

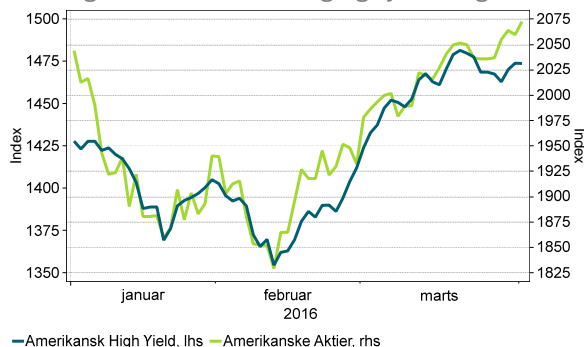
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 4. april 2016)

ET TURBULENT KVARTAL

Det har været et turbulent kvartal på de finansielle markeder. Januar og første halvdel af februar bød på kraftige fald på aktier og kreditobligationer. Sammenfaldende med en stabilisering i olieprisen vendte stemningen imidlertid midt i februar, og siden da er aktier og kreditobligationer steget mere eller mindre synkront.

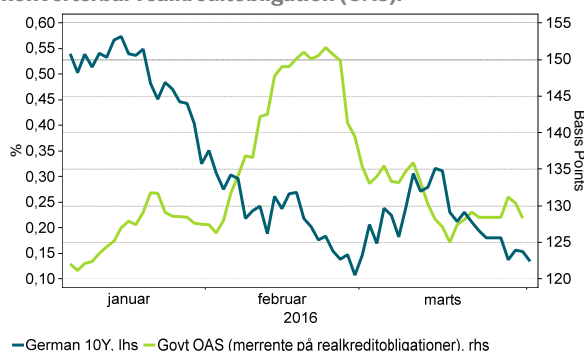
Udvikling i amerikanske aktier og high yield obligationer.



Kilde: Macrobond

Første kvartal har desuden været kendetegnet ved kraftigt faldende renter, hvilket har ført til pæne afkast på både stats- og realkreditobligationer. Under uroen i starten af året oplevede danske realkreditobligationer ellers en udvidelse af renteforskellen til statsobligationer (OAS), men i takt med at stemningen vendte på aktier og kreditobligationer, har vi også været vidne til en spændingsnærvring på danske realkreditobligationer. Det betyder, at realkreditobligationer samlet i første kvartal har givet et højere afkast end statsobligationer.

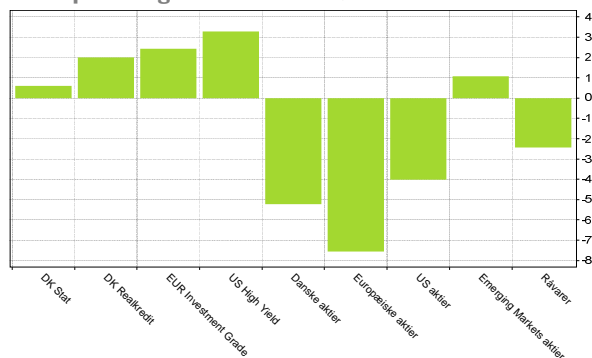
Rente på tysk 10-årig statsobligation og merrente på dansk konverterbar realkreditobligation (OAS).



Kilde: Macrobond

Den bedst performende aktivklasse i første kvartal var amerikanske high yield obligationer, som efter at være faldet meget i januar, sluttede kvartalet med en samlet stigning på ca. 3%.

Afkast på udvalgte aktivklasser i første kvartal.



Kilde: Macrobond

VERDEN GIK ALLIGEVEL IKKE UNDER

De store udsving på de finansielle markeder skal ses i forlængelse af, at første halvdel af kvartalet var præget af en pludselig og markant forværring af de økonomiske nøgletal. Det fik investorerne til at stille spørgsmålstegn ved det globale vækstbillede, med brandudsalg af risikofyldte aktiver som resultat. Efterfølgende har nøgletallene vist, at selvom vækstbilledet godt nok er svagt, står det ikke helt så slemt til, som mange frygtede for blot to måneder siden.

US Economic Surprise Indicator. Et udtryk for om nøgletallene er bedre eller værre end forventningerne.



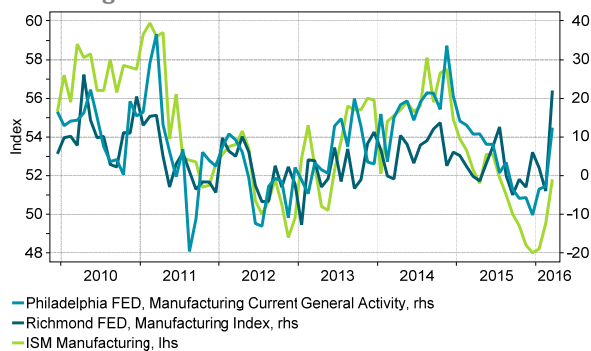
Kilde: Macrobond

De kraftige stigninger på aktier og kreditobligationer i sidste del af kvartalet kan således ses som en rekylation oven på en overreaktion af den forværring, der har været i nøgletallene. I takt med at frygten for amerikansk recession gradvist er blevet afkræftet af nøgletallene, er investorerne langsomt vendt tilbage. Det betyder, at de høje kontantandele, som vi var vidne til i januar, nu igen placeres i markedet.

US MANUFACTURING GENOPSTÅR

Et af de forhold, som skabte stor bekymring ved årets begyndelse, var de meget svage målinger af erhvervstilliden i den amerikanske fremstillingssektor. Det toneangivende ISM indeks signalerede i januar og februar ligefrem recession inden for denne del af økonomien. Den udvikling er i marts blevet vendt, og det tyder på, at vi nu endelig har set det værste, når det kommer til effekterne på amerikansk økonomi af den stærke dollarkurs og den lave oliepris.

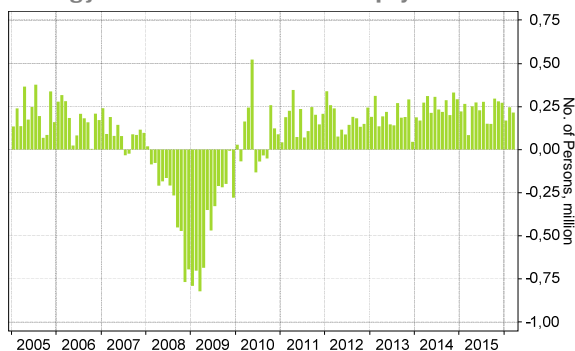
Vending i erhvervstilliden i den amerikanske fremstillingssektor.



Kilde: Macrobond

En anden positiv betragtning omkring amerikansk økonomi er, at arbejdsmarkedet aldrig nåede at tage skade af svagheden i nøgletallene ved årets start. Den altoverskyggende månedlige jobrapport har tegnet et billede af en jobvækst, der forsat andrager mere end 200.000 personer om måneden, hvilket er ganske solidt.

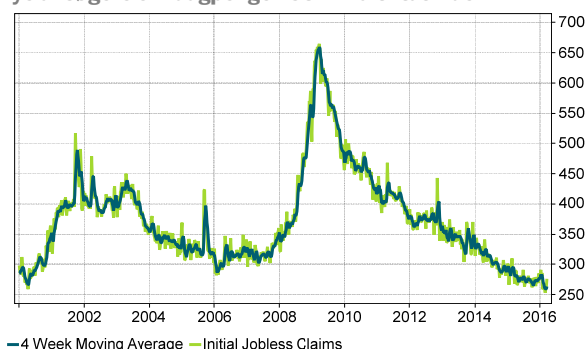
Månedlig jobskabelse i USA. Non-farm payrolls.



Kilde: Macrobond

Ser man på antallet af nye dagpengeansøgere, som offentliggøres på ugentlig basis, er billedet tilsvarende, at arbejdsmarkedet er stærkt.

Nye ansøgere om dagpenge i USA. Målt i tusinde.



Kilde: Macrobond

"THE YELLEN PUT"

Mens de bedre end frygtede amerikanske nøgletal og en stabilisering i olieprisen i første omgang var det, som fik vendt den negative stemning på markederne, er der efterfølgende kommet vigtig hjælp til fra den amerikanske centralbank (Fed). På mødet i marts afholdt Fed sig fra at hæve renten, og de

sænkede derudover deres renteforventninger mere end forventet af markedet, hvilket fik dollaren til at falde.

USD/DKK. Kraftig svækkelse af dollaren i marts måned.



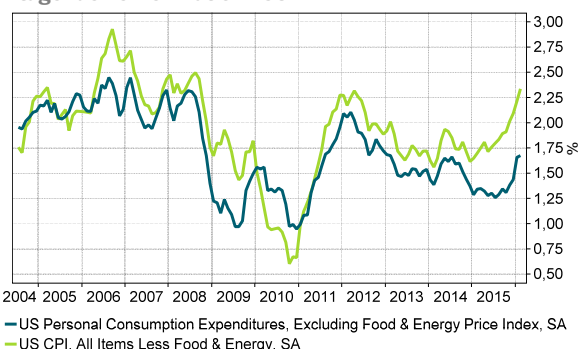
Kilde: Macrobond

Ved rentemødet nævnte Fed desuden specifikt risikoen for lavere vækst i udlandet og uroen på de finansielle markeder som risici. Anerkendelsen heraf blev taget positivt op af de finansielle markeder og blev samtidig tolket som en validering af begrebet "The Yellen Put". Begrebet dækker over den idé, at centralbanken reagerer på uro på de finansielle markeder med pengepolitisk hjælp og dermed de facto giver investorerne en put option. Begrebet opstod oprindeligt under centralbankschef Allan Greenspan og er senere blevet efterfulgt af "The Bernanke Put" og nu altså "The Yellen Put". Opfattelse af, at en sådan implicit put option eksisterer, tilskynder investorerne til at påtage sig mere risiko, og er således understøttende for aktiemarkedet. Skulle man være i tvivl om, hvorvidt Yellen virkelig mente de nye toner, fik man yderligere bekræftet den nye linje, da hun på en tale i slutningen af marts overraskede markedet ved at være mere "dovish" end ventet. Fed har altså nu lovet at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og være varsom med rentestigningerne. Forsikringen i form af "The Yellen Put" synes således at være på plads. Spørgsmålet er hvor længe?

INFLATIONEN ER IKKE DØD

Selvom det på overfladen lyder meget godt, at Fed vil være forsigtige og tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder, kan det blive svært at efterleve i praksis. Centralbanken har gang på gang understreget, at den fremtidige rentesti afhænger af det indkommende data, og det er svært at ignorere, at inflationen er begyndt at røre på sig.

Tiltagende kerneinflation i USA.

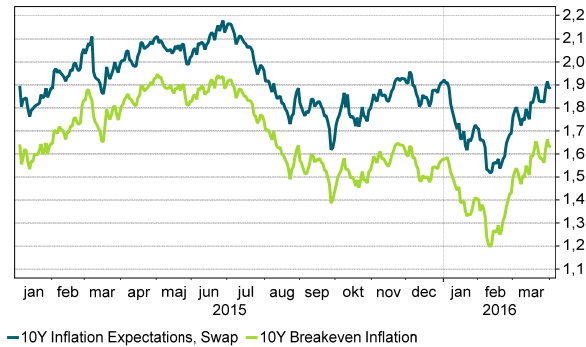


Kilde: Macrobond

Selvom der kan argumenteres for, at Fed godt kan lade inflationen "overshoo" i en periode, vil en fortsættelse af den

inflationære tendens alt andet lige øge presset på Fed for at begynde at hæve renten igen. Tendensen til stigende inflation observeres i øvrigt også i de finansielle markeders prisning af den forventede fremtidige inflation. Det gælder både på markedet for inflationsswaps og inflationsjusterede statsobligationer (indeksobligationer).

De finansielle markeder er også begyndt at prise højere inflation i USA.



Kilde: Macrobond

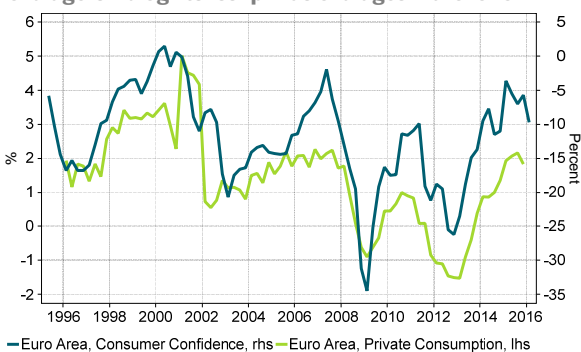
DRAGHI LEVEREDE

Ud over de nye "dovish" toner fra Fed har markedet i marts også fået hjælp af den europæiske centralbank (ECB). De havde allerede inden mødet meldt ud, at de ville genvurdere behovet for nye lempelser, men Draghi formåede trods dette at overraske markedet positivt. Indskudsrenten blev som forventet nedsat med 10 basispunkter til -0,40%, men derudover øgede man de månedlige opkøb af obligationer fra 60 til 80 mia. euro, og endelig inkluderede man som noget nyt også investment grade kreditobligationer fra ikke-finansielle virksomheder. Sidstnævnte var den største overraskelse, og det vil via spill-over effekter være understøttende for alle former for risikable aktiver.

ANÆMISK OPSVING

De nye tiltag falder på et tørt sted. Selvom eurozonen nu igennem længere tid har været begunstiget af de positive effekter af en svagere valutakurs og en lav oliepris, har det europæiske opsving haft svært ved at bide sig rigtig fast uden for privatforbruget. De seneste målinger af den europæiske forbrugertillid viser desuden, at den er begyndt at rulle over, hvilket ikke tegner alt for lovende for det fremtidige privatforbrug.

Forbrugertillid og vækst i privatforbruget i Eurozonen.

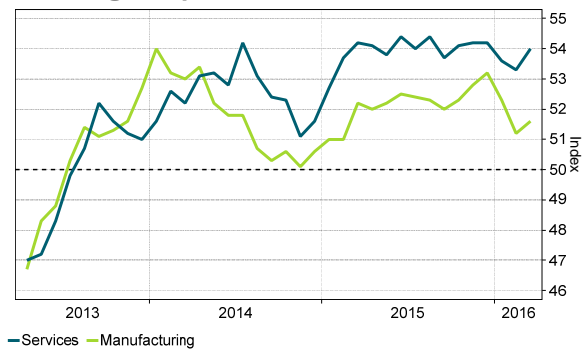


Kilde: Macrobond

Efter et par svage måneder stabiliserede erhvervstilliden sig godt nok i marts, men med tanke på hvor lidt vi indtil nu har fået

nedbragt arbejdsløsheden efter den europæiske gælds Krise, er udsigt til en stabilisering mindre opløftende.

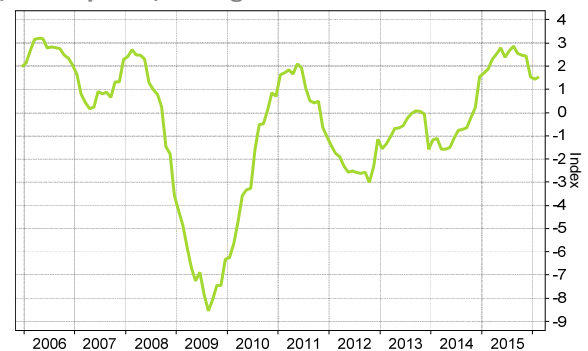
Stabilisering i europæisk erhvervstillid (PMIs).



Kilde: Macrobond

Hertil kommer, at de lidt mere fremadskuende nøgletal såsom ændringen i kreditvæksten indikerer, at vækstmomentum har toppet i eurozonen.

Ændringen i kreditvæksten til den private sektor (kreditimpulsen) er aftagende.



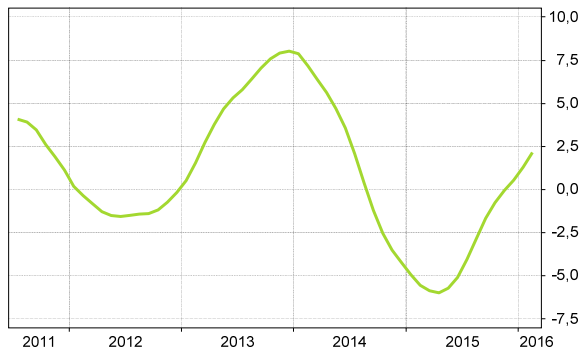
Kilde: Macrobond

Vores vurdering af, at markedsreaktionen i januar og februar var en overreaktion på forværringen af nøgletallene, har indtil videre vist sig at holde stik. De dommedagsprofetier, som prægede markederne i begyndelsen af året, er på ingen måde blevet bekræftet. Når det er sagt, så er der også en del svaghetstegn i de europæiske nøgletal, som kræver særlig årvågenhed i de kommende måneder.

STABILISERING I KINA?

Mens Europa altså står lidt i stampe, er der langt om længe spæde tegn på en mulig vending hos verdensøkonomiens problembarn nr. 1, Kina. Kinas forskellige former for lempelser har igennem en længere periode aflejret sig i boligmarkedet, som målt på et gennemsnit af 70 byer nu har været i bedring siden midten af 2015. Som altid gemmer djævelen sig i detaljen, og der er således meget store regionale forskelle med prisstigningerne koncentreret omkring de store tier 1 byer. Et fænomen, der ikke er så fjernt for os her i Danmark.

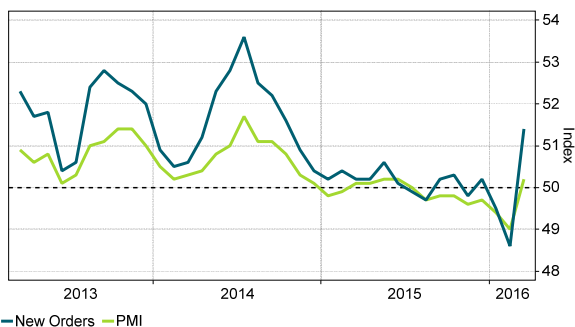
Årlig vækst i boligpriserne i Kina. Gennemsnit af 70 byer.



Kilde: Macrobond

En anden interessant observation omkring kinesisk økonomi er, at erhvervstilliden inden for den ellers hårdt prøvede fremstillingsindustri er hoppet op over de magiske 50, som signalerer fremgang. På anekdotisk niveau hører vi fortsat om, at mange brancher er præget af strukturel overkapacitet (stål, cement etc.), så det er endnu for tidlig at slukke for advarslamperne, men interessant skal det blive, at følge de kommende signaler fra Kina.

Kinesisk erhvervstillid (PMI) og underkomponenten nye ordrer.

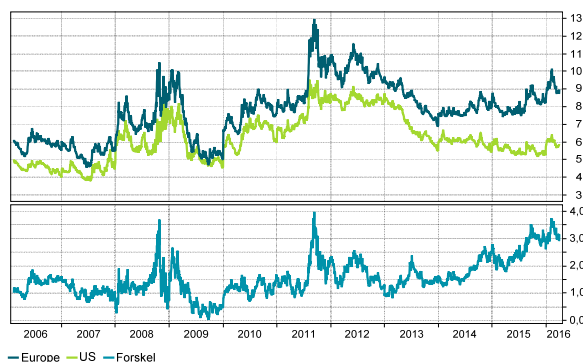


Kilde: Macrobond

ET KORT VINDUE ER ÅBNET

Treenigheden af en lempeligere ECB, en mere "dovish" Fed og et uptick i den amerikanske fremstillingssektor betyder i vores optik, at der på den korte bane er åbnet et "window of opportunity" for yderligere outperformance af risikofyldte aktiver. Når vi kun forudser et kort vindue skyldes det flere forhold. For det første ligger der noget cirkulært "catch 22" i Feds løfte om både at være data-afhængige og tage hensyn til internationale forhold og uro på de finansielle markeder. Såfremt vi virkelig har set det værste for den amerikanske fremstillingssektor, vil Fed snart stå i en situation, hvor nøgletallene tilsiger, de bør hæve renten, og det vil få markedet til at begynde at indprise det. Løftet om, at de vil være forsigtige, skal derfor efter vores vurdering ikke ekstrapoleres alt for langt ud i fremtiden. Den anden årsag til at vi kun forudser et kortsigtet vindue til outperformance af risikofyldte aktiver er, at vi forudser et aftagende momentum i den globale vækst. Kombineret med en værdiansættelse af aktier som er langt fra lige så gunstig som ved tidligere store "relief rallies", betyder det, at vi kun forventer en midlertidig outperformance af risikofyldte aktiver. På aktier betyder den store forskel i værdiansættelsen på tværs af regioner, at vi foretrækker Europa frem for USA.

Risikopræmie på hhv. amerikanske og europæiske aktier samt forskel.



Kilde: Macrobond

AFKASTUDVIKLING I FØRSTE KVARTAL 2016

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 2016	Q1 2016	YTD 2016
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	0,58%	3,36%	3,36%
EFFAS USA ALL (USD)	0,18%	3,44%	3,44%
EFFAS Germany All (EUR)	-0,20%	3,89%	3,89%
EFFAS Japan All (JPY)	0,87%	4,15%	4,15%
EFFAS Denmark All (DKK)	0,11%	4,88%	4,88%
EFFAS Denmark 1-3 (DKK)	-0,03%	0,23%	0,23%
EFFAS Denmark 1-5 (DKK)	0,04%	0,64%	0,64%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	4,31%	3,16%	3,16%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	4,04%	2,75%	2,75%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	3,02%	4,62%	4,62%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,65%	2,01%	2,01%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	2,29%	-4,60%	-4,60%
MSCI North America (net div) (DKK)	1,86%	-3,59%	-3,59%
MSCI Europe (net div) (DKK)	1,22%	-7,22%	-7,22%
TOPIX TR INDEX (DKK)	0,26%	-10,40%	-10,40%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	7,84%	0,61%	0,61%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	1,12%	-4,87%	-4,87%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	1,18%	-3,25%	-3,25%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,12%	-0,17%	-0,17%
USD	-4,76%	-4,83%	-4,83%
JPY	-4,36%	1,86%	1,86%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs