

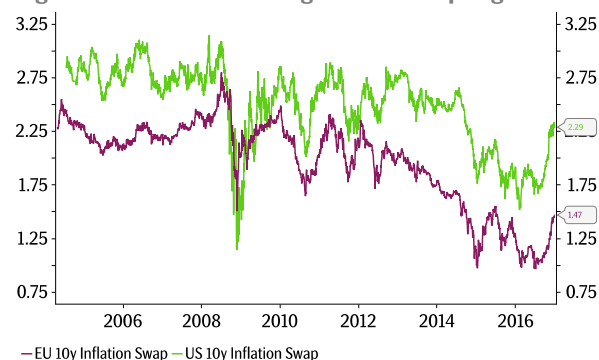
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 3. januar 2017)

CYKLISK ROTATION

Årets sidste kvartal blev yderst begivenhedsrigt på de finansielle markeder. Det var valget af Donald Trump til amerikansk præsident, som tiltrak sig mest opmærksomhed, men faktisk var den store ændring for de finansielle markeder allerede indtruffet inden valget. Inflationsforventningerne var således begyndt at stige, ikke kun i USA, men også i Europa. De stigende inflationsforventninger på begge sider af Atlanten medførte en kædereaktion på de finansielle markeder: de nominelle renter begyndte at stige, rentekurven stejlede og på aktiemarkedet startede en cyklisk rotation, hvor investorerne solgte ud af de sikre obligationslignende aktier og søgte over i de mere cykliske dele af markedet.

Stigende inflationsforventninger i både Europa og USA



Kilde: Macrobond

Alt dette var allerede i gang inden det amerikanske præsidentvalg, men med Trumps valgsejr og løfter om skattelettelser og øgede offentlige udgifter til infrastruktur blev der smidt yderligere benzin på bålet. Det førte til kraftigt stigende renter, højere aktiekurser i USA og en markant styrkelse af dollaren. Mod kvartalets afslutning har vi dog været vidne til en opbremsning, idet amerikanske aktier har ligget stille, og den tyske rente igen er faldet lidt tilbage fra 0,4% til 0,2%.

Renteudviklingen i 4. kvartal 2016

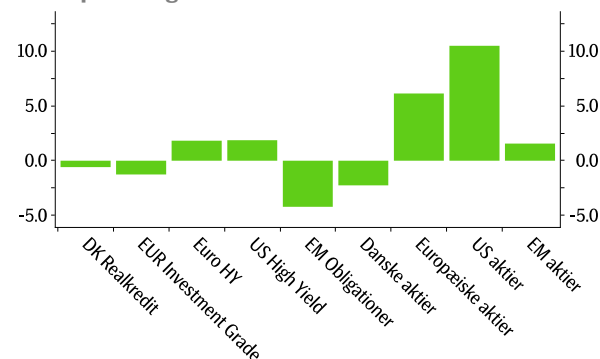


Kilde: Macrobond

Resultatet af ovenstående har været stor divergens i kvartalets afkast på tværs af aktivklasser. Danske aktier blev ramt af rotationen ud af sikre selskaber inden for f.eks. medicinalsektoren, mens amerikanske aktier blev kvartalets store vinder takket være den fornyede tro på det amerikanske opsving og den kraftige styrkelse af dollaren. Det påvirkede vores porteføljer

negativt, idet vi er undervægtet USA og overvægtet Danmark. Den stærkere dollar betyder, at det bliver dyrere for lande og virksomheder med store lån i USD at servicere gælden. Det ramte Emerging Markets obligationer, mens aktier fra samme region led under frygten for, hvilken handelspolitik Trump har tænkt sig at føre. High Yield obligationer nød godt af bedre økonomiske nøgletal og en indsnævring af kreditspændet, hvilket mere end opvejede effekten af stigende renter.

Afkast på udvalgte aktivklasser i 4. kvartal 2016

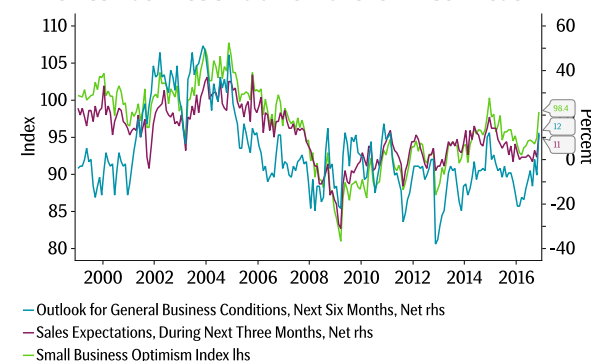


Kilde: Macrobond

FREM GANG I USA

De stigende amerikanske inflationsforventninger har været understøttet af en bedring i de økonomiske nøgletal. Erhvervstilliden blandt små amerikanske virksomheder er skudt betragteligt i vejret, og de fremadskuende delindeks indikerer, at virksomhederne forventer yderligere fremgang. Ejere af små virksomheder er typisk mere tilbøjelige til at stemme republikansk, så med en republikansk præsident og ditto flertal i kongressen har tiltroen til fremtiden fået et ekstra løft efter valget i november.

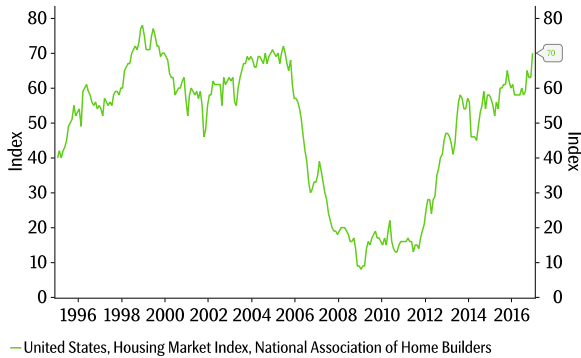
Erhvervstilliden hos små amerikanske virksomheder



Kilde: Macrobond

Inden for byggebranchen har man ligeledes set en positiv "Trump-effekt" efter valget. Tillidsindekset for byggebranchen ligger nu på det højeste niveau på denne side af finanskrisen. Med tanke på Trumps egne aktiviteter i ejendomsbranchen og den megen snak omkring øgede investeringer til infrastruktur er den stigende tillid i byggebranchen måske ikke så overraskende, men det vidner under alle omstændigheder om øget tiltro til denne del af økonomien.

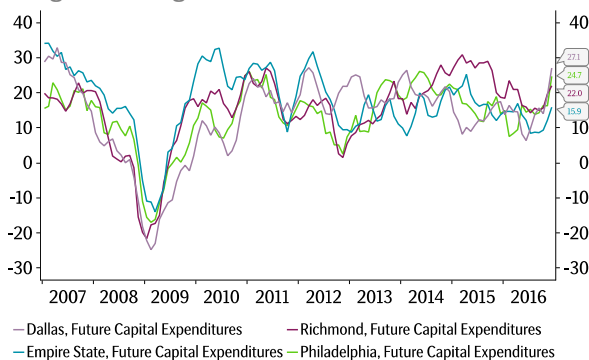
Erhvervstillid i byggebranchen i USA (NAHB)



Kilde: Macrobond

En stærkere tro på fremtiden viser sig også i industrivirksomhedernes intentioner om at øge anlægsinvesteringerne. Efter amerikansk industri igennem 2015 og første halvdel af 2016 var presset af en stærkere dollar og lave oliepriser, melder virksomhederne nu samstemmende, at de forventer at øge anlægsinvesteringerne i de kommende seks måneder.

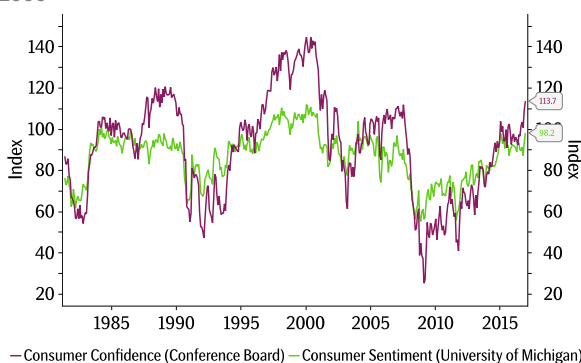
Amerikanske industrivirksomheders intentioner om at øge anlægsinvesteringerne



Kilde: Macrobond

De positive forventninger til fremtiden deles af de amerikanske forbrugere. Forbrugertilliden har nu slået rekorden fra den forrige højkonjunktur, og ligger således på det højeste niveau siden år 2000. De seneste måneders stigende aktiekurser har unægtelig bidraget til denne stigning, men i samme retning trækker også, at det er blevet væsentligt nemmere at finde et nyt job.

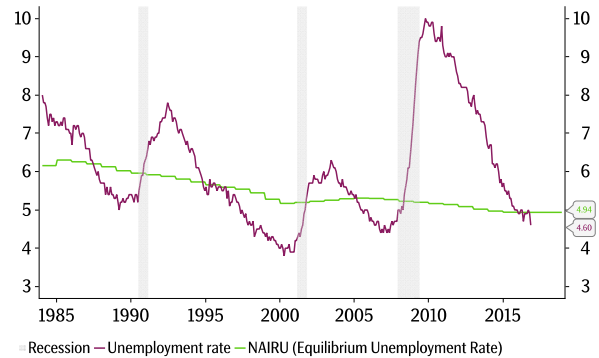
Amerikansk forbrugertillid er på det højeste niveau siden år 2000



Kilde: Macrobond

Arbejdsløsheden i USA er nede på bare 4,6%, hvilket også er ny rekord på denne side af finanskrisen. Som figuren nedenfor illustrerer, er arbejdsløshedsprocenten nu krøbet under det naturlige niveau, hvilket betyder, at løninflationen kan forventes at accelerere herfra. Det er yderligere godt nyt for forbrugere, men det vil, i kombination med de øgede investeringer, gå ud over virksomhedernes profitmargin, som ligger på et meget højt niveau i USA.

Naturlig ledighed (NAIRU) og ledighedsprocent i USA



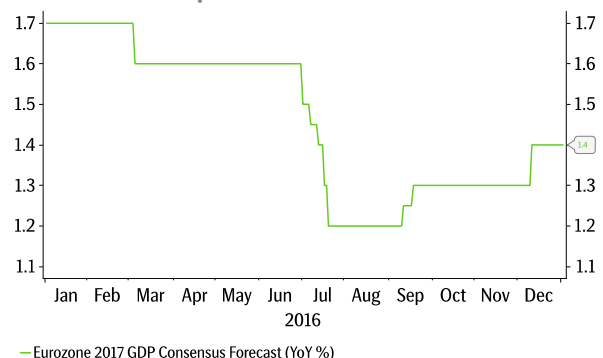
Kilde: Macrobond

Samlet set efterlader de amerikanske nøgletal et billede af en økonomi, som ser meget stærk ud. Det er derfor mindre indlysende, at man netop nu skal føre ekspansiv finanspolitik, som Trump ellers har lovet at gøre. Det betyder, at en af risiciene for 2017 er, at økonomien overopheder og inflationen accelerer, hvilket vil presse Fed til at være mere aggressiv end markedet forventer.

EUROPA HÆGTER SIG PÅ OPSVINGET

I Europa har nøgletallene vist sig at være overraskende robuste over for først den politiske usikkerhed, der fulgte i kølvandet på Brexit, og senest over for italienernes nej til en ændring af forfatningen. Som det fremgår af figuren nedenfor, var mange økonomer ellers hurtige til at nedjustere vækstforventningen til 2017 ovenpå Brexit, men i takt med at katastroferne er udeblevet, ser konsensusestimaterne for 2017 på bare 1,4% nu pludselig meget lavt ud.

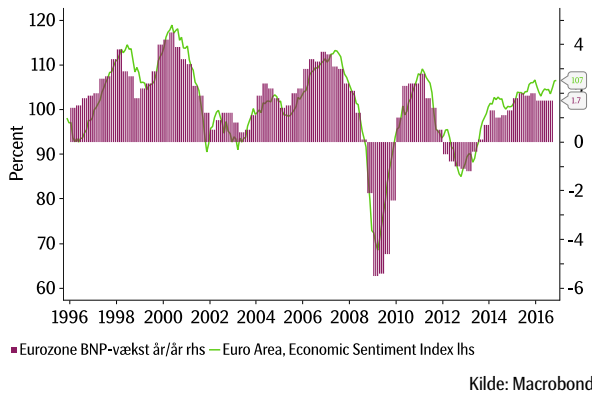
Konsensusestimater på væksten i Eurozonen i 2017



Kilde: Macrobond

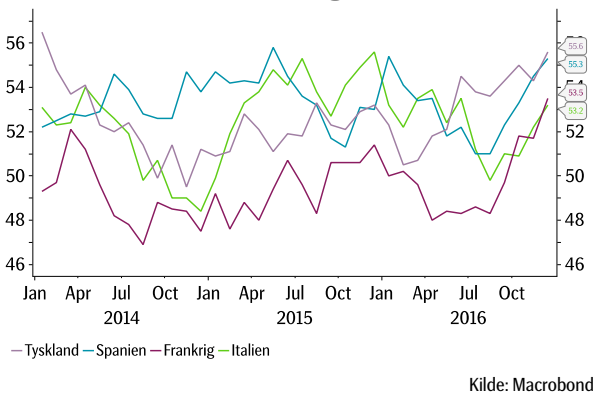
De seneste tre kvartaler har den realiserede årlige vækst for Eurozonen ligget på 1,7%, og i løbet af fjerde kvartal er de fremadskuende nøgletal accelereret yderligere. EU-kommissionens Economic Sentiment Index, som både rummer erhvervs- og forbrugertillid indikerer således, at væksten vil tiltage fra det nuværende niveau.

Economic Sentiment Index og BNP-vækst i Eurozonen



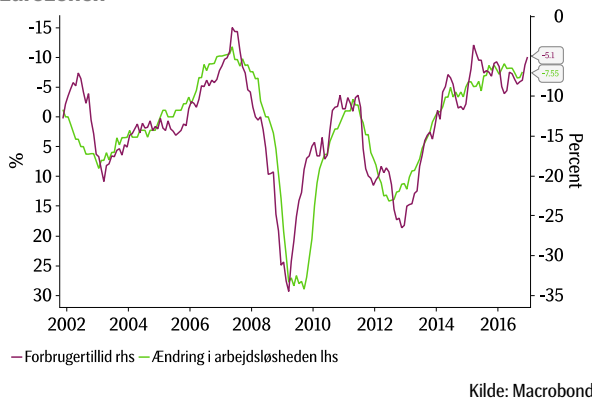
Zoomer man ind på den mere cykliske del af økonomien, nemlig industrivirksomhederne, er billedet af en økonomi i fremgang ligeledes intakt. Fremstillingssektoren i de fire store lande i Eurozonen trækker lige nu i samme retning, og sektoren begynder samtidig at nyde godt af den svækkelse af euroen, som har fundet sted i fjerde kvartal.

Erhvervstillid (PMI) for fremstillingssektoren



Udsigterne for den europæiske forbruger ser også positive ud, og forbrugertilliden ligger nu i den høje ende af, hvor den historisk har ligget. Den højere forbrugertillid hænger tæt sammen med bedringen på arbejdsmarkedet, hvilket ses af nedenstående figur. Arbejdsløsheden i Eurozonen har været stødt faldende siden 2013, og det kan aflæses i forbrugernes optimisme.

Procentvis ændring af arbejdsløsheden og forbrugertillid i Eurozonen



UDFALDSRUMMET ER STØRRE END NORMALT

Over for de stærkere vækstsignaler i både Europa og USA står, at værdiansættelsen af risikofyldte aktiver efterhånden levner

meget begrænset plads til skuffelser. Vi har i forrige udgave af Økonomisk Finansielt Scenarie beskrevet, hvordan aktiemarkedet har taget forskud på glæderne og nu handler på forventet fremtidig efterbevilning. Billedet er ikke væsentligt anderledes, når man ser på High Yield markedet, og inden for europæisk investment grade kredit ser det endnu mere anstrengt ud.

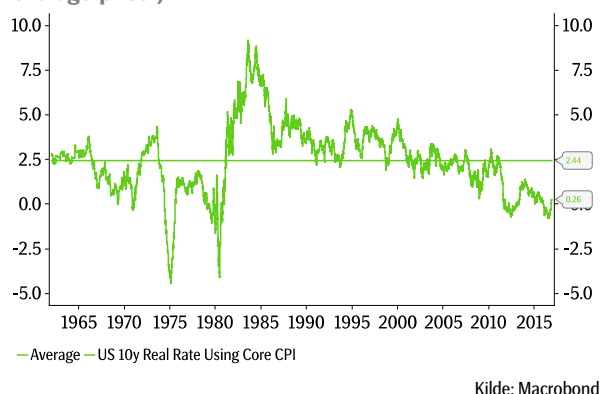
Kreditspænd (merrente) på US High Yield obligationer



Uanset hvilken aktivklasse man betragter, er risikopræmien presset i bund, og det øger alt andet lige risikoen omkring det fremtidige afkast. Det stærkere vækstbillede, som lige nu kendetegner økonomien, vil normalt være understøttende for alle former for risikofyldte aktiver, men i vores optik afspejler aktivpriserne i høj udstrækning allerede den forventede forbedring af indtjeningen. Det introducerer et ekstra element af risiko til trods for, at hovedscenariet lige nu er, at væksten og sentiment i markedet er tilpas stærk til at holde hånden under risikofyldte aktiver et stykke tid endnu.

Den aktuelle allokationsbeslutning kompliceres yderligere af, at realrenten i både USA og Europa lige nu er ekstrem lav i et historisk perspektiv. Det betyder, at såfremt det virkelig lykkes centralbankerne at få genoplivet inflationen, så er det bestemt ikke utænkeligt, at renterne på sigt kan stige fra de nuværende lave niveauer. Til illustration vil en normalisering af realrenten i USA ved det nuværende inflationsniveau medføre en stigning i den nominelle 10-årige rente på 200 bp. Det vil med andre ord sige, at også på markedet for statsobligationer er risikopræmien presset i bund.

10-årig amerikansk realrente (deflateret med kerneforbrugerpriser)



Den lave realrente medfører, ligesom værdiansættelsen på risikofyldte aktiver, en vis asymmetri i det fremtidige udfaldsrum, idet downsiden er betydelig større end upsiden. I det aktuelle

investeringsmiljø, hvor udfaldsrummet er større end normalt, har vi valgt at diversificere porteføljen mest muligt. Helt konkret har vi i december måned lukket vores overvægt til danske realkreditobligationer og samtidig lukket vores undervægt til aktier. Regionalt undervægter vi aktier fra USA og EM, mens vi overvægter Danmark og Europa, hvor vi ser større upside.

AFKASTUDVIKLINGEN

I den følgende 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 2016	Q4 2016	YTD 2016
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	0,71%	-2,96%	3,14%
EFFAS USA ALL (USD)	-0,09%	-4,14%	1,07%
EFFAS Germany All (EUR)	0,34%	-2,49%	3,98%
EFFAS Japan All (JPY)	-0,62%	-1,71%	3,24%
EFFAS Denmark All (DKK)	0,19%	-2,93%	5,69%
EFFAS Denmark 1-3 (DKK)	-0,02%	-0,08%	0,20%
EFFAS Denmark 1-5 (DKK)	0,13%	-0,01%	0,95%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	1,85%	1,62%	15,89%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	1,70%	1,23%	14,36%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	1,35%	-4,46%	8,49%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,82%	-0,59%	4,50%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	2,68%	7,66%	10,69%
MSCI North America (net div) (DKK)	2,34%	9,98%	14,49%
MSCI Europe (net div) (DKK)	5,78%	5,97%	2,20%
TOPIX TR INDEX (DKK)	1,60%	6,18%	6,17%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	0,73%	1,96%	14,10%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	6,63%	0,12%	-5,66%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	6,29%	1,47%	3,22%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,06%	-0,14%	-0,36%
USD	0,51%	6,39%	2,62%
JPY	-1,81%	-7,63%	5,84%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs