

FINANSUGEN

15. marts 2019, uge 11

Redaktion

International økonomi

Chefanalytiker Bjarne Kogut
bik@al-bank.dk
 3848 4552

Dansk økonomi

Cheføkonom Signe Roed-Frederiksen
srf@al-bank.dk
 2490 1410

Privatøkonom
 Brian Friis Helmer
bf@al-bank.dk
 2910 6995

Økonom
 Anders Christian Overvad
aco@al-bank.dk
 2883 6008

UGENS FINANSMARKED		
Aktier	7 dage	Niveau
S&P500	+ 2,2%	2.808
Nikkei	-0,0%	21.451
C25 (DK)	+ 1,9%	1.126
S30	+ 2,0%	1.591
FTSE	+ 0,4%	7.185
DAX	+ 0,6%	11.587
Euro 50	+ 1,0%	3.342
BRIC	-0,4%	320
VIX	-20,4%	13
Valuta	7 dage	Niveau
EUR/USD	+0,9%	1,1322
EUR/DKK	+0,0%	7,4621
USD/DKK	- 0,8%	6,5911
SEK/DKK	+0,7%	0,7103
NOK/DKK	+1,3%	0,7704
GBP/DKK	+0,1%	8,7312
CHF/DKK	- 0,0%	6,5769
JPY/DKK	- 0,8%	5,9041
Renter	7 dage	Niveau
US 2Y	-0,02	2,46%
US 10Y	-0,02	2,62%
Tysk 10Y	+0,01	0,07%
Dansk 10Y	+0,00	0,16%
Råvarer	7 dage	Niveau
Guld	+1,4%	1.303
Olie (WTI)	+4,3%	59
Metaller	+0,4%	3.023

Opdateret per: 15. marts

Finansmarkedet forventer uændret ECB-rente de næste 2 år

Flertallet af de økonomiske nøgletal fra eurozonen peger fortsat i retning af bedring, selv om der som sædvanlig er signaler i alle retninger (se mere på side 2). Bedringen understøtter aktiemarkedene, men samtidig er obligationsrenterne forblevet meget lave. Det sidste er især styret af markedsforventningerne til pengepolitikken, som igen er styret af signalerne fra centralbankerne. Spørgsmålet er, om centralbankerne på et tidspunkt vil skifte signal, hvis bedringen af økonomien fortsætter (se mere på side 4).

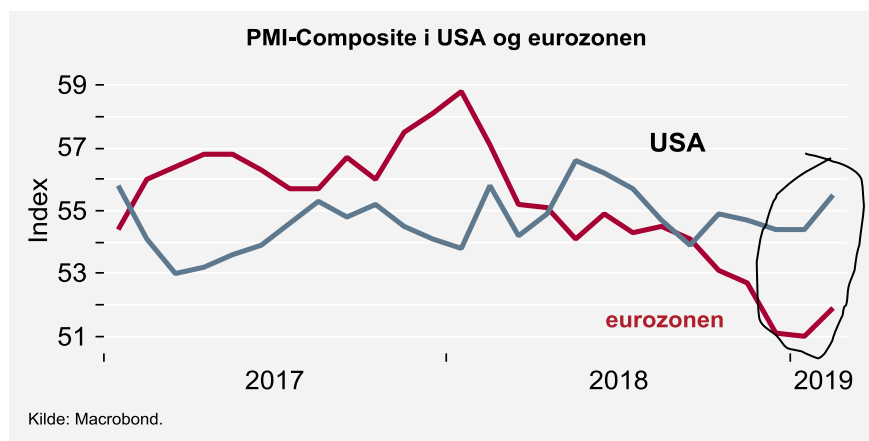
Næste uge: Rentemøde i USA og aktivitetsbarometre for marts

I **USA** afholder centralbanken (Fed) rentemøde på onsdag, hvor den pengepolitiske rente forventes fastholdt på 2,25-2,50 pct. Udover rentebeslutningen udsender Fed også ny prognose for økonomien samt et nyt "prik-diagram" i hvilket mødedeltagerne markerer, hvad de mener, at den pengepolitiske rente bør være de næste to år. I prikdiagrammet fra december måned er signaleret to renteforhøjelser i år og en yderligere i 2020, men det forventes, at mødedeltagerne skruer ned for antallet af renteforhøjelser.

Torsdag afholdes pengepolitiske møder i **Norge, Schweiz og Storbritannien**. Den norske centralbank forventes at hæve deres ledende rente med 25 bp. til 1,00 pct., mens pengepolitikken forventes holdt uændret i de to andre lande.

Både fra **USA og fra eurozonen** kommer der fremadrettede erhvervsaktivitetsbarometre for marts måned. Det sker på fredag, og forventningen er, at de seneste tegn på bedring i aktiviteten vil fortsætte, jævnfør grafen over "PMI-Composite".

Fra **Danmark** byder næste uge byder kun på få nøgletal, hvor de væsentligste er lønmodtagerbeskæftigelsen for januar og forbrugerforventningerne for marts.



Indhold

Tegn på bedring i tysk økonomi – undtagen indenfor industrien	2
Lave markedsforventninger til pengepolitikken.....	4
Dansk økonomi	6
Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger	7

Tegn på bedring i tysk økonomi – undtagen indenfor industrien

Der er nu kommet en række tal for den faktiske udvikling i Tysklands økonomi i januar, og desuden er der kommet fremadrettede erhvervsbarometre for februar. Spørgsmålet er, hvilket billede, der tegner sig af den tyske økonomi – Europas største - ved starten af 2019?

I tabellen nedenfor ses et udvalg af vigtige nøgletal gennem de seneste måneder, og desuden er medtaget tal for bilindustrien, der – groft sagt – udgør 1/8-del af Tysklands økonomi.

Centrale nøgletal for Tysklands økonomi, ændring pct. m/m og år/år

	februar	januar	december	november
industriproduktion		-0,8 / -3,3	0,8 / -2,7	-1,3 / -2,7
- herunder af biler		-12,7 / -15,3	11,2 / -1,3	-1,5 / -14,6
industriens ordreindgang		-2,6 / -3,9	0,9 / -4,5	-0,2 / -3,4
- herunder på biler		-6,1 / -3,0	3,1 / 0,0	4,2 / -3,0
detailomsætning		3,3 / 2,6	-3,1 / -1,6	1,6 / 1,5
eksport (pct. m/m)		0,0	1,5	-0,9
- herunder af biler			-24,5 / -10,5	-0,6 / -9,1
PMI Composite (indeks)	52,8	52,1	51,6	52,3

Kilde: Bloomberg og Macrobond.

Udvalgte nøgletal

Hovedindtrykket er:
fremgang

Som altid er der tal, der peger opad for økonomien og tal, der gør det modsatte. Men hovedindtrykket er, at der er tegn på bedring – undtaget indenfor industri, herunder biler.

Tegnene på fremgang i økonomien efter årsskiftet kommer fra detailomsætningen (privatforbruget udgør 53 pct. af det tyske BNP) og fra PMI-erhvervsbarometret, der steg i både januar og februar. Erhvervsbarometret måler aktiviteten indenfor industrien og servicefagene set under ét, og hvor stigning i aktivitetsbarometret for servicefagene har mere end opvejet fortsat tilbagegang i aktivitetsbarometret for industrien. Med lidt god vilje kan det også udlægges positivt, at eksporten ikke faldt i januar efter en pæn fremgang måneden før.

Men det halter stadig
indenfor industrien

Omvendt er der fortsat ikke meget forår at spore i tallene fra industrien, hvor både produktion og ordreindgang faldt i januar – også inden for bilindustrien.

Samlet peger alt dette i retning af, at væksttempoet fortsat er langsomt i den tyske økonomi, men omvendt er der ingen som helst tegn på en recession, altså minusvækst i økonomien. Grundlæggende holdes aktiviteten oppe af privatforbruget og af aktiviteten i servicefagene, som ofte er hjemmemarkedsrelaterede brancher.

Nedenfor er vist udvalgte prognoser på den tyske BNP-vækst i 2019 (i 2018 landede væksten på 1,5 pct.).

Lavere væksttempo i år end i fjor, men ingen recession

	Forventet BNP-vækst 2019
OECD	0,7 pct.
IMF	1,3 pct.
Den tyske regering	1,0 pct.

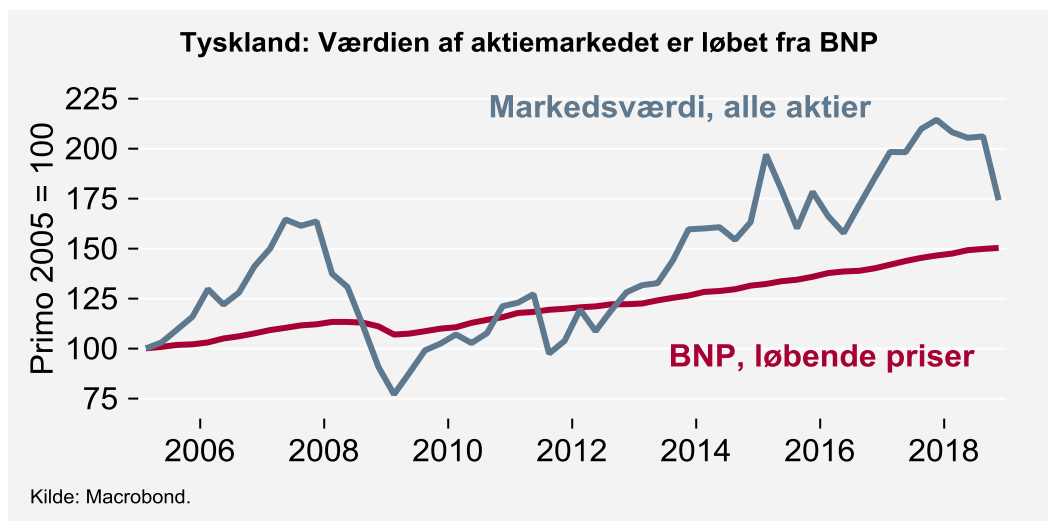
Den tyske økonomi gik ned i tempo gennem andets halvår 2018, hvilket afspejlede sig i, at det tyske DAX-aktieindeks faldt mere end europæiske aktier generelt.

Skuffende tysk økonomi gav kursfald på tyske aktier



Kursfaldet på tyske aktier har dog bragt markedsværdien af det samlede tyske aktiemarked tættere på værdien af den samlede tyske økonomi. I grafen nedenfor er det vist med den indekserede udvikling i BNP hhv. aktiemarkedet siden 2005. Afstanden mellem markedsværdi og BNP bruges populært som en (meget grov) rettesnor for prissætningen af aktiemarkedet. Aktiemarkedet er med andre ord blevet mindre overvurderet.

Kursfaldet har bragt aktiemarkedet tættere på den underliggende økonomi



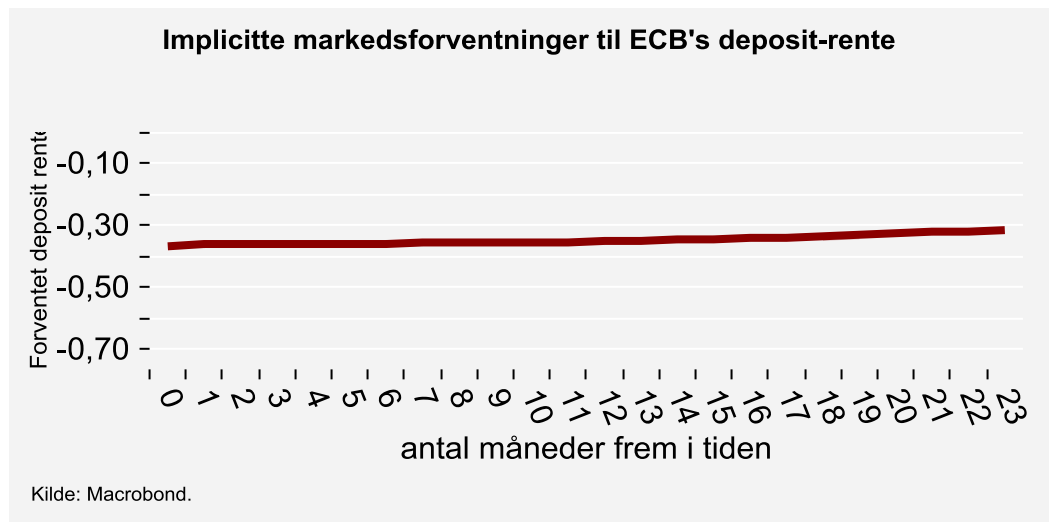
Lave markedsforventninger til pengepolitikken

To af verdens ledende centralbanker, Fed i USA og eurozonens ECB, har siden nytår ændret signaler omkring deres pengepolitik fremadrettet, hvilket efterhånden er "old news". Chefen for den amerikanske centralbank sagde allerede omkring nytår, at den ledende rente i USA er tæt på at være passende set i forhold til økonomiens tilstand. Og i sidste uge skubbede ECB tidspunktet for deres første renteforhøjelse ud til efter udgangen af 2019, hvor de tidligere havde meldt ud, at renten ville blive hævet efter sommeren 2019.

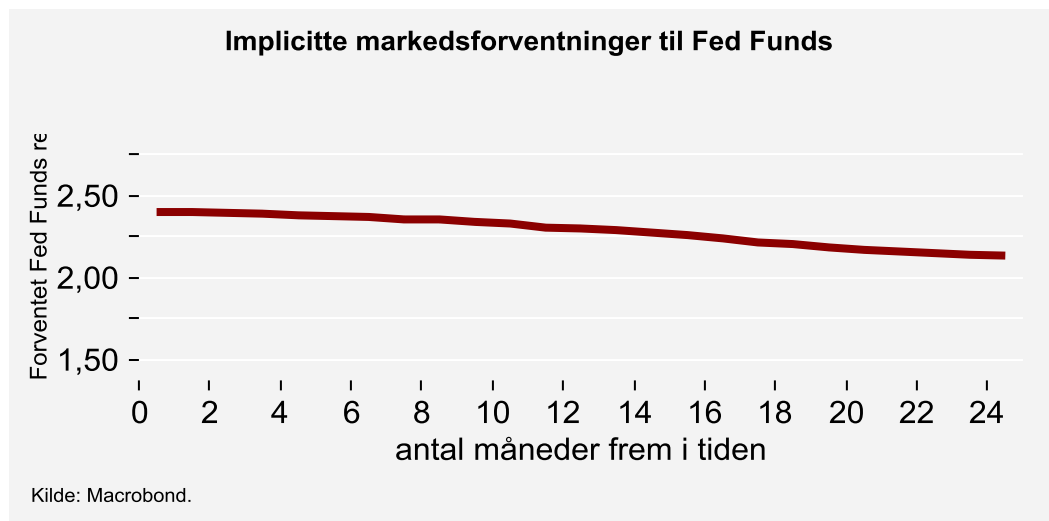
Hvis man ser på forventningerne i finansmarkedet til pengepolitikken to år ud i fremtiden er billedet, at de pengepolitiske renter stort set forventes at blive holdt i ro de næste to år – finansmarkederne er dermed mere "dueagtige" i deres forventninger end centralbankernes udmeldinger.

Både Fed og ECB har udsendt "dueagtige" signaler de seneste måneder

Finansmarkedet forventer – groft sagt – uændret pengepolitik i eurozonen de næste 2 år



Markedsforventningerne kan aflæses ud fra priserne på de såkaldte futures, som er finansielle kontrakter, hvor prisen er bestemt af markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter x måneder ud i fremtiden.



Mht. Fed har penge-markedet indpriset rentensættelse

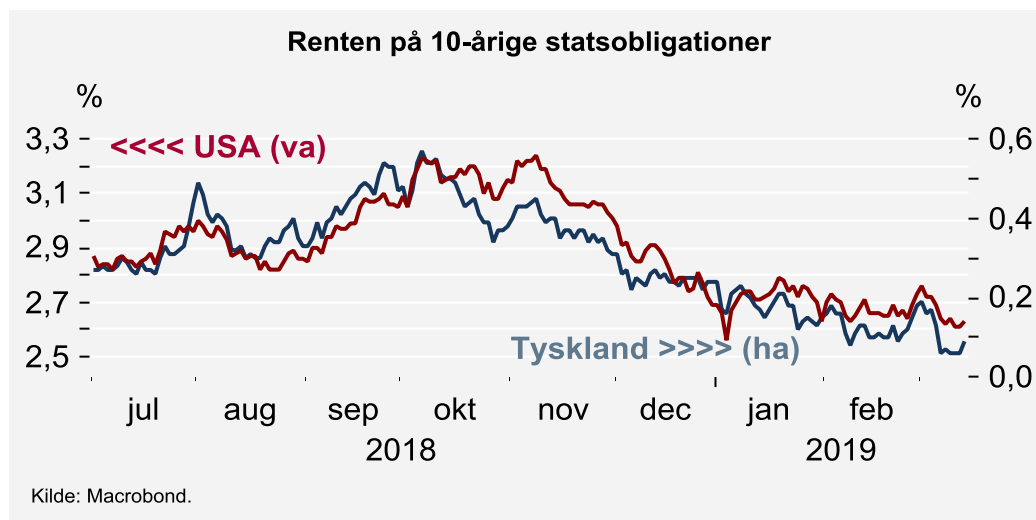
Den første graf viser markedsforventningerne til ECB's indlånsrente, mens den nederste graf viser forventningerne til den pengepolitiske rente (se graferne på forrige side). At forventningerne kaldes "implicitte" skyldes, at de er aflæst ud fra priserne på de førnævnte futures.

ECB's indlånsrente er i dag -0,40 pct., og vi skal to år frem i tiden, dvs. et stykke ind i 2021, før finansmarkedet i øjeblikket mener, at ECB har hævet indlånsrenten og det med blot 10 bp. til -0,30 pct.

Feds ledende pengepolitiske rente er i dag intervallet 2,25-2,50 pct. og her ser finansmarkedet faktisk en pæn sandsynlighed for, at denne rente er sænket med 25 bp. indenfor 2 års horisont.

Disse meget lave markedsforventninger til de pengepolitiske renter er en del af forklaringen på de fortsat meget lave obligationsrenter i USA og Europa, nedenfor illustreret med renten på 10-årige tyske og amerikanske statsobligationer.

Markedsforventningerne til de pengepolitiske renter styrer obligationsrenterne



Centralbankernes signaler er bl.a. styret af de foranderlige økonomiske nøgletal

Pengepolitik er data-afhængigt

Det skal imidlertid ikke glemmes, at centralbankerne ikke er væsentligt bedre til at forudsige fremtiden end alle andre. Derfor er deres pengepolitiske udmeldinger i høj grad styret af de aktuelle signaler fra samfundsøkonomien.

Signalerne fra samfundsøkonomien ændrer sig hele tiden, så derfor er centralbankernes pengepolitik "data-afhængig", dvs. styret af grundtonen i den løbende strøm af økonomiske nøgletal. Hvis de økonomiske signaler ændrer sig, ændrer centralbankernes pengepolitiske signaler sig også, hvilket styrer markedsforventningerne til pengepolitikken og dermed også priserne på de førnævnte futures.

Det kan ikke udelukkes, at rentesignalerne fra Fed og ECB får en ny drejning senere i år i retning af højere pengepolitiske renter alligevel, hvilket vil kunne presse markedsforventningerne og dermed obligationsrenterne op. Det, der taler for, er, at inflationen ser ud til at ville stige på grund af tiltagende lønstigningstakt, ligesom noget af den aktuelle usikkerhed om Brexit og handelskrig kan aftage på et tidspunkt og bane vejen for et højere væksttempo i USA og i eurozonen.

Dansk økonomi

Lavere inflation i februar

Friske tal for forbrugerpriserne viser en årlig stigningstakt på 1,1 pct. i februar måned. Det er et fald i forhold til januar, hvor stigningstakten var 1,3 pct. Udviklingen er hovedsageligt drevet af lavere prisstigninger inden for beklædning og fodtøj samt fritid og kultur, der trækker den årlige stigningstakt ned.

Inflationen faldt til 1,1 pct. i februar

Ser vi frem mod de kommende måneder, forventer vi, at inflationen tiltager en lille smule. For 2019 som helhed forventer vi, at inflationen kryber opad og ender på 1,3 pct. i forhold til 2018, og at inflationen i 2020 ender på 1,9 pct.

Lønningerne stiger mere end priserne

Prisstigningerne over det seneste år betyder godt nok, at der skal lægges lidt flere penge for de samme varer og tjenester. En gennemsnitlig børnefamilie bruger i dag 4.700 kr. mere om året på at købe de samme varer som for et år siden. Det er særligt udgifter til bolig og rejser, der tynger ekstra i budgettet.

Lønningerne er imidlertid steget med 2,5 pct. i gennemsnit

Til gengæld kan familien glæde sig over, at lønnen er steget endnu mere end priserne. Den seneste statistik fra DA viste, at lønningerne i 4. kvartal 2018 steg med 2,5 pct. i forhold til 3. kvartal året før. Der er altså stadig tale om en pæn fremgang i reallønnen.

Kalender:

Udgiver	Udgivelse	Periode	Dato
Finans Danmark	Boligmarkedsstatistikken	4. kvartal 2018	18-03-2019
Danmarks Statistik	Lønmodtagerbeskæftigelsen	Januar 2019	21-03-2019
Danmarks Statistik	Forbrugerforventninger	Marts 2019	21-03-2019
Danmarks Statistik	Ejendomssalg og prisstatistik	4. kvartal 2018	22-03-2019

Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger

		2018	2019 forv.	2020 forv.
USA	BNP-vækst	2,9	2,3-2,5	1,5-2,0
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Pengepolitisk rente	2,25-2,50	2,25-2,50	2,50-2,75
	10-årig statsrente	2,62	2,85-3,10	3,25-3,50
		2018	2019 forv.	2020 forv.
Eurozonen	BNP-vækst	1,8	1,1 (ny)	1,2 (ny)
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	Pengepolitisk rente (refi)	0,00	0,00	0,00
	10-årig statsrente (tysk)	0,08	0,15-0,40	0,60-0,85
		2018	2019 forv.	2020 forv.
Danmark	BNP-vækst	1,2	1,6 (ny)	1,3 (ny)
	Inflation	0,8	1,3	1,9
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
	10-årig statsrente	0,17	0,15-0,40	0,60-0,85
	30-årig realkreditrente*	1,65	1,75-1,95	2,00-2,25
	6 mdr's Cita	-0,52	-0,50 - -0,40	-0,35 - -0,25
	F3 (dec. 2021)*	-0,248	-0,13 - -0,03	0,02 - 0,12
	F5 (dec. 2023)*	0,028	0,24 - 0,34	0,39 - 0,49
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
Valuta	USD pr. EUR	1,1325	1,13-1,18	1,18-1,23
	DKK pr. 100 EUR	746,34	746,0-747,0	745,0-746,0
	DKK pr. 100 USD	659,04	630-660	605-630
	DKK pr. 100 SEK	71,03	72,50-74,50	76,80-78,40
	DKK pr. 100 NOK	77,01	78,00-80,00	81,00-82,75

* Der er ikke taget højde for kursskæring og bidrag. Renteprognosen er ikke nogen garanti for, hvordan renten udvikler sig i fremtiden og ændrer ikke på, at banken generelt anbefaler kurssikring af realkreditlån ved køb/salg af bolig og ved omlægning/tillægslån.

Nøgletal og begivenheder i perioden 18.03.19 til 22.03.19

	Land	Art og offentliggørelsestidspunkt	Periode	Enhed	Forventet i markedet	Forrige periode
Mandag 18-03-2019	JPY	eksport (00.50)	februar	% år/år	-0,7	-8,4
	JPY	import (00.50)	februar	% år/år	-6,3	-0,6
	JPY	handelsbalance (00.50)	februar	mia.JPY	300	-370
	UK	Rightmove huspristal (01.0)	marts	% m/m og år/år		0,2 / 0,7
	JPY	industriproduktion (endelige tal, 05.30)	januar	% m/m og år/år		prelim: -3,7 / 0,0
	EUR	handelsbalance (11.00)	januar	mia.EUR		15,6
	USD	NAHB's Housing Market Index (15.00)	marts	indeks	63	62
Tirsdag 19-03-2019	CHF	eksport (08.00)	februar	% år/år		0,6
	CHF	import (08.00)	februar	% år/år		4,8
	CHF	handelsbalance (08.00)	februar	mia.CHF		
	UK	arbejdsløshed (10.30)	februar	% / ændring 1000	4,0 / ...	4,0 / 14,2k
	EUR	byggeri og anlæg (11.00)	januar	% m/m og år/år		-0,4 / 0,7
	EUR	løn- og omkostninger (11.00)	4.kvt.2018	% år/år		2,5
	DEU	ZEW-indekset (11.00)	marts	indeks	-11,5	-13,4
	USD	factory orders (16.00)	januar	% m/m	0,0	0,1
Onsdag 20-03-2019	DEU	producentpriser (08.00)	februar	% m/m og år/år	0,1 / 2,8	0,4 / 2,6
	UK	inflation (i alt / kerne, 10.30)	februar	% år/år	1,9 / 1,8	1,8 / 1,9
	Portugal	sælger skatkammerbeviser (11.30)				
	USD	pengepolitisk møde (19.00)	rentebeslutning	Fed Funds, %	2,25-2,50	2,25-2,50
	USD	Prognose for økonomien (19.00)				
Torsdag 21-03-2019	DKK	forbrugertillid (08.00)	marts	indeks		3,3
	CHF	Pengepolitisk beslutning (målzone for led.rt.)		%	-0,75	-0,75
	NOK	Rentemøde i Norges Bank (10.00)		ledende rente, %	1,00	0,75
	UK	offentlige finanser (10.30)	april-februar	mia.GBP		
	UK	detailomsætning (10.30)	februar	% m/m og år/år	0,0 / 2,5	1,0 / 4,2
	UK	pengepolitisk møde (13.00)		repo rate, %	0,75	0,75
	USD	jobless claims (13.30)	ugetal	1000 pers.		229k
	USD	Philadelphia Fed-indekset (15.00)	marts	indeks	5	-4,1
	USD	leading indicators (Conf. Board, 15.00)	februar	% m/m	0,1	0,0
	EUR	forbrugertillid (16.00)	marts	indeks	-7,4	-7,4
	Fredag 22-03-2019	JPY	inflation (i alt / kerne, 00.50)	februar	% år/år	0,3 / 0,4
JPY		PM I-industri (01.30)	marts	indeks		48,9
FRA		PM I-industri (09.00)	marts	indeks	51,2	51,5
FRA		PM I-service (09.00)	marts	indeks	50,5	50,2
DEU		PM I-industri (09.30)	marts	indeks	48,4	47,6
DEU		PM I-service (09.30)	marts	indeks	54,9	55,3
EUR		betalingsbalance (10.00)	januar/sum 12 m	mia. EUR		16,2
GRE		betalingsbalance (11.00)	januar	mia. EUR		-1,51
EUR		PM I-industri (flash estimate, 10.00)	marts	indeks	49,5	49,3
EUR		PM I-service (flash estimate, 10.00)	marts	indeks	52,5	52,8
EUR		PM I-composite (flash estimate, 10.00)	marts	indeks	52,0	51,9
USD		M arkit PM I-industri (14.45)	marts	indeks	54,0	53,0
USD		M arkit PM I-service (14.45)	marts	indeks	56,5	56,0
USD		M arkit PM I-composite (14.45)	marts	indeks		55,5
USD		Existing home sales (15.00)	februar	mill. annualiseret	5,10	4,94
USD		gennemsnitlig huspris (15.00)	februar	% m/m og år/år		
USD		offentligt budget (20:00)	okt.-feb.	mia. USD		
SPA		Ny rating fra DBRS (23.30)				
SPA		S&P udsender ny rating (23.30)				

Redigeret af chefanalytiker Bjarne Kim Kogut, Børsområdet. Tlf. 38 48 45 52. E-mail: bjk@al-bank.dk.

Dette materiale er udarbejdet af Arbejdernes Landsbank, som generel information til personlig brug. Anbefalinger skal ikke opfattes som hverken tilbud om eller opfordring til køb eller salg af de pågældende papirer, tjenesteydelser mv. Materialet er alene udarbejdet på basis af offentligt tilgængeligt materiale. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at materialet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig intet ansvar for materialets nøjagtighed eller fuldkommenhed. De oplysninger, der er anført, kan have ændret sig i forhold til produktionstidspunktet, ligesom informationen ikke tager udgangspunkt i eller er tilpasset nogen kunders personlige forhold. Derfor opfordrer vi dig til at indhente yderligere og/eller opdateret information i banken. Arbejdernes Landsbank samt medarbejdere i banken kan have positioner i eller foretage køb eller salg mv. af de værdipapirer, som er omtalt.