

Markedskommentar

Temaer på de finansielle markeder i 1. kvartal 2016

Det nye år var ikke mange dage gammelt førend der opstod store kursfald på de finansielle markeder. De globale aktiemarkeder faldt i løbet af årets første uger med op imod 15 %. Baggrunden for kursfaldene var ikke entydig nemme at spore, men det var "the usual suspects", der fik skylden: Olieprisen, bekymring om væksten i Kina, uro i Mellemøsten og så naturligvis en hurtig atombombepøvesprængning fra styret i Nordkorea.

Men hvad var egentlig nyt? Ikke særligt meget, og det fandt aktørerne på de finansielle markeder da også hurtigt ud af. Ved kvartalets udløb er roen atter genoprettet, aktiemarkederne er stort set tilbage på niveauet fra årsskiftet, og selv ikke de gentagne – og modbydelige - terrorangreb i Belgien, Tyrkiet, Pakistan og Irak synes for alvor at kunne rokke ved de finansielle markeder.

Den europæiske centralbank, ECB, nåede at reagere på uroen og de lidt svagere signaler fra den europæiske økonomi. ECB gennemførte den 10. marts endnu en nedsættelse af indlånsrenten på 0,10 %-point til -0,40%, og samtidig udvidede ECB omfanget af deres obligationsopkøb, således at ECB nu også kan købe investment grade virksomhedsobligationer. ECB angiver, at årsagen til den seneste pengepolitiske lempelse er, at centralbanken ønsker at nå sit inflationsmål på 2 % så hurtigt som muligt.

Uanset den midlertidige usikkerhed i 1. kvartal forventer ECB fortsat, at den økonomiske vækst i de store europæiske lande vil ligge mellem 1,5 % og 2,0 % i hvert af de kommende tre år frem til 2018. Denne forventning underbygges af de seneste tal for bl.a. de europæiske indkøbschefers tillidsindeks (PMI).

I USA nåede centralbanken, FED, lige netop at gen-

nemføre den første renteforhøjelse i december inden uroen satte ind i det nye år. Dette sammen med lidt svagere økonomiske nøgletal fra USA i årets start har fået FED til at udsende blidere signaler om tidspunktet for de forventede kommende renteforhøjelser. FED's chef Janet Yellen definerede i marts måned ret præcist, hvad der styrer FED's strammingscyklus: Stabilitet på de internationale finansmarkeder, dollarens styrke (hensynet til amerikansk eksport), råvarepriser (hensynet til emerging markets landene), tilstanden i den amerikanske boligsektor samt inflation, hvor Yellen primært er bekymret for fald i inflationen.

Hvor man tidligere ventede yderligere mindst to renteforhøjelser i løbet af 2016, peger meget nu på, at den næste stramning først kommer ultimo 2016. Den nye mildere tone fra FED blev tolket positivt af markederne, der blev hjulpet yderligere op af stærke nøgletal fra den amerikanske industri og af fremgang på arbejdsmarkedet sidst i kvartalet.

Danmark

Dansk økonomi kom generelt lidt svagere ud af 2015 end tidligere forventet af bl.a. Nationalbanken. I 3. kvartal var der et decideret fald i den økonomiske aktivitet på 0,5 %-point i forhold til samme kvartal året før, og selv om der igen var vækst på 0,2% i 4. kvartal, så må 2. halvår 2015 betegnes som skuffende set med danske øjne. Det var primært stagnerede eksport af bl.a. olieprodukter (grundet de faldende priser på olie) og landbrugsprodukter, der var årsag til dette. Det danske arbejdsmarked er dog fortsat stærkt, og boligmarkedet har efter en mindre svaghedsperiode medio 2015 igen mod årets slutning vist stigende salgspriser især omkring de større byer.

De offentlige finanser er under pres i disse år. I 2015 kan underskuddet på statsbudgettet opgøres til 2,2 % af BNP, men dette er kun fordi, der indgår engangsin-

Markedskommentar

tægter fra omlægning af kapitalpensioner. Uden dette bidrag havde underskuddet udgjort 3,2 % af BNP, og underskuddet havde således været større end tilladt i henhold til EU's stabilitets- og vækstpagt. Underskuddet skyldes primært de massive offentlige investeringer i bl.a. infrastruktur og sygehuse.

Er det et problem? Ja, fordi underskuddet opstår i en periode, hvor den globale vækst burde muliggøre et selvhjulpent dansk opsving og dermed en mere neutral finanspolitik. I de kommende år vil statsfinanserne være udsat for pres fra faldende indtægter fra olieproduktionen i Nordsøen samt potentielt stigende udgifter til integration af flygtninge. Af mange årsager er en vellykket integrationsindsats af flygtninge derfor en nødvendighed.

Der har i kvartalet været ro om den danske krone og valutareserve. Nationalbanken har kun interveneret i valutamarkedet sporadisk og for beskedne beløb i januar og februar måned, hvor der er købt kroner mod valuta. Valutareserven er således faldet fra 434,9 mia. kr. primo kvartalet til 412,4 mia. kr. ultimo. Som en naturlig konsekvens heraf valgte Nationalbanken at hæve indskudsbevisrenten med 0,10% -point fra -0,75% til -0,65% med virkning fra 8. januar.

Udsigterne for de finansielle markeder for 2. kvartal

Med den førømtalte nye og blødere retorik og handling fra centralbankerne har de finansielle markeder ved indgangen til 2. kvartal genvundet selvtilliden og dermed appetitten på risikoaktiver. Fortsætter rækken af stærke nøgletal fra USA vil der ikke gå lang tid førend markedet vil udfordre FED: Kan centralbanken tillade sig at "sidde på hænderne" i en situation med et glohedt arbejdsmarked og stigende aktivpriser eller vil FED blive tvunget til at vende rundt og på ny italesætte en kommende renteforhøjelse?

I Europa er fokus i stigende grad rettet mod den britiske EU-afstemning, der afholdes den 23. juni. Meningsmålingerne tyder på et meget tæt løb. Selv om der ikke er fortillfælde for lande, der forlader EU (Grækenland var dog meget tæt på i 2013), så viser al erfaring, at selv nok så store politiske skvulp hurtigt glider i baggrunden til fordel for økonomiske fakta.

Kommentarer for obligationer

Renteudviklingen i 1. kvartal 2016 var overraskende for rigtig mange markedsdeltagere. De kraftige rentefald kom efter en periode, hvor den amerikanske centralbank, FED, havde hævet renten, og der generelt var forventninger om, at de korte renter skulle stige. Dette blev ikke tilfældet, og vi så et kvartal med meget kraftige rentefald både i USA og i Europa. De danske realkreditrenter kunne dog ikke helt følge med, hvorfor vi fortsat ikke har set realkreditudtrækninger i særligt stort omfang.

Ser vi på den absolutte bevægelse af de 10-årige statsrenter, er de stort set alle faldet med 50 %-point i både USA, Tyskland og Danmark. Der er dog stor forskel, når de korte renter betragtes. De amerikanske 2-årige renter er faldet mere end 30 %-point, mens de tyske er faldet mellem 10 og 20 %-point. De danske korte renter er kun faldet marginalt. Denne forskel mellem Danmark og Tyskland skyldes, at Danmarks Nationalbank ikke har fulgt med Den Europæiske Centralbank, ECB's seneste to rentenedsættelser (i december og marts), og at de har hævet renten selvstændigt i januar. Dermed har renteforskellen normaliseret sig, og udgør ved udgangen af 1. kvartal således -25 %-point.

Sidste halvdel af 1. kvartal bød på en positiv markedsstemning, og de danske realkreditobligationer oplevede en svagt positiv OAS-udvikling* set over kvartalet som helhed. Som følge af den positive OAS-udvikling og de faldende renter var der positive afkast for hovedparten af obligationsmarkedet i første kvartal 2016. Specielt lange konverterbare realkreditobligationer samt lange statsobligationer nød godt af de faldende renter. Det er fortsat overvægten af realkreditobligationer – herunder især konverterbare realkreditobligationer – der driver det positive afkast.

Det er vurderingen, at der er mere værdi i danske konverterbare realkreditobligationer end i de fleste andre europæiske kreditobligationer. Ligeledes vurderes der stadig at være rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer og investment grade-obligationer. Udstedelsesbilledet samt den lave sandsynlighed for ekstraordinære indfrielse fra låntagerne vil det kommende år være af stor betydning for, hvordan

afkastet bliver inden for realkreditsegmentet.

* OAS (option-adjusted spread) er et mål for den forventede merrente i forhold til statsobligationer.

Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2016	1,47 %	-0,26 %	1,21 %
2. kvartal 2016	0,00 %	0,00 %	0,00 %
3. kvartal 2016	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2016	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Afkast i 2016	1,47 %	-0,26 %	1,21 %

Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	0,0
Udbytter fra investeringsforeninger	0,0
Kursreguleringer på investeringforeninger	20,2
Resultat før omkostninger	20,2
Handelsomkostninger	0,0
Øvrige omkostninger	-3,0
Puljens samlede resultat	17,2

Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2016		Ultimo 1. kv. 2016	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Inv. foreninger	1.080	90,5 %	1.300	62,2 %
Kontant	113	9,5 %	790	37,8 %
Aktiver i alt	1.192	100,0 %	2.090	100,0 %

Puljens fordeling på regioner

Europa	71,2 %
Nordamerika	22,4 %
Asien	6,4 %
Øvrige	0,0 %

Historiske afkast*

	Puljens årlige afkast efter omkostninger		Puljens gennemsnitlige årlige årlige afkast efter omkostninger
2006	0,00 %	1 år	-0,76 %
2007	0,00 %	3 år	-
2008	0,00 %	5 år	-
2009	0,00 %	7 år	-
2010	0,00 %		
2011	0,00 %		
2012	0,00 %		
2013	0,00 %		
2014	0,00 %		
2015	-0,76 %		

* Puljen er startet op medio november 2015, hvorfor afkastet for 2015 ikke er for et helt kalenderår.

Forklaring til udvalgte tabeller

Puljens afkast:

Tabellen viser puljens afkast før omkostninger (bruttoafkast), omkostninger og afkast efter omkostninger (nettoafkast) for hvert kvartal og for året til dato.

Bogførte værdier:

Tabellen viser, hvordan puljens afkast i kroner er fremkommet fordelt på forskellige afkastkomponenter og omkostningstyper.

Handelsomkostninger dækker over den kurtage, som puljen betaler, når der købes og sælges værdipapirer i puljen.

Øvrige omkostninger dækker over depotgebyrer, øvrige gebyrer relateret til puljens værdipapirbeholdning og omkostninger i de investeringsforeninger, som puljen har investeret i, f.eks. administrationsomkostninger, omkostninger til forvaltere og transaktionsomkostninger.

Puljens fordeling på varighed:

Tabellen viser, hvordan puljens obligationsbeholdning fordeler sig inden for fire forskellige varighedsintervaller.

Varighed er et udtryk for obligationers kursfølsomhed ved renteændringer. Jo højere varighed, des større kursudsving ved renteændringer. En høj varighed er derfor lig med en høj renterisiko, mens en lav varighed er lig med en lav renterisiko.

Puljens samlede varighed viser, hvor meget værdien af puljens obligationsbeholdning forventes at falde ved en rentestigning på 1 %-point.

Den optionsjusterede varighed tager i modsætning til den officielle varighed højde for den konverteringsrisiko, der er på konverterbare obligationer. Når kursen på konverterbare obligationer kommer over 100, udnytter låntagere i stigende grad konverteringsretten og indfrier deres lån. Den optionsjusterede varighed er derfor et bedre mål for puljens renterisiko end den officielle varighed.

Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch, CVR-nr. 19956075. Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch ("SEB") er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), someretsvenskaktieselskab, der er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finansstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de kunder, som materialet er udleveret til. Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din rådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimerer. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som Skandinaviska Enskilda Banken har vurderet pålidelige. Skandinaviska Enskilda Banken er ikke ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri.

Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2016 • Skandinaviska Enskilda Banken.