



**Økonomisk
Finansielt Scenarie**

**Kvartalsrapport
Q 3 2018**

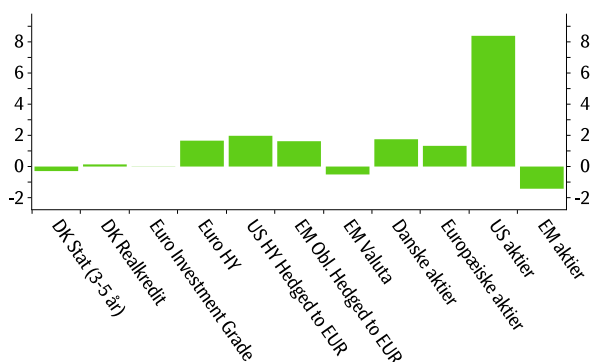
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 1. oktober 2018)

TREDJE KVARTAL VAR POSITIVT FOR AKTIER

Indgangen til årets tredje kvartal var præget af betydelig politisk-økonomisk usikkerhed. Det gælder ikke mindst Trumps konfronterende linje på det handelspolitiske område, uro i EM-regionen samt usikkerhed i forhold til den nye italienske regering. Men kvartalet endte positivt for risikofyldte aktiver: Aktier i MSCI World steg 5,2% i 3. kvartal (+4,9% i DKK). Disse stigninger var dog i høj grad drevet af USA/Nordamerika (+7,7% i DKK). Eksklusiv de amerikanske aktiver var stigningen blot på 1,7% i september. Der faldt ro over EM-regionen allerede i starten af kvartalet. Kreditspændet på EM-statsobligationer blev udvidet med 100bp fra februar til udgangen af 2. kvartal. Men trods fortsat betydelig volatilitet i tredje kvartal, så endte kreditspændet 34bp lavere. Lidt samme billede gjorde sig gældende for italienske statsobligationer helt ind til slutningen af kvartalet. Men her betød regeringens for lempelige finanslovsudspil, at de italienske renter steg kraftigt. Rentespændet til Tyskland lukkede derfor kvartalet på 237bp, hvilket var 30bp højere end ved udgangen af Q2.

Afkast på forskellige aktiver i 3. kvartal 2018 (DKK)



Kilde: Macrobond

KOLDKRIG PÅ HANDELSOMRÅDET?

Man kan med nogen ret påstå, at Trumps strategi på handelsområdet, ikke mindst overfor Kina, har karakter af "kold krig": Han truer med en kraftig eskalation af protektionistiske foranstaltninger, og aflyser hyppigt planlagte forhandlingsrunder. Da Kinas ledelse flere gange har meldt ud, at man ikke forhandler med en pistol for tindingen, men at man derimod slår tilbage, er det muligt at tegne meget dystre scenarier for et eventuelt slutspil i denne koldkrig. Men som Trumps første økonomiske rådgiver, Steve Bannon, slog fast tidligere på året, så er det ikke Trumps ønske at føre total krig på handelsområdet, men derimod at få rettet op på nogle af de "uretfærdigheder", der hidtil har eksisteret i handelssamkvemet med Kina. Hertil kommer, at meget negativt nyt på handelsområdet allerede har været inddiskonteret i aktiemarkedene. Det ses først og fremmest med kinesiske aktiers svage performance i forhold til de amerikanske, vel vidende at trusler om handelskrig ikke er det eneste, der har påvirket aktiemarkedet i år.

Aktiekurser og obligationsrenter indeholder altid en betydelig mængde information om forventninger til fremtiden. Og markedsreaktioner på økonomisk-politisk nyt skal altid ses i lyset af, hvor meget der allerede er inddiskonteret i markedet. Senest har Trump (den 18. september) annonceret, at man pålægger en

10% told på kinesiske varer for 200 mia. USD. Kineserne svarede øjeblikkeligt igen med 5-10% told på amerikanske varer for 60 mia. USD. Dette er nyheder, som utvetydigt er negative. Men begge dele var ventet. Oven i købet var det frygtet, at toldsatserne ville blive endnu højere. Derfor så man en positiv reaktion på aktiemarkedene i Shanghai og Shenzhen. De kinesiske A-aktier steg 4,5% i kølvandet på udmeldingerne den 18. september. Men målt over kvartalet er de kinesiske A-aktier faldet 0,9%. Dette er næsten 10% svagere end de amerikanske!

Der er nu et begrundet håb om, at der ikke kommer yderligere væsentlige handelstiltag på denne side af det amerikanske midtvejsvalg den 6. november. Som bekendt er der i forvejen "våbenhvile" mellem USA og EU frem til midtvejsvalget. På kvartalets sidste dag lykkedes det USA og Canada at indgå en aftale, som også omfatter Mexico. Den nye aftale, USMCA-aftalen, afløser NAFTA.

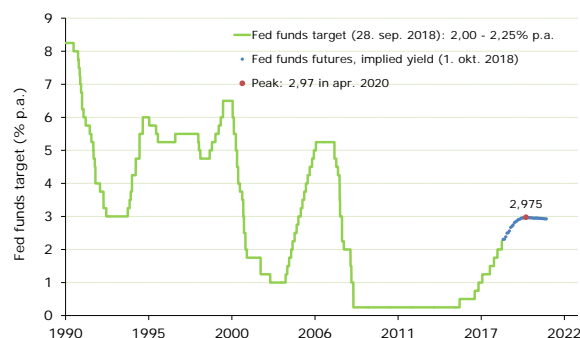
HVAD SIGER DEN PENGEPOLITISKE GPS?

Hvis der er noget, som har præget udviklingen på de finansielle markeder siden finanskrisen, så er det den ekstraordinært lempelige pengepolitik. Alle større centralbanker har sænket renterne i kølvandet på finanskrisen til et niveau omkring 0% og opkøbt obligationer i større stil. USA har størst betydning: Dels er USA fortsat verdens førende økonomi, dels er dollaren verdens reservevaluta og dels er den amerikanske højkonjunktur lidt længere fremme end den europæiske. Og amerikanerne tog for knap tre år siden hul på en gradvis normalisering af pengepolitikken. Det er dog en normalisering, som i et historisk perspektiv, er uhørt langsom. Og tredje kvartal bød ikke på væsentlige nye meldinger fra den pengepolitiske GPS. Tværtimod: Markedets forventninger til kerneinflation i 2019 er uændrede, hvilket også er reflekteret i prisudviklingen på inflationsindekserede obligationer.

Senest har september budt på møder i alle de større centralbanker. På FOMC-mødet den 26. september besluttede de amerikanske centralbankchefer som ventet at hæve renten med 25bp til 2,00-2,25%. Det var den ottende renteforhøjelse siden "lift-off" i december 2015.

For de finansielle markeder er det væsentligt, hvor meget renten skal hæves yderligere, før man vurderer at nok er nok? og i hvilket tempo det kan ventes at ske i? Markedet forventer lige nu, at den amerikanske styringsrente skal toppe i 3,0% i starten af 2020. FOMC-mødet i september ændrede ikke væsentligt på disse forventninger.

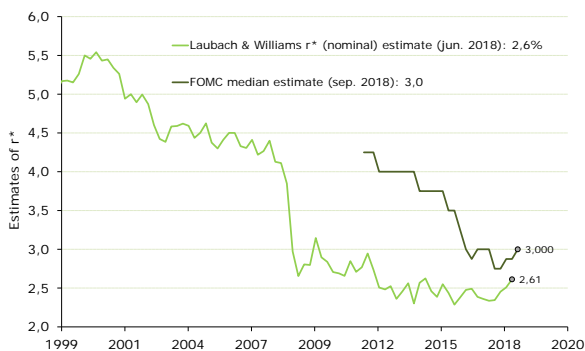
Amerikansk styringsrente og forventninger



Kilder: Federal Reserve Bank og Bloomberg

Forventningerne, som illustreret i grafen, er at betragte som gennemsnitsforventninger. Der er betydelig uenighed blandt markedsdeltagere og Fed-chefer med hensyn til det videre forløb. Der er specielt to forhold som deler vandene: Forskellige vurderinger af den langsigtede ligevægtsrente (endestationen for styringsrenten: r^*) og inflationsforventningerne (tempo og styrke i renteforhøjelser). Mens markedsrenterne peger på, at styringsrenten vil toppe i 3,0% i starten af 2020, så peger materialet fra mødet i september på betydelig uenighed blandt Fed-cheferne. Her varierer prognoserne fra 2,1% til 3,9% i 2020. Medianestimatet hos Fed-cheferne ligger på 3,4%. Vi kan se ud fra de øvrige prognoser, at en af forklaringerne er betydelige forskelle i vurderingen af den langsigtede ligevægtsrente.

Estimater af den langsigtede ligevægtsrente, r^*

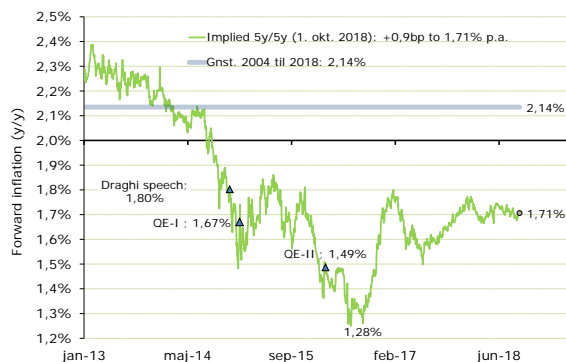


Kilder: Federal Reserve Bank og Federal Reserve Bank of San Francisco

Nogle af de mest anerkendte studier af den såkaldte r^* er lavet af Laubach & Williams fra San Francisco Fed. Den ene af disse, John Williams, er sidenhen skiftet til New York Fed, og dermed til inderkredsen af beslutningstagere i Fed. Som vist i grafen er deres estimat lige nu, at den langsigtede (nominelle) ligevægtsrente ligger på 2,6%. Det ses også, at konsensusestimater fra Fed-cheferne nærmer sig dette estimat.

De mellemlange og lange obligationsrenter i Tyskland steg i tredje kvartal. Den 10-årige rente steg således med 17bp til 0,47%, mens den 5-årige rente steg 21bp. Næsten hele stigningen skete i september. Dette skyldes næsten udelukkende tilbagesalg, da risikoappetitten vendte tilbage til markedet. Uro i Italien på kvartalets sidste handelsdag skar dog toppen af de tyske rentestigninger. De langsigtede inflationsforventninger i Eurozonen, som kan udledes af priserne på inflationsindekserede obligationer, var nogenlunde uændrede i september.

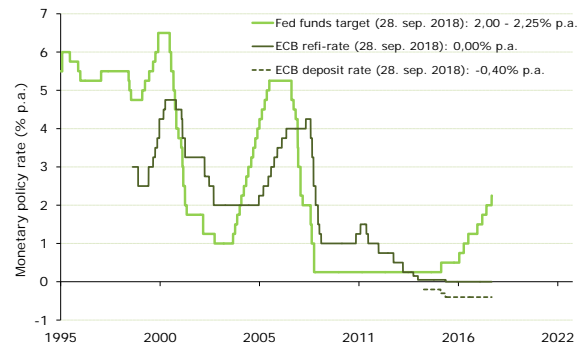
Langsigtede inflationsforventninger i Eurozonen



Kilder: Bloomberg, ECB og egne beregninger

Mario Draghi, der er chef for ECB frem til november 2019, skabte en anelse uro i en tale til Europaparlamentets Økonomiske- og Monetære Komité den 24. september. Euroen blev kortvarigt styrket, og obligationsrenterne steg, da centralbankchefen pegede på stigende kerneinflation i den kommende tid. Dagen efter var ECB's cheføkonom, Peter Praet imidlertid i medierne og understreger, at der ikke var tale om noget nyt i forhold til ECB's forventninger til inflation og/eller pengepolitik.

ECB's styringsrente



Kilder: ECB og Federal Reserve Bank

MAKROØNOMISKE NØGLETAL SPILLEDE 2. VIOLIN

September bød ikke på de helt store overraskelser i de centrale makroøkonomiske nøgletal for de større økonomier.

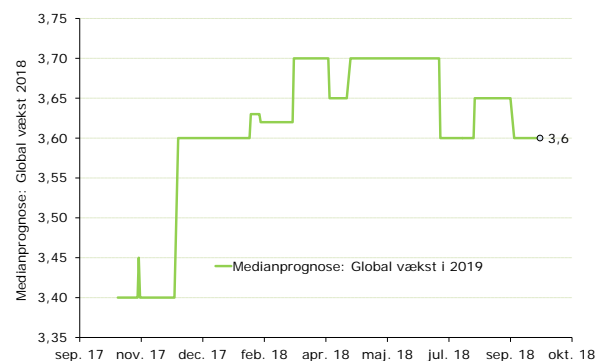
Makroøkonomiske overraskelser i USA



Kilde: Citigroup

Det er også konklusionen når man ser på finansielle indikatorer: Disse viser ingen substantielle ændringer i markedets forventninger til økonomisk vækst og/eller inflation.

Markedsforventninger til økonomisk vækst i 2019



Kilde: Bloomberg

ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Forholdsvist stærke økonomiske nøgletal i fraværet af væsentlig inflation, lempelig finanspolitik (USA og Kina) samt den seneste handelsaftale mellem USA, Canada og Mexico bevirker, at udsigterne for globale aktier fortsat ser stærke ud. En fortsat aktieovervægt er således konsistent med vores forholdsvist optimistiske vurdering af konjunktursituationen.

Emerging Markets (EM) har fortsat betydelige udfordringer. Og det vil være væsentlig for disse at se stigende vækst i international handel samt mindre protektionisme og usikkerhed herom. Ikke mindst vil det være positivt for kinesiske/asiatiske aktier, hvis det lykkes Washington og Beijing at nå en aftale på handelsområdet.

Undervægtene i Investment Grade virksomhedsobligationer samt amerikansk High Yield obligationer fastholdes. Det forventede afkast synes ikke at levne megen plads til negative overraskelser i disse aktivklasser.

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)	Sep 2018	Q3 2018	YTD 2018
Obligationer			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	-0,13%	-1,05%	-0,49%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	-0,93%	-0,59%	-1,67%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	-0,85%	-0,76%	0,77%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	-0,26%	-1,03%	-0,41%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	-0,63%	-0,54%	1,23%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	-0,06%	-0,19%	-0,30%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	-0,11%	-0,23%	-0,14%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	0,83%	2,14%	1,14%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,64%	1,53%	-0,61%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	1,30%	1,58%	-5,12%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0,14%	0,05%	0,84%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	0,64%	4,91%	7,51%
MSCI North America (net div) (DKK)	0,59%	7,66%	13,35%
MSCI Europe (net div) (DKK)	0,56%	1,41%	1,00%
TOPIX TR INDEX (DKK)	3,24%	3,86%	4,73%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-0,33%	-0,49%	-4,40%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-3,49%	2,14%	2,46%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-3,41%	1,94%	4,65%
Valuta mod DKK			
EUR	0,03%	0,09%	0,16%
USD	0,20%	0,61%	3,55%
JPY	-2,18%	-1,89%	2,70%

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