

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 03 | JANUAR 2018



Læs blandt andet:

Bliver 2018 et godt aktieår?

Er italiensk valg en risiko?

NOK og SEK er undervurderet

Et vintage år for Europa





Anders Høyer

Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Et vintage år

2017 var et år, hvor det ene gode nøgletal afløste det andet. Det var guf for aktierne. Generelt var 2017 et godt år for investorer – specielt de første måneder af året. Jo større risiko man tog, desto større blev belønningen.

På mange måder venter vi, at en modereret udgave af den gode stemning fortsætter, selvom en række politiske forhold spøger i 2018. Hvad vil italienerne, når de skal til valg, og melder Trump USA ud af NAFTA? En anden stor joker for aktiemarkedet bliver renteutviklingen. Det stærkere opsving har løftet forventningerne til inflationen og dermed de toneangivende renter. Boligrenterne slap indtil starten af i år.

Vi fastholder vores forventninger om stigende renter i 2018. Vi vurderer dog også, at der fortsat er plads til rentestigninger, før aktier ikke længere er attraktive i forhold til obligationer. Det gælder specielt for europæiske aktier. Men stigende renter i 2018 betyder også, at afkastet fra obligationer vil blive dæmpet lidt.

I vores valutaafsnit sætter vi spot på, hvad boligpriserne i Oslo og Stockholm har at gøre med kursen på norske og svenske kroner samt forklarer, hvorfor vi ikke længere tror på stigende euro over for dollar.

God læselyst.

Anders Høyer

Ansvarshavende redaktør

Et vintage år.....	2
--------------------	---

MAKRO OG OBLIGATIONER

2017: Et vintage år. 2018: Vinen bliver bedre	4
USA: Solidt opsving og første år med Trump	6
Statsrenterne er steget – boligrenterne vil følge trop.....	8
Rentepronose.....	9
Italiensk valg er en begrænset trussel	10

AKTIER

Aktiekumme: Godt aktieår i 2017	12
Aktieregioner	13
Kæmpen er vågnet.....	14
Top picks for 2018.....	16
Vigtigste begivenheder for markedet: Hvilke konsekvenser får de?.....	17

VALUTA

Nabovalutaer er undervurderet.....	18
Valutapronose	19
Markedsoverblik – afkast i 2017.....	20

Dataarbejde er afsluttet 30. januar 2018.

Dette materiale er udarbejdet til Sparekassen Kronjyllands kunder. Materialet er udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængeligt materiale. Sparekassen vurderer, at kilderne er pålidelige, men Sparekassen garanterer ikke for, at oplysningerne er nøjagtige eller fuldstændige. Vurderingerne i materialet er udtryk for Sparekassens bedste skøn per den anførte dato, ud fra de forventninger Sparekassen har til det fremtidige marked.

Materialet kan ikke i sig selv danne baggrund for investeringsbeslutninger, og Sparekassen påtager sig intet ansvar for de eventu-

elle dispositioner, der måtte blive foretaget på baggrund af materialet. Sparekassen og andre selskaber i koncernen kan have dispositioner i værdipapirer angivet i materialet, og Sparekassen kan modtage formidlings- og beholdningsprovision fra udstedere af værdipapirer angivet i materialet.

Investeringsprodukter er mærket med grøn, gul eller rød i henhold til Finanstilsynets krav om risikomærkning. Materialet må ikke offentliggøres eller videreformidles uden Sparekassens udtrykkelige samtykke.

EUROPA:

2017 • Et vintage år 2018 • Vinen bliver bedre



Af Anders Høyer, cheføkonom

For Europa var 2017 på alle økonomiske fronter som en rigtig god ny flaske rødvin, der bare blev bedre og bedre, som tiden gik. I løbet af året blev det ene gode nøgletal afløst af det andet, som endnu engang overraskede markedet positivt. Det gjorde også, at prognoserne for væksten hele tiden blev opjusteret, jf. figur 1. Stærkere vækst end ventet har medvirket til et godt år på de europæiske aktiemarkeder og et mindre løft i de toneangivende lange renter for eksempel i den tyske 10-årige statsobligation eller for de mere tekniske sjæle i den 30-årige euro-swap-rente. Stigende lange renter og stærk vækst har været en medvir-

kende drivkraft for fremgang i euroen over for dollaren. Fremgangen i 2017 var også yderst sund, da den ikke var baseret på opbygning af usunde balancer, som fx store betalingsbalanceunderskud eller kraftig udlånsvækst.

De gode nøgletal betyder, at økonomien er kommet med fuld fart ind i det nye år. Årsvæksten i produktionen (BNP) er 2,6 procent ved indgangen til 2018, mens beskæftigelsen vokser med over 1,5 procent om året. Man må i den grad kalde opsvinget robust, og en lang række selvforstærkende mekanismer holder dampen oppe. Stigende reale

lønninger og beskæftigelse understøtter den disponible indkomst og dermed både det private forbrug og boligmarkedet. Dyrere boliger løfter friværdierne og optimismen, som igen er godt for forbruget. Samtidig er de finansielle betingelser for vækst blevet forbedret. Det ses ved, at renterne er faldet i Sydeuropa, og at bedre konjunkturer mindsker tabene for bankerne, som dermed får en større udlånskapacitet.

Optimismen hos både forbrugere og erhvervslivet er også tårnhøj, hvilket øger lysten til at tage risiko. Det er understøttende for aktiemarkedet, og sammen med stigende kapacitetsudnyttelse bidrager det til, at virksomhederne øger investeringerne i nye maskiner og teknologi.

Global økonomi har overrasket positivt

Det er ikke kun europæisk økonomi, som har overrasket positivt. Generelt befinder verdens økonomier sig i et sjældent synkront opsving. Tidligere trak større lande som Brasilien, Rusland og visse europæiske lande ned, men det er ikke tilfældet længere. For nylig udkom den internationale valutafond, IMF, med en prognose for global økonomi, hvor de opjusterede deres skøn for globalvækst til knap fire procent. Euroområdet vil specielt nyde godt af en høj vækst i Østeuropa, da det er blevet et vigtigt eksportmarked. Samtidig er konkurrenceevnen forbedret markant i Sydeuropa siden finanskrisen, hvilket gør, at Europa som helhed har en væsentlig stærkere konkurrenceevne i dag og dermed nemmere kan udnytte



Figur 1: Forventninger til væksten i 2017 og 2018 er gradvist blevet hævet.

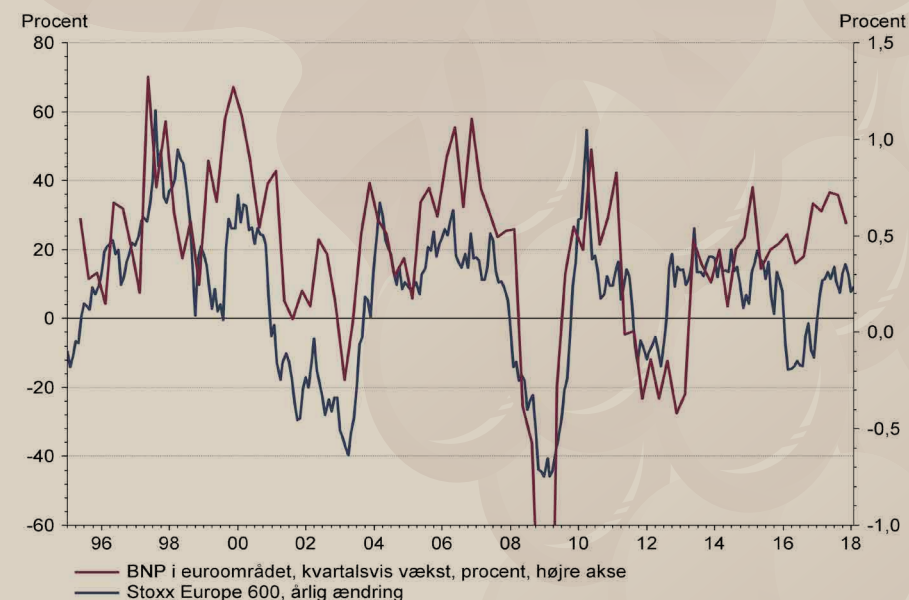
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Bloomberg

det globale opsving. Samlet set venter vi derfor en vækst i euroområdet på 2,4 procent i 2018. Det er kun marginalt mere positivt end markedet, men væksten vil stadig være understøttende for aktiemarkedet, jf. figur 2. Højere BNP vil løfte indtjeningen hos virksomhederne og understøtter lysten til at påtage sig risiko.

Hvornår rører ECB ved renten?

Den stærke økonomiske fremgang i Europa vil før eller siden føre til stigende inflation, hvilket er helt afgørende for, hvornår Den Europæiske Centralbank, ECB, begynder at hæve renten fra de -0,4 procent. Trods mindre stigninger op til knap en procent i løbet af 2017 er kerneinflationen fortsat et stykke fra målsætningen om en inflation i underkanten af to procent. Den seneste stigning i euroen gør livet mere besværligt for ECB, da de importerede varer nu bliver dyrere og dermed dæmper inflationen. Det vil dog blot være en udskydelse af, hvornår inflationsmålet nås. Så længe, der er så meget kul på økonomien, og ledigheden brager ned, er det et spørgsmål om tid, før det bliver omsat i højere lønninger og dermed stigende inflation, jf. figur 3.

Påstår man noget andet, siger man også, at udbud og efterspørgsel på arbejdsmarkedet ikke dikterer lønnen. Det vil godt nok være nye tider og kræve omskrivninger af økonomibøgerne. Det er dog yderst vanskeligt at spå præcist, hvornår inflationen vil løfte sig. Det skyldes ikke mindst arbejdsmarkedsreformerne i Tyskland, Spanien og Frankrig, som



Figur 2: Udvikling i aktiekurser og vækst i BNP.

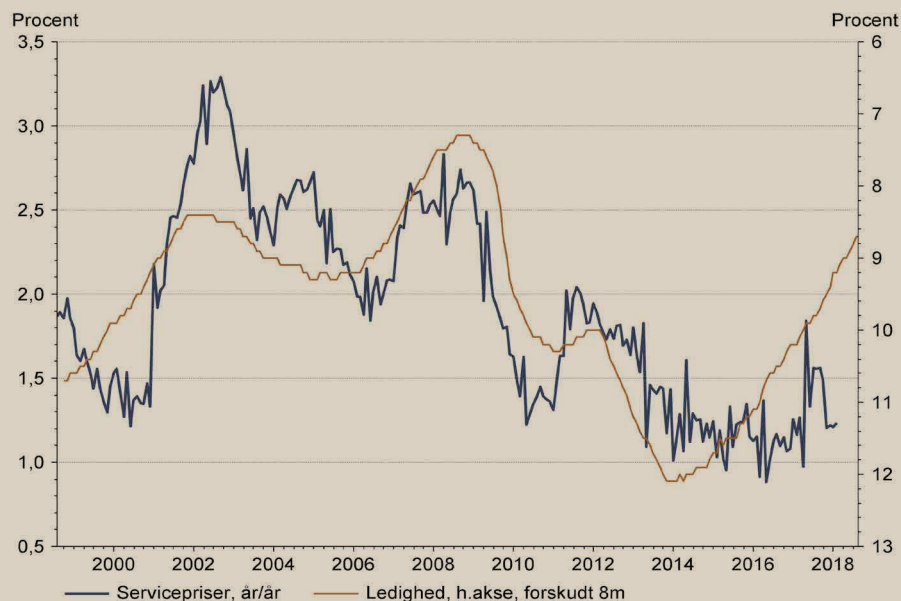
Kilde: Thomson Reuters Datastream

skaber usikkerhed om, hvor langt ledigheden egentlig kan komme ned. Det er dog længere ned end historisk set. Men som renterne er nu, virker det næsten som om, at inflationen aldrig kommer op. Vi tror, at den gradvise stigning, der har været i inflationen i 2017, vil fortsætte i 2018. Det vil gøre, at vi vil se mindre stigninger i de lange renter, da forventninger til de fremtidige korte renter bliver højere. Den første rentestigning venter vi fra ECB ved årsskiftet ind i 2019, formentlig til januar 2019. Bemærk dog, at den første rentestigning nok bliver på 0,25 procent-point. Den næste kan så potentielt komme i andet halvår. Det illustrerer, at det til at starte med vil gå langsomt med at hæve de renten.

Tyskland er jokeren

Det er værd at bemærke, at på trods af, at tysk økonomi befinder sig i en stærk højkonjunktur med lav ledighed, trækker landet foreløbigt ikke ret meget op i inflationen i euroområdet, da kerneinflationen i Tyskland kun er 1,3 procent. Vi venter, at det vil ændre sig i 2018. Det underbygges af, at den største fagforening IG Metall aktuelt ligger i lønforhandlinger, og nogle af dens 3,9 millioner medlemmer har holdt korte strejker. De forlanger lønstigninger på seks procent og en kortere arbejdsuge. Dette er nok ikke realistisk, men den lave ledighed gør, at lønvæksten vil blive højere end normalt, for virksomhederne mangler simpelthen alternativet.

I Tyskland har lønningerne de seneste 15 år ikke fulgt med produktivitetens fremgang. Der er således bestemt plads til højere lønninger, hvilket vil være godt for hele Europa, da lønningerne i så fald vil øge efterspørgslen på varer og tjenester fra de andre lande. Højere lønninger og meget stor national opsparing gør også, at vi er ekstra optimistiske på væksten i tysk økonomi og tyske aktier.



Figur 3: Ledighed i euroområdet og inflation i servicepriser.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

USA:

Solidt opsving og første år med Trump



Af Anders Høyer, cheføkonom

Det økonomiske opsving buldrer af sted og nu får det lidt ekstra medvind fra den netop vedtagne skattereform. Det var det ene af to økonomiske emner som var i fokus i kølvandet på Trumps sejr. Det andet var spillereglerne for international handel. Det sidste har længe været sendt til hjørnespark, men nu kan løftet desværre stjæle overskrifterne igen.

I USA har opsvinget nu været i otte og et halvt år og er dermed det tredje-længste opsving nogensinde. Det længste varede i 10 år. Modsat meget andet dør økonomiske opsving ikke af alderdom, men af økonomiske ubalancer, som brister. Vi regner fortsat med, at dette opsving går hen og bliver det længste nogensinde, men vi anerkender, at det er i anden halvleg. Finanskrisen satte økonomien i stå, og de forhold, der historisk har skabt en krise, var

markant svækkede. For eksempel var aktiemarkedet lavt værdifastsat og nybyggeriet af huse historisk lavt, jf. figur 1. Samtidig var ledigheden skræmmende høj, hvilket gør, at økonomien kan vokse i længere tid uden, at inflationen bliver et tema for den amerikanske centralbank, Fed, som det var i 70'erne og 80'erne. Disse forhold gør, at der går længere tid, før en ny ubalance bliver skabt og brister. På nuværende tidspunkt er byggeriet af nye huse i en fase, hvor det vil være understøttende for væksten og kan løfte den yderligere.

Trump kan ikke tage æren

I 2017, som var Donald Trumps første år som præsident, steg beskæftigelsen med 1,3 procent. Økonomien er inde i et selv bærende opsving, hvor stigende beskæftigelse bliver omsat i højere forbrug og dermed tiltagende kapacitets-

udnyttelse hos virksomhederne, som investerer mere i nye maskiner til gavn for produktiviteten. I takt med at jobsikkerheden bliver forbedret, stiger optimismen, og hånd i hånd med højere indkomster løfter det boligpriserne og dermed husholdningernes formuer. Den stigende friværdi gør, at mange husholdninger sænker opsparingen, hvorved opsvinget får mere kul. Stigende optimisme og et stærkt opsving er også gulf for aktiemarkedet.

Det er dog yderst begrænset, hvor meget Trump kan tage æren for den gode udvikling. Økonomien og arbejdsmarkedet var allerede i rigtig god gænge, inden han overtog stafetten som præsident, og der er ikke vedtaget noget, som har løftet væksten i 2017. Væksten i 2018 og 2019 vil dog blive løftet lidt af den nye skattereform, og vi venter en vækst på 2,7 procent i 2018. Det bekræftes af vores konjunkturmodel, som peger mod tiltagende vækst i starten af det nye år, jf. figur 2.

Økonomien og arbejdsmarkedet er i rigtig god gænge, og Den Amerikanske centralbank, Fed, kan derfor godt løfte foden lidt fra speederen. Der bliver simpelthen skabt markant flere arbejdspladser, end den naturlige stigning i arbejdsstyrken tilsiger. Ledigheden er derfor faldende og nu nede på kun 4,1 procent, jf. figur 3. Før eller siden vil det blive omsat i stærkere lønvækst, hvilket vil løfte inflationen.

For at undgå at dette sker kraftigt og ukontrollerbart, skal der tages lidt kul af økonomien. Ved at hæve renten gradvist er der mindre risiko for, at centralbanken senere skal foretage en brat opbremsning. Derfor venter vi også, at Fed følger deres egen plan og hæver



Figur 1: Boligpriser og byggetilladelser

Kilde: Thomson Reuters Datastream

renten tre gange i både 2018 og 2019. Det er lidt flere gange end markedet venter. Men i 2017 blev markedet også overrasket over, at Fed hævede renten tre gange.

Risikoen for handelskrig er igen på radaren

Lige som mange troede, at risikoen for handelskrig var kommet i skyggen af de gode økonomiske nøgletal, blev vi mindet om tonen fra valgkampen. I sidste uge indførte Trump told på importerede solceller og vaskemaskiner. Kina er verdens største producent af solceller og har fordømt toldsatsene, uden at have lavet et modsvar. Toldbarriererne er fortsat i småtingsafdelingen i forhold til det generelle opsving. Men fører det til en eskalerende handelskrig, er der udsigt til lavere vækst (i værste fald recession), højere inflation og renter, mens det vil give modvind til aktiemarkedet.

De nye toldsatser skal formentlig også ses i lyset af de igangværende genforhandlinger af handelsaftalen NAFTA mellem Mexico, Canada og USA. De nuværende forhandlinger står til at slutte ved udgangen af marts 2018. Det er muligt, at USA vil signalere, at de er villige til at melde sig ud af handelsaftalen, hvis de ikke får nok indrømmelser. Under alle omstændigheder er risikoen for en udtrædelse steget i kølvandet på de nye toldsatser. Modsat kan Trump lade USA blive i NAFTA og stadig sige, at han har gjort noget ved handelsområdet pga. de nye tolde.

En udmeldelse af NAFTA vil hæmme væksten, da varer i mindre grad vil blive produceret, hvor det er billigst. Samtidig skal man huske, at USA i forvejen har omtrent fuld beskæftigelse. Så de store tabere vil blive de nordamerikanske forbrugere, da priserne vil stige. Vi vurderer fortsat, at der er størst sandsynlighed for, at samarbejdet med NAFTA overlever, men risikoen skal ikke negligeres, og den vil medføre dæmninger på aktiemarkedet. Vi forventer, at USA forbliver i NAFTA, da Canada og Mexico er USA's vigtigste eksportmarkeder (efter hele EU), og da en meget betydelig del af USA's landbrugseksport går til de to lande. Landbrugsvarer produceres primært i republikanske stater.

Told har høje omkostninger

Både Obama og Bush indførte told i starten af deres præsidentperioder på områder, hvor de mente, udenlandske selskaber nød uretfærdig statsstøtte.



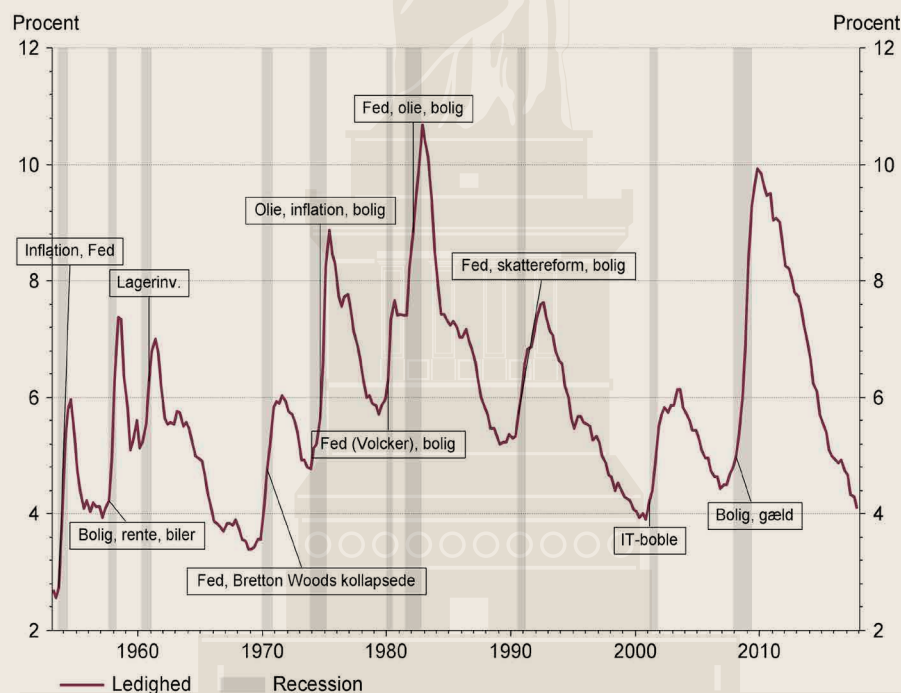
Figur 2: Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og modelskøn for 1. til 3. kvartal 2018.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Obama indførte told på kinesiske dæk. Umiddelbart reddede det 1200 job i dækindustrien. Efterfølgende analyser viser dog, at priserne for forbrugere steg og, at omtrent 2500 personer i detailsektoren derfor mistede deres arbejde. På samme måde havde det en negativ effekt på økonomien, da Bush indførte told på stål. Her viser analyser, at det kostede 200.000 job i fremstillingsvirksomheder, der bruger stål. De mistede konkurrenceevnen på den globale scene, da de var tvunget til at købe den dyrere amerikanske stål. De høje omkostninger gjorde, at toldene hurtigt blev droppet.

Gældsloftet rammes snart

Ikke kun handelspolitik er en risiko. Der mangler fortsat at blive vedtaget et føderalt budget for 2018. Endnu en forlængelse af det gamle budget skabte et par ugers forhandlingsrum. Foreløbig ser markedet ud til at tage palæuren med sindsro. Oveni dette rammer det offentlige gældsloft igen loftet til marts eller april. Bliver demokraterne og republikanerne ikke enige, må staten endnu engang lukke ned. Risikoen er, at det bliver en langstrakt nedlukning, der gør, at USA vil miste et hak i kreditværdigheden af et af de store ratingbureauer. Vi vurderer, at risikoen er lille.



Figur 3: Ledighed i USA og årsager til recessioner.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Statsrenterne er steget

Boligrenterne vil følge trop



Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer

2018 er skudt i gang med pæne rentestigninger i Europa og USA. Dermed er året begyndt som en forlængelse af den opadgående tendens i de lange renter, vi har set siden midten af 2016. På trods af de stigende statsrenter er de danske boligrenter faldet svagt i samme periode. Vi forventer, at både de korte og lange renter vil stige det kommende år, og at boligrenterne gradvist vil begynde at følge statsrenterne opad.

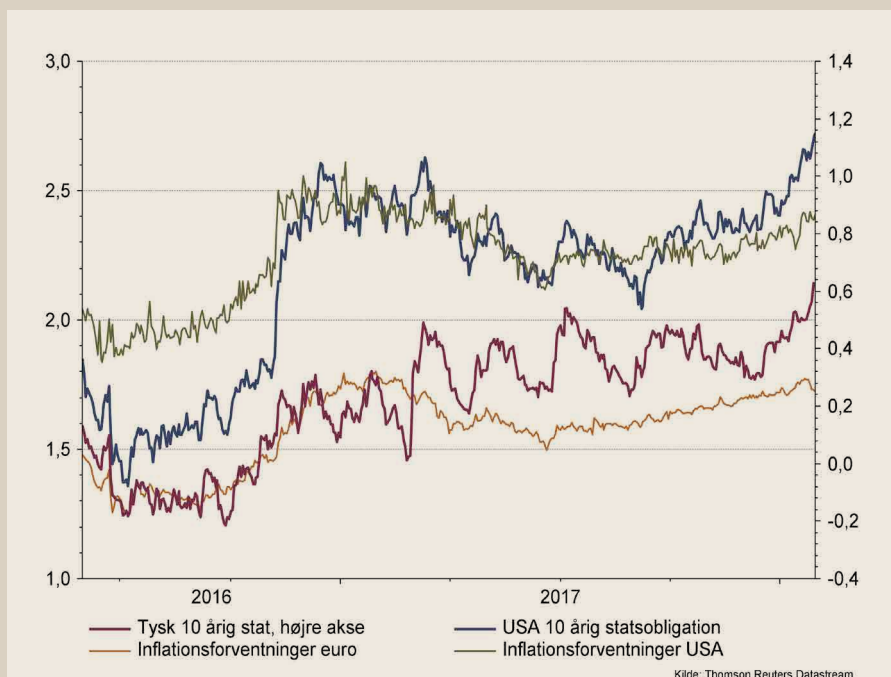
Siden midt i 2016 har de lange statsrenter på begge sider af Atlanten løftet sig fra rekordlave niveauer. Den 10-årige amerikanske statsrente ligger nu mere end et procentpoint højere end sommeren 2016, og den tilsvarende tyske statsrente har forladt negativt terræn og befinder sig nu på knap 0,7%.

Økonomisk vækst trækker renter og inflationsforventninger op

Den primære årsag til rentestigningerne er stærk vækst i økonomierne i både USA og Europa. Det har blandt andet betydet, at investorernes forventninger til inflationen er steget.

Hvis investorerne forventer, at inflationen i fremtiden vil være lav, accepterer de et lavere afkast på deres investeringer. Stærkere inflation løfter forventningerne om fremtidige rentestigninger fra centralbankerne, og dermed hæves de lange renter nu og her.

En anden vigtig faktor i de stigende markedsrenter skal findes hos centralbankerne. Siden december 2015 har den amerikanske centralbank, FED, hævet



Figuren viser udviklingen i markedets forventninger til (den fremtidige) inflation for USA og Europa. Her ser vi en klar sammenhæng mellem investorernes forventninger til den fremtidige inflation og den 10-årige statsrente. Forventninger om stigende inflation har således været medvirkende til at løfte de lange statsrenter fra de rekordlave niveauer. Vi forventer, at 2018 vil byde på tiltagende inflation – særligt i eurozonen. Det vil ske i takt med, at arbejdsmarkedet strammer yderligere til, og vi vil begynde at se et pres opad i lønningerne.

den ledende rente med 0,25 procentpoint fem gange, de tre af gangene i 2017. Samtidig er FED begyndt at nedbringe sin enorme beholdning af obligationer. Det har været med til at løfte både de korte og de lange renter, men effekten har særligt været på de korte renter. Det betyder, at forskellen mellem den 10-årige amerikanske statsrente og den to-årige amerikanske statsrente nu er på det laveste niveau siden 2007. Vi forventer fortsat, at FED vil sætte renten op tre gange i 2018, hvilket vil være med til at løfte særligt

de kortere renter. En vigtig lære fra de amerikanske rentestigninger er, at der formentlig også er en udløbsdato på de ekstremt lave renter i Europa. Som altid er den amerikanske økonomi foran i konjunkturcyklussen.

Boligrenterne er endnu ikke steget

Til trods for de stigende statsrenter siden midten af 2016 er stigende renter ikke noget, boligejerne kan nikke genkendende til. I samme periode er renten på fastforrentede boliglån omtrent uændret. Det skyldes, at den

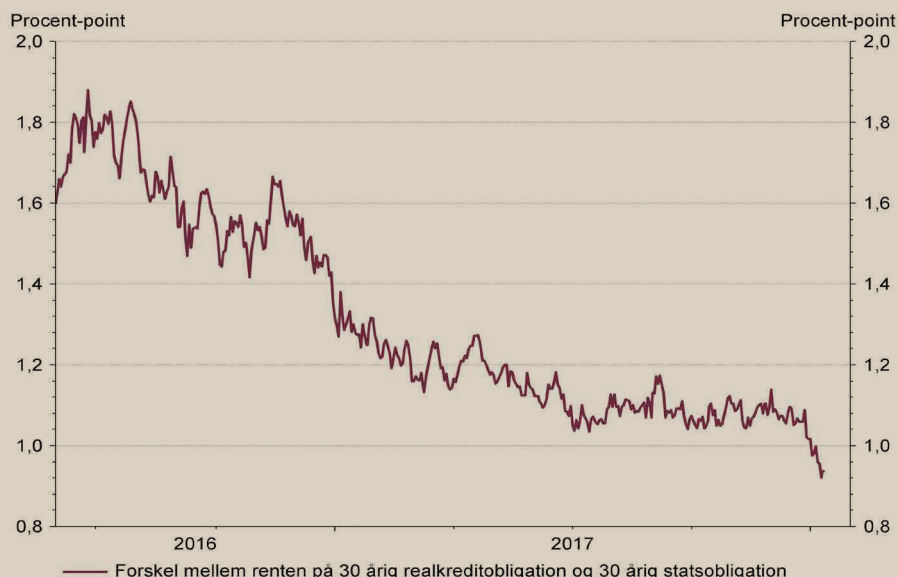
Første rentestigning fra ECB rykker tættere på

Mens den amerikanske centralbank hæver renten, er situationen fortsat en anden i eurozonen og dermed i Danmark, hvor Folketinget har fastlåst kronen til euroen. Den Europæiske Centralbank, ECB, holder fortsat de helt korte renter i en spændetrøje ved at fastholde den ledende rente på -0,4 procent. Kursen er dog ændret lidt, da ECB har halveret sit månedlige opkøb af obligationer til 30 milliarder euro. Det er imidlertid fortsat med til at dæmpe de lange renter.

På det seneste har det set ud til, at ECB så småt er ved at gøre klar til at tage næste step i normalisering af den ekstremt lempelige pengepolitik. Referatet fra rentemødet i december signalerer, at man snart vil begynde at ændre på vejledningen om den fremtidige pengepolitik. Det fik renterne til at stige, da mange vurderede, at første rentestigning er rykket tættere på end tidligere ventet.

Under alle omstændigheder bliver de økonomiske nøgletal afgørende for udviklingen i renten. Vi er fortsat optimistiske for væksten i europæisk økonomi og venter, at det stigende pres på arbejdsmarkedet gradvist vil løfte inflationen. Derfor fastholder vi vores prognose om, at de lange renter fortsat vil stige og bemærker, at når renter ændres, kan det gå stærkt. Også hurtigere end vores prognose. Vi venter, at ECB vil stoppe sit opkøb af obligationer, når programmet udløber til september. Det betyder, at vi venter første renteforhøjelse fra ECB i januar 2018. Læs evt. første artikel i magasinet om emnet.

merrente, investorerne kræver for at købe danske realkreditobligationer i stedet for statsobligationer, er faldet, jf. figur 2. Den primære drivkraft bag dette er udenlandske investorer, der har haft stor appetit efter danske realkreditobligationer, da investorerne her på kort sigt kan opnå et flot afkast i forhold til deres alternativer. Foruden



Figuren viser, hvordan merrenten på 30-årige realkreditobligationer i en lang periode er faldet.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Nykredit

renten på realkreditobligationer opnår en dollarinvestor cirka 2,9 procent mere i årligt afkast det første år ved at afdække udviklingen i valutaerne. Det skyldes primært, at den korte rente i USA er markant højere end i euroområdet. Det skrev vi mere uddybende om i vores Investeringsmagasin i oktober 2017. Samtidig er de fleste risikopræmier globalt set faldet det sidste år til fordel for realkreditobligationer overfor statsobligationer.

De stigende statsrenter er dog en reel risiko for danske realkreditobligationer. Ved en kraftig rentestigning kan renteniveauet på statsobligationer muligvis være interessant for nogle af de investorer, der ellers ville købe realkreditobligationer. Her ser vi særligt en risiko hos den japanske centralbank, der lader op til at forlade sit rentemål om en 10-årig statsrente i nul procent. Japanske investorer udgør en relativt stor del af den udenlandske efterspørg-

sel på danske realkreditobligationer – særligt når den 10-årige japanske statsrente har været negativ. Hvis centralbanken lader den 10-årige statsrente stige, kan det muligvis dæmpe efterspørgslen på danske realkreditobligationer fra denne investorgruppe.

Vi forventer dog, at udlandet stadig vil have appetit for danske realkreditobligationer. Det skyldes blandt andet, at vi venter, at de korte renter i USA vil stige mere end de korte renter i Europa og Danmark. Det vil arbejde i retning af et højere terminsfradrag. Selvom merrenten på danske realkreditobligationer er attraktiv for udenlandske investorer i forhold til flere af deres alternativer, er den i et historisk perspektiv meget lille i forhold til danske statsobligationer. Vi forventer derfor, at den vil holde sig omkring det nuværende niveau i løbet af året. Det betyder således, at boligrenterne vil følge med statsrenterne opad.

RENTEPROGNOSE

	Aktuel 30. jan. 2018	+3 m	+12 m
Cibor 3M	-0,31%	-0,30%	-0,15%
Statsobligation, 2-årig løbetid	-0,35%	-0,30%	-0,25%
Statsobligation, 10-årig løbetid	0,70%	0,80%	1,05%
Boliglån			
F-kort	-0,29%	-0,30%	-0,15%
F5	0,38%	0,35%	0,60%
Fastrente 30-årig	2,15%	2,25%	2,50%
Kurs på 30-årig fastrente 2 % m. afdrag	98,00	96,86	93,65

Der er tale om effektive renter på obligationerne. Ved realkreditobligationer er der taget højde for kursskæring

Italiensk valg er en begrænset trussel

4. marts står den på parlamentsvalg i Italien. Da valget kan få betydning for de finansielle markeder (ligesom Brexit havde det), stiller vi skarpt på valget og på trusselsbilledet i forbindelse med en mulig euroexit.

Af Anders Høyer, cheføkonom



Flere af de italienske partier er i varierende grad kritiske over for euroen. De mener, at euroen er en medvirkende årsag til Italiens træge vækst de seneste 20 år, jf. figur 1. Genindføres liraen i stedet for euroen, kan det få kapital til at forlade Italien i stor stil, da det må forventes, at liraen vil falde i værdi over for euroen. Historisk har italienerne nemlig ofte nedskrevet

Ny valglov

Flertallet af pladserne i parlamentet fordeles repræsentativt i forhold til partiernes stemmetal, mens resten af pladserne fordeles efter winner-takes-it-all princippet som i USA og Storbritannien. Den valgalliance med flest stemmer i en given valgkreds får kredsens mandat.

værdien af liraen, og den italienske økonomi er mindre stærk. Formuende italienere, i overvejende grad ældre, vil derfor flytte deres penge, ligesom for eksempel grækere gjorde det under krisen i Grækenland. Samtidig vil udenlandske investorer sælge ud af italienske aktiver. Det vil løfte italienske renter. Med en offentlig gæld, som udgør 133 procent af BNP og 23 procent af al offentlig gæld i euroområdet, har vi balladen. Det kan efterlade Italien i en recession med afsmittende effekt på resten af Europa.

De kritiske partier har faktisk flertal i de seneste meningsmålinger, jf. figur 2. De mest eurofjendske af de store partier er Den Femstjernede Bevægelse (DFB) og det nordlige parti, Lega Nord. DFB's gamle leder og grundlægger, Beppe Grilo, har længe ønsket en afstemning om euroen. Da de er foran i

meningsmålingerne, er der på overfladen udsigt til usikkerhed.

De mest euro-kritiske får umiddelbart ikke flertal i parlamentet

En række forhold er vigtige at tage med i betragtning, før vi konkluderer for hårdt. I Italien er der mange partier, som op til valget samles i valgalliancer. Her er de tre primære grupperinger:



Centrum-venstre alliancen med det regerende Democratic Party i front. Eneste store parti, som er for euroen.



Centrum-højre alliance med Berlusconi's parti, Forza Italia, og Lega Nord

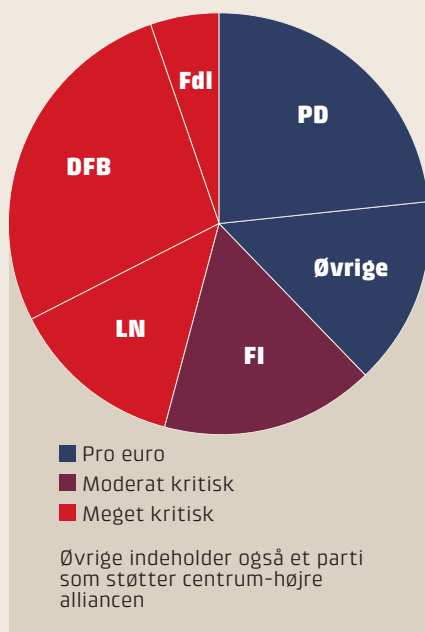


Den Femstjernede Bevægelse, som ligger til at få flest stemmer på landsplan.



Interview med Alessandro Di Battista, som er den nye leder af Den Femstjernede Bevægelse. Imola, Italien, oktober 2015.

De tre grupperinger ligger meget tæt i meningsmålingerne på omtrent en tredjedel hver med centrum-højre alliancen i front. Det betyder, at selvom DFB skulle få flest stemmer, vil de være et stykke fra at have flertal. Et flertal til DFB vanskeliggøres yderligere af, at den nye valglov i Italien klart er en fordel for partier, som går i alliance.



Berlusconi siger ikke ciao til euroen
Målingerne indikerer, at ingen af de tre grupper får flertal, men at centrum-højre alliancen får flest mandater. Umiddelbart kunne de gå sammen med DFB, men disse partier kan ikke enes om ret meget. Samtidig har Berlusconi flere gange understreget, at han ikke ønsker at afskaffe euroen, men tidligere blot foreslået en anden valuta ved siden af

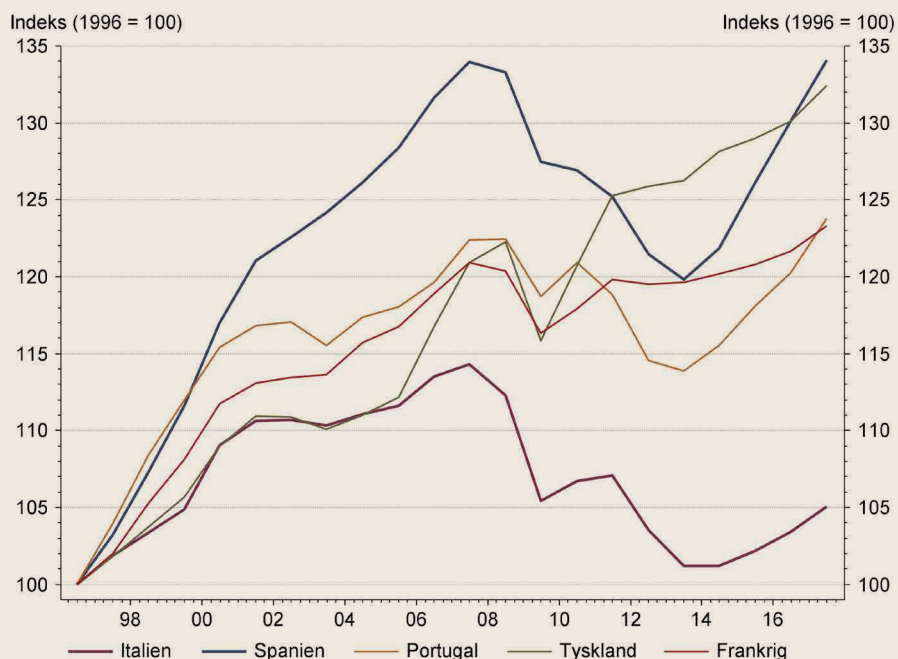
euroen. Det skal ses i lyset af, at Berlusconi vil gøre sine hoser grønne hos de ældre vælgere. De har større opsparinger, og i Italien er de ældre mest EU-positive. I Frankrig så vi, hvordan Le Pens fjendskab overfor euroen kostede stemmer. Da Lega Nord ønsker at være i regering med Berlusconi, har partiet tilpasset sin holdning – specielt fordi Berlusconis parti de seneste måneder har klaret sig bedre i meningsmålingerne. Samtidig er den nye leder af Den Femstjernede Bevægelse mindre euro-kritisk og udtalte for nylig, at det ikke er det rigtige tidspunkt at forlade euroen.

Italienerne er glade for euroen
Opblødningen af holdningerne hos partierne skal formentlig ses i lyset af, at italienerne faktisk godt kan lide euroen.

En måling fra november 2017 viste, at 59 procent af italienerne bakkede op om euroen, mens 30 procent var imod.

Det er godt nok lavere end for hele euroområdet, hvor 74 procent bakker op om euroen, men dog stadig et betydeligt flertal.

Et parlament uden et flertal kan resultere i en handlingslammet regering, men det er ikke uvant for investorerne. Selvom en kortsigtet risiko potentielt er afværget, kan en fortsættelse af den nuværende kurs – hvor der ikke er udsigt til, at Italiens offentlige gæld bliver mindre, og hvor demografiske udfordringer står for døren – blive et alvorligt problem på sigt. Specielt hvis ingen af de strukturelle udfordringer for vækst håndteres såsom korruption, demografi, lange sagsbehandlingstider, for lidt forskning mv. Desværre skygger debatten om euroen for de reelle økonomiske problemer i Italien. Derfor kan økonomien på langt sigt blive en risiko. Det er for simpelt bare at give euroen (og dermed noget eksternt) skylden, specielt når andre eurolande klarer sig forholdsvis fint, jf figur 1.



Figur 1: Udvikling i BNP per borger i udvalgte eurolande korrigeret for inflation.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

AKTIEKLUMME:

Godt aktieår 2017

Nytårsklokkernes markering af det nye år var samtidig et farvel til et godt aktieår.



Af Peter Haarup, CFA, aktiechef

Globale aktier ved MSCI AC World IMI-indekset leverede et afkast i lokalvaluta på 20,3 procent sidste år. For en dansk investor endte en styrket euro og dermed også en styrket dansk krone imidlertid med at spise en stor luns af afkastet for globale aktier, som endte på 9,7 procent opgjort i danske kroner.

Vender vi blikket mod verdens største aktiemarked, det amerikanske, bød sidste år på et næsten ubrudt stigende aktiemarked, som endte med et afkast på 21,8 procent for S&P 500-indekset. Set med danske investorbiller var afkastet syv procent på grund af svækkelsen af den amerikanske dollar.

Det europæiske aktiemarked ved STOXX Europe 600-indekset kom fint fra land i 2017 med pæne aktiekursstigninger indtil midten af maj, hvor en negativ stemning bredte sig. En tiltagende svækkelse af den amerikanske dollar

var den primære udløsende faktor. Europæiske selskaber har stor eksport til lande uden for regionen, som afregnes i dollar. Når dollaren falder, kan det derfor mærkes direkte på bundlinjen. Nedturen stoppede i slutningen af august, hvor dollarkursen stabiliserede sig. Samlet leverede europæiske aktier sidste år et afkast på 11,4 procent opgjort i danske kroner.

Dansk efterårskorrektion spændte ikke ben for flot afkast

Det danske aktiemarked var sidste år kendetegnet ved pæne kursstigninger frem mod midten af juni. Fra midten af juni startede en sidelænsbevægelse, som varede indtil starten af november, hvor årets eneste reelle nedtur satte ind. En lang stribe af skuffende regnskaber sendte de danske aktiekurser kraftigt ned. Året sluttede fornufdigt med stigende aktiekurser fra starten af december. Samlet set bød danske aktier på et afkast på 15,4 procent for OMXC25 i 2017. En dansk investor har således oplevet et højere afkast på danske og europæiske aktier sidste år sammenlignet med globale og amerikanske aktier.

Grobund for yderligere aktiekursstigninger i 2018

Vi venter, at der også i 2018 vil være et positivt afkast fra aktier. Global økonomi ventes ifølge seneste prognose fra Den Internationale Valutafond, IMF, at nå en vækst på 3,9 procent i 2018 og 2019. Den globale vækst er accelereret siden 2016 og er bredt funderet, understøttet af stigende verdenshandel og optimistiske forbrugere. Vores egne prognoser og konjunkturmodeller for Europa og USA viser også stærke vækstudsigter for disse regioner til gavn for aktierne.

Vi anerkender dog, at der kan komme bump på aktiemarkedet i løbet af året, hvor politiske spændinger synes at være blandt de mest sandsynlige årsager sammen med hurtige bevægelser op i renterne. Men renterne skal stige meget, før aktiernes implicitte rente, målt ved indtjeningen i forhold til prisen på aktierne, ikke længere er attraktiv i forhold til renteniveauet. Specielt i Europa.

Vi foretrækker europæiske fremfor amerikanske aktier på baggrund af prisfastsættelsen.

AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR





EUROPA

Opsving tager til i styrke

Markedet indregner pæne indtjeningsforventninger til europæiske aktier, men niveauet for forventningerne er noget lavere end for amerikanske aktier. Aktiemarkedet venter ifølge Thomson Reuters I/B/E/S således en indtjeningsvækst på 9,5 procent i indværende år for STOXX Europe 600-indekset.

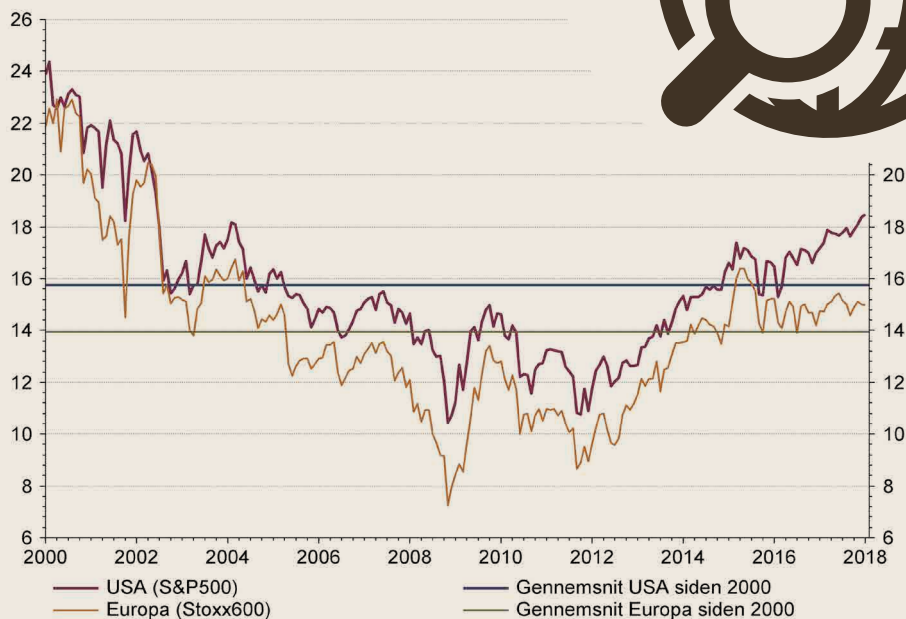
Teknologisektoren ventes at fremvise den største indtjeningsfremgang efterfulgt af forbrug og energi. Telekommunikation og konsumentvarer ventes at opleve beskeden indtjeningsvækst.

Europa befinder sig tidligere i konjunkturcyklussen sammenlignet med USA og oplever et tiltagende økonomisk opsving, som vil understøtte selskabernes indtjening. Styrkelsen af euroen trækker imidlertid i den anden retning, idet den svækker eksportvirksomhedernes konkurrenceevne uden for Europa. Men det ændrer ikke billedet af et gunstigt makroøkonomisk klima.

Den Europæiske Centralbank understøtter udviklingen med en lempelig pengepolitik.

Første kvartal byder på et parlamentsvalg i Italien 4. marts, som naturligt vil tiltrække investorernes opmærksomhed. Der er udsigt til et mudret resultat, som kan give en handlingslammet regering. Men det bør ikke være uvant for investorerne, når det kommer til Italien.

Værdiansættelsen af europæiske aktier er anderledes mere spiseligt sammenlignet med amerikanske. Når man ser på det aktuelle aktiekursniveau i forhold til selskabernes forventede indtjening det kommende år (forward P/E) handler Europæiske aktier til 15,2. Det er kun lidt højere end det historiske gennemsnit siden 1999 på 14,0 i en periode. Set over det seneste år har værdiansættelsen ligget nogenlunde stabilt omkring det nuværende niveau.



Grafen viser den nuværende aktiekurs delt med det finansielle markeds forventninger til indtjeningen næste år for S&P500 og Europe Stoxx 600.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

USA

Høje forventninger levner ikke plads til skuffelser

Aktiemarkedets indtjeningsforventninger til amerikanske selskaber har været stigende på det sidste. Siden årsskiftet er forventningerne til indtjeningsvæksten i 2018 for selskaberne i S&P 500-indekset alene løftet med 4,5 procentpoint til 16,5 procent ifølge Thomson Reuters I/B/E/S. Vi er langt henne i en økonomisk højkonjunktur i USA. Selskaber inden for cykliske sektorer som energi, finans og materialer ventes derfor at fremvise den højeste indtjeningsvækst, mens en defensiv sektor som forsyning modsat kun ventes at vise beskeden indtjeningsvækst.

De høje forventninger til indtjeningen i USA skyldes blandt andet den skatte-reform, som blev vedtaget kort før jul. Trumps skattereform indeholder blandt andet en nedsættelse af selskabsskatten fra 35 til 21 procent, og den har en samlet positiv effekt på selskabernes indtjening. Effekterne må som udgangspunkt være indregnet i aktiemarkedets forventninger, men der kan komme både positive og negative overraskelser.

Amerikanske aktier synes til den dyre side, når vi ser på det aktuelle aktiekursniveau i forhold til selskabernes forventede indtjening det kommende år (forward P/E) og handler til 18,5. Niveauet har været stigende det seneste år, og det historiske gennemsnit siden 1999 er 15,8. Der er dog langt fra tale om en faretruende høj værdiansættelse. Det skyldes blandt andet det strukturelle fald i renterne de seneste årtier. Sammenholdt med aktiemarkedets indtjeningsforventninger levner det ikke plads til skuffelser. Det understreges samtidig ved, at det er mere end 400 dage siden, at S&P 500-indekset har oplevet et tilbagefald på mere end fem procent. Det er aldrig tidligere sket, at amerikanske aktier har oplevet så lang en ubrudt stigningsperiode. I den kontekst kunne man godt vente en mindre korrektion på aktiemarkedet i USA i nærmeste fremtid. Det vil sandsynligvis smitte af på europæiske aktier. Vi forventer, at det økonomiske opsving i USA fortsætter i 2018 og ser ikke, at den amerikanske centralbanks ageren vil skabe negativ stemning på aktiemarkedet i 2018.

Kæmpen er vågnet

Målt på kursstigninger har de europæiske aktier de seneste år stået i skyggen af de globale aktier – og især amerikanske. Indikationer ser imidlertid ud til at favorisere europæiske aktier. Kritikerne vil måske sige, at det har de gjort længe, så hvorfor skal det ændre på noget nu? Få svaret her.

Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg



Den europæiske økonomi har i den grad overrasket markedet positivt i 2017. Ved årets start forventede markedet en vækst for 2017 på 1,3 procent, men det tyder på, at væksten lander på omtrent 2,4 procent. På dørtærsklen til 2017 var

vi meget positive på europæiske aktier, blandt andet fordi vores prognose for europæisk økonomi ventede en stærkere vækst end markedet, jf. første artikel i magasinet.

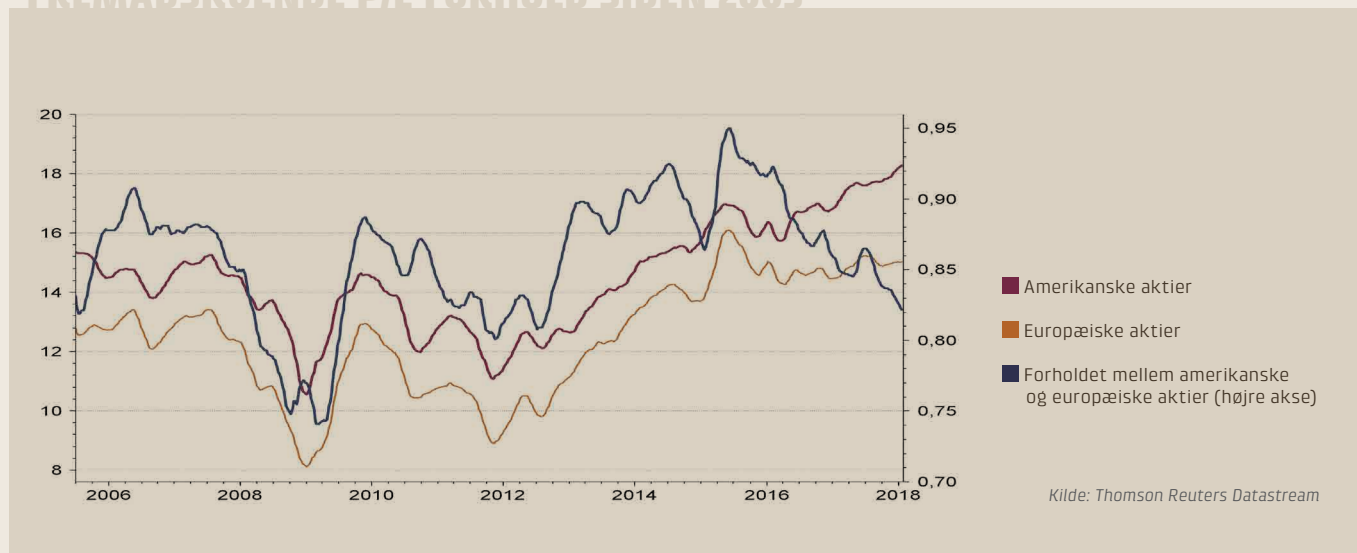
Europæiske aktier gav i 2017 et afkast på 11,4 procent, mens afkastet landede på hele 21,8 procent i USA. Danske investorer blev dog ramt af en svækket dollar, som hev det amerikanske afkast ned på "kun" syv procent set med

ÅRLIGT AFKAST I DKK

	USA (S&P500)	Europa (Stoxx600)	Tyskland (DAX)
Siden finanskrisen (marts 2009 – i dag)	18,5 %	13,3 %	14,0 %
Seneste højkonjunktur (2003-2008)	5,7 %	16,0 %	22,9 %
Højkonjunktur 1987-2000	21,1 %	18,4 %	17,4 %

Kilde: Egne beregninger og Bloomberg

FREMADSKUENDE P/E FORHOLD SIDEN 2005



danske briller. Mange europæiske selskaber har eksport i amerikanske dollar, og deres indtjening og dermed aktiekurs blev dæmpet af den faldende dollarværdi.

Hvad gør så, at Europa i vores optik igen ser ud at give et godt afkast i 2018 for danske investorer? For det første er den europæiske dampmaskine ifølge vores beregninger for alvor kommet i omdrejninger. Vi forventer således endnu et stærkt år, hvor væksten vil lande i omegnen af 2,4 procent. I så fald vil det være første gang siden finanskrisen, at vi har to sammenhængende år med vækst over to procent.

Vi forventer, at virksomhedernes investeringer fortsætter i et højt gear, da kapacitetsudnyttelsen fortsat stiger. Dertil kommer, at forbrugertilliden i Europa i slutningen af 2017 er kommet op på et højere niveau end før finanskrisen. Vi forventer, at det vil materialisere sig i øget detailsalg i Europa.

Europæiske aktier er steget mindre og er billigere

I 2009 startede det igangværende bull-marked på de globale aktiemarkeder. Et bull-marked er betegnelsen for et aktiemarked, der bevæger sig opad. Der har dog været store afkastforskelle mellem USA og Europa. Vi har kigget tilbage i historiebøgerne for at få et overblik over, hvordan de seneste højkonjunkturer har været. Vi har inddelt dem i tre perioder i tabellen til venstre.

Som tabellen viser, har europæiske aktier siden 2009 haft svært ved at følge med de amerikanske, som i gennemsnit har leveret cirka fem procent mere i afkast om året. Der er forskellige grunde til, at amerikanske aktier har præsteret bedre end de europæiske. En af dem er, at økonomien i Europa har haltet bagefter. En anden grund er sektorforskellene, hvor USA har en stor andel IT-selskaber som Amazon, Facebook, Google osv., hvorimod Europa har en stor koncentration af finansielle selskaber. Det amerikanske S&P 500 indeks har 24 procent IT-aktier, hvorimod det europæiske indeks kun har fem procent. Modsat udgør den finansielle sektor 22 procent i Europa mod 15 procent i USA.

Prisfastsættelsen målt på det fremadskuende P/E i USA og Europa peger også på, at der er større afkastmuligheder i Europa end for eksempel i USA, som ellers har leveret de flotteste afkast de seneste år. Se figuren herover.

Skrantende bankaktier

At de amerikanske aktier er løbet fra de europæiske skyldes også, at prisfastsættelsen af de amerikanske aktier de seneste godt tre år har været noget højere end af de europæiske. Hvor aktiekurserne er steget mere end indtjeningen i USA, har kurserne omtrent fulgt udviklingen i indtjeningen i Europa. En af årsagerne til dette er, at finansaktier i Europa har haft det svært.

Finansaktier og særligt bankaktier er præget af makroøkonomien. Når det går godt i samfundet, er der behov for en masse udlån til virksomheder, der skal bruge nye maskiner. Men også til det private, hvor boligkøb, bilkøb og andre luksusgoder præger udlånene. Hertil vil en normalisering af pengepolitikken være positiv for finansaktier.

“Ifølge vores beregninger er der god mulighed for, at den europæiske BNP-vækst kommer til at overraske positivt.”

Den gennemsnitlige BNP-vækst i Europa har fra 2011 til 2014 ligget på 0,5 procent, hvorimod den i USA har ligget på to procent. Ifølge vores beregninger er der god mulighed for, at den europæiske BNP-vækst kommer til at overraske positivt. Får vi ret, vil det understøtte at spændet i prisfastsættelserne, altså merprisen for amerikanske aktier, bliver mindre. Det vil favorisere europæiske aktier og særligt bankaktier.

2018 bliver Europas år. Vi forventer, at det bliver et år, hvor væksten endnu engang vil overraske positivt, og hvor investorerne for alvor får interesse for europæiske aktier. I så fald vil man som investor få gavn af europæiske aktier i sin portefølje, og særligt bankaktier vil præstere flot.

Top-picks 2018

Vi har udvalgt aktier og obligationer, som vi tror, vil være gode investeringer i 2018.



FIAT CHRYSLER | Ny strategiplan og opsplitting af selskabet er på agendaen, herunder en udskilning af koncernens komponentforretning er i spil. Indeværende år byder forhåbentlig også på en afslutning af sagen, hvor selskabet anklages for at have installeret ulovlig motorstyringssoftware. Det bliver også året, hvor der sættes navn på afløseren for selskabets karismatiske administrerende direktør, Sergio Marchionne.



A.P. MØLLER - MÆRSK | Et rendyrket transport- og logistikselskab begynder at tage form efter frasalget af Maersk Oil og Maersk Tankers. En række større begivenheder står for døren: Blandt andet en afklaring for Maersk Drilling i form af et frasalgt eller fusion, stillingtagen til udlodning af provener fra frasalget af Maersk Oil og forløbet af integrationen af Hamburg Süd med Maersk Line.



DORMAKABA HOLDING | Selskabet har foretaget et par strategisk vigtige opkøb i Nordamerika sidste vinter og indtager en markedsposition som nummer tre i regionen inden for løsninger for adgangskontrol. Udover Nordamerika skal selskabet i indeværende år lykkes med at løfte den organiske vækst på det europæiske hjemmemarked.



OBLIGATION NOTERET I SVENSK KRONER | Obligation fra den Europæiske Investerings bank, som ejes af alle EU-lande. Købet skal i høj grad ses som et valuta-bet på stigende svenske kroner. Udløb i 2019 og effektiv rente på -0,35 procent. ISIN XS0773059042



FLSMIDTH | Minesektoren står over for at øge investeringer i udstyr og bestående miner for første gang i en årrække. Den stigende investeringslyst bunder i højere råvarepriser og øget efterspørgsel på industrimetaller, hvilket bør smitte positivt af på FLSmidth.



SPECTRIS | Selskabet synes at have brudt års dødvande på den organiske vækst. Pæn organisk vækst og levering på første fase af selskabets effektiviseringsprogram er hovedfokus i indeværende år. Året vil ligeledes byde på indsigt i detaljer og potentiale for anden fase af selskabets effektiviseringsprogram.



AKTIER FRA EUROOMRÅDET | Prisfastsættelsen er attraktiv ift. globale aktier og høj vækst vil løfte indtjeningen hos virksomhederne. Her vil særligt finansaktier få gavn af stigende renter og en stærk europæisk økonomi.



OBLIGATION NOTERET I NORSKE KRONER | Obligation fra den Europæiske Investerings bank, som ejes af alle EU-lande. Købet skal i høj grad ses som et valuta-bet på stigende norske kroner. Udløb i 2020 og effektiv rente på 0,74 procent. ISIN XS1195588915

RISIKOBAROMETER

Du kan læse meget mere om de enkelte selskaber og baggrunden for vores anbefalinger på sparkron.dk.

VIGTIGSTE BEGIVENHEDER FOR MARKEDET:

Hvilke konsekvenser får de?

CENTRALBANKER

ECB udfaser månedlige opkøb



Vi venter, at det vil løfte de lange renter svagt, som det skete i USA. Euroen vil stige. På helt kort sigt kan der være risiko for mindre fald i aktierne.

Fed hæver renten



Hæves renten mere end ventet, vil det hæve de lange amerikanske renter. Det vil have en mindre afsmittende effekt på renterne herhjemme. Markedet venter tre rentestigninger i 2018 og en i 2019.

Fed nedbringer beholdningen af obligationer



Det kan give uro på markederne, men vi vurderer denne risiko til at være lav. Læs evt. artikel i investeringsmagasin fra juli: "Ligeså kedeligt som at se maling tørre".

POLITISKE BEGIVENHEDER

Trump melder USA ud af NAFTA



Det vil ramme den amerikanske vækst og skabe en ubehagelig usikkerhed. Begge dele vil være skidt for aktiemarkedet, mens renter vil stige. Læs mere i artiklen om amerikansk økonomi.

USA's offentlige gæld rammer gældsloftet



I første omgang vil den amerikanske stat lukke ned, og markedsreaktionen har historisk været begrænset. Den egentlige risiko er, hvis det bliver en langstrakt proces, og kreditbureauer sænker USA's kreditværdighed. Vi vurderer dog risikoen for dette scenarie til at være meget lav.

Valg i Italien



Til marts skal der være valg i Italien. Mange partier er kritiske overfor euroen. Træder Italien ud af euroen, vil hele EU-fundamentet ryste. Vi vurderer, at der er lav sandsynlighed for dette. Læs særskilt artikel i dette magasin.

VIGTIGE ØKONOMISKE NØGLETAL

Inflationstal fra Europa



For tiden det vigtigste nøgletal for de finansielle markeder i Europa. Der er specielt fokus på kerneinflationen, altså inflationen eksklusiv energi og fødevarer. Den er nu på 1,0 procent efter en svag stigning de seneste måneder. Stigende inflation løfter forventningerne om fremtidige rentestigninger. Højere inflation hæver derfor renter og euroen.

Arbejdsmarkedsrapport fra USA



Der er stor fokus på, om lønvæksten tiltager. Sker det, løftes de lange renter i USA og lidt i Europa. Det vil også styrke dollaren. Herudover er der altid fokus på om beskæftigelsen fortsat stiger, da det er en vigtig indikator for væksten.

Erhvervstillid fra Kina



Udviklingen i Kina følges med særlig stor interesse for markedet. Den private gæld er steget med, hvad der svarer til ca. 150 procent af BNP siden finanskrisen. Det har øget frygten for, om udviklingen er holdbar. Derfor følges specielt uafhængige indikatorer for udviklingen i økonomien med ekstra opmærksomhed.

Nabovalutaer er undervurderet



Af Lasse Laursen, Senior Dealer



FORVENTET UDVIKLING I NOK OG SEK



De seneste tre måneder har været en voldsom rutsjetur for både norske og svenske kroner. Begge valutaer havde en svær afslutning på 2017, og kort inden jul handlede både NOK og SEK på de laveste niveauer siden finanskrisen. Det var umiddelbart imod vores seneste prognose, og i starten af året er det da også gået næsten ligeså stærkt den anden vej for valutaerne.

Vi mener, at markedet har været alt for pessimistisk og fastholder vores positive syn på både norske og svenske kroner. Den negative udvikling i slutningen af 2017 skal findes i en kombination af nervøsitet for udviklingen på boligmarkedet hos vores skandinaviske naboer og dårlig likviditet i valutamarkedet frem mod årsskiftet.

SEK trækkes op af kapacitetspres

Økonomien i både Norge og Sverige er generelt i rigtig fin form. Allerede det forhold stemmer ikke overens med historisk svage valutaer. De seneste nøgletal fra Sverige indikerer en økonomi, som arbejder på højtryk. I 2018 forventes en BNP-vækst på 2,4 procent. Sverige nyder godt af opsvinget i Europa og ikke mindst i nabolandene Finland, Norge og Danmark, som er blandt Sveriges største samhandelspartnere.

Til trods for en økonomi, der balancerer på grænsen til overophedning, blev den ledende rente fastholdt på -0,5 procent ved det seneste rentemøde i den svenske centralbank, Riksbanken. Op-

svinget i Sverige er mere fremskredent end det i euroområdet, og derfor må rentenormaliseringen også tage sin start i Sverige, hvilket vi venter, vil ske i 2018. Den svage svenske krone giver samtidig Riksbanken luft til at acceptere en styrkelse af den svenske krone. Riksbanken forventer første renteforhøjelse medio 2018, hvilket er på linje med markedets forventninger.

NOK hjælpes af olieprisen

Udviklingen i den norske krone har historisk haft en stærk sammenhæng med olieprisen. Det seneste halve år har kronen dog virket til næsten at være koblet af olieprisen. Vi venter, at det vil ændre sig. Den norske økonomi fortsætter sin fremgang, og analytikerne venter en vækst på 2,1 procent i 2018. I Norge føres en ekstrem lempelig finanspolitik, hvor blandt andet de offentlige investeringer er dobbelt så høje som i Danmark. Samtidig har stigende oliepriser en stor betydning for økonomien og boligmarkedet. Det seneste godt halve år har olieprisens pil peget op, hvor en tønde nordsøolie i dag koster knap 70 dollars.

I tidligere valutaprognoser argumenterede vi for en stigende oliepris, og at den ville understøtte den norske krone. Olieprisstigningerne har vi fået. Fremadrettet venter vi, at olieprisen fortsat vil være understøttet af øget global efterspørgsel og et lavere udbud fra OPEC. Vi venter derfor, at olieprisen vil være uændret til svagt stigende fra de nuværende niveauer det kommende år.

I takt med at bekymringerne for det norske boligmarked aftager, venter vi, at den norske krone i de kommende måneder vil indhente en del af det tabte i forhold til oliepriserne.

Usikkerhed omkring boligmarkedet har dæmpet valutaerne

Boligpriserne har haft det svært i Norge og Sverige i 2017. Lejlighedspriserne i hovedstæderne er faldet med 10 procent siden sommeren 2017, mens huspriserne på landsplan har været uændrede i Norge og er faldet med 4,25 procent i Sverige. Udviklingen fik flere investorer til at trække følehornene til sig i slutningen af 2017, da de ønskede en risikopræmie i tilfælde af fortsat faldende priser. Det kunne nemlig dæmpe privatforbruget og dermed forventningen til fremtidige renteforhøjelser.

Vi ser dog ikke helt så pessimistisk på udviklingen og bemærker, at det i udpræget grad er et hovedstadsfænomen på nuværende tidspunkt. Dermed er blot en mindre del af boligmarkedet ramt. Samtidig er priserne her steget rigtig meget de seneste år, og prisfaldene er blot sunde korrektioner. Det generelle boligmarked understøttes af rekordlave renter, og der er ingen tegn på opbremsning i de to landes økonomier. Træge boligpriser vil selvfølgelig dæmpe væksten, men vi må ikke glemme de meget positive stimuli, der rammer økonomierne. Vi deler derfor synspunkterne fra både Norges Bank og Riksbanken, der begge mener, at faldet i boligmarkedet er midlertidigt.

Samlet ser vi derfor fortsat et stort potentiale i både norske og svenske kroner i 2018. Trods valutaernes stærke start på året, forventer vi, at de ligger endnu højere på 3 og 12 måneders sigt. Vi anbefaler altid, at virksomheder med kommercielt flow i udenlandsk valuta forholder sig til deres valutarisiko. Sparekassens Markets afdeling hjælper gerne med rådgivning.

VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminkurser		Konsensus	
	30. januar	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,44	7,44	7,45	7,44	7,43	7,45	7,46
USDDKK	5,98	5,98	5,98	5,94	5,81	6,21	5,97
CHFDKK	6,42	6,40	6,30	6,42	6,44	6,31	6,17
JPYDKK	5,51	5,50	5,55	5,50	5,49	5,52	5,43
GBPDKK	8,45	8,35	8,20	8,43	8,34	8,37	8,29
SEKDKK	0,76	0,79	0,82	0,76	0,76	0,77	0,82
NOKDKK	0,78	0,82	0,84	0,77	0,76	0,79	0,83
EURUSD	1,24	1,24	1,24	1,25	1,28	1,20	1,25



Pundet er de seneste måneder blevet styrket over for euro og danske kroner. Den positive udvikling skyldes marginalt bedre nøgletal fra den britiske økonomi end frygtet, og mindre træge Brexit-forhandlinger har fået investorerne til at kræve en lidt lavere risikopræmie på pundet.

Bank of England hævede som ventet renten i november. Næste renteforhøjelse er dog et stykke ude i horisonten, hvor markedet tidligst forventer en renteforhøjelse på 0,25 procentpoint til oktober.

Den seneste udvikling ændrer dog ikke ved, at usikkerheden omkring Brexit fortsat er enorm. Den store usikkerhed omkring de fremtidige handelsvilkår gør, at vi fortsat venter, at pundet vil få det svært de kommende år. Vi fastholder derfor, at der ikke foreløbigt vil komme et rebound i valutaen med mindre, at forhandlingerne overrasker meget positivt. Vi anerkender dog, at det er yderst vanskeligt at spå om udviklingen i pundet. Virksomheder med eksponering mod GBP bør derfor opretholde høj afdækning.

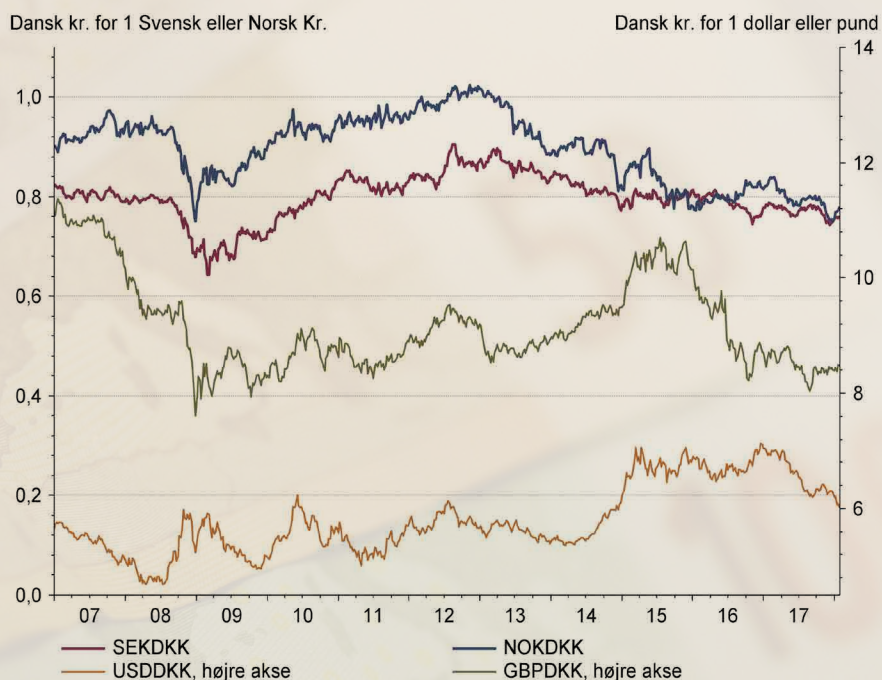
Af grafen ses antal danske kroner for henholdsvis en svensk eller norsk krone samt et pund eller en dollar.

Kilde: Thomson Reuters Datastream



Dollaren er i løbet af det seneste år blevet svækket markant. På trods af at vi ventede et fald i dollaren over for euroen, må vi sige, at det er gået stærkere end ventet, da niveauet nu har nået vores gamle 12-måneders prognose. Svækkelsen skal ses som en kombination af større tillid til væksten i eurozonen, svagt stigende lange renter i euroområdet og mindre appetit blandt investorerne på investering i amerikanske aktiver. De økonomiske nøgletal har ellers overordnet været fornuftige, og den amerikanske centralbank hævede også helt som ventet den ledende rente på rentemødet i december. Udviklingen i eurozonen har dog været mere positiv, hvilket har fået investorerne til at handle euro og danske kroner op over for dollar.

Vi fastholder vores positive syn på europæisk økonomi og udsigten til svage stigninger i de lange toneangivende renter i Europa i løbet af året. Vi mener dog, at den seneste udvikling i euro/dollar er gået en smule for stærk og venter, at der kan komme en opadgående korrektion i dollaren over for danske kroner på den korte bane. På 12-måneders sigt fastholder vi, at dollaren vil handle omkring det nuværende niveau.



MARKEDSOVERBLIK

OBLIGATIONER. AFKAST 2017

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	-0,4	-0,2
LANGE DANSKE STATER	1,0	1,0
INVESTMENT GRADE	2,4	2,5
HIGH YIELD	6,9	7,0
EMERGING MARKETS	14,3	0,4

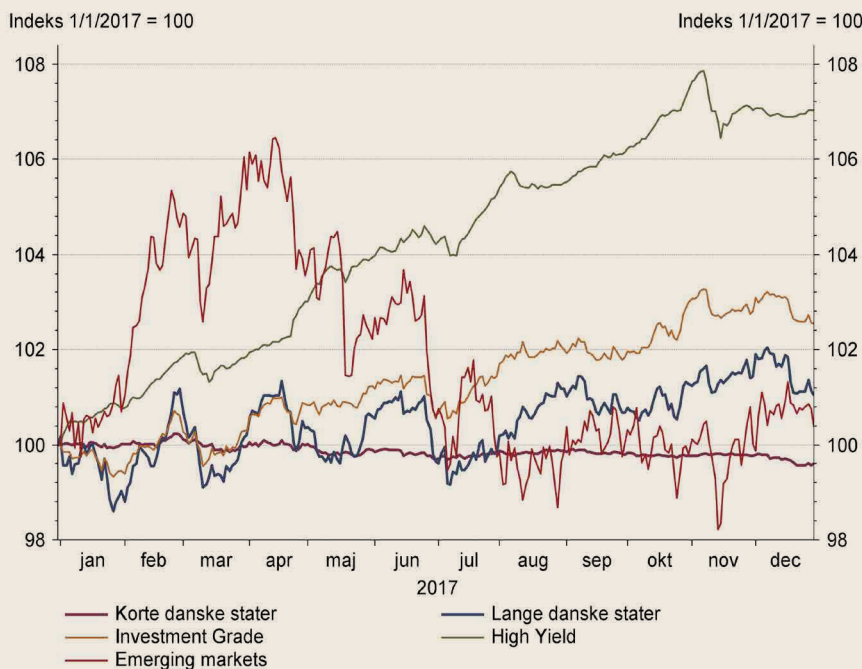
AKTIER. AFKAST 2017

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSDINDEKSET	24,6	9,5
USA	21,8	7,0
EUROPA	11,2	11,4
EMERGING MARKETS	37,5	20,8
DANMARK	15,4	15,4

AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

