

ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

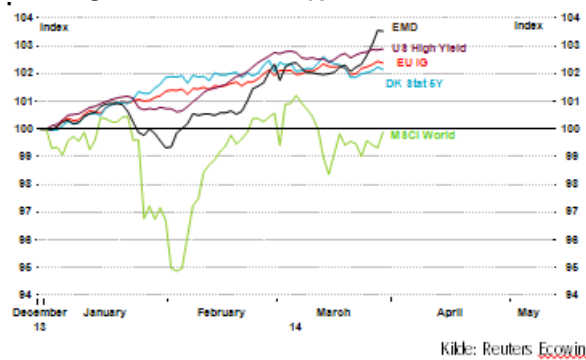
(Redaktionen afsluttet 2. april 2014)

Årets første kvartal blev præget af en del uro på den politiske front og af forstyrrelser på nøgletalsfronten. Det har givet et aktiemarked som målt på verdensindekset stort set er uforandret på kvartalet. Obligationsbaserede aktiver har til gengæld haft det fint. Vi ser aktieudviklingen som en pause og ser fortsat gode muligheder for en positiv udvikling for resten af året som helhed.

STILSTAND I AKTIER

Som man kan se af grafen herunder udviklede obligationsmarkederne sig generelt positivt henover kvartalet, mens aktierne har taget en pause.

Udviklingen i de enkelte aktivtyper



Pausen på aktiemarkedet skal ses på baggrund af en række negative impulser.

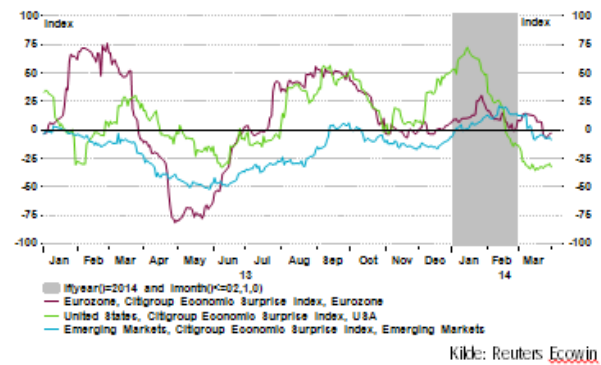
1. Uro i Ukraine
2. Forsat stramning af pengepolitikken i USA
3. Tab af vækstmomentum i Kina
4. Svagere end ventede nøgletal for beskæftigelsen og produktionen i USA

Den baggrund ville i mange andre tilfælde være rigeligt til at skabe en samlet negativ udvikling, og det virker som om en kombination af fortsat likviditetstilførsel og en tro på snarlig bedring i nøgletallene har holdt en form for hånd under markedet.

Med så mange mere eller mindre nye faktorer at forholde sig til er uenigheden blandt markedsdeltagerne om tolkningen af de enkelte faktorer steget markant. Det gælder faktisk alle fire faktorer, men ikke mindst Rusland/Ukraine konflikten.

Uden på nogen måde at ophøje os selv til sikkerhedspolitiske eksperter, så ser vi i finansiel sammenhæng ikke den Ukrainske krise, som den største markedsrisiko. Hvis konflikten mod forventning eskaleres, så må vi revurdere strategien. Indtil videre er det vores opfattelse, at den væsentligste forklaring på et lidt svagere aktiemarked primært skal findes i de skuffende nøgletal for den amerikanske økonomi. Der er ingen tvivl om, at en del af svækkelsen skyldes en unormalt hård vinter i store dele af USA, og det tyder de allerseneste nøgletal da også på. Vi forventer på den baggrund en række positive overraskelser på økonomiske nøgletal de næste par måneder.

Økonomiske nøgletal har overrasket negativt over første kvartal

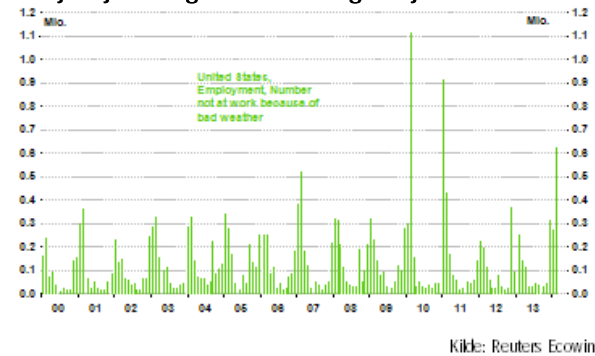


ØKONOMISK VÆKSTMOMENTUM

Vi har argumenteret for, at de finansielle markeder skal gå fra at være drevet af likviditet til at være drevet af økonomiske- og virksomhedsspecifikke fundamentaler. Det netop overståede kvartal har illustreret, at vi fortsat befinder os i et vadested, men at vi bevæger os i den rigtige retning. Reaktionen på Janet Yellens første og måske lidt negative rentemøde var afdæmpet og kortvarig. Derfor er det også i vores optik meget vigtigt, at have en holdning til, hvorfor tallene over de seneste par måneder er kommet ud så langt under forventning.

Vi ser klare tegn på, at svækkelsen primært skyldes en hård vinter i USA. Det er et velkendt og tilbagevendende fænomen, og derfor fører man i USA statistik over, hvor stor en del af arbejdsmarkedet, der bliver forhindret i at møde på arbejde på grund af vejret. Som man kan se nedenfor var det antal klart større end i 2012 og 2013.

Antallet af arbejdere som ikke var i stand til at komme på arbejde i januar og februar var meget højt



Hvorvidt det så er hele forklaringen vil vi blive noget klogere på de kommende uger, hvor vi som nævnt ser gode muligheder for positive overraskelser.

I skrivende stund synes vores tese om, at vejret har været en betydende faktor at blive bekræftet. Ledende amerikanske erhvervstillidsindikatorer har stabiliseret sig på det seneste, antallet af ansøgere til arbejdsløshedsunderstøttelse holder sig på lave niveauer, og forbrugertilliden er på vej op. Så her ved indgangen til 2. kvartal begynder vi så småt at se spæde tegn på, at investorerne atter bliver mødt med stærke tal for økonomien.

INVESTERINGSSTRATEGI OG FORVENTNINGER

Vi ændrer ikke på vores anbefalede allokering i forhold til de seneste par kvartaler. Vi anbefaler således fortsat, at man fastholder en høj allokering mod aktier og High Yield-obligationer. Det sker på bekostning af en lavere allokering mod danske realkredit- og statsobligationer og Investment Grade-obligationer.

Med et øje på de nævnte risikofaktorer, som naturligvis har potentialet til at overraske negativt, så forventer vi, at fokus i stigende grad vil skifte til et forløb med stærkere økonomiske nøgletal. Der vil specielt være fokus på den amerikanske beskæftigelse og produktion. Hvis det forløber, som vi venter, så er der gode muligheder for et godt kvartal foran os.

På de porteføljer, som vi forvalter, er vi generelt kommet godt ud af første kvartal med afkast som ligger over benchmark. Allokeringen har generelt bidraget positivt, og vi nyder naturligvis godt af endnu en god periode for danske aktier.

AFKASTUDVIKLING FOR 1. KVARTAL 2014

I nedenstående tabel har vi opsummeret afkastene på udvalgte aktivtyper. Endelig vises udviklingen for udvalgte valutaer mod danske kroner.

Afkast 1. kvartal 2014 for udvalgte aktivtyper

| Ændring i procent (benchmark valutaenhed) | Mar 2014 | 1.kvt. 2014 | YTD 2014 |
|--|----------|----------------|-------------|
| Obligationer | | | |
| EFFAS Denmark All (DKK) | 0.24% | 2.72% | 2.72% |
| ML Global High Yield (XXX) | 0.37% | 2.86% | 2.86% |
| JPM EMBI Global Diversified (USD) | 1.37% | 3.73% | 3.73% |
| Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK) | 0.45% | 2.07% | 2.07% |
| Aktier | | | |
| MSCI World (net div) (DKK) | 0.51% | 1.32% | 1.32% |
| MSCI North America (net div) (DKK) | 0.96% | 1.74% | 1.74% |
| MSCI Europe (net div) (DKK) | -0.77% | 2.16% | 2.16% |
| TOPIX TR INDEX (DKK) | -0.44% | -4.77% | -4.77% |
| MSCI Emerging Markets Free (net div) (DKK) | 3.33% | -0.38% | -0.38% |
| OMXC Copenhagen All Share GI (DKK) | -0.99% | 13.96% | 13.96% |
| OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK) | -0.44% | 9.96% | 9.96% |
| Valuta mod DKK | | | |
| EUR | 0.05% | 0.08% | 0.08% |
| USD | 0.26% | 0.05% | 0.05% |
| JPY | -0.64% | 2.11% | 2.11% |

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs