

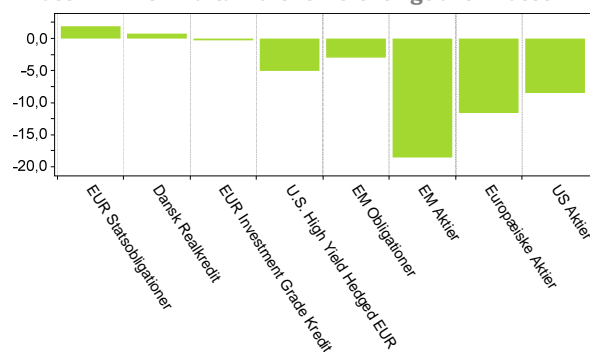
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 1. oktober 2015)

ET BLODIGT KVARTAL

Græsk krise, kinesisk vækstkollaps, VW-skandale, flygtningekrise osv. Listen af bekymringer for de finansielle markeder har været lang i tredje kvartal, og kursreaktionen er bestemt ikke udeblevet. Alle former for risikofyldte aktiver er faldet i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden Q3 i 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue. Værst er det gået for Emerging Markets-aktier, som er faldet 18% i kvartalet. I den anden ende af risikospæktret har vi været vidne til positive afkast på statsobligationer og mindre, men dog positive, afkast på danske realkreditobligationer.

Afkast i DKK i 3. kvartal 2015 for forskellige aktivklasser.

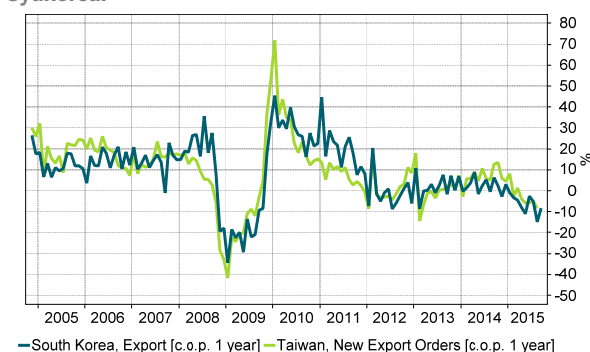


Kilde: Macrobond

OPBREMSNING I "VERDENES VÆRKSTED"

Den overordnede "markedsdriver" for de kraftige kursfald har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets og de afledte effekter heraf for resten af verden. Kina lider af overkapacitetsproblemer inden for visse sektorer og specielt den nederste del af værdikæden inden for fremstillingssektoren har det rigtig svært. Den seneste runde af nøgletal viste ingen tegn på, at det er ved at ændre sig. Vi har således fået flere eksempler på, at svagheden har spredt sig til andre dele af regionen. I de to andre vigtige produktionslande i regionen, Sydkorea og Taiwan, har eksporten det ligeledes rigtig svært.

Vækst i nye eksportordrer i Taiwan og vækst i eksport i Sydkorea.

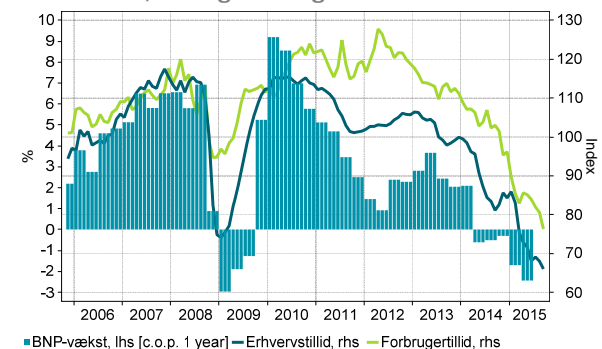


Kilde: Macrobond

Det er imidlertid ikke kun Asien, som har det svært i Emerging Markets. Brasilien, B'et i det engang så vigtige BRIK-kompleks, kæmper med effekterne af Kinas mindre behov for råvarer og en

delvis selvskabt økonomisk krise. Som det største land i Latinamerika er det med til at lægge en dæmper på væksten i hele regionen.

Erhvervstillid, forbrugertillid og BNP-vækst i Brasilien.



Kilde: Macrobond

De faldende råvarepriser og udsigten til strammere dollarlikviditet er den sidste pind på bålet, der holder Emerging Market-komplekset fast i en negativ spiral. Som det fremgår af grafen nedenfor, er kobber- og olieprisen nu tilbage på niveauerne fra 2009, hvilket presser statsbudgetterne i flere lande.

Udvikling i prisen på olie og kobber.

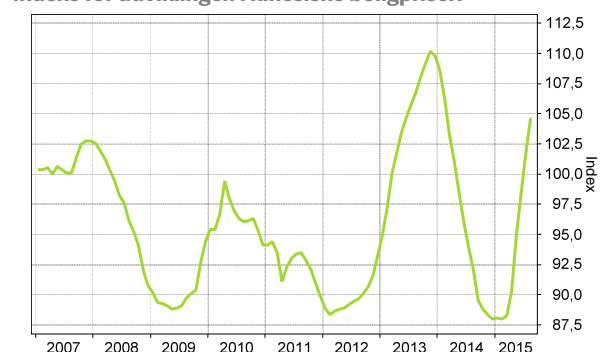


Kilde: Macrobond

IT'S NOT ALL DOOM AND GLOOM

Selvom der altså er store problemer i Emerging Markets og i særdeleshed Kina, er det værd at bemærke, at der også er små lyspunkter. Efter at have været igennem en periode med betydelige prisfald er boligpriserne i Kina nu igen stødt stigende – godt hjulpet på vej af diverse lempelser fra centralt hold.

Indeks for udviklingen i kinesiske boligpriser.



Kilde: Macrobond

Derudover er det væsentligt, at privatforbruget i Kina vokser med mere end 10% om året og dermed langsomt er i gang med at tage over efter den svage industriproduktion. Den såkaldte "Rebalancing Ratio", som er vist i figuren nedenfor, illustrerer netop dette fænomen, om end det kan vise sig at være en langstrakt proces.

Rebalancing Ratio. Forholdet mellem vækst i detailsalget og væksten i industriproduktionen.

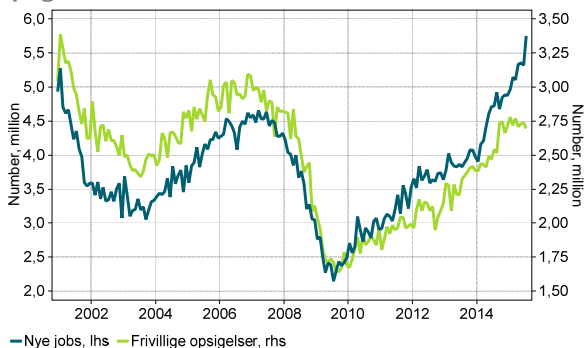


Kilde: Macrobond

ER OPSVINGET FORBI, INDEN DET KOM I GANG?

Selvom opbremsningen i Kina og Emerging Markets isoleret set bidrager til at trække den globale vækst ned, er der foreløbigt intet, der tyder på, at det for alvor har afsporet den globale vækst. USA er en relativt lukket økonomi, og det er med god grund, at det gamle finansmundheld lyder, "når USA nyser, bliver resten af verden forkølet" – og ikke omvendt. Eksporten fylder forholdsvis lidt for USA, og det er med andre ord vigtigere, hvordan den amerikanske forbruger har det. Den amerikanske forbruger drager lige nu nytte af tre meget vigtige faktorer. For det første virker den lave oliepris som en direkte skattelettelse hos forbrugerne. Dernæst kommer, at boligmarkedet er i gang med at solidt opsving, hvilket skaber positive formueeffekter hos forbrugerne (friværdis til forbrug). Endelig kommer, at vi lige nu er vidne til en markant bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Det er den vigtigste enkeltstående faktor for privatforbruget, og det taler altså for højere privatforbrug, som igen er livsnerven i amerikansk økonomi.

Bedring på arbejdsmarkedet. Nye jobs og frivillige opsigelser i amerikansk økonomi.



Kilde: Macrobond

FREMSTILLINGSSEKTOREN TRÆDER VANDE

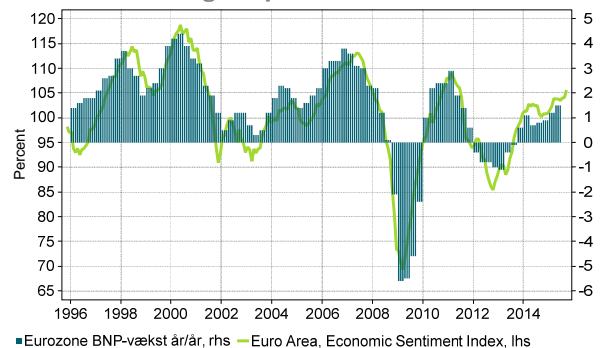
Mens udsigterne for privatforbruget altså er positive, er erhvervstilliden inden for de ca. 12% af amerikansk økonomi, som har med fremstilling at gøre, omvendt noget mindre

opløftende. Den seneste runde af regionale tillidsmålinger har tegnet et noget blandet billede, idet den overordnede tillid var meget lav, mens svarene omkring nye anlægsinvesteringer til gengæld var overraskende positive. Vores overordnede vurdering er, at udsigterne for denne del af økonomien fortsat er relativt svage.

EUROPA: LAV VÆKST MEN OVER TREND

Udsigterne for europæisk økonomi ser fortsat fornuftige ud. Vi mangler stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe. Den seneste runde af ledende indikatorer indikerer vækst i størrelsesordenen 2%, hvilket er et stykke over, hvor økonomernes konsensus-forecast ligger for 2016 – og væsentligt over den potentielle vækstrate (trendvækst), som vi vurderer til ca. 1%.

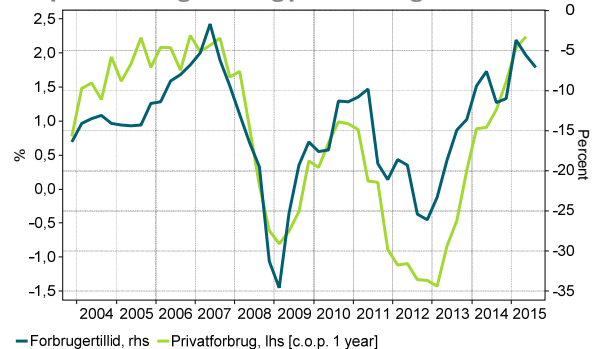
Ledende indikator og europæisk vækst.



Kilde: Macrobond

Det er primært privatforbruget, som trækker væksten i Europa – godt hjulpet på vej af lav inflation og faldende arbejdsløshed. Ser man på det regionale billede, er det de tidligere så udskældte PIIGS-lande, Spanien og Irland, som efter reformgennemførelse nu er dukkene i Europa.

Europæisk forbrugertillid og privatforbrug.



QE2 – NU I EUROPA?

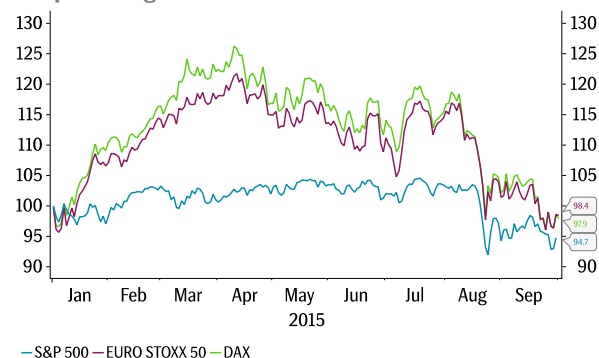
Europa er mere afhængig af eksport til Asien end USA, og derfor bør svagheden i Asien også fremkalde større bekymring her. Da den amerikanske centralbank i september valgte at udskyde den første renteforhøjelse, var det blandt andet med henvisningen til usikkerheden omkring den økonomiske situation andre steder i verden (læs: Kina). Derfor er det naturligt, at man hos ECB nu følger udviklingen meget nøje. Samtidig er inflations-

forventningerne i markedet faldet, hvilket åbner muligheden for, at ECB kan gøre mere, når det kommer til ukonventionel pengepolitik. Senest har ECB's cheføkonom Praet åbnet døren på klem for, at de kan forlænge det eksisterende opkøbsprogram, inden det er udløbet. Så selv om de tyske medlemmer fortsat kæmper imod, er det ikke længere utænkeligt, at en forlængelse annonceres lang tid inden den oprindeligt planlagte afslutning. Rundspørger hos investorer bekræfter, at markedet er begyndt at spekulere i dette, men efter vores vurdering er det meget begrænset, hvad der er priset ind af forventninger i markedet. En tydeligere tilkendegivelse fra ECB vil uden tvivl fjerne noget af halerisikoen i markedet og vil kunne bidrage til et nyt løft i aktiekurserne – uagtet, at baggrunden herfor er mere tvivlsom (en forværring af inflationsudsigterne). Samlet set må risikoen til det europæiske vækstbillede karakteriseres som værende højere end normalt, hvilket både øger risikoen og spekulationerne om mere QE fra ECB.

AKTIER HAR KORRIGERET MED 20% SIDEN TOPPEN

At tale om, hvorvidt aktier er dyre eller billige, er altid lidt problematisk, da det afhænger af (usikre) forventninger til fremtiden. Trods denne "elastik-i-metermål"-problematik vil vi alligevel påpege, at europæiske aktier er korrigeret ca. 20% siden toppen i forsommeren. Man kan diskutere, om udgangspunktet var fair, men bottom-line er, at værdiansættelsen i dag er mere spiselig. Vores vurdering er, at når den nuværende høje risikoaversion har lagt sig, vil investorerne igen vende tilbage til et regime styret af negative realrenter, rigelig centralbankslikviditet og mangel på investerings-alternativer. Det vil være understøttende for aktier relativt til sikre obligationer.

Indekseret afkastudvikling i lokalvaluta for henholdsvis europæiske og amerikanske aktieindeks.



Kilde: Macrobond

KØB DANSKE REALER

Inden for den sikre del af porteføljen foretrækker vi konverterbare danske realkreditobligationer frem for både statsobligationer og investment grade-kreditobligationer. Efter at have været igennem en ualmindelig svær periode i foråret byder danske realkreditobligationer lige nu på ekstraordinær god værdi i forhold til alternativerne. Denne merværdi er illustreret i figuren nedenfor, som sammenligner spændet (merrenten) på realkreditobligationer med spændet på investment grade-kreditobligationer.

Optionsjusteret merrente på AAA-ratede konverterbare danske realkreditobligationer vs. merrente på A-ratede europæiske investment grade-kreditobligationer.



Kilde: Macrobond

Vi overvægtter fortsat risikofyldte aktiver i form af aktier og amerikanske high yield-obligationer med udgangspunkt i de økonomiske udsigter og den relative værdiansættelse af aktivklasserne imellem. Inden for aktier foretrækker vi europæiske og danske aktier, mens vi undervægtter USA og Emerging Markets. Som det fremgår af figuren nedenfor, handler europæiske aktier i den billige ende relativt til amerikanske aktier, og vi ser desuden mere medvind på indtjeningsfronten for europæiske aktier. Emerging Markets er set over en bred kam presset på profitabiliteten, og indtjeningsvæksten er således under pres, hvorfor vi fortsat holder os på sidelinjen.

Relativ værdiansættelse mellem amerikanske og europæiske aktier målt på Price/Book Value.



Kilde: Macrobond

AFKASTUDVIKLING FOR TREDJE 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)	Sep. 2015	3. kv. 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1,43%	2,77%	1,48%
EFFAS USA All (USD)	1,15%	2,16%	1,96%
EFFAS Germany All (EUR)	1,32%	1,73%	0,81%
EFFAS Japan All (JPY)	0,33%	0,88%	0,10%
EFFAS Denmark All (DKK)	1,08%	1,83%	0,38%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2,61%	-4,51%	-1,41%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2,56%	-4,85%	-2,49%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1,29%	-1,71%	-0,07%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0,45%	0,78%	-0,97%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	-3,30%	-9,61%	0,96%
MSCI North America (net div) (DKK)	-2,49%	-7,48%	1,55%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4,35%	-8,86%	2,95%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-6,10%	-11,05%	10,93%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-2,68%	-18,04%	-8,20%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-2,56%	-2,04%	22,85%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-2,05%	-1,07%	19,65%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,05%	0,00%	0,19%
USD	0,33%	-0,18%	8,60%
JPY	1,52%	1,99%	8,72%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs