

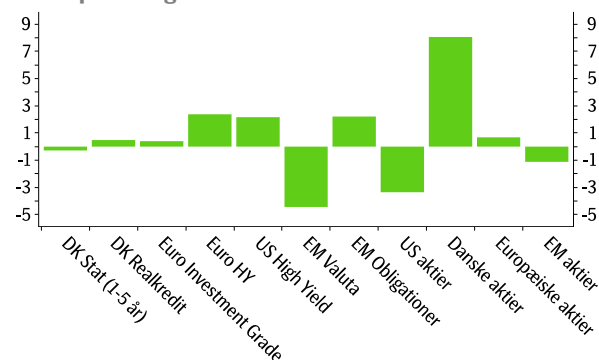
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 4. juli 2017)

VALUTA SOM DEN ALTOVERSKYGGENDE DRIVER

2. kvartal har budt på en fortsættelse af de allerede igangværende positive tendenser i europæisk økonomi. Samtidig er den politiske risikopræmie i Europa blevet mindre efter Emmanuel Macron trak sig sejrrikt ud af det franske præsidentvalg. Resultatet har været en markant styrkelse af euroen (og dermed kronen) og outperformance af europæiske aktier over for amerikanske.

Afkast på udvalgte aktivklasser i 2. kvartal 2017 i DKK



Kilde: Macrobond

De kraftige bevægelser på valutamarkedene har haft stor betydning for kvartalets afkast, idet aktivklasser med valutakursrisiko er faldet til trods for, at markedet ellers har været præget af såkaldt "risk-on" stemning. Kvartalets højdespringer var danske aktier efterfulgt af emerging markets obligationer og high yield obligationer, hvor begge de sidstnævnte har afdækket valutakursrisikoen. I den anden ende af skalaen finder man emerging markets valuta og amerikanske aktier, som begge er blevet ramt af den kraftige svækkelse af dollaren.

Dollaren er svækket markant overfor kronen i 2. kvartal

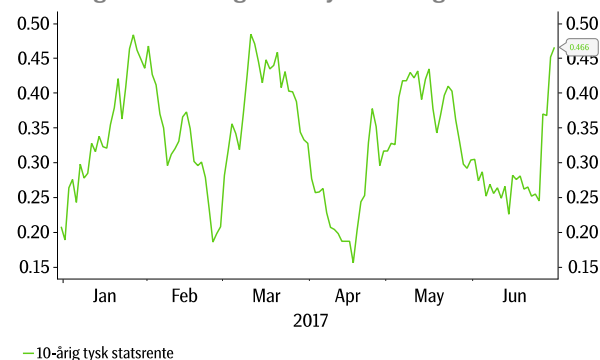


Kilde: Macrobond

Kvartalet har også budt på store bevægelser på rentemarkedet. Efter at have udvist en faldende tendens igennem de foregående tre måneder steg den toneangivende tyske statsrente hele 22 bp på kvartalets tre sidste dage. Dermed blev et ellers solidt afkast på obligationer vendt til et meget begrænset afkast, og europæiske aktier gik samtidig fra plus til minus for juni måned. Startskuddet til de stigende renter blev affyret af ECB's Mario Draghi, der i en tale understregede, at han ser den nuværende

lave inflation som midlertidig, og at pengepolitikken derfor gradvist vil blive normaliseret. Draghi lagde dog samtidig stor vægt på, at normaliseringen vil ske i et meget gradvist tempo, så der var på ingen måde tale om en ny linje fra ECB. Som en direkte reaktion på den kraftige rentestigning, der fulgte i kølvandet på Draghis tale, blev en unavngiven ECB-kilde dagen efter sendt i byen for at sige, at ECB følte, at markedet havde overfortolket Draghis budskab. Ikke desto mindre er ånden nu ude af flasken, og med de aktuelle stærke økonomiske nøgletal fra Europa vil det være svært at få den tilbage i flasken. Vores forventning er, at ECB på mødet d. 7. september vil skitsere en plan for aftrapning af obligationsopkøbene i løbet af 2018.

Udvikling i den toneangivende tyske 10-årige rente



Kilde: Macrobond

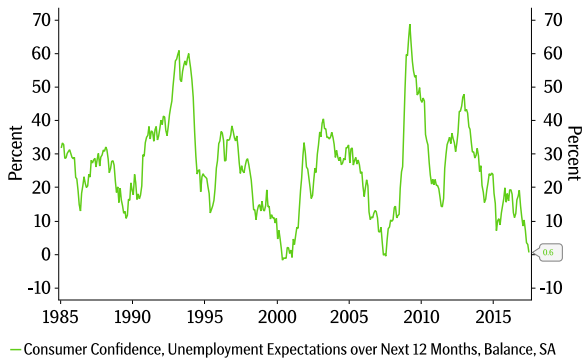
DRAGHIS DILEMMA

Efter en styrkelse af euro over for dollar på mere end 6% i det seneste kvartal kunne man måske mene, at Draghi ikke umiddelbart havde behov for at tilskynde markedet til at spekulere i yderligere stramminger af de finansielle betingelser i eurozonen. Når den ellers så dueagtige centralbankschef alligevel finder det nødvendigt at adressere behovet for en normalisering af pengepolitikken, skyldes det, at nøgletallene efterhånden er blevet så stærke, at det er svært at se igennem fingre med. Draghis dilemma består således i, at han på den ene side bliver nødt til at anerkende, at det går bedre i eurozonen (tyskerne presser ham i denne retning) og på den anden side, at enhver snak omkring nedtrapning risikerer at blive efterfulgt af et opadgående pres på euroen. Dermed risikerer han, at valutamarkedet strammer de finansielle betingelser i eurozonen, før ECB får normaliseret pengepolitikken. Det er i det lys, at Draghis meget afbalancerede kommentarer omkring behovet for både en lempelig pengepolitik og en gradvis normalisering skal ses.

EUROPÆISK OPSVING

At det er blevet sværere at ignorere styrken på det europæiske opsving er kun blevet tydeligere igennem kvartalet. En aktuel rundspørge til de europæiske forbrugere viser, at de er meget optimistiske omkring forventningerne til egen beskæftigelse over de kommende 12 måneder.

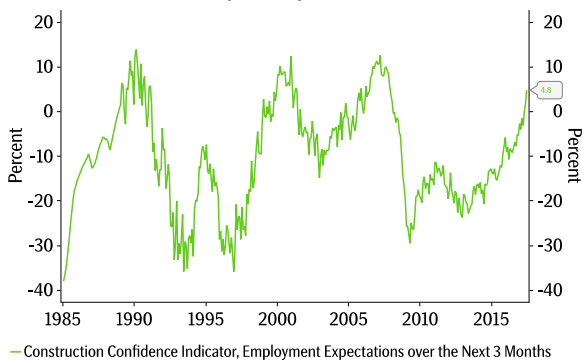
Europæiske forbrugeres forventninger til egen arbejdsløshed over de kommende 12 måneder (indeks)



Kilde: Macrobond

Den faktiske arbejdsløshed i Europa er faldet til 9,3%, hvilket er det laveste niveau siden marts 2009, og med forbrugernes positive forventninger til den fremtidige beskæftigelsessituation er der lagt op til, at det europæiske opsving fortsætter ufortrødent. Zoomer man ind på forventningerne til beskæftigelsen inden for den konjunkturfølsomme byggesektor, er optimismen også her skudt mærkbart i vejret inden for de seneste måneder.

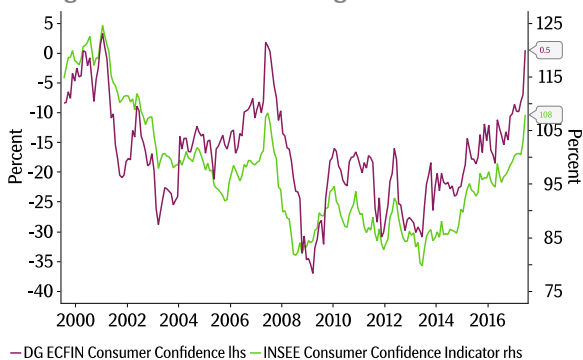
Byggesektorens forventninger til beskæftigelsen over de kommende 3 måneder (indeks)



Kilde: Macrobond

I Frankrig er vi lige nu vidne til en forbrugeroptimisme, som minder om den valgrelaterede tillidseffekt, som vi så i USA lige efter Trump blev valgt til præsident. Macrons valgsej og En Marches efterfølgende flertal i parlamentet har således sendt forbrugertilliden så højt i vejret, at det mest af alt minder om Trump-effekten fra USA sidste efterår.

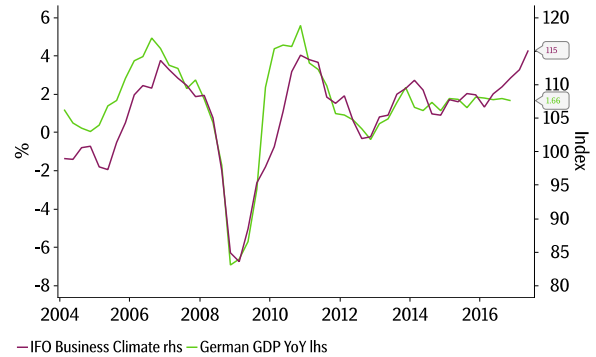
Make France Great Again? Forbrugertilliden boomer i Frankrig



Kilde: Macrobond

Det er dog fortsat Tyskland og Spanien, som har førertrøjen på i det europæiske opsving. Det tyske IFO-indeks, som måler erhvervstilliden blandt tyske virksomheder, satte i juni ny rekord, og blandt spanske virksomheder ligger eksport-ordreindgangen også tæt på rekordniveauer.

Tysk erhvervstillid og BNP-vækst



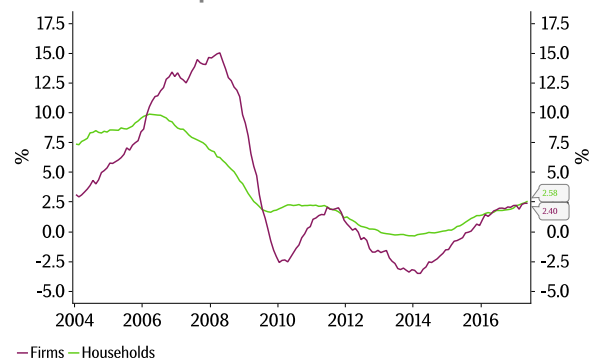
Indeks for eksportordrer hos spanske virksomheder



Kilde: Macrobond

Skeptikere vil påpege, at hovedparten af de positive nøgletal er såkaldte "soft data", dvs. tillidstal eller intentioner og ikke nødvendigvis udtryk for, hvad der rent faktisk sker i økonomien. Vi har i en tidligere udgave beskrevet divergensen mellem "soft" og "hard" data i amerikansk økonomi, hvor meget tyder på, at tillidsindikatorerne har overvurderet styrken af den faktiske fremgang i økonomien. Det er bestemt ikke usandsynligt, at vi kommer til at se et lignende billede i Europa, hvor den faktiske vækst ikke kan leve helt op til de høje tillidsindikatorer, men mindre kan også gøre det. Indtil videre hæfter vi os ved, at de "hårde tal" for den vigtige kreditvækst fortsat viser fremgang i udlån til både virksomheder og forbrugere. Samtidig lemper de europæiske banker fortsat kreditvilkårene, hvilket tegner godt for væksten i andet halvår af 2017.

Kreditvækst til den private sektor

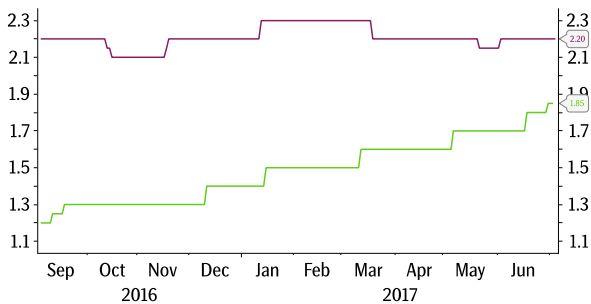


Kilde: Macrobond

KONVERGENS

Mens nøgletallene fra Europa bliver ved med at vise fremgang over en bred kam, har tallene for USA omvendt været lidt mere blandede. De meget stærke tillidsmålinger hos både forbrugere og virksomheder har indtil videre ikke materialiseret sig i højere vækstrater eller i forventninger om højere vækstrater. Som det fremgår af figuren nedenfor, har konsensusforventningen til væksten i USA for 2017 været nogenlunde stabil omkring niveauet lidt over 2%. Omvendt er konsensusforventningen til væksten i Europa i samme periode gradvist blevet justeret højere, hvilket har ført til en konvergens i de to regioners forventede vækstrate. Da den potentielle vækstrate (trendvækst) i Europa ligger et godt stykke under den amerikanske, er denne konvergens i sig selv lidt af en bedrift for europæisk økonomi. Med tanke på de seneste meget stærke nøgletal fra Europa er det desuden vores vurdering, at disse oprevideringer til vækstkønnet vil fortsætte.

Konsensusforventninger til væksten i 2017 for hhv. USA og Europa



— US 2017 GDP Consensus Forecast (YoY %)
— Eurozone 2017 GDP Consensus Forecast (YoY %)

Kilde: Macrobond

VÆKSTEN ER IKKE FORSVUNDET I USA

Væksten i amerikansk økonomi har traditionelt været højere end i Europa, og den seneste konvergens er ikke udtryk for, at væksten pludselig bremser kraftigt op i USA. Vores vurdering er, at den lidt svagere vækst i første del af året vil vise sig at være af midlertidig karakter, og at væksten vil accelerere igen i andet halvår blandt andet understøttet af de seneste måneders lempeligere finansielle forhold.

Bloomberg United States Financial Conditions Index. Positive værdier er udtryk for, at de finansielle forhold lempes



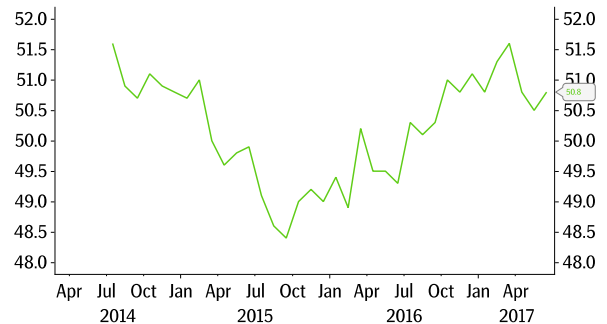
— Bloomberg United States Financial Conditions Index

Kilde: Macrobond

EMERGING MARKETS KØRER VIDERE

I Emerging Markets viser de seneste datapunkter også tegn på, at opsvinget kører videre. Erhvervstilliden holder sig således på den rigtige side af 50, som angiver forskellen mellem fremgang og tilbagegang.

Erhvervstillid (PMI) for Emerging Markets



— Emerging Markets Manufacturing PMI

Kilde: Macrobond

I Kina strammer myndighederne fortsat de finansielle vilkår i forsøget på at tæmme kreditvæksten i shadow banking markedet samt for at bremse væksten i boligpriserne. Det har virket al den stund, at vækstraterne i boligpriserne er aftagende, mens vi indtil videre ikke har set nogen mærkbar effekt på vækstindikatorerne for resten af økonomien. Med udsigt til højere vækst i andet halvår af 2017 i både USA og Europa er det vores forventning, at både Kina og det bredere Emerging Markets vil drage yderligere fordel af det globale opsving.

AFVENTER YDERLIGERE SIGNALER

Den aktuelle positive udvikling for den globale økonomi understøtter virksomhedernes indtjening og dermed aktiekurserne. Aktiemarkedet er dog langt fra billigt prisfastsat, og det samme gælder kreditmarkederne, så indtil videre afventer vi yderligere signaler fra den globale økonomi, før vi ændrer allokeringen fra det nuværende neutrale niveau for risikoudnyttelsen. På aktieallokeringen holder vi fast i en overvægt til Danmark og Europa og en undervægt til USA på baggrund af den relative værdiansættelse og det relative makromomentum.

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)	Jun 2017	Q2 2017	YTD 2017
Obligationer			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	-0,39%	0,71%	-0,73%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	-0,16%	1,18%	1,88%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	-1,07%	-1,12%	-1,84%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	-0,34%	0,02%	-0,40%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	-0,62%	-0,54%	-1,06%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	-0,18%	-0,28%	-0,34%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	-0,33%	-0,29%	-0,42%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	0,06%	1,99%	4,85%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	-0,09%	1,55%	3,99%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	-0,31%	1,74%	5,22%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,38%	0,72%	1,61%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	-1,02%	-2,23%	3,08%
MSCI North America (net div) (DKK)	-0,76%	-3,60%	0,66%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-2,54%	0,67%	6,67%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-0,15%	-0,73%	3,06%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-0,47%	-0,36%	9,52%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-0,28%	7,92%	14,59%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-0,28%	6,69%	15,27%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,06%	-0,02%	-0,01%
USD	-1,47%	-6,24%	-7,53%
JPY	-3,02%	-7,02%	-4,01%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs