

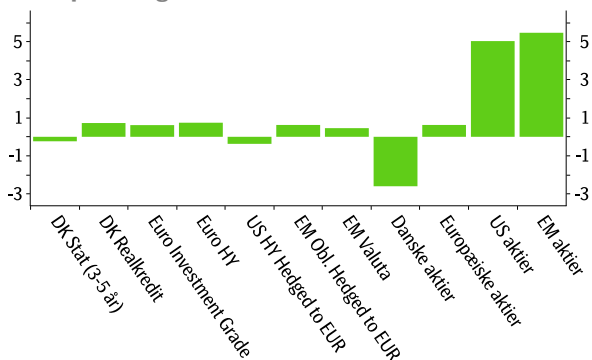
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 4. januar 2018)

HØJERE AKTIVITET I ÅRETS SIDSTE KVARTAL

2017 blev året, hvor det globale opsving for alvor bed sig fast. De positive tendenser har været tydelige igennem hele året, men i løbet af fjerde kvartal er aktiviteten accelereret yderligere, således at året slutter med det stærkeste økonomiske momentum siden år 2010. Den tydelige forbedring af konjunkturerne i fjerde kvartal har fået økonomerne til at oprevidere forventningerne til væksten i 2018, hvilket har smittet af på indtjeningsforventningerne og medført positive afkast på risikofyldte aktiver. Bedst er det gået for aktier fra Emerging Markets, som både har nydt godt af det stærkere globale vækstbillede og en svagere dollar. I den modsatte ende af skalaen finder man danske aktier, hvor skuffende udmeldinger fra blandt andet Vestas og FLSmidth var medvirkende til, at det danske marked måtte inkassere et negativt afkast i kvartalet.

Afkast på udvalgte aktivklasser i 4. kvartal 2017 i DKK

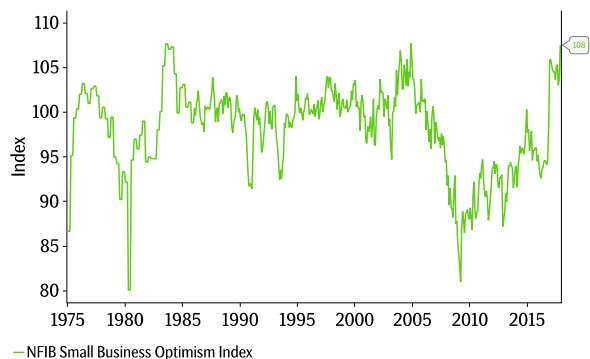


Kilde: Macrobond

NYT LØFT I DE AMERIKANSKE NØGLETAL

Fremgangen i de globale konjunkturer er bredt funderet, men særligt i USA har forbedringen i fjerde kvartal været tydelig. Det er i denne forbindelse værd at bemærke, at skattereformen først blev vedtaget i slutningen af december, hvilket vil sige, at alle nøgletallene er indsamlet inden skattereformen blev til virkelighed. Ikke desto mindre har vi i løbet af kvartalet været vidne til et nyt løft i både tillidsindikatorer og hårde nøgletal. Erhvervstilliden blandt små amerikanske virksomheder er således steget til det højeste niveau siden 2004 og forrige gang indikatoren var på et tilsvarende højt niveau var i 1984.

Erhvervstillid blandt små amerikanske virksomheder



Kilde: Macrobond

Erhvervstilliden indenfor fremstillingssektoren er steget tilsvarende, og særligt det fremadskuende indeks for nye ordrer ligger meget højt.

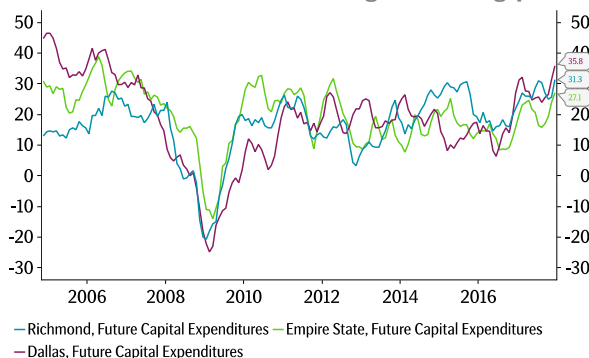
ISM Manufacturing. Erhvervstillid i fremstillingssektoren i USA



Kilde: Macrobond

Den høje erhvervstillid smitter af på virksomhedernes investeringsplaner. De amerikanske virksomheder melder i stigende omfang, at de har tænkt sig at øge anlægsinvesteringer over de kommende måneder.

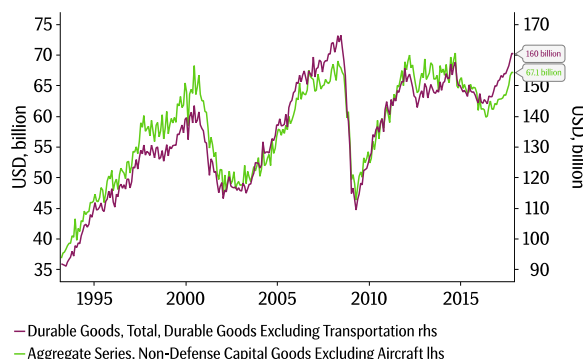
Indeks for virksomhedernes fremtidige investeringsplaner



Kilde: Macrobond

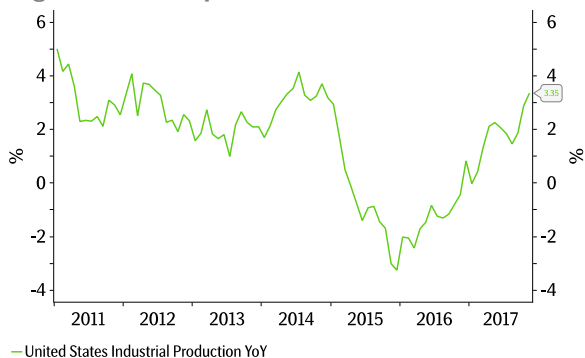
De stærke målinger af både erhvervstillid og investeringsintentioner understøttes af de hårde data, hvor pilen tilsvarende peger opad. Ordreindgangen af varige goder til industrien i USA er således skudt i vejret, og væksten i industriproduktionen er ligeledes tiltagende.

Udvikling i ordreindgangen af varige goder til industrien i USA



Kilde: Macrobond

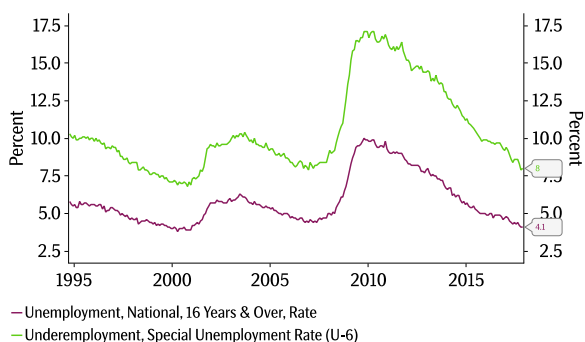
Årlig vækst i industriproduktionen i USA



Kilde: Macrobond

De positive tendenser i de hårde amerikanske nøgletal smitter af på arbejdsmarkedet, som fortsætter med at stramme til. Arbejdsløshedsprocenten er faldet til 4,1%, mens det bredere U-6 mål for arbejdsløsheden, der også inkluderer personer som kun er marginalt tilknyttet arbejdsmarkedet, nu er nede på niveauet fra år 2006. Det sidste er vigtigt, da der i årene efter finanskrisen har været en stor gruppe af personer, som har stået uden for arbejdsmarkedet, hvilket ikke fanges i det traditionelle mål for arbejdsløsheden. Disse ekstra ledige ressourcer på arbejdsmarkedet er formentlig en af hovedårsagerne til, at løninflationen indtil nu har været meget begrænset i USA på trods af opsvingets styrke og længde.

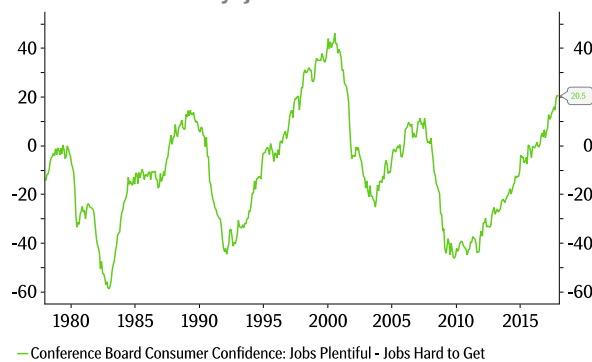
Arbejdsløshedsprocent i USA samt det bredere U-6 mål for arbejdsløsheden



Kilde: Macrobond

Spørger man de amerikanske forbrugere, er der udsigt til, at arbejdsmarkedet vil stramme yderligere til over de kommende måneder. Nettoandelen af forbrugere, som siger, at de har nemt ved at finde et nyt job, er således på det højeste niveau siden år 2001. Konklusionen spejles i rundspørgerne til virksomhederne, som i stigende grad melder om problemer med at finde kvalificeret arbejdskraft. Kombineret med den allerede lave arbejdsløshedsprocent vidner det om et meget stramt arbejdsmarked, og denne konklusion understøttes af en række øvrige datapunkter for det amerikanske arbejdsmarked.

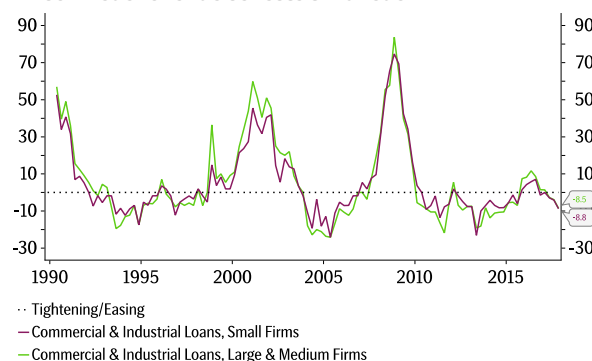
Nettoandel af amerikanske forbrugere, som siger, at de har nemt ved at finde et nyt job



Kilde: Macrobond

De stærke udsigter for amerikansk økonomi påvirker bankernes risikovillighed, som fortsætter med at stige. Det betyder, at de amerikanske banker lempere kreditvilkårene over for virksomheder, hvilket skaber et positivt feed-back loop tilbage til realøkonomien. En lempelse af kreditvilkårene har historisk været forbundet med en positiv vækstimpuls i de kommende kvartaler, og meget tyder således på, at væksten i USA også vil være stærk i første halvår af 2018.

Ændring af kreditstandarderne. Nettoandel af amerikanske banker, som har strammet kreditvilkårene for virksomheder over de seneste 3 måneder

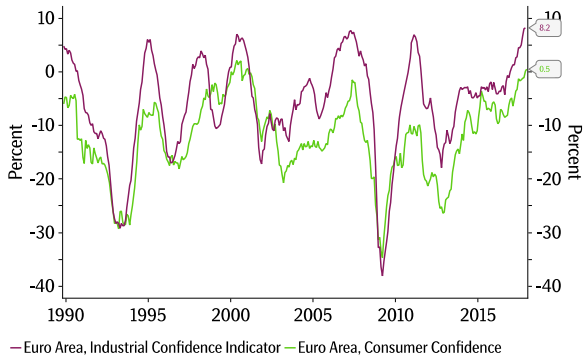


Kilde: Macrobond

ECB HALVERER OG FORLÆNGER

De positive tendenser for europæisk økonomi er i lighed med USA blevet stærkere igennem fjerde kvartal. Forbrugertilliden er på det højeste niveau i 17 år, mens erhvervstilliden hos industrien er på all-time-high. De rekordhøje tillidsindikatorer står i skærende kontrast til ECB's ultralempelige pengepolitik. ECB forlængede på mødet i oktober opkøbsprogrammet med 9 måneder, så det nu løber minimum frem til september 2018, men samtidig reducerede de opkøbene fra 60 til 30 mia. EUR om måneden. Siden mødet har der været flere kritiske røster fra ECB-medlemmer, der er bekymrede over følgeeffekterne af den lempelige pengepolitik. Problemet for ECB er dog, at euroen allerede er styrket 14% over for dollaren det seneste år, og en ændring af den lempelige retorik fra ECB vil føre til yderligere styrkelse af valutaen, hvilket vil dæmpe inflationen. Derfor er ECB tvunget til at holde fast i den lempelige politik, indtil inflationen begynder at reagere på det stærkere vækstmomentum, hvilket dog ikke virker nært forestående.

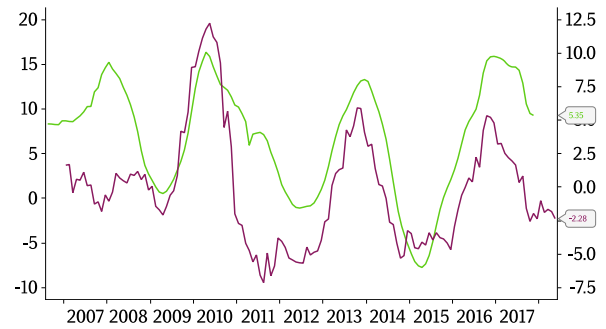
Europæisk erhvervs- og forbrugertillid



Kilde: Macrobond

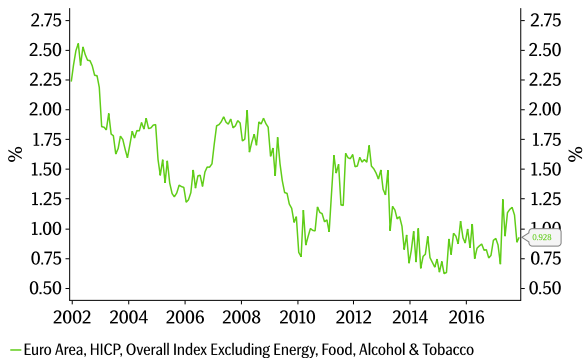
boligmarkedet tidligere har haft betydelige spill-over effekter til resten af økonomien.

Kreditimpuls og vækst i boligpriserne i Kina



Kilde: Macrobond

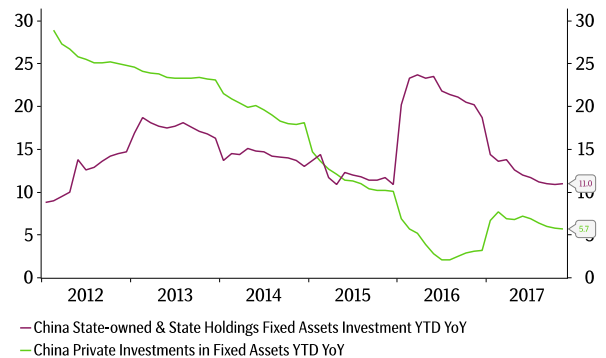
Kerneinflation i Europa



Kilde: Macrobond

Betragter man væksten i anlægsinvesteringerne i Kina, er der en tydelig aftagende tendens i gang for både statsejede og private virksomheder.

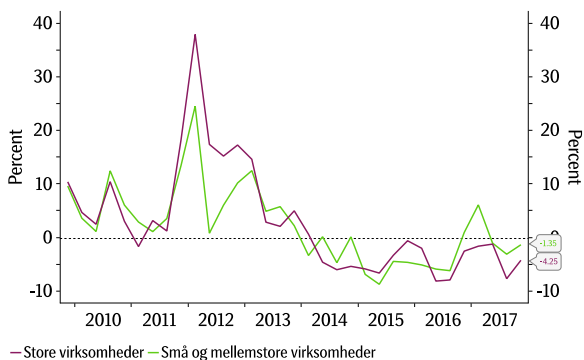
Vækst i anlægsinvesteringerne i Kina fordelt på private og statsejede virksomheder



Kilde: Macrobond

Kvartalets rundspørge til de europæiske banker viste, at kreditvilkårene også stadig lempes i Europa. Der er med andre ord ingen tegn på, at de meget gunstige vilkår for europæisk økonomi er på vej til at ændre sig over de kommende måneder.

Ændring af kreditstandarderne. Nettoandel af europæiske banker, som har strammet kreditvilkårene over for virksomheder over de seneste 3 måneder



Kilde: Macrobond

Den vigende tendens ses også i fragtmængderne som håndteres med henholdsvis tog og skib, hvilket ligeledes peger i retning af et lavere aktivitetsniveau.

Årlig vækst i godsfragt via jernbane i Kina

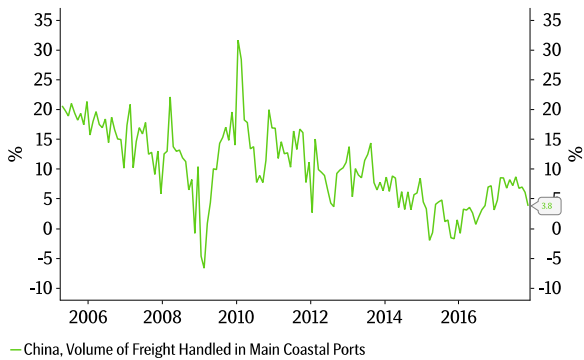


Kilde: Macrobond

BEHERSKET SLOW-DOWN I KINA

Af de store økonomier er Kina den eneste, som viser begyndende tegn på svaghed. Regeringen har igennem længere tid strammet op på kreditgivning til boligmarkedet, og det har lagt en tydelig dæmper på prisudviklingen på boligmarkedet. Der har historisk været en tæt sammenhæng mellem kreditgivning og udviklingen i boligpriserne, og ændringen i kreditvæksten, den såkaldte kreditimpuls, er nu blevet negativ. Det betyder, at den aftagende tendens i boligpriserne med stor sandsynlighed vil fortsætte ind i 2018. Det behøver ikke nødvendigvis at være problematisk, men udfordringen er, at udviklingen på

Årlig vækst i godsfragt til søs i Kina

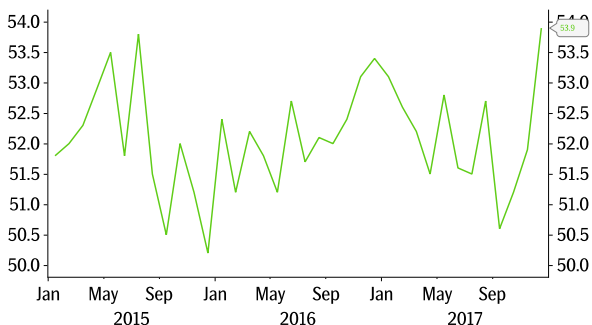


— China, Volume of Freight Handled in Main Coastal Ports

Kilde: Macrobond

Tallene viser, at aktivitetsniveauet i Kina er på vej ned i gear, men vi forventer ikke noget egentligt kollaps men blot en fortsættelse af den langsigtede tendens i retning af en årlig vækst i niveauet 5%. Detailsalget vokser i underkanten af 9% om året, og den kinesiske forbruger gør dermed sit til at holde gang i økonomien. De kinesiske forbrugere oplever pæne reallønsstigninger, så privatforbruget vil også fremover bidrage til at modvirke effekten af lavere vækst i industrien i Kina. At servicesektoren i Kina er i god gænge blev bekræftet af den seneste måling af erhvervstilliden blandt de privatejede servicevirksomheder, som steg til det højeste niveau i flere år. Det understreger den store forskel mellem den gamle del af økonomien, som befinder sig i en strukturel nedgang, og den nye service-drevne økonomi, som sikrer, at den samlede vækst ikke kommer til at kollapse.

Erhvervstillid blandt privatejede kinesiske virksomheder i servicesektoren



— Caixin China Service PMI

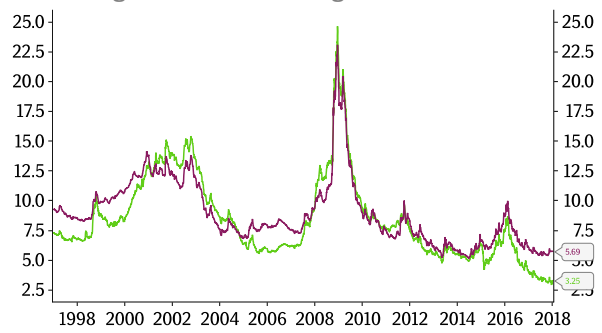
Kilde: Macrobond

Udsigten for den samlede kinesiske økonomi er således et gradvist men kontrolleret fald i vækstraten, og på den korte bane bidrager det globale opsving til at holde en hånd under væksten.

OVERVÆGT AKTIER

Det meget stærke globale makrobillede, som vi lige nu er vidne til, er understøttende for alle former for risikofyldte aktiver. Kombineret med, at den globale pengepolitik fortsat er ekstrem lempelig, giver det anledning til en overvægt af aktier i porteføljerne, selvom værdiansættelsen er til den høje side. Omvendt undervægtet vi High Yield obligationer, hvor den løbende rente justeret for omkostninger til valutaafdækning ikke længere står mål med risikoen.

Effektiv rente på US High Yield obligationer før og efter omkostninger til valutaafdækning for en dansk investor



— U.S. High Yield Effective Yield — US High Yield Effective Yield - Hedging Costs

Kilde: Macrobond

Det stærke vækstbillede og det stramme arbejdsmarked i USA betyder, at skattepakken kommer på et meget uheldigt tidspunkt. Den øger således sandsynligheden for, at økonomien overopheder, og centralbanken bliver nødt til at hæve renten i et hurtigere tempo. Fed forventer selv, at de vil hæve renten 3 gange i 2018, mens markeder lige nu indpriser 2 renteforhøjelser. En af de store risici for de finansielle markeder i 2018 er, at Fed bliver nødt til at stramme hurtigere op, hvilket vil bremse økonomien og ramme virksomhedernes indtjening og dermed aktiemarkedet. Det er en af de ting, vi holder skarpt øje med i 2018, men det er ikke vores hovedscenarie, at det kommer til at ske, og derfor indleder vi året med en overvægt til aktier.

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 2017	Q4 2017	YTD 2017
Obligationer			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	-0,81%	0,65%	0,56%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	0,30%	0,04%	2,31%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	0,00%	0,54%	-0,84%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	0,04%	0,36%	0,26%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	0,00%	0,63%	0,57%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	0,00%	0,00%	-0,25%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	0,00%	0,03%	-0,09%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	0,23%	0,49%	7,64%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,03%	-0,00%	5,73%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	0,50%	0,58%	8,08%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0,02%	0,73%	3,95%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	0,94%	4,14%	9,04%
MSCI North America (net div) (DKK)	0,53%	4,68%	6,33%
MSCI Europe (net div) (DKK)	0,84%	0,68%	10,39%
TOPIX TR INDEX (DKK)	0,23%	6,98%	11,31%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	2,90%	5,82%	20,75%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	1,17%	-0,61%	18,44%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	0,72%	-2,16%	16,82%
Valuta mod DKK			
EUR	0,04%	0,05%	0,13%
USD	-0,66%	-1,50%	-12,05%
JPY	-1,32%	-1,57%	-8,93%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs