

ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 1. juli 2014)

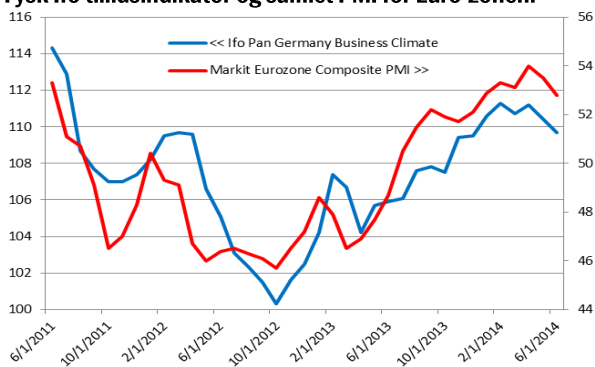
POSITIVE AFKAST OVER HELE LINJEN

De finansielle markeder har i 2. kvartal befundet sig i et regime styret af rigelig centralbankslikviditet og forventninger om, at dette vil vare ved gennem længere tid. Det har resulteret i positive afkast på alle risikofyldte aktiver samtidig med, at statsobligationer også har leveret pæne positive afkast.

ET TODELT EUROPA

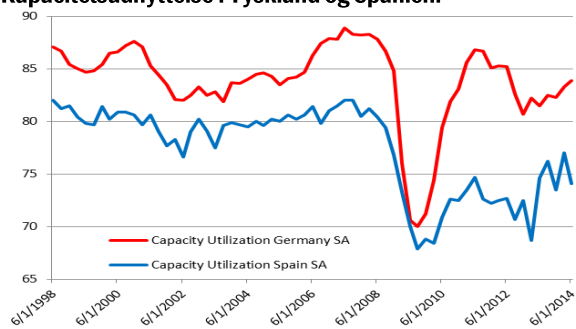
Ser vi nærmere på kvartalets nøgletal, tegner der sig et billede af, at det spæde europæiske opsving har tabt momentum over de seneste to måneder. De ledende indikatorer peger fortsat på positiv vækst i Europa, men der er ikke længere acceleration.

Tysk Ifo tillidsindikator og samlet PMI for Euro-zonen.



Selvom de mere stemningsorienterede nøgletal på det seneste har vist fremgang i periferi-landene, er Europa langt hen ad vejen fortsat en to-delt historie. Mens tysk økonomi er i forholdsvis god gænge, slås Sydeuropa og Frankrig stadig med store strukturelle problemer. Det betyder, at selvom kapacitetsudnyttelsen lige så stille er tikket op i Tyskland, er der fortsat lang vej endnu for Sydeuropa, som her er illustreret ved Spanien.

Kapacitetsudnyttelse i Tyskland og Spanien.



MINDRE BUNDESBANK-DOMINANS I ECB

Hvis nogle af markedsdeltagerne stadig skulle være i tvivl, blev der i juni måned sat en fed streg under, at ECB ikke længere styres med en stærk Bundesbank-bias. Tværtimod. Diskussionen omkring ukonventionelle instrumenter i almindelighed og kvantitative lempelser i særdeleshed viser, at ECB nu i højere grad styres af hensynet til de svage økonomier i Sydeuropa og Frankrig. Selvom eurosamarbejdet per konstruktion medfører en "one size fits none" pengepolitik, synes balancen at være

flyttet yderligere i retning af periferi-landene på bekostning af Tyskland. Det er derfor ikke længere fuldstændig utænkeligt, at vi kan komme til at se ECB gennemføre amerikansk inspirerede pengepolitiske lempelser i Europa. Inflationsforventningerne i Europa har over de seneste kvartaler vist et dyk, og ECB har dermed fået skyts til at agere, såfremt behovet og viljen opstår.

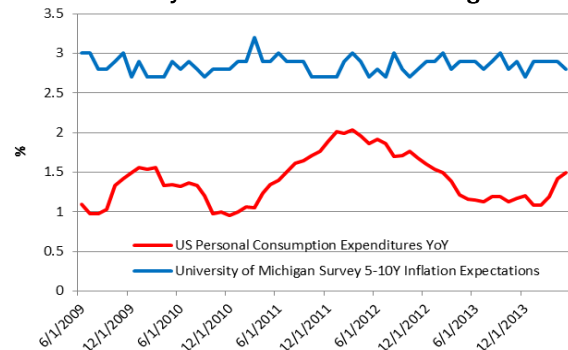
ECB's undersøgelse af inflationsforventninger 2 år og 5 år frem i tid



STØJ I USA

I USA er situationen anderledes. På det seneste rentemøde afviste centralbankschef Yellen den stigende inflation som "støj". Målt på centralbankens eget foretrukne inflationsmål er der ingen tvivl om, at inflationen siden februar er krøbet højere op hver eneste måned. Når FED indtil videre kan tillade sig at sidde det overhørig, er det bl.a. fordi forbrugernes langsigtede inflationsforventninger stadig er fast forankrede.

PCE kerneinflation år/år og University of Michigan Consumer Survey 5-10 års inflationsforventninger.



KAN GODT NYT BLIVE DÅRLIGT NYT?

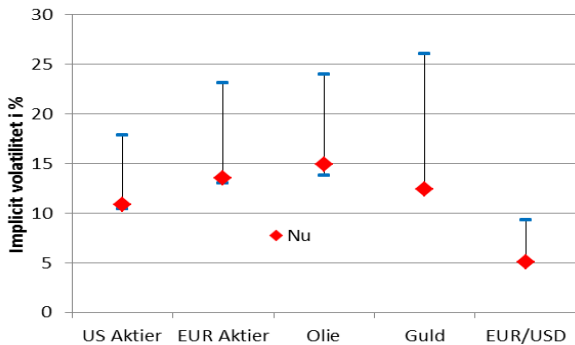
Trods en nedrevidering af væksten i USA for 1. kvartal til knap 3% så lever det amerikanske opsving i bedste velgående. Svækkelsen i 1. kvartal var præget af usædvanlig dårligt vejr og andre midlertidige fænomener. Vi forventer at se en acceleration i væksten til i omegnen af 4% for andet halvår. Med en inflation, der langsomt tikker opad, og generelt gode nøgletal, er vi ikke så langt fra en situation, hvor gode nyheder for økonomien kan blive til dårlige nyheder for de finansielle markeder. Med andre ord en periode hvor gode nøgletal vil være negativt for risikofyldte aktiver, fordi det øger sandsynligheden for, at centralbanken begynder at sætte renten op.

VOLATILITETEN ER MIDLERTIDIGT FORSVUNDET

Spekulationer om en hurtigere tilbagetrækning af likviditet fra FED er i virkeligheden den største risikofaktor, vi pt. ser for markederne. Det nuværende miljø, hvor centralbankerne oversvømmer markederne med likviditet, betyder ikke bare, at

risikofyldte aktiver bydes op i pris. Det har også medført en unaturlig lav volatilitet på tværs af aktivklasser. Selv med geopolitisk risiko på horisonten er den implicite volatilitet tæt på historisk lav over hele linjen. Det er ikke en holdbar situation, og vores bud er, at snak omkring en tidligere FED-exit kan blive katalysatoren til højere volatilitet i det kommende kvartal.

Implicit volatilitet på tværs af aktivklasser. Høj og lav over det seneste år samt nu.



Kilde: Bloomberg

INVESTERINGSSTRATEGI OG FORVENTNINGER

Efter ECB leverede varen ved rentemødet i juni, forventer vi, at de vil sidde på hænderne over de kommende måneder. I efterhånden velkendt Draghi-stil vil de i stedet forsøge at overbevise markedet om, at de har værktøjskassen i orden skulle behovet opstå – og dermed den vej rundt slippe for at bruge krudtet. Selvom presset på ECB vil være voksende, forventer vi ikke at se kvantitative lempelser i 3. kvartal.

Vi forventer til gengæld at se højere volatilitet og en mere blandet performance på tværs af aktivklasser.

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

AFKASTUDVIKLING FOR 2. KVARTAL 2014

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

Afkast 2. kvartal 2014 for udvalgte aktivtyper

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Jun 2014	2.kvt. 2014	YTD 2014
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1.13%	3.07%	7.34%
EFFAS USA All (USD)	-0.14%	1.47%	3.27%
EFFAS Germany All (EUR)	0.66%	2.23%	4.97%
EFFAS Japan All (JPY)	0.29%	0.74%	1.54%
EFFAS Denmark All (DKK)	0.58%	2.12%	4.90%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	0.91%	2.92%	5.85%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	0.85%	2.49%	5.55%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	0.36%	4.76%	8.66%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0.37%	1.65%	3.75%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	0.53%	2.01%	3.75%
MSCI North America (net div) (DKK)	1.91%	5.94%	7.78%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-0.54%	3.84%	6.08%
TOPIX TR INDEX (DKK)	5.26%	7.45%	2.32%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	2.20%	7.15%	6.75%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	1.51%	5.27%	19.96%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	0.64%	6.66%	17.28%
Valuta mod DKK			
EUR	-0.11%	-0.14%	-0.07%
USD	-0.44%	0.52%	0.58%
JPY	-0.01%	2.19%	4.35%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs