

ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 4. april 2018)

ANATOMIEN AF AKTIENEDTUREN

Første kvartal har budt på betydelige fald på aktiemarkedet. Det begyndte med arbejdsmarkedsrapporten fra januar, som ved offentliggørelsen først i februar viste tegn på stigende lønninger, hvilket fik markedet til at spekulere i flere renteforhøjelser fra Fed. Det sendte aktierne ned og volatiliteten op. Efterfølgende tiltrak præsident Trump og hans introduktion af nye toldsatter sig markedernes opmærksomhed og gav næring til bekymringer om en mulig global handelskrig. Sådanne bekymringer er selvsagt ikke noget aktiemarkedet bryder sig om, og resultatet har været fornyet uro på aktiemarkederne igennem februar og marts. I sidste halvdel af marts fik aktiemarkedet en ny sag at bekymre sig om, nemlig langtidsholdbarheden af de store amerikanske teknologiselskabers forretningsmodeller. Spørgsmålet om forretningsmodellernes holdbarhed presser sig på, efter at det er kommet frem, at virksomheden Cambridge Analytica har (mis)brugt data fra 87 mio. Facebook brugere til at påvirke udfaldet af både Brexit-afstemningen og det amerikanske præsidentvalg. Afsløringen af datalækagen hos Facebook har skabt spekulationer om, hvorvidt myndighederne fremadrettet vil indskrænke de store dominerende teknologiselskabers forretningsmuligheder. Hele misseren har sendt Facebook-aktien ned med knap 20% siden toppen i januar. Dertil kommer, at flere af de øvrige teknologiaktier er faldet i sympati. Med til historien hører, at disse aktier har været blandt de mest stigende amerikanske aktier i de senere år, og teknologisektoren udgør i dag hele 25% af det toneangivende S&P 500 indeks. Det betyder, at når der rokkes ved troen på disse selskabers fremtidsudsigter, så rokkes der pludselig ved tiltroen til hele aktiemarkedet.

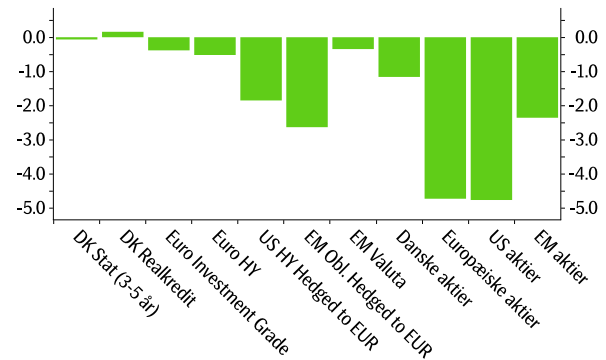
Udvikling i FANG+ indekset, som måler afkastudviklingen i de ledende amerikanske teknologiselskaber



Kilde: Macrobond

Summen af ovenstående betyder, at det globale aktiemarked lukkede 1. kvartal med et tab på -3,4%. Værst er det gået for amerikanske og europæiske aktier, mens både Danmark og Emerging Markets har klaret sig noget bedre. Uroen på aktiemarkedet har smittet af på forskellige former for kreditobligationer, der alle har oplevet udvidelse af kreditspændet og negative afkast til følge.

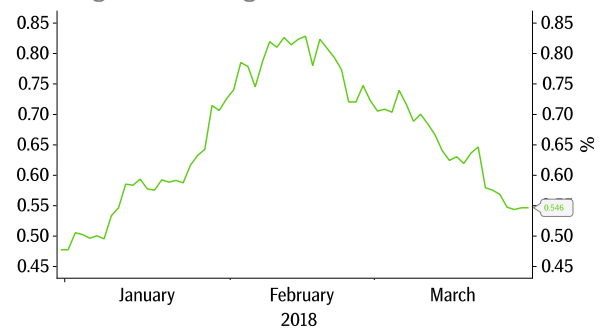
Afkast på udvalgte aktivklasser i 1. kvartal 2018 i DKK



Kilde: Macrobond

På obligationsmarkedet begyndte året med stigende renter drevet af stigende inflationsforventninger samt øgede forventninger til renteforhøjelser fra centralbankerne i både USA og Europa. I Europa er det dog sidenhen lykkedes centralbankschef Mario Draghi at tale forventningerne til ECB ned igen. Derudover har den tiltagende uro på aktiemarkedet bidraget til at sende flere investorer i retning af obligationernes sikre havn, og det har ligeledes fået renterne til at falde i anden halvdel af kvartalet. Det betyder, at set over hele kvartalet er den 10-årige danske statsrente tæt på uændret.

Udviklingen i den 10-årige danske statsrente

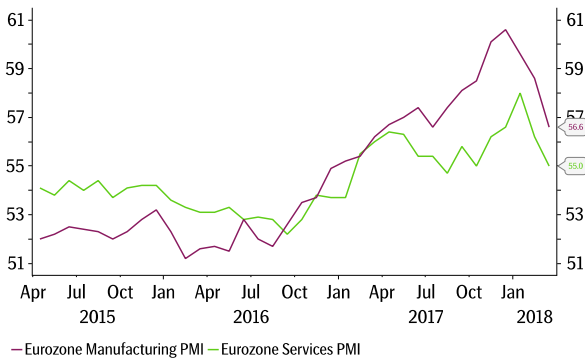


Kilde: Macrobond

MOMENTUM HAR PEAKET

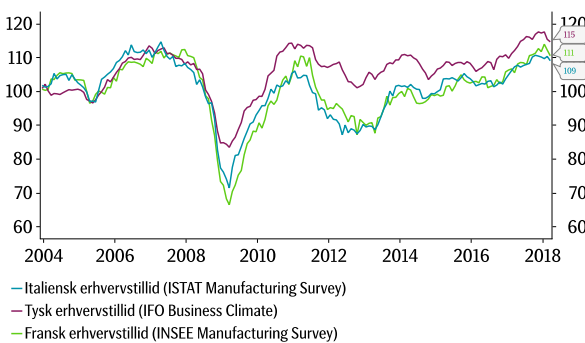
Sammen med kvartalets aktienedtur melder sig spørgsmålet om, hvorvidt verdensøkonomien også er på vej ned i gear. Svaret herpå, er et klart ja, men netop med betoning af *ned i fart* og ikke et brat stop. Den seneste runde af konjunkturindikatorer viser mere eller mindre entydigt, at verdensøkonomien mister momentum forstået på den måde, at farten sænkes fra et ellers højt niveau. Væksten er stadig høj, og det vil den blive ved med at være året ud, men den accelerer ikke længere. Tabet af momentum er tydeligst i Europa, som indtil for nylig var den region, som havde højest momentum og voksede mest over økonomiens potentielle vækstrate. Den europæiske erhvervstillid er nu faldet to måneder i træk, men på trods heraf, ligger den fortsat over 55, som direkte omsat til vækststermer svarer til en årlig vækst i BNP på ca. 2,5%.

Europæisk erhvervstillid for fremstillings- og servicesektoren (PMI)



Kilde: Macrobond

Tabet af momentum i europæisk erhvervstillid er bredt funderet (lokale rundspørger)

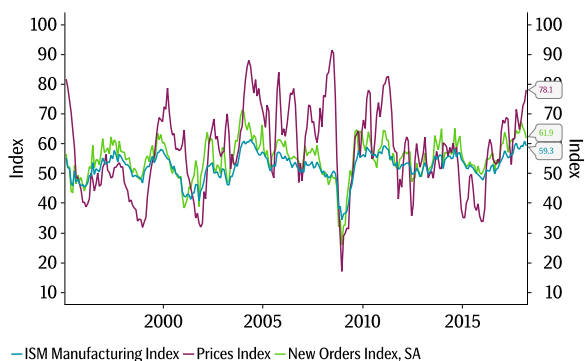


Kilde: Macrobond

BLANDEDE TENDENSER FRA USA

I USA er den aftagende tendens i nøgletallene ikke helt så tydelig som i Europa, men vi har alligevel været vidne til en vis opbremsning i flere af de vigtige nøgletal. Det toneangivende ISM indeks, som måler erhvervstilliden blandt amerikanske indkøbschefer, faldt en smule tilbage i marts, men ligger fortsat på et højt niveau, der isoleret set ville indikere BNP-vækst i omegnen af 4%. Ser man nærmere på ISM-indeksets underkomponenter, var der størst tilbagegang i indekset for Nye Ordre, hvilket typisk er en af de mere fremadskuende komponenter. Omvendt steg det mere råvarefølsomme Prices Paid underindeks til hele 78, hvilket vidner om, at der er inflation i pipelinen i USA, som vi også tidligere har beskrevet i dette skriv.

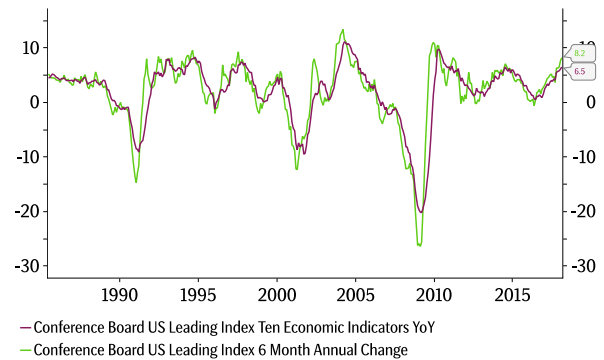
ISM Manufacturing. Erhvervstillid i fremstillingssektoren i USA



Kilde: Macrobond

Over for de svagere tendenser i ISM-indekset står Conference Boards samlede indeks af 10 ledende indikatorer, som fortsat viser tegn på acceleration i amerikansk økonomi. Specielt 6 måneders ændringen er på det seneste taget til i styrke hjulpet af det seneste års svage dollarkurs og generelt lempelige finansielle forhold.

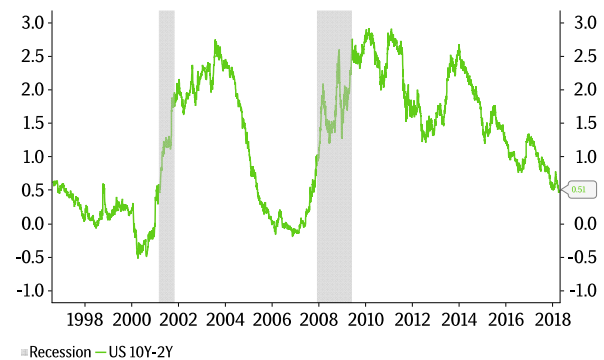
Conference Boards Leading Indicators for amerikansk økonomi



Kilde: Macrobond

Der er altså ingen tegn på, at amerikansk økonomi står over for et snarligt vækstkollaps, men kigger vi lidt længere fremad, er der andre udviklinger, der er værd at holde et vågent øje med. Rentekurven, dvs. forskellen mellem den lange og den korte rente, har historisk givet et godt signal om, hvor økonomien er på vej hen 1-2 år ude i fremtiden. I USA er rentekurven på det seneste fladet således, at forskellen mellem den lange og den korte rente nu er på det laveste niveau i dette 9-årige opsving.

Rentekurven i USA (10Y-2Y)

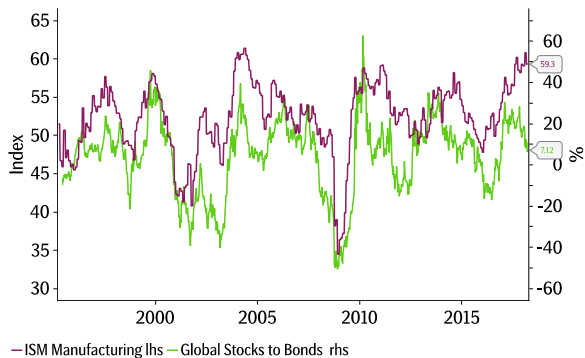


Kilde: Macrobond

Historisk er rentekurven inverteret (dvs. den korte rente er højere end den lange) 1-2 år inden recessionen indtræffer. Med det nuværende niveau er der intet recessionssignal, men rentekurven signalerer dog lav vækst 1-2 år ude i fremtiden. Det stemmer fint overens med, at vækstimpulsen fra dette og næste års lempelige finanspolitik dør ud i 2020, hvor Fed samtidig formentlig har strammet pengepolitikken med yderligere 100-150 basispunkter. Indtil vi når tættere på udløbsdatoen af dette opsving, er det vores vurdering, at der er mere at komme efter på aktiemarkedet. En simpel sammenholdelse af udviklingen i forholdet mellem afkastet på aktier og obligationer og konjunkturindikatoren ISM-indekset illustrerer ganske tydeligt den dekobling mellem de finansielle markeder og realøkonomien, som har fundet sted i 1. kvartal. På baggrund af styrken i amerikansk økonomi burde aktier have klaret sig bedre end det

har været tilfældet i første kvartal vurderet ud fra denne simple metrik.

Årlig ændring i afkastforholdet mellem aktier og obligationer samt udviklingen i ISM manufacturing indekset

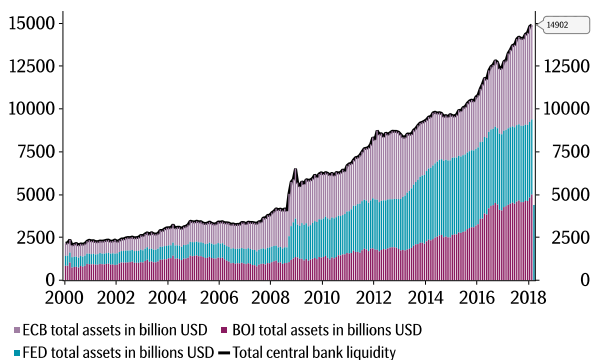


Kilde: Macrobond

CENTRALBANKERNE RYKKER TÆTTERE PÅ UDGANGEN

Selvom det kortsigtede makromomentum har peaket i denne omgang, er det i vores optik mindre sandsynligt, at vi står over for en markant opbremsning i det globale opsving. Den største trussel mod risikofyldte aktiver som aktier og kreditobligationer kommer snarere fra centralbankernes exit fra de senere års ekstremt lempelige pengepolitik.

Samlet balance hos de tre store centralbanker



Kilde: Macrobond

Bank of Japan meddelte i begyndelsen af marts, at de vil overveje at begynde at normalisere pengepolitikken i foråret 2019, hvor de forventer inflationen vil nå deres mål på 2%. I praksis har den japanske centralbank dog allerede reduceret deres opkøb af japanske statsobligationer over de seneste måneder, mens de til gengæld har opkøbt flere ETF'er på det japanske aktiemarked end oprindeligt planlagt. Når Bank of Japan engang afslutter deres opkøb af japanske statsobligationer kan det føre til en kraftig stigning i den japanske rente, som kan have afsmittende effekter til de øvrige obligationsmarkeder. ECB er den anden store centralbank, som fortsat køber statsobligationer, og de bevæger sig også langsomt tættere mod udgangen. På rentemødet i begyndelsen af marts ændrede de ordlyden af deres forward guidance, hvilket var et babyskridt i retning af en normalisering af pengepolitikken. Konkret droppede ECB sætningen om, at de er klar til at forhøje opkøbsprogrammet i tilfælde af, at vækst- eller inflationsudsigterne forværrer sig. Der var dog næppe mange i markedet som forventede en senere forhøjelse af programmet, så ændringen havde mest karakter af en høflig gestus til de tyske høje i ECB, som ønsker en hurtigere

normalisering af pengepolitikken. Draghi gjorde på det efterfølgende pressemøde meget ud af at understrege, at der fortsat er behov for en meget lempelig pengepolitik. Kerneinflationen i eurozonen hænger således fortsat fast i niveauet omkring 1%, så der er ingen akut inflationstrussel, som tvinger ECB til at agere hurtigt. Når det er sagt, så er retningen ganske klar. Nedtrapningen af opkøbsprogrammet påbegyndes med stor sandsynlighed til september i år, men først når det er endeligt afsluttet, begynder ECB at hæve renten. Vores bedste bud på dette tidspunkt er lige nu juni 2019. Den sidste af de tre store centralbanker med QE-programmer er Fed, og er her normaliseringen allerede i fuld gang. Man er begyndt at neddrøse geninvesteringerne af de udløbne obligationer, og denne aftrapning vil accelerere over tid.

MERE UPSIDE I AKTIER FØR FESTEN ER FORBI

Alt i alt er der lagt op til, at medvinden fra centralbankernes opkøbsprogrammer vendes til en dediceret modvind, når vi når frem til 2019. Denne trussel er i vores øjne større end den aktuelle opbremsning i makromomentum. Spørgsmålet er så, hvornår markederne skal begynde at reagere på den kommende modvind. Vores vurdering er, at vi skal længere frem på året, før det bliver opportunt at reducere risikoen i porteføljerne, og derfor holder vi for nuværende fast i en moderat overvægt til aktier. Trods det seneste tab af makromomentum er det globale opsving stadig stærkt nok til at sikre, at den globale vækst forbliver et pænt stykke over trend året ud. Det vil løfte virksomhedernes indtjening og aktiekurserne. Vi undervægtter samtidig US High Yield obligationer, hvor omkostningerne til at afdække valutakursrisikoen betyder, at det forventede afkast ikke længere står mål med risikoen.

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 2018 | Q1 2018 | YTD 2018 |
|--|-------------|------------|-------------|
| Obligationer | | | |
| Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR) | 1,60% | 1,43% | 1,43% |
| Bloomberg US Treasury Bond Index (USD) | 0,94% | -1,18% | -1,18% |
| Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR) | 1,13% | 0,24% | 0,24% |
| Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY) | 0,17% | 0,40% | 0,40% |
| Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK) | 1,40% | -0,11% | -0,11% |
| Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK) | 0,05% | -0,09% | -0,09% |
| Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK) | 0,18% | -0,07% | -0,07% |
| ML Global HY Index TR Local (XXX) | -0,48% | -0,73% | -0,73% |
| ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK) | -0,70% | -1,30% | -1,30% |
| JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK) | 0,04% | -2,41% | -2,41% |
| Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK) | 1,52% | 0,16% | 0,16% |
| Aktier | | | |
| MSCI AC World (net div) (DKK) | -3,09% | -3,43% | -3,43% |
| MSCI North America (net div) (DKK) | -3,35% | -3,60% | -3,60% |
| MSCI Europe (net div) (DKK) | -2,16% | -4,43% | -4,43% |
| TOPIX TR INDEX (DKK) | -2,60% | -1,47% | -1,47% |
| MSCI Emerging Markets (net div) (DKK) | -2,81% | -1,12% | -1,12% |
| OMXC Copenhagen All Share GI (DKK) | -1,40% | -1,62% | -1,62% |
| OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK) | -0,73% | 0,18% | 0,18% |
| Valuta mod DKK | | | |
| EUR | 0,12% | 0,12% | 0,12% |
| USD | -0,97% | -2,50% | -2,50% |
| JPY | -0,57% | 3,35% | 3,35% |

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs