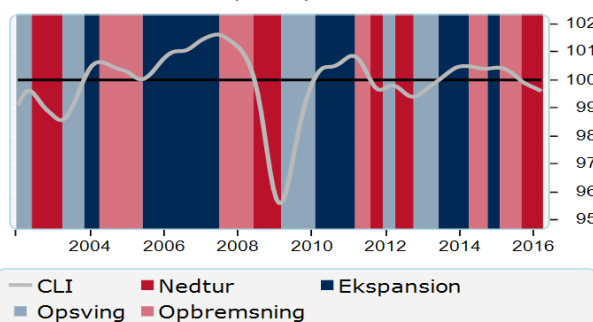
Konjunktursituation



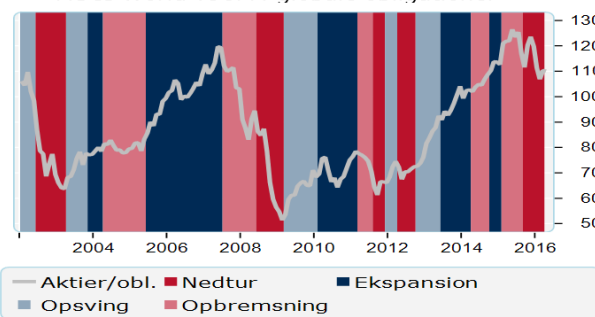
Allokeringsnøgle



Ledende indikator (OECD)



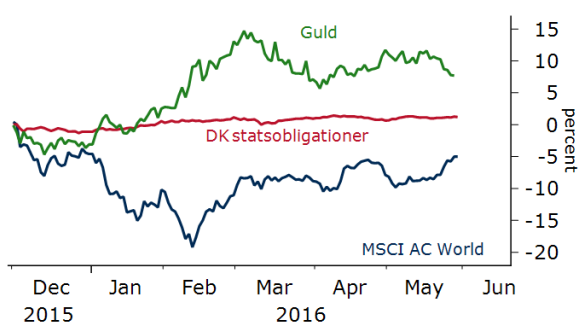
MSCI World vs JPM globale obligationer



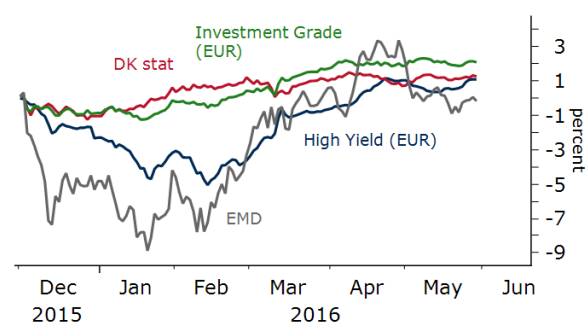
Kilde: Macrobond, Saxo Privatbank

Afkastudvikling, % (DKK)

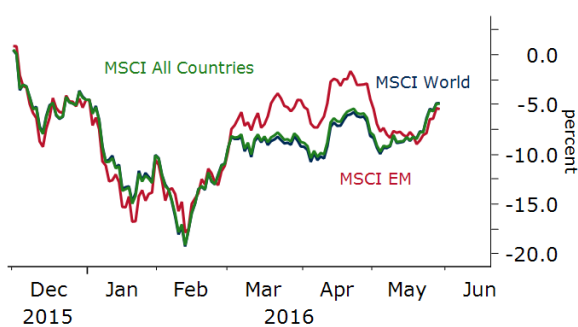
Afkast 6m: Aktier, guld og obligationer



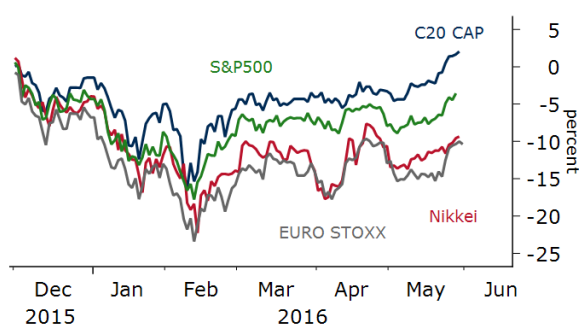
Afkast 6m: Obligationer



Afkast 6m: Aktier, regioner



Afkast 6m: Aktier, lande



Kilde: Macrobond, Saxo Privatbank

**Ansvarsfraskrivelse:**

Dette materiale er udarbejdet af Saxo Privatbank A/S (Banken) til generel orientering for de investorer, som Banken har udleveret materialet til. Investorerne må selv fortolke materialet, og er velkomne til at kontakte Banken for nærmere redegørelse om forudsætningerne, som materialet bygger på.

Banken har efter bedste evne bestræbt sig på at sikre, at oplysningerne er fuldstændige og korrekte, men påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Banken påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet. Banken gør opmærksom på, at oplysninger, herunder eventuelle priser og kurser, kan blive eller er forældet.

Såfremt en publikation forældes, er Saxo Privatbank på ingen måde forpligtet til at opdatere publikationen, informere modtagerne af publikationen eller foretage nogen anden handling. Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

Fremtidige afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover.

RISIKOADVARSEL

Handel med de produkter og ydelser som Banken tilbyder, selv hvis handlen er gjort i overensstemmelse med en anbefaling, kan resultere i tab såvel som fortjeneste. Banken er ikke ansvarlig for tab hidrørende fra en investering, der er foretaget på baggrund af en formodet anbefaling.

Ansvarsfraskrivelse

I tillæg til oplysningerne i denne Disclaimer henvises til Saxo Privatbanks ansvarsfraskrivelse <http://www.saxoprivatbank.dk>, ansvarsfraskrivelse