



**Økonomisk  
Finansielt Scenarie**

**Kvartalsrapport  
Q1 2019**

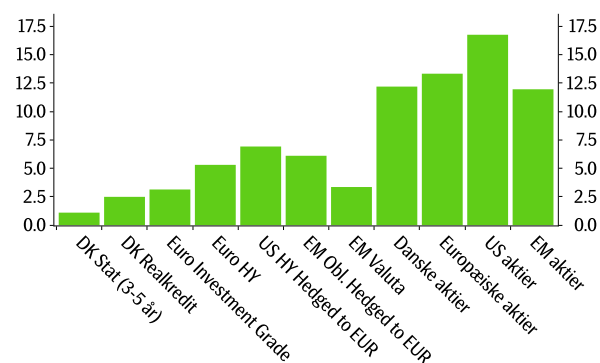
## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 1. april 2019)

### SÆRDELES STÆRKT FØRSTE KVARTAL

Globale aktier er ved udgangen af Q1 tilbage på det niveau, man så umiddelbart før nedturen i Q4 startede. MSCI World A/C er steget 14,3% (målt i DKK). Men udviklingen på obligationsmarkederne har været mindst lige så interessant: Den 10-årige tyske obligationsrente er tilbage i negativt territorium efter et fald på 31bp siden nytår. Faldet i 10-årige Treasuries var identisk. Men i modsætning til Eurozonen, så faldt de korte amerikanske renter også markant. Den afledte reduktion i rentespændet var formentlig også den primære forklaring på, at euroen blev svækket med 1,8% overfor dollaren. Rentefaldet har været en udfordring for det danske realkreditmarked, hvor varigheden på de konverterbare obligationer er dykket markant.

### Afkast på forskellige aktiver i 1. kvartal 2019 (DKK)

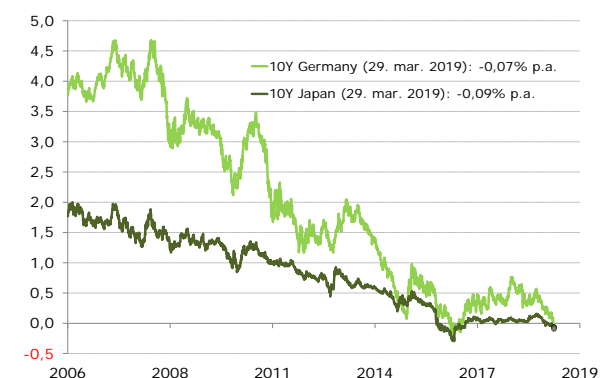


Kilde: Macrobond

### KON'NICHWA EUROZONEN

Vi har længe peget på tendensen til, at Eurozonen bevæger sig mod japanske tilstande: Svag vækst, lav inflation og demografisk modvind er nogle af lighedspunkterne. I marts så vi så, at den tyske 10-årige rente hilste på den japanske nede under havoverfladen: "Kon'nichiwa"!

### 10-årige obligationsrenter i Tyskland og Japan

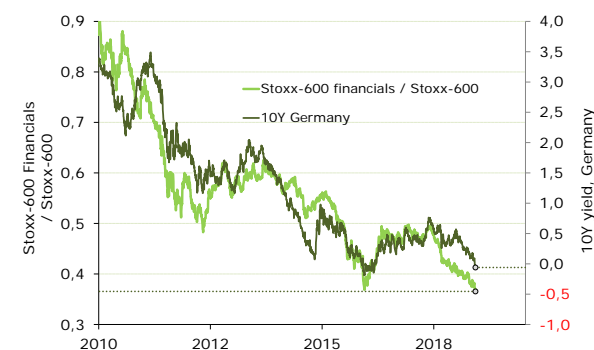


Kilde: Bloomberg

Retfærdighedsvis skal det siges, at vi rentemæssigt har været der et par gange tidligere – senest i slutningen af 2016. Men situationen i dag er mere problematisk end dengang: Trods yderligere to års økonomisk vækst og betydelige obligationsopkøb fra ECB er det ikke lykkedes at få inflationen op i nærheden af prisstabilitetsmålsætningen på "lige under 2%.". Tilmed synes ECB at være løbet tør for ammunition, og de

langsigtede inflationsforventninger i regionen er dykket markant. Ophøret af obligationsopkøbene ved udgangen af 2018 skyldtes ikke en forbedring af obligationsudsigterne, men derimod at man rammer nogen begrænsninger for hvad man kan/må købe. Rentesænkninger er også udelukket: I forvejen giver den negative indlånsrente betydelige problemer for bankerne. Da bankerne ikke kan overvælde disse omkostninger på kunderne, virker de som en skat på bankerne. Det er derfor heller ikke nogen tilfældighed, at der eksisterer en vis sammenhæng mellem obligationsrenten og den relative kursudvikling på bankaktier (i forhold til det brede aktiemarked).

### Oblighationsrente og bankaktiers relative performance



Kilde: Bloomberg

På kort sigt er det vanskeligt at se, hvad der skal løfte renterne. Vækst- og inflationsforventningerne i Eurozonen er faldet gennem det seneste kvartal.

### Forventet økonomisk vækst i 2019

Region	Market consensus			Weight (GDP)
	27.03.19	31.12.18	Change	
<b>Global</b>	<b>3,40</b>	<b>3,50</b>	<b>-0,10</b>	100,00%
<b>W. Europe</b>	<b>1,34</b>	<b>1,71</b>	<b>-0,37</b>	...
• Tyskland	1,00	1,60	-0,60	4,54%
• Frankrig	1,25	1,60	-0,35	3,09%
• Italien	0,10	0,90	-0,80	2,20%
• Spanien	2,20	2,20	0,00	1,62%
• Storbritannien	1,30	1,50	-0,20	3,00%
• Danmark	1,91	1,95	-0,04	0,40%

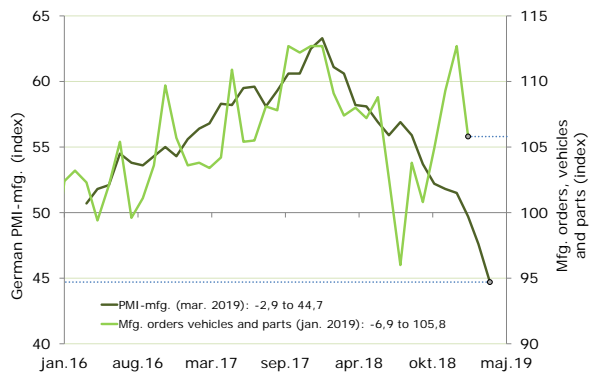
Kilder: IMF og Bloomberg

Italien flirter med økonomisk recession, og den populistiske regering kan derfor imødeses nye konfrontationer med EU's Vækst- og Stabilitetspakt i år.

Tyskland har været ramt af en ekstraordinær afmatning i den vigtige bilsektor: Indførsel af EU's nye standarder for test for udledning af skadelige partikler faldt i efteråret sammen med flaskehalse pga. det fortsatte arbejde med katalysatorer og software i bilmærker omfattet af Diesalgate. Hertil kom en vigende efterspørgsel fra USA, Europa og i mindre grad Kina. Når man har set et rebound i tilgangen af nye ordrer til bilindustrien siden september skyldes det først og fremmest færre flaskehalse – global efterspørgsel synes derimod fortsat svag. Desværre reflekteres opsvinget i bilsektoren ikke i indikatorer for den samlede fremstillingssektor i Tyskland. Det tyske PMI for fremstillingssektoren er i Q1 faldet 6,8 point til 44,7. Dette har været konsistent med den tilsvarende statistik fra Ifo. Godt nok

så man en lille stigning i dette indeks i marts, men det var pga. detailhandelssektoren samt bygge- og anlægssektoren. Ifo's indikator for fremstillingssektoren viste samme negative tendens som Markit's PMI-indeks.

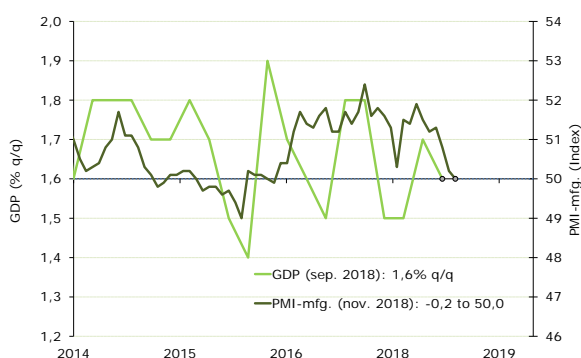
### Indikatorer for Tysklands bil- og fremstillingssektorer



Kilder: Deutsche Bundesbank og Markit

Den tyske bilsektor har desuden en lille sort sky hængende over sig: I oktober afleverede USA Handelsministerium den såkaldte "Section 232 report" til præsident Trump. Med denne rapport i hånden har Trump et vindue på 90 dage (frem til medio maj), hvor han uden at spørge Kongressen kan forhøje importafgifterne på europæiske biler. Konjunkturinstituttet Ifo estimerer, at tysk bileksport til USA vil blive halveret, hvis de amerikanske importafgifter forhøjes til 25%. Om dette skrækscenarie realiseres forekommer dog stærkt tvivlsomt. Dels møder Trump modstand i Kongressen, hvor mange mener at sammenhængen mellem import af europæiske biler og national sikkerhed er stærkt tvivlsom. Desuden har den amerikanske bilindustri advaret om, at sådanne importafgifter vil ramme den amerikanske bilindustri som en boomerang: De afledte stigninger i bilpriserne, via højere importpriser på reservedele, vil i givet fald reducere efterspørgslen.

### Udviklingen i kinesisk PMI og BNP



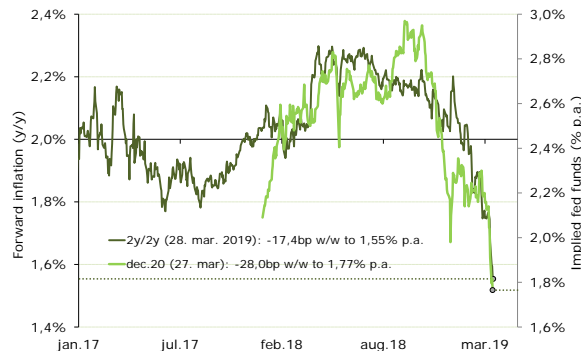
Kilder: National Bureau of Statistics China og Caixin

### HOWDY' FED-LEMPELSER?

Mens forventningerne til amerikansk økonomisk vækst har været forholdsvis stabile, så er kompasnålen for renterne i Federal Reserve (Fed) svinget fra nord til syd! Ved indgangen til Q4 forventede markedet, at Fed ville hæve renten indtil den nåede 3% i løbet af 2020. Ved udgangen af Q1 er det forventningen, at Fed kommer til at sænke renten med i alt 50bp frem mod udgangen af næste år. Udviklingen har ikke alene været båret af nye toner fra Fed-cheferne, men også af markant faldende

inflation forventninger. Som vist i grafen, er forventningerne til 2-årig inflation om 2 år (dvs. forventninger på mellemlang sigt, som er upåvirket af olie og fødevarer) faldet fra 2,3% til 1,8% siden sidste sommer.

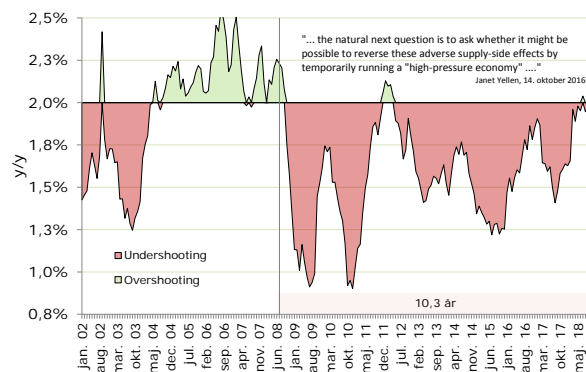
### Forventninger til inflation og Fed's styringsrente



Kilder: Federal Reserve, NYSE og egne beregninger

Det er problematisk for Fed, at inflationen er faldende efter en periode på 10 år, hvor man ikke har levet op til prisstabilitetsmålsætningen. Flere Fed-chefer har tidligere peget på, at man derfor bør tillade højere kerneinflationen end 2%. i en periode – eller ligefrem ændre pengepolitikken fra at styre efter ændringer i priserne (inflation) til at styre efter niveau i priserne. Sidstnævnte ville betyde, at man de næste 10 år skulle have en inflation højere end 2%. for at "komme på plads".

### Amerikansk kerneinflation sammenlignet med Fed's target



Kilder: Federal Reserve og Bureau of Economic Analysis

I sidste uge sagde chefen for National Economic Council, Larry Kudlow, at det ikke er hans vurdering, at der i øjeblikket pågår en afmatning i den underliggende økonomiske vækst. Ikke desto mindre anbefaler han, at Fed sænker renten med 50bp ved førstkomende lejlighed! Men lige præcis her, kan Fed risikere at komme i et dilemma: Hvis markedet opfatter rentelepsele som et signal på, at Fed nu vurderer, at en kraftigere vækstafmatning er umiddelbart forestående, så kan den blive opfattet negativt af markedet. Og i det omfang dette måtte resultere i negative effekter på bankernes kreditvilkår samt kreditspænd på virksomhedsobligationer, kan en rentesænkning vise sig at blive virkningsløs.

Med markedsforventninger, som nu peger på rentelepsele, og en Fed som kontinuerligt følger to skridt efter markedet, kan centralbanken stå overfor nogle betydelige kommunikationsudfordringer i de kommende måneder.

## BREXIT ELLER BRETERNITY?

Fredag markerede slutningen på den oprindelige artikel 50 periode inden for hvilken en udtrædelsesaftale skulle være på plads, hvis man ville undgå et "hard Brexit". Denne periode blev som bekendt forlænget til 12. april eller 22. maj. Og fredag blev Theresa May's udtrædelsesaftale med EU for tredje gang stemt ned af House of Commons. Så hvad sker der nu? Svaret er, at alle scenarier fortsat er åbne: (1) Storbritannien forlader EU uden en aftale, (2) EU forlænger artikel 50 perioden igen, hvilket besluttes på et ekstraordinært EU-topmøde den 10. april, (3) Brexit sendes til afstemning igen, og det ender med et flertal for at man bliver i EU (Breternity), (4) vi skal igennem en væsentligt længere periode med usikkerhed, hvor man først skal gennem et nyt parlamentsvalg.

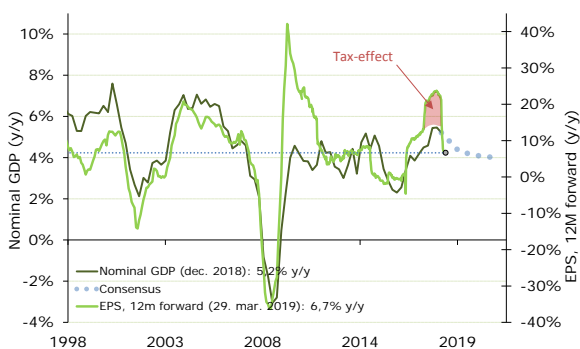
At dømme ud fra udviklingen i det britiske pund og priserne på valutaoptioner er markedet også i tvivl, om end der synes at være større tro på et "soft Brexit" (eller "Breternity") end et "hard Brexit". Med andre ord, så må man forvente betydelige reaktioner på de finansielle markeder uanset udfaldet. Der kan dog fortsat gå en rum tid, før vi får svar på Storbritanniens skæbne.

## ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Efter den overordentligt stærke start på 2019 valgte vi medio marts at reducere aktieeksponeringen. Baggrunden var en forværring af forholdet mellem afkastpotentiale og risiko. Mens risikobilledet ikke synes at have ændret sig på afgørende vis, så betyder stigninger i globale aktier på 20% siden jul, at potentialet alt-andet-lige er reduceret.

Der er specifikt to ting, som lægger en bremse på stigningspotentialet: (1) Man har ikke set tegn på, at forventningerne til virksomhedernes indtjeningsvækst er begyndt at stige, og (2) med markante aktiekursstigninger er den forventede forretning af aktier ikke længere væsentligt højere end forretningen af virksomhedsobligationer.

## Nominal økonomisk vækst og indtjeningsvækst



Kilder: Bureau of Economic Analysis og Bloomberg

Mens årsstigningstakterne for virksomhedernes indtjeningsvækst har været negativt påvirket af, at effekten af Trump's skattelempler ikke længere bidrager, så har der været et kontinuerligt fald i forventningerne til indtjeningsvækst (på 2,7%) siden starten af januar. Denne udvikling skal som minimum bremses før vi igen vil overveje at øge aktieeksponeringen.

## AFKASTUDVIKLINGEN

I den følgende 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 2019	Q1 2019	YTD 2019
<b>Obligationer</b>			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	1,82%	2,53%	2,53%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	1,91%	2,11%	2,11%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	1,68%	2,12%	2,12%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	0,76%	1,48%	1,48%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	2,29%	3,14%	3,14%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	0,21%	0,11%	0,11%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	0,41%	0,43%	0,43%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	1,00%	6,75%	6,75%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,78%	6,05%	6,05%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	1,17%	6,12%	6,12%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	1,10%	2,52%	2,52%
<b>Aktier</b>			
MSCI AC World (net div) (DKK)	2,75%	14,25%	14,25%
MSCI North America (net div) (DKK)	3,17%	15,93%	15,93%
MSCI Europe (net div) (DKK)	2,09%	12,89%	12,89%
TOPIX TR INDEX (DKK)	2,14%	8,77%	8,77%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	2,32%	11,96%	11,96%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	3,64%	13,66%	13,66%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	2,34%	12,60%	12,60%
<b>Valuta mod DKK</b>			
EUR	0,06%	0,04%	0,04%
USD	1,47%	1,85%	1,85%
JPY	2,05%	0,96%	0,96%

# Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af SEB Investment Management/SEB Asset Management Sales, en enhed i Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige ("SEB") SEB er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), som er et svensk aktieselskab, og er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finanstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de investorer, som materialet er udleveret til. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. Alle råd og informationer i materialet er baseret på kilder, som SEB har vurderet pålidelige. SEB er ikke ansvarlig for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangel heri. Investorerne opfordres til at udøve et eget skøn over, hvorledes der skal investeres, og publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for investors egen vurdering. SEB er ikke ansvarlig for det økonomiske udfald af placeringer eller andre tiltag, der er sket på basis af information i dette materiale. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og historiske afkast er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter som hører hjemme, eller investerer i, udenlandske markeder påvirkes også af udsving i valutakurser, som kan få værdien på instrumentet at stige eller falde. SEB, datterselskaber af SEB samt medarbejdere i SEB kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afsluttet positioner i finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. SEB har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse noget sted.

*Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige, Bernstorffsgade 50, 1577 København V*