

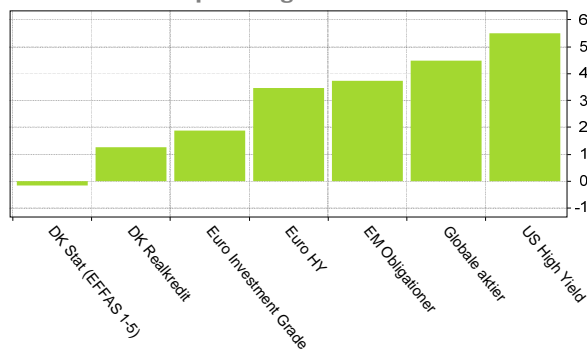
## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 5. oktober i 2016)

### CENTRALBANKERNE REDDER STEMNINGEN

Tredje kvartal bød på stigende kurser på alle former for risikofyldte aktiver. Efter en kort mavepuster ovenpå Brexit-afstemningen, rystede markedet hurtigt chokket af sig, da det nok engang satte sin lid til centralbankernes magiske hånd. Opfattelsen af, at centralbankerne fortsat holder hånden under markederne betød, at risikofyldte rentebærende aktiver klarede sig særlig godt. Kvartalets helt store vinder blev amerikanske high yield obligationer, men emerging markets obligationer og europæiske high yield obligationer havde også et usædvanligt godt kvartal. Danske statsobligationer flyttede sig ikke nævneværdigt i kvartalet, mens danske realkreditobligationer omvendt nød godt af en indsnævring af merrenten i forhold statsobligationer, og leverede et afkast på mere end 1%.

### Afkast i lokalvaluta på udvalgte aktivklasser i 3. kvartal.

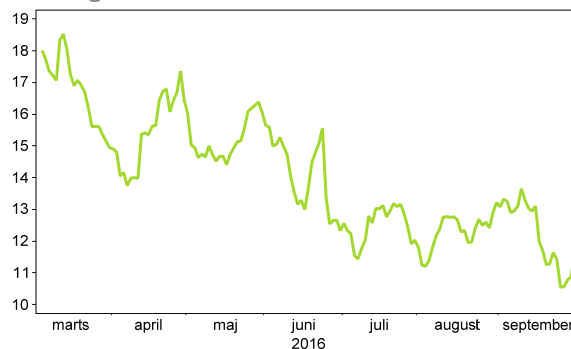


Kilde: Macrobond

### DEUTSCHE BANK SKABER USIKKERHED

Tredje kvartal har generelt været kendetegnet ved rolige markeder og meget begrænset kursudsving. I slutningen af september blev den rolige stemning dog brudt for en stund, da usikkerhed omkring Deutsche Banks solvens pludselig bragte minder frem fra den septemberdag for 8 år siden, hvor Lehman Brothers gik konkurs og dermed for alvor startede finanskrisen. Reminiscensen af Lehman Brothers og sub-prime er ikke blevet mindre af, at usikkerheden omkring Deutsche Bank netop skyldes, at banken har fået en bøde på 14 mia. dollars for at have vildledt investorer i forbindelse med salg af værdipapirer baseret på boliglån. Beløbet svarer rundt regnet til 80% af selskabets markedsværdi på børsen og vil, hvis fuldt ud gennemført, efterlade banken med et stort akut kapitalbehov. Da Merkel & Co. samtidig var ude af at afvise at statslig hjælp kunne komme på tale, var uroen pludselig løs. Det sendte den hårdt prøvede aktie, (som i forvejen kæmper med store indtjeningsproblemer), yderligere ned med negative effekter for resten af den europæiske banksektor til følge. Der har efterfølgende været ubekræftede rygter fremme om, at banken er tæt på at nå et forlig, hvor bøden reduceres til 5-6 mia. dollars. Det er ca. samme niveau, som de amerikanske banker har betalt for den samme ugering, og da Deutsche Bank allerede har hensat et beløb i denne størrelsesorden, vil et sådant forlig være yderst positivt og samtidig dæmpe konkursbekymringerne.

### Udvikling i Deutsche Banks aktiekurs.

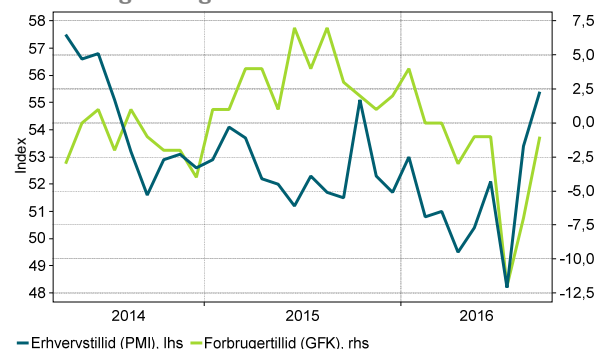


Kilde: Macrobond

### UK RYSTER BREXIT AF SIG

Ligesom det var tilfældet med markedsbevægelserne, så har reaktionen ovenpå Brexit også kun indledningsvist været negativ for britisk økonomi. Den første runde af nøgletal oven på Brexit viste et markant fald i tillidsindikatorerne, men i de to efterfølgende måneder har vi set et meget stærkt comeback i de samme indikatorer. Det er naturligvis ikke ensbetydende med, at al usikkerhed omkring britisk økonomi dermed er forsvundet, men det giver anledning til en vis optimisme. Regeringen har netop meldt ud, at de forventer at aktivere artikel 50 vedrørende udmeldelse af EU i løbet af foråret 2017. Det skal blive spændende at følge, om det ændrer billedet af økonomien.

### Erhvervs- og forbrugertillid i Storbritannien.



Kilde: Macrobond

Bank of England var meget hurtig til at reagere på Brexit, og det kraftige rebound i nøgletallene betyder, at centralbanken nu møder kritik fra flere sider for at have været for hurtig på aftrækkeren. Centralbankens chef, Mark Carney, er desuden blevet kritiseret for at være politisk på grund af sine kommentarer forud for afstemningen, om at Brexit ville være en katastrofe for britisk økonomi, når nu det endnu ikke har vist sig at være tilfældet. Da man i økonomiens verden ikke har mulighed for at lave det kontrollerede eksperiment, hvor effekten af én variabel isoleres, er det af gode grunde svært at vurdere, hvordan økonomien ville have haft det, hvis centralbanken ikke havde reageret. Derfor skal kritikken af Bank of England måske også snarere ses som en refleksion af, at jo mere ekstreme former pengepolitikken antager, desto flere stærke holdninger fremkalder den. I parentes kan det bemærkes, at den amerikanske centralbankschef, Janet Yellen, også er blevet beskyldt af Donald Trump for at være ude i et politisk ærinde med den lempelige pengepolitik.

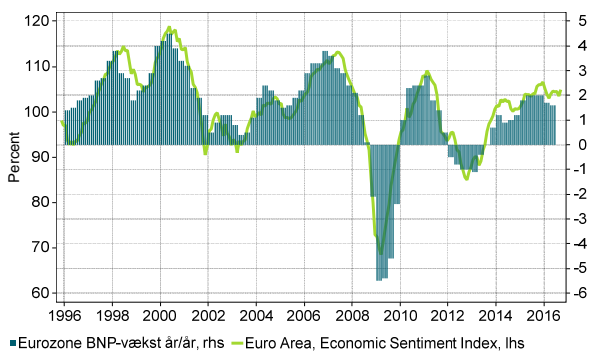
## TYSK KRITIK AF ECB

Inden for eurozonen møder ECB også kritik for deres lempelige pengepolitik og de negative afledte konsekvenser. Kritikken går primært på, at de lave renter skaber bobler, ødelægger befolkningens opsparingsmuligheder og eroderer bankernes indtjeningsmuligheder. Som så ofte før kommer kritikken primært fra Tyskland, hvor centralbankschef Mario Draghi i september var kaldt i samråd hos de kritiske tyske politikere. Her fik han blandt andet skudt i skoene, at Deutsche Banks aktuelle problemer skyldes de usædvanlig lave renter, som ECB er ansvarlig for. Med den tidligere omtalte bøde på 14 mia. dollars svævende som en potentiel dødsdom over Deutsche Bank ligner det en fejlagnostisering af de aktuelle problemer, men det ændrer ikke på, at de lave renter *helt generelt* skaber problemer for bankerne i Europa. Derudover understreger kritikken af ECB igen det forhold, at den aktuelle ekstreme pengepolitik ikke er uden problemer, og at disse problemer nu i højere grad italesættes.

## OPSVINGET HALTER VIDERE

Ser man på de økonomiske nøgletal henover kvartalet, tegner der sig et billede af en europæisk økonomi, som langsomt bevæger sig fremad, men egentlige tegn på acceleration er svære at få øje på. Set over hele kvartalet er indtrykket, at det skrøbelige opsving kører videre i nogenlunde uændret fart og med de samme velkendte regionale forskelle. Tyskland og Spanien fører an blandt de største eurolande, mens Italien og Frankrig sakker bagud. Bankerne lemper fortsat kreditvilkårene og der er vækst i kreditgivning, men de seneste nøgletal vidner ikke om tiltagende momentum.

## EU Kommissionens Economic Sentiment Index og BNP-vækst i eurozonen.



Kilde: Macrobond

## Forbrugertillid i eurozonen.

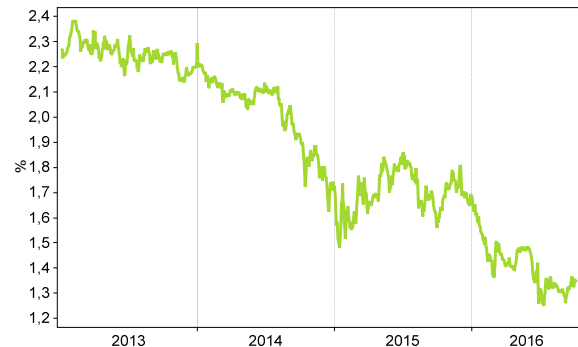


Kilde: Macrobond

## ECB HOLDER KRUDTET TØRT

Da økonomien fortsat bevæger sig i den rigtige retning, var det ikke den store overraskelse, at ECB på mødet i september valgte at holde krudtet tørt og afvente mere information. Der var dog samtidig ingen tvivl om, at ECB stadig har en bias i retning af yderligere lempelser, og vores vurdering er, at de kommer til at forlænge løbetiden på det eksisterende opkøbsprogram inden året er omme. Selvom nøgletallene signalerer stabilitet, er inflationen stadig meget langt fra ECBs målsætning på 2%, og det samme gælder de markedsbaserede langsigtede inflationsforventninger.

## Markedets forventninger til fremtidige inflation (5y5y forward).

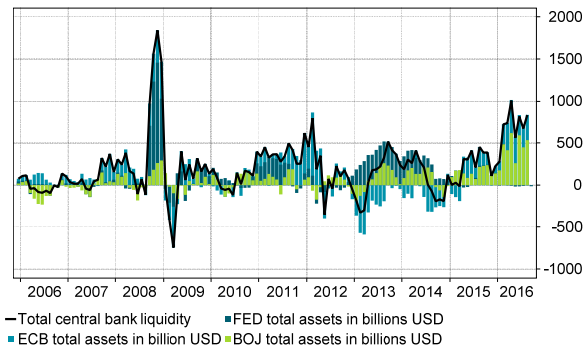


Kilde: Macrobond

## BANK OF JAPAN TWISTER PENGEPOLITIKKEN

Bank of Japan annoncerede efter rentemødet i september de længe ventede resultater af deres evaluering af den eksisterende pengepolitik. Resultaterne var ventet med spænding, da dele af markedet havde gættet på, at evalueringen ville føre til en aftrapning af den meget lempelige pengepolitik, mens andre igen forventede, at BOJ ville komme med nye tiltag og lempe yderligere. Resultatet blev en blanding af begge dele. Frem for som tidligere at fokusere på at købe en bestemt mængde obligationer, vil BOJ nu i stedet styre efter, at den 10-årige rente skal forblive uændret omkring 0%. Kombineret med at den korte styringsrente fastholdes på -0,10%, forsøger de at sikre en positiv hældning på rentekurven ud til 10-års punktet. Derudover vil de ikke længere købe så mange lange obligationer, hvilket yderligere skal bidrage til at sikre en positiv hældning fra 10-års punktet og ud efter. Det overordnede mål med ændringerne er at gøre deres ukonventionelle pengepolitik mere langtidsholdbar. Banker og forsikringselskaber i Japan lider hårdt under de lave renter og den flade rentekurvestruktur, så med ovenstående ændringer søger man at begrænse de negative konsekvenser af den nuværende pengepolitik. Derudover ville en fortsættelse af det tidligere opkøbsprogram betyde, at BOJ ville løbe tør for statsobligationer at købe inden for en overskuelig fremtid. Ændringen skal således først og fremmest ses som et forsøg på at sikre, at den lempelige pengepolitik er langtidsholdbar. De japanske banker og forsikringselskaber steg pænt oven på nyheden, men ellers har markedsreaktionen været relativt afdæmpet. Hele episoden er endnu en påmindelse om, at centralbankernes ukonventionelle tiltag ikke er uden problemer, og at der er grænser for, hvor længe de kan blive ved med at øge stimuli.

### G3 centralbanks likviditet målt i USD mia. 3M ændring.

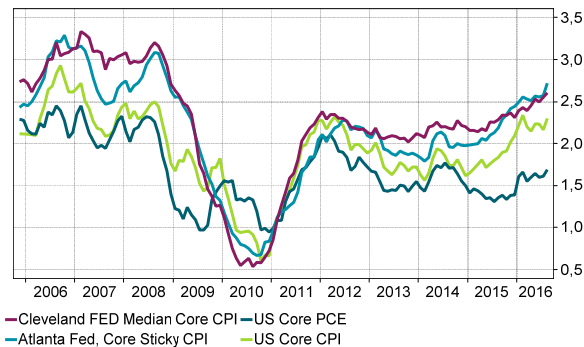


Kilde: Macrobond

### FED UDSKYDER NOK ENGANG

Den sidste af de tre store centralbanker, Fed, afholdt også rentemøde i september. Her valgte man at udskyde den renteforhøjelse, som de længe har varmet op til, men det er værd at bemærke, at hele tre medlemmer denne gang stemte for at hæve. Det vidner om, at det begynder at trække op til en renteforhøjelse, og det samme gør diverse efterfølgende udmeldinger fra flere af Fed-medlemmerne. Markedet tillægger da også en renteforhøjelse til december hele 61% sandsynlighed, så med mindre nøgletallene skuffer markant i den kommende måned, synes december at være en done deal. Selvom man kan have sympati for Feds forsigtige tilgang, vidner både arbejdsmarkedet og inflationsbilledet om, at det er ved at være på høje tid. Uanset hvilket inflationsmål man betragter, har der i 2016 været tegn på acceleration. Fed styrer efter inflationsmålet core PCE, og her er der endnu lidt vej til de 2%, men som den efterfølgende figur viser, er der ingen tvivl om retningen, og de øvrige inflationsmål er der allerede.

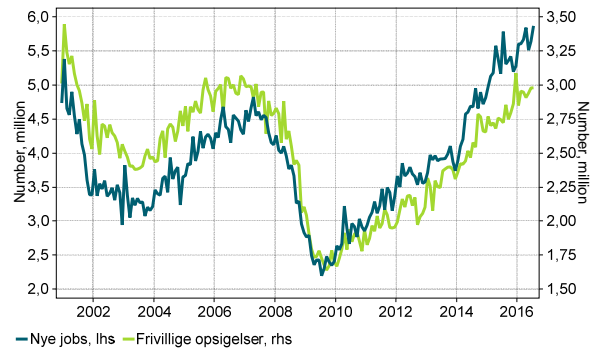
### Tiltagende tegn på inflation i USA.



Kilde: Macrobond

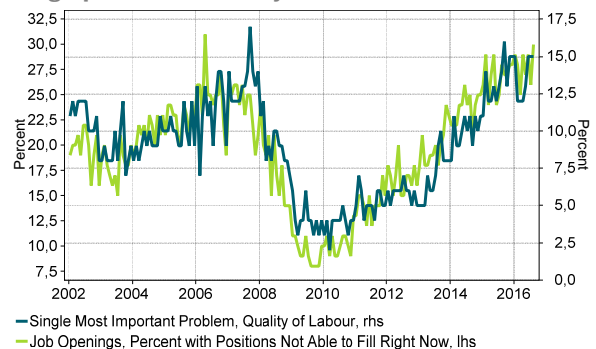
Arbejdsmarkedet bliver ved med at vise tegn på bedring, og den eneste grund til at arbejdsløsheden ikke er faldet under de nuværende 4,9% er, at der i de seneste måneder er kommet flere folk ind på arbejdsmarkedet, så arbejdsstyrken er øget tilsvarende beskæftigelsen. Det er i sig selv meget positivt, men det er i sig selv tvivlsomt om denne tendens kan fortsætte så sent i cyklussen. Fra forskellige rundspørger ved vi, at der begynder at være mangel på kvalificeret arbejdskraft inden for flere sektorer, og vi forventer således at se arbejdsmarkedet stramme yderligere til i de kommende måneder.

### Arbejdsmarkedet strammer til i USA.



Kilde: Macrobond

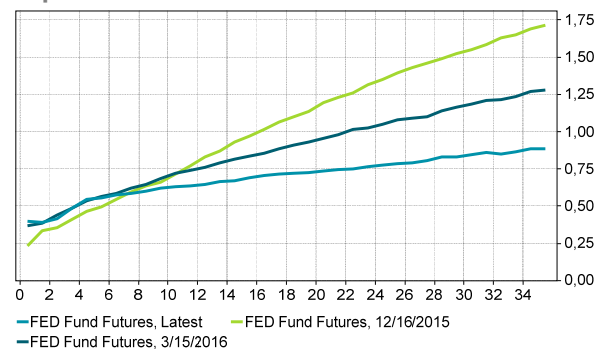
### Mangel på kvalificeret arbejdskraft i USA.



Kilde: Macrobond

Fed har igennem flere år løbende sænket deres forventninger til fremtidige renteforhøjelser, og det samme har markedet. Den efterfølgende figur viser markedets bud på, hvor Fed Funds renten vil ligge over de kommende 36 måneder – opgjort på 3 forskellige tidspunkter. Som det fremgår, vurderede markedet i december 2015, at Fed Funds renten 36 måneder senere ville være knap 1,75%. I dag er forventningen til renten om 36 måneder faldet til ca. 0,9%. Det betyder omvendt, at med den nuværende rente på 0,38% forventer markedet altså kun, at Fed skal hæve med ca. 0,5% over de næste 3 år. Kombineret med et arbejdsmarked, der strammer til og en tiltagende inflation, efterlader denne markedsforventning en vis risiko for en kraftig reprisering af den fremtidige rentesti. Det vil være dårligt nyt for amerikanske statsobligationer, og det er desuden langt fra sikkert, at et globalt aktiemarked afhængig af pengepolitisk stimulans vil kunne se det positive i højere renter.

### Markedets forventninger til hvor Fed Funds renten vil være over de kommende 36 måneder opgjort på 3 forskellige tidspunkter.

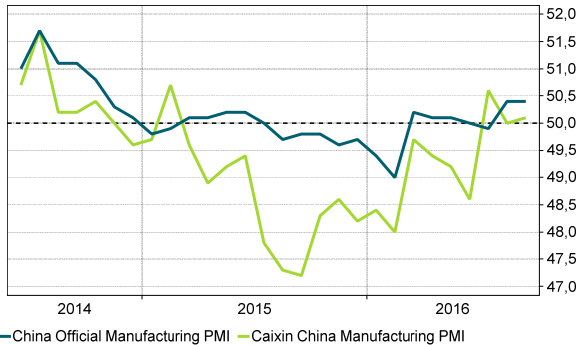


Kilde: Macrobond

## KINA: YDERLIGERE STABILISERING

Kinesisk økonomi har igennem kvartalet vist yderligere tegn på stabilisering. Den kraftige opbremsning, som fandt sted i 2015, er stoppet, og en række indikatorer viser nu tegn på enten stabilisering eller decideret fremgang. Hovedårsagen hertil er regeringens aggressive økonomiske stimulanser tidligere på året, men det ændrer ikke ved, at den negative spiral på den korte bane ser ud til at være brudt.

### Erhvervstillid i Kina.



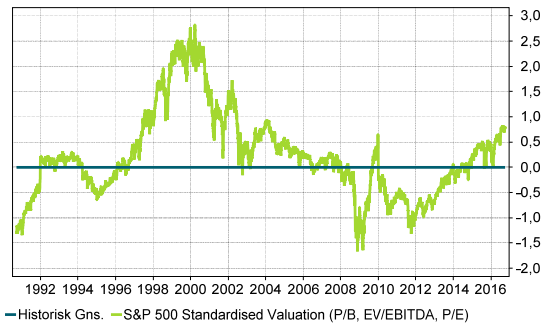
Kilde: Macrobond

Som beskrevet i sidste måneds udgave af dette skriv vurderer vi, at regeringen på det seneste har lettet foden fra speederen for så vidt angår vækststabiliserende tiltag. En af grundene hertil er, at boligpriserne fortsætter deres march højere, om end der er meget store regionale forskelle. I Shenzhen er priserne nu steget 60% det seneste år. Det har formentlig fået regeringen til at genoverveje behovet for yderligere rentenedsættelser, og fra centralt hold tales der nu om frygten for en boble. I løbet af kvartalet har 7 lokalregeringer strammet op og gjort det sværere at købe en bolig. De kinesiske myndigheder synes nok engang fanget i resultaterne af deres stop-go økonomiske politik, men den nuværende situation er trods alt bedre end alternativet i form af den hårde landing, som mange frygtede i 2015. Langtidsholdbarheden er unægtelig tvivlsom, men på den korte bane betyder udviklingen, at Kina bidrager til den globale økonomi med en smule tiltrængt stabilitet.

## SAFETY FIRST

Hvis en person uden kendskab til den aktuelle situation blev bedt om at vurdere sundhedstilstanden for den globale økonomi udelukkende ved at observere priserne på finansielle markeder, ville svaret formentlig lyde noget mere positivt, end det reelt er tilfældet. I forsøget på at bringe økonomien på ret fode har centralbankerne med deres ekstremt lempelige politik sat flere af de normale mekanismer på de finansielle markeder ud af kraft. Resultatet er negative renter på store dele af verdens statsobligationer, meget lave kreditspænd på sikre kreditobligationer og en værdiansættelse af aktiemarkedet, der ligger noget over det historiske gennemsnit. Det betyder naturligvis ikke, at det nuværende regime ikke kan fortsætte i en rum tid endnu. Treenigheden af lav global vækst, uattraktiv værdiansættelse af risikofyldte aktiver og investorer der er tvunget længere ud af risikokurven end de reelt har lyst til, betyder dog, at vi har valgt at have en lille undervægt til aktier i porteføljerne samtidig med, at high yield eksponeringen er reduceret fra overvægt til neutral. Den nuværende meget asymmetriske afkast-risiko profil medfører i vores optik, at man bør udvise lidt mere forsigtighed end normalt uden at man dog af samme grund behøver at gå helt i flyverskjul.

## Værdiansættelsen af amerikanske aktier.



Kilde: Macrobond

## AFKASTUDVIKLING I TREDJE KVARTAL 2016

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)	Sep 2016	Q3 2016	YTD 2016
<b>Obligationer</b>			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	0,22%	0,47%	6,29%
EFFAS USA ALL (USD)	-0,06%	-0,37%	5,43%
EFFAS Germany All (EUR)	0,29%	-0,10%	6,64%
EFFAS Japan All (JPY)	0,12%	-1,88%	5,03%
EFFAS Denmark All (DKK)	0,22%	0,06%	8,87%
EFFAS Denmark 1-3 (DKK)	-0,11%	-0,23%	0,28%
EFFAS Denmark 1-5 (DKK)	-0,05%	-0,16%	0,96%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	0,53%	5,15%	14,04%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,41%	4,82%	12,97%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	0,26%	3,67%	13,56%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,53%	1,26%	5,12%
<b>Aktier</b>			
MSCI AC World (net div) (DKK)	-0,24%	4,19%	2,81%
MSCI North America (net div) (DKK)	-0,73%	2,86%	4,10%
MSCI Europe (net div) (DKK)	0,02%	4,29%	-3,55%
TOPIX TR INDEX (DKK)	1,62%	7,38%	-0,01%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	0,43%	7,87%	11,90%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-3,68%	-2,26%	-5,77%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-1,85%	3,35%	1,73%
<b>Valuta mod DKK</b>			
EUR	0,05%	0,09%	-0,22%
USD	-0,85%	-1,06%	-3,55%
JPY	1,28%	0,24%	14,58%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs