

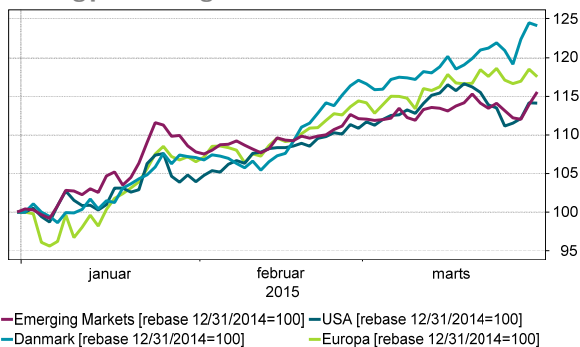
## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 7. april 2015)

### ÅRSFAKAST PÅ ET KVARTAL

1. kvartal 2015 har været usædvanligt i den forstand, at man som investor på bare tre måneder allerede er blevet belønnet med noget, der minder om et godt årsafkast på aktiemarkedene. Regionalt har Europa, og især Danmark, ført an, mens USA og Emerging Markets har stået i stampe. Da dollaren har fortsat styrkelsen, har man som dansk investor dog fået en betydelig valutagevinst, hvilket betyder, at aktieafkastene på alle de store indeks ser særdels pæne ud i DKK-termer.

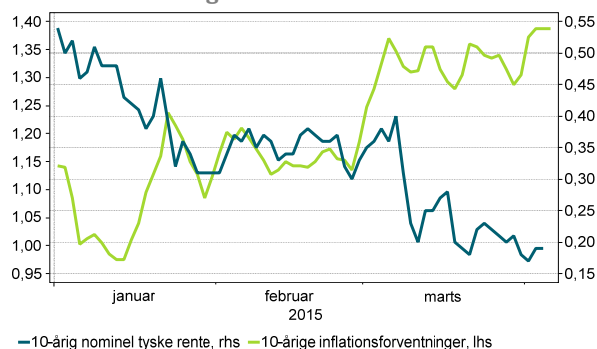
### Udvikling på forskellige aktiemarkeder i 2015 målt i DKK.



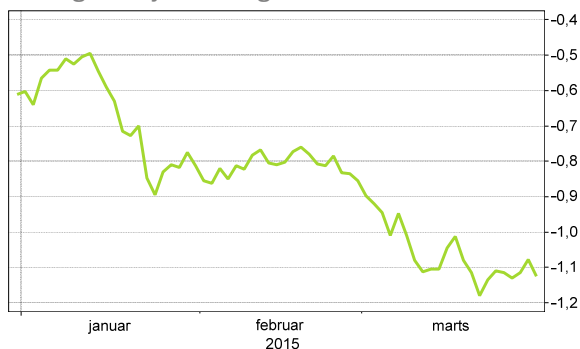
Kilde: Macrobond

For obligationsinvestorer har det også været et godt kvartal, idet de nominelle renter er faldet gennem perioden. Samtidig er inflationsforventningerne i samme periode steget, hvilket tilsammen har ført til et kollaps i realrenten, som i forvejen var negativ.

### Udvikling i den 10-årige nominelle tyske rente og inflationsforventningerne.



### Udvikling i den tyske 10-årige realrente.



Kilde: Macrobond

### DET EUROPÆISKE OPSVING BIDER SIG FAST

Ved årets indgang beskrev vi i denne publikation, hvordan 2015 kunne gå hen og blive året, hvor Europa overraskede positivt, blandt andet baseret på meget lave forventninger. Dette scenarie må siges at have holdt stik. De makroøkonomiske nøgletal har generelt overrasket markedet positivt, og tendensen går nu i retning af, at økonomerne opjusterer deres vækstsøn for regionen.

### Europæisk "surprise-indicator" (udtryk for om nøgletallene overrasker markedet i positiv eller negativ retning).

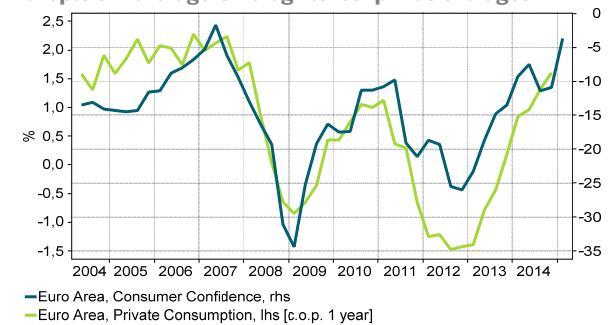


Kilde: Macrobond

Trods opjusteringerne er der fortsat tale om lave vækstrater, men på de finansielle markeder er det ofte ændringerne frem for niveauerne, der betyder noget for afkastene. Og ændringen er positiv på flere fronter. Ændringen i kreditvæksten til den private sektor (som er yderst vigtig for en bankfinansieret økonomi som den europæiske) er positiv, og det samme er ændringerne i både erhvervs- og forbrugertilliden. Understøttet af en faldende arbejdsløshed er sidstnævnte nu tilbage på niveauerne fra højkonjunktoren i 2006.

Selvom det er værd at holde fast i, at det kun er en rundspørge-baseret tillidsindikator, tegner det alligevel godt for privatforbruget i de kommende kvartaler, hvilket ses af grafen nedenfor.

### Europæisk forbrugertillid og vækst i privatforbruget.



### Udlån til den private sektor i Europa.



### USA: A TALE OF TWO STORIES

Overordnet set har amerikansk økonomi det fortsat godt. Den indenlandske efterspørgsel er stigende, forbrugertilliden ligger på et højt niveau, og erhvervstilliden for servicesektoren tegner fortsat et billede af høj aktivitet.

#### Amerikansk forbrugertillid og bilsalg.



Kilde: Macrobond

#### Erhvervstillid for servicesektoren (ISM Non-manufacturing).



Kilde: Macrobond

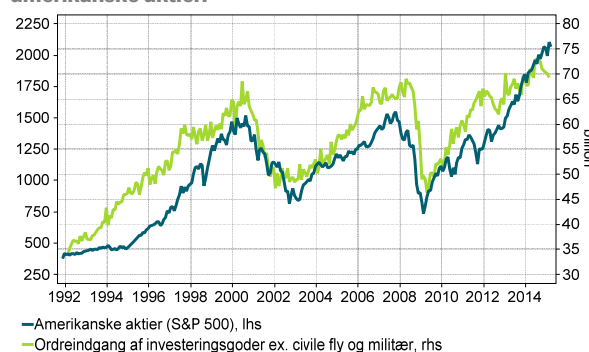
Mens den indenlandske del af økonomien fortsat kører derudaf i USA, begynder de eksportorienterede sektorer nu i stigende grad at mærke effekten af den stærke dollar. Det ses dels af de ledende indikatorer for fremstillingsindustrien samt direkte på ordreindgangen af investeringsgoder.

#### Ledende indikator for fremstillingssektoren i USA. Forskel i indeks for nye ordrer og lagerindekset fra ISM Manufacturing.



Kilde: Macrobond

#### Ordreindgang af investeringsgoder samt udviklingen i amerikanske aktier.



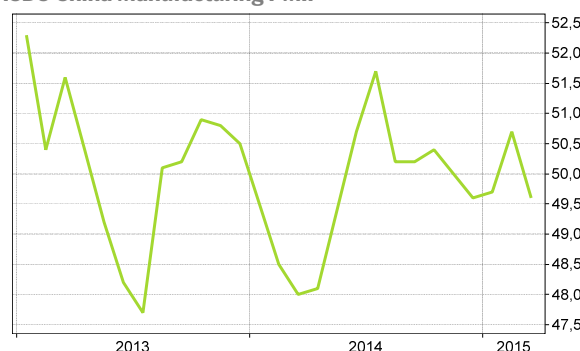
Kilde: Macrobond

Eksporten fylder dog forholdsvis lidt i amerikansk økonomi, så selvom vi aktuelt ser lidt svaghed inden for denne del, vurderer vi ikke, at det er nok til at trække væksten nævneværdigt ned. Omvendt er de amerikanske selskaber i det toneangivende S&P 500 aktieindeks væsentlig mere eksporttunge end amerikansk økonomi som helhed. Den stærke dollar bør således ramme disse selskaber hårdere end den brede økonomi. I den kontekst er det værd at bemærke divergensen mellem netop det amerikanske aktiemarked og ordreindgangen, der ellers historisk har fulgtes pænt ad. Det kunne indikere, at der er øget risiko for kursfald på amerikanske aktier.

#### DEN STRUKTURELLE OPBREMSNING I KINA ER IKKE OVRE

Vores holdning til EM har ikke ændret sig. De seneste nøgletal fra Kina viser med al tydelighed, at den strukturelle opbremsning langt fra er ovre.

#### HSBC China Manufacturing PMI.



Kilde: Macrobond

Kinas tilpasning til en ny vækstmodel baseret på færre investeringer og mere privatforbrug har vidtrækkende konsekvenser for store dele af EM-komplekset. Den kinesiske væksts lavere råvareintensitet har længe kunnet aflæses i de lave råvarepriser, hvilket naturligvis smitter negativt af på flere af de store EM-lande. Samtidig har transitionen over i en forbrugsdrevet økonomi endnu ikke været tilstrækkelig stærk til at holde hånden under væksten. Det rammer også uden for Kina med lande som Sydkorea og Taiwan som tabere. Pilen peger således fortsat nedad makromæssigt i store dele af EM. Kombineret med eventuelle negative folgeeffekter af strammere dollar-likviditet, når Fed senere på året begynder at hæve renten, betyder det, at vi fortsat er forbeholdne over for EM som aktieregion.

## FORVENTNINGER OG PRÆFERENCER

Til trods for den særdels gode start på året for aktier forventer vi også for resten af året, at aktier vil slå obligationer som aktivklasse. Med realrenter på under -1% og positive makroøkonomiske udsigter for både USA og Europa skal der i vores optik gå meget galt, hvis ikke aktier skal slutte året bedre end obligationer. Dette velvidende, at den absolutte værdiansættelse af aktier ikke længere er lige så favorabel som for bare et halvt år siden. Europæiske aktier handler i dag på en værdiansættelse, der ligger lidt over det historiske gennemsnit, og amerikanske aktier ligger yderligere lidt over.

### Værdiansættelse af europæiske aktier målt i antal standardafvigelser fra det historiske gennemsnit.



Det er dog samtidig værdt at bemærke, at vi på ganske kort tid har bevæget os fra et nulrentemiljø til en situation med *negative* statsrenter. Et debitorprivilegium, der tidligere kun var forbeholdt Schweiz, og som naturligvis har konsekvenser for den relative værdiansættelse. Det betyder, at selvom aktier absolut set er blevet dyrere de seneste måneder, peger den relative værdiansættelse fortsat på aktier som den foretrukne aktivklasse. Både i forhold til stats- og kreditobligationer. I en ellers rentefri verden byder amerikanske High Yield-obligationer ligeledes på relativ værdi i forhold til Investment Grade-obligationer og statsobligationer. Udsigterne for amerikansk økonomi betyder, at vi i årene fremover vil se meget få konkurser, og det aktuelle kreditspænd mere end kompenserer for den risiko. Risikoen for aktivklassen er snarere relateret til likviditetsforhold, og dermed er vi fremme ved den altafgørende faktor for de finansielle markeder de kommende tre til seks måneder, nemlig Fed. Den amerikanske centralbank er efter det seneste møde og ændringen i formuleringen af referatet blevet endnu mere "data-afhængig" i deres beslutning om, hvornår de begynder at hæve renten. Det betyder, at markedet er mere følsomt over for nøgletal, da alt vil blive tolket ud fra en "hæve/udskyd-logik", som kan føre til både øget volatilitet og nye investeringsmuligheder.

På den regionale aktieallokering fastholder vi præferencen for Danmark og Europa på bekostning af USA og EM. Godt hjulpet på vej af valutaeffekter begynder vi nu at se, at indtjenings-estimerne bliver oprevideret hos førnævnte. Det bidrager dels til at sikre, at værdiansættelsen ikke løber løbsk, og dels giver det momentum til aktiemarkedet.

## AFKASTUDVIKLING FOR FØRSTE KVARTAL 2015

I nedenstående 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 2015	1. kv. 2015	YTD 2015
<b>Obligationer</b>			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1,20%	4,55%	4,55%
EFFAS USA All (USD)	0,67%	1,83%	1,83%
EFFAS Germany All (EUR)	1,62%	3,78%	3,78%
EFFAS Japan All (JPY)	0,00%	-0,54%	-0,54%
EFFAS Denmark All (DKK)	1,62%	5,73%	5,73%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-0,21%	2,66%	2,66%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-0,55%	2,52%	2,52%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	0,22%	2,01%	2,01%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0,14%	0,67%	0,67%

### Aktier

MSCI World (net div) (DKK)	2,92%	15,65%	15,65%
MSCI North America (net div) (DKK)	2,89%	13,90%	13,90%
MSCI Europe (net div) (DKK)	1,78%	16,94%	16,94%
TOPIX TR INDEX (DKK)	6,37%	24,91%	24,91%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	3,07%	15,57%	15,57%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	8,57%	27,53%	27,53%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	5,32%	21,17%	21,17%

### Valuta mod DKK

EUR	0,11%	0,33%	0,33%
USD	4,55%	13,04%	13,04%
JPY	4,22%	13,01%	13,01%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs