

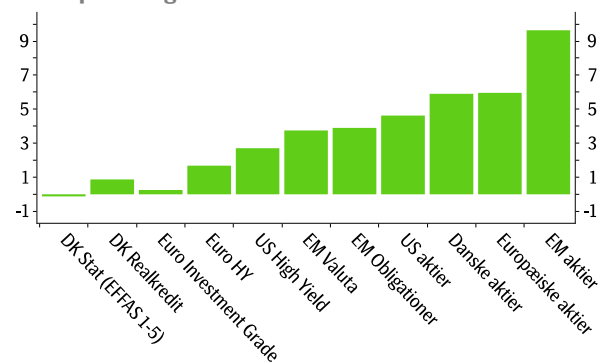
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 3. april 2017)

UDSIGT TIL HØJERE VÆKST LØFTER RISIKOAKTIVER

Årets første kvartal har budt på en markant forbedring i de økonomiske tillidsindikatorer på tværs af regioner. Det stærkere vækstbillede har ført til stigende kurser på alle former for risikofyldte aktiver. Bedst er det gået for Emerging Markets aktier efterfulgt af europæiske og danske aktier. Emerging Markets valuta og obligationer er ligeledes steget pænt, og det samme er High Yield obligationer.

Afkast på udvalgte aktivklasser i 1. kvartal 2017 i DKK



Kilde: Macrobond

STOR UDENLANDSK INTERESSE FOR DANSKE REALER

Den toneangivende tyske 10-årige statsrente har igennem kvartalet svinget mellem 0,2% og 0,5%. Samlet set har det resulteret i et afkast tæt på 0% for danske statsobligationer, mens danske realkreditobligationer er steget som en reaktion på øget interesse fra udenlandske investorer.

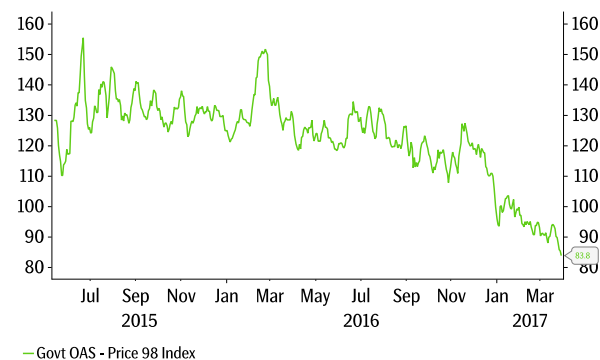
Udvikling i den toneangivende tyske 10-årige rente



Kilde: Macrobond

Udenlandske investorers ejerandel af danske konverterbare realkreditobligationer er således øget til 26%, hvilket har bidraget til at sænke merrenten (OAS) på de konverterbare realkreditobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer.

Merrenten (OAS) på danske konverterbare realkreditobligationer ift. tilsvarende statsobligationer er faldet i 1. kvartal

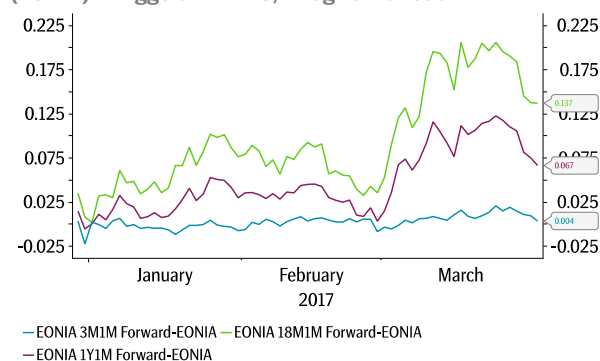


Kilde: SEB & Macrobond

PRØVEBALLON FRA ECB

I begyndelsen af marts måned var en unavngiven ECB-kilde ude med en historie om, at den europæiske centralbank godt kunne begynde at hæve renten inden opkøbsprogrammet er afsluttet. Denne melding er i modstrid med, hvad centralbankschef Draghi tidligere har givet udtryk for er ECB's holdning, nemlig at det vil være mest naturligt at afslutte obligationsopkøbene inden renten sættes op. Historien om at man nu overvejede at bytte om på rækkefølgen, fik markedet til at indprise, at ECB kunne hæve renten tidligere end hidtil antaget. På 12 måneders sigt blev der således indpriset en renteforhøjelse på 0,1%, og på 18 måneders sigt blev der indpriset ca. 0,2%. Samtidig fik det euroen (og dermed DKK) til at stige over for dollaren. I slutningen af måneden har kilder i ECB været ude at trække i land, og forventningerne om en rentestigning inden for 12 måneder er nu stort set priset ud igen. Det har tilsvarende fået euroen til at falde lidt tilbage.

Markedets prisning af hvor meget højere dag-til-dag renten (EONIA) vil ligge om hhv. 3, 12 og 18 måneder



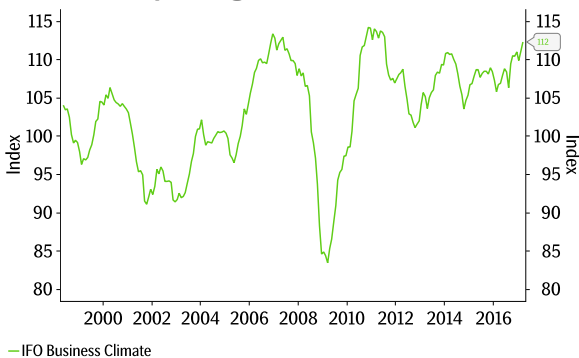
Kilde: Macrobond

SOFT VS. HARD DATA

Når ECB valgte at sende en prøveballon op angående højere renter, skal det blandt andet ses i lyset af, at de europæiske nøgletal bliver ved med at signalere stærkere vækst. I hvert fald så længe man primært betragter de "bløde" fremadskuende tillidsindikatorer. Makrobilledet er fortsat præget af et skisma bestående af på ene side meget stærke tillidsindikatorer og på den anden side de hårde nøgletal såsom den realiserede vækst, som indtil videre har meget svært ved at matche de positive takter. Mens væksten i Europa således ligger i niveauet 1,6%,

fortsætter erhvervstilliden med at kravle højere op og signalerer isoleret set en vækstrate på et pænt stykke over 2%.

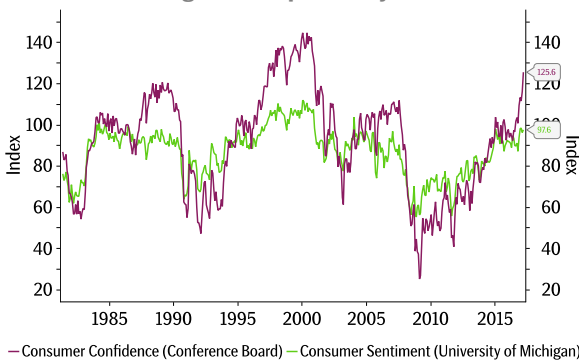
Tysk erhvervstillid (IFO) er på det højeste niveau på denne side af den europæiske gældskrise



Kilde: Macrobond

Divergensen mellem de bløde og de hårde nøgletal er ikke unik for Europa, men gør sig også gældende i USA, hvor både erhvervs- og forbrugertilliden signalerer meget stærk fremtidig vækst. Samtidig viste de seneste hårde tal, at den årlige vækst i BNP stadig er ganske moderat, idet amerikansk økonomi "kun" voksede med 2,1% i fjerde kvartal 2016. Vi mangler dermed fortsat at se, at de meget positive tillidsindikatorer også veksles til højere vækst.

Amerikansk forbrugertillid er på det højeste niveau i 16 år



Kilde: Macrobond

Høj amerikansk erhvervstillid (ISM)



Kilde: Macrobond

FED HÆVEDE RENTEN UDEN PROBLEMER

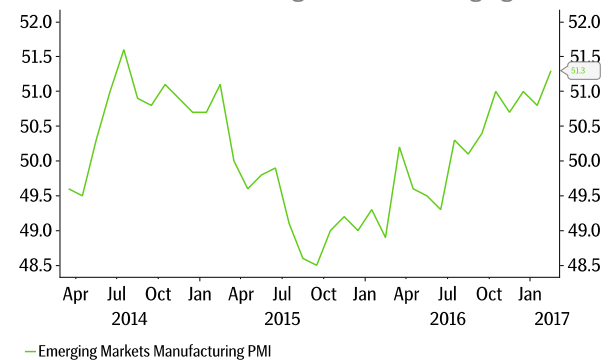
Når der fortsat er usikkerhed om, i hvilket omfang de positive tillidsindikatorer vil blive omsat til højere vækstrate, så kan Fed også tillade sig at være lidt mere tålmodig, før de hæver renten. Den argumentation fik de på overbevisende vis leveret til

markedet på rentemødet i marts. Fed hævdede godt nok renten med 25 basispunkter, men den tilhørende kommunikation var tilpas forsigtig til, at markedet tog renteforhøjelsen helt roligt. Dermed ikke sagt, at Fed ikke kan blive tvunget til at agere hurtigere såfremt de hårde nøgletal vitterligt begynder at reagere, men indtil videre befinder vi os i et "sweet spot", hvor væksten er tilpas stærk til at generere indtjeningsvækst, men ikke stærk nok til, at Fed strammer hårdt op og kvæler opsvinget.

EMERGING MARKETS STEMPLER IND

En mere tålmodig amerikansk centralbank er ikke kun positivt for USA. Mange lande i Emerging Markets nyder også godt af udsigten til en mindre kraftig stigning i amerikanske renter og dollaren. En mere afventende Fed er således et yderligere løft til Emerging Markets, som allerede har koblet sig på det globale opsving. Tendensen med kraftigt stigende tillidsindikatorer, som vi så det i Europa og USA, ses også her.

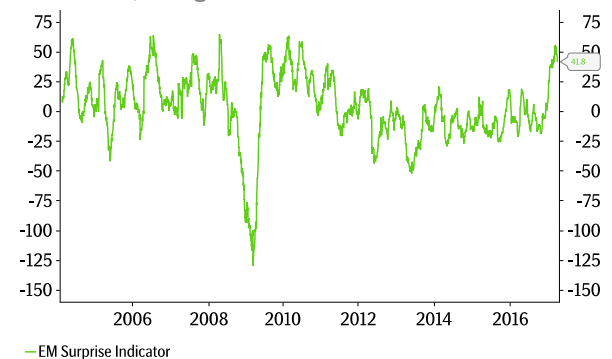
Erhvervstillid hos fremstillingssektoren i Emerging Markets



Kilde: Macrobond

Efter at væksten i Emerging Markets igennem flere år har ligget underdrejet, ser vi nu klare tegn på en egentlig vending i konjunkturerne. Denne vending manifesterer sig blandt andet ved, at nøgletallene over en bred kam er markant bedre end økonomernes forventninger. Som det fremgår af figuren nedenfor skal vi helt tilbage til perioden efter finanskrisens afslutning for at finde en periode med tilsvarende positive overraskelser.

Economic Surprise Index for Emerging Markets. Et positivt tal indikerer, at nøgletallene er bedre end forventet



Kilde: Macrobond

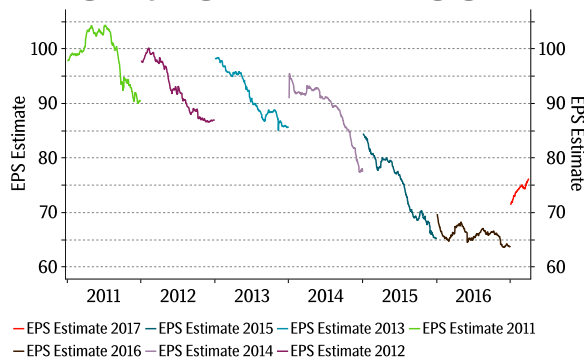
Det stærkere økonomiske vækstmomentum skal nu veksles til højere indtjening hos virksomhederne i Emerging Markets. Indtjeningen har ligesom væksten ligget underdrejet i de senere år, men vi begynder nu at se håndfaste tegn på en egentlig vending i indtjeningsprofilen.

Bedre makro veksles til højere indtjening i EM



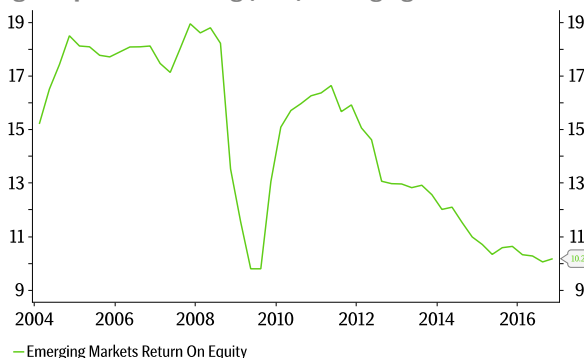
I perioden fra 2011 og frem til 2016 blev indtjeningsforventningerne hvert eneste år løbende nedrevideret i takt med, at det blev tydeligt, at analytikerne havde været for optimistiske ved årets indgang. Denne tendens ser nu ud til at være brudt, og vi forventer fremadrettet at se oprevideringer til indtjeningsestimaterne, som nu stiger fra et relativt lavt niveau.

Udvikling i indtjeningsestimaterne for Emerging Markets



Samtidig befinder virksomhedernes egenkapitalsforrentning (ROE) sig på et meget lavt niveau. Kombinationen af bedre makroudsigter og operationel gearing hos virksomhederne betyder, at vi fremadrettet forventer at se pæne vækstrater i indtjeningen og højere egenkapitalsforrentning.

Egenkapitalsforrentning (ROE) i Emerging Markets



Efter at vores porteføljer igennem flere år har været undervægtet aktier fra Emerging Markets, vælger vi nu at løfte allokeringen til EM aktier til et neutralt niveau. Det sker som en reaktion på den fundamentale vending i indtjeningsprofilen samt medvind fra en mere forsigtig Fed. Potentielle handelsrestriktioner fra Donald Trump lurer fortsat som en del af risikobilledet, men den

fundamentale vending er nu så stærk, at det berettiger til en neutral vægt i porteføljerne.

MEDVIND FRA CENTRALBANKERNE PÅ DEN KORTE BANE

Medvinden fra en (midlertidig) forsigtig Fed og ECB's fortsatte ultra lempelige politik trumfer på den korte bane vores bekymringer for værdiansættelsen og markedets høje forventninger til væksten. Som en taktisk disposition har vi således valgt at have en lille overvægt til aktier i porteføljerne. Vi vurderer fortsat likviditetsbilledet omkring centralbankerne som helt afgørende for markedets risikoappetit, og en ændring i retorikken fra Fed eller ECB kan blive en potentiel game-changer fra det nuværende regime. Vores vurdering er dog pt. at denne ændring tidligst kommer til sommer, hvilket giver anledning til en forsigtig overvægt af aktier i mellemtiden.

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)	Mar 2017	Q1 2017	YTD 2017
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	-0,50%	-1,40%	-1,40%
EFFAS USA ALL (USD)	0,02%	0,60%	0,60%
EFFAS Germany All (EUR)	-1,02%	-0,75%	-0,75%
EFFAS Japan All (JPY)	-0,07%	-0,32%	-0,32%
EFFAS Denmark All (DKK)	-0,96%	-0,57%	-0,57%
EFFAS Denmark 1-3 (DKK)	-0,25%	-0,04%	-0,04%
EFFAS Denmark 1-5 (DKK)	-0,45%	-0,14%	-0,14%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-0,11%	2,81%	2,81%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	-0,24%	2,41%	2,41%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	0,21%	3,42%	3,42%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,09%	0,88%	0,88%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	1,03%	5,88%	5,88%
MSCI North America (net div) (DKK)	-0,26%	4,67%	4,67%
MSCI Europe (net div) (DKK)	3,58%	6,17%	6,17%
TOPIX TR INDEX (DKK)	0,20%	4,85%	4,85%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	3,08%	11,18%	11,18%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	2,52%	5,63%	5,63%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	3,32%	7,61%	7,61%

Valuta mod DKK

EUR	0,05%	0,01%	0,01%
USD	-0,60%	-1,37%	-1,37%
JPY	-0,20%	3,23%	3,23%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs