

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 08 | JANUAR 2020



Læs blandt andet:

Tysk vækst: Ketchupeffekt på vej

Aktiefesten bliver ikke helt så vild i 2020

**Dansk økonomi i højkonjunktur
– det er for tidligt med en landing**

Europa: Inflationen bliver den helt store overraskelse





Anders Høyer

Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Fra håb til optimisme

2019 var året, hvor frygt blev vendt til håb. Ved årets start frygtede markedet en recession i både USA og Europa. Frygten blev genantændt, da handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede henover sommeren, hvor det også begyndte at knage i amerikansk industri, mens industrien i Europa var i recession.

Redningen var som ventet forbrugerne, som sammen med en mere lempelig pengepolitik holdt hånden under økonomierne. I takt med den voksende efterspørgsel fra husholdningerne steg tilliden til, at det globale opsving blev på sporet. Opfattelsen tog fart, da USA og Kina indledte våbenhvile i handelskrigen. Derfor blev frygt gradvist vendt til håb, hvilket var gulf for aktierne.

Fundamentet for forbrugerne er rigtig godt og vil fortsat understøtte væksten. Lønvæksten er langt over inflationen, beskæftigelsen stiger, og højere boligpriser løfter formuen. Meget tyder også på, at industrien er ved at finde fodfæste. Produktionen har længe været lavere end efterspørgslen, og det har mindsket lagrene. I takt med at efterspørgslen stiger, skal produktionen igen i omdrejninger. Lavere frygt for handelskrig løfter også investeringslysten hos virksomhederne. Derfor tror vi, at industrien igen kommer i gear. Det bør løfte stemningen yderligere fra håb til optimisme, men der er som altid alle unknown unknowns.

Et eksempel er coronavirusen, som er opstået efter færdiggørelsen af dette magasin. Den har skabt en flugt til sikkerhed. Specielt fordi virussen måske smitter, før symptomerne viser sig. Lige nu afventes det, om sygdommen bliver inddæmmet. Historien viser, at når markedet kommer sig efter sådan en overraskelse, så er bevægelsen ofte pludselig og kraftig. Det er umuligt at spå om udviklingen i smitten, men indtil videre må man formode, at Kina får styr på situationen. Bemærk her, at centralregeringen har overtaget styringen og dermed sat prestige på spil. Bliver virussen ikke inddæmmet, skal aktier og renter længere ned. Men pas på med at overgøre den økonomiske risiko, og husk, at der er betydelig sandsynlighed for, at man finder en effektiv vaccine.

God læselyst.

Anders Høyer

Ansvarshavende redaktør

indhold

<i>Fra håb til optimisme</i>	<i>2</i>
------------------------------------	----------

MAKRO

<i>Tysk vækst: Ketchupeffekt på vej</i>	<i>4</i>
---	----------

<i>Dansk økonomi i højkonjunktur – det er for tidligt med en landing.....</i>	<i>6</i>
---	----------

<i>Europa: Inflationen bliver den helt store overraskelse.....</i>	<i>8</i>
--	----------

AKTIER

<i>Aktiefesten bliver ikke helt så vild i 2020</i>	<i>10</i>
--	-----------

<i>Vigtigste begivenheder for markedet: Hvilke konsekvenser får de?.....</i>	<i>13</i>
--	-----------

VALUTA

<i>Dollaren danser på stedet</i>	<i>14</i>
--	-----------

<i>Valutaprognose</i>	<i>15</i>
-----------------------------	-----------

<i>Markedsoverblik</i>	<i>16</i>
------------------------------	-----------

Dataarbejde er afsluttet 24. januar 2020.

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 pr. 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

eventuelle 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.

Tysk vækst: Ketchupeffekt på vej



Af Anders Høyer, cheføkonom

De seneste par kvartaler har tysk økonomi stået i stampe. Da Tyskland har Europas største økonomi, har det enorm betydning for europæiske renter og aktier, om Tyskland kommer på fode igen eller ender i en egentlig recession, hvor ledigheden begynder at stige.

Umiddelbart er det alt for tidligt med gravøl, da en række faktorer taler for, at væksten tiltager de kommende kvartaler. For eksempel stiger efterspørgslen væsentligt mere end industriproduktionen, mens servicesektoren fortsat viser solid fremgang.

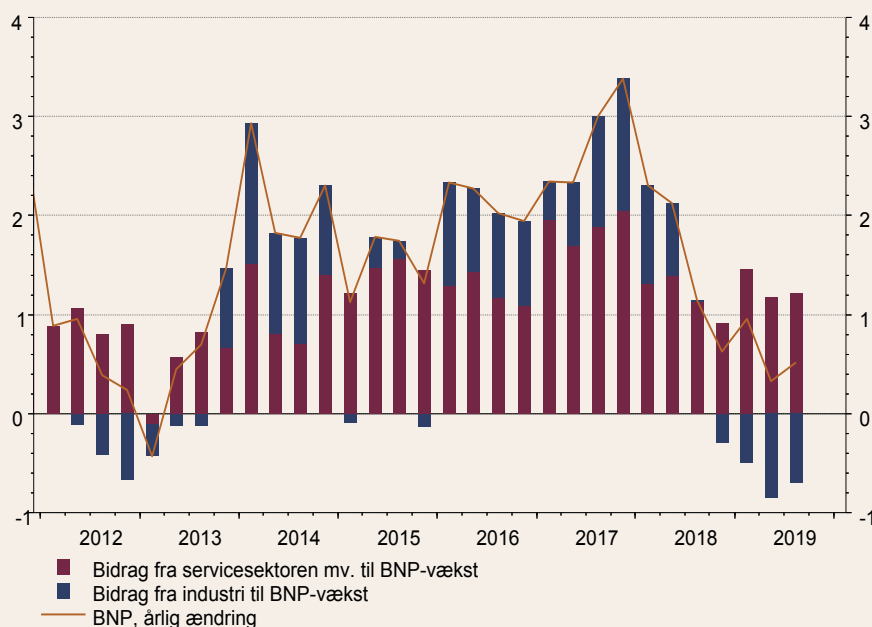
Det er specielt industrien i Tyskland, som lider, mens den øvrige del af økonomien, med servicesektoren i front, har haft solid fremgang – se figur 1. Mens industrien har trukket cirka 0,75 procent ned i BNP det seneste år, har den øvrige del af økonomien trukket cirka 1,25 procent op og dermed medvirket til, at Tyskland har undgået en recession. Faktisk har årsvæksten i servicesektoren været omtrent uændret de seneste syv kvartaler, så der er fortsat ingen tegn på, at forkølelsen i industrien har smittet resten af økonomien. Det er også årsagen til, at beskæftigelsen stadig stiger i Tyskland.

Det betyder, at hvis bare industriproduktionen stopper med at falde, vil

BNP-væksten stige til 1,25 procent. Her er det selvfølgelig vigtigt, at servicesektoren fortsætter fremgangen, men hvorfor skulle den ikke det, når efterspørgslen stiger?

Efterspørgslen stiger fornuftigt. Udlandet køber stadig tyske varer, og tyskerne har for alvor fået gang i det private forbrug. Derfor har efterspørgslen det også fornuftigt. Efterspørgslen eksklusive lagerinvesteringer var

Procent Servicesektoren holder BNP-væksten oppe i Tyskland



Figur 1. Kilde: Refinitiv Datastream

faktisk 1,75 procent højere i tredje kvartal 2019 end samme kvartal året før – se figur 2. I samme periode er produktionen (BNP) kun steget 0,5 procent. Forskellen skyldes, at virksomhederne har nedbragt deres lagre i ekstraordinær stor stil. Den stigende efterspørgsel er også medvirkende til, at Tysklands import er steget.

Det er yderst positivt, at efterspørgslen stadig stiger. En økonomi kommer som oftest i recession, fordi husholdningerne mindsker deres forbrug, og/eller virksomhederne sælger mindre til udlandet og investerer mindre i nye maskiner. Dette har ikke været tilfældet i Tyskland – tværtimod.

På et tidspunkt skal industriproduktionen simpelthen op i gear igen, hvis efterspørgslen holder kadencen – og det forventer vi. I så fald kan der komme en ketchupeffekt, hvor den årlige vækst i løbet af det næste år kan blive 1,75 procent, uden at væksten i efterspørgslen behøver at tiltage. Det er langt over forventningerne i markedet og fra for eksempel OECD, som venter en vækst på 0,4 procent i 2020. Det er dog lidt mere på linje med Den Internationale Valutafond, IMF, som venter en vækst på 1,2 procent.

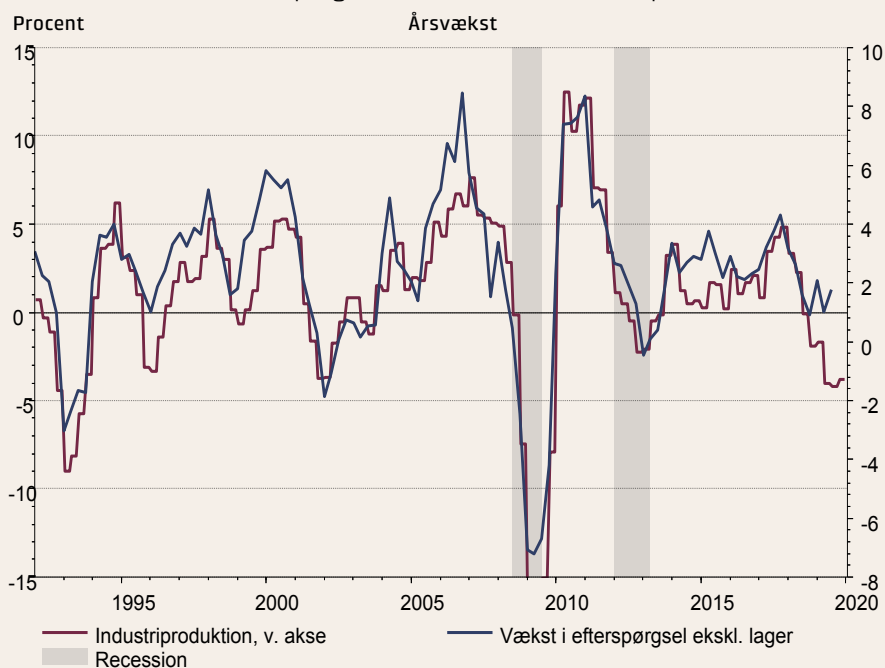
I 1995 oplevede man noget lignende, hvor industriproduktionen også var faldet meget relativt til efterspørgslen.

Fundamentet er på plads til fortsat stigende efterspørgsel

Bagtæppet er jo, at Tyskland har en super stærk lønkonkurrenceevne, og eksporten vil derfor over tid vise fremgang, så længe resten af verden vokser. I 2019 er Tysklands eksport til for eksempel USA og Kina steget med henholdsvis fem og to procent. Det er lidt komisk, at man venter fornuftig vækst i hele verden, bare ikke i verdens næststørste eksportmaskine, som vel at mærke har en stærk lønkonkurrence.

Ledigheden er faldet markant, og det gør, at Tyskland har Vesteuropas højeste lønstigninger – til gavn for forbruget. Oven i købet lønstigninger, der er holdbare. Husholdningernes samlede lønindkomst vokser med cirka tre procent om året (tal for 3. kvartal, efter man har korrigeret for inflation). Det er kraftigt. Derfor stiger detail-salget med over tre procent om året, og bilsalget er steget med seks procent siden i sommers. Det er ikke normale kendetegn for en økonomi, der er på vej til at gå i hundene. Forbruget bliver

Væksten i efterspørgslen markant over industriproduktionen



Figur 2. Kilde: Refinitiv Datastream

derudover hjulpet af stigende boligpriser, lempelig finanspolitik og lave renter.

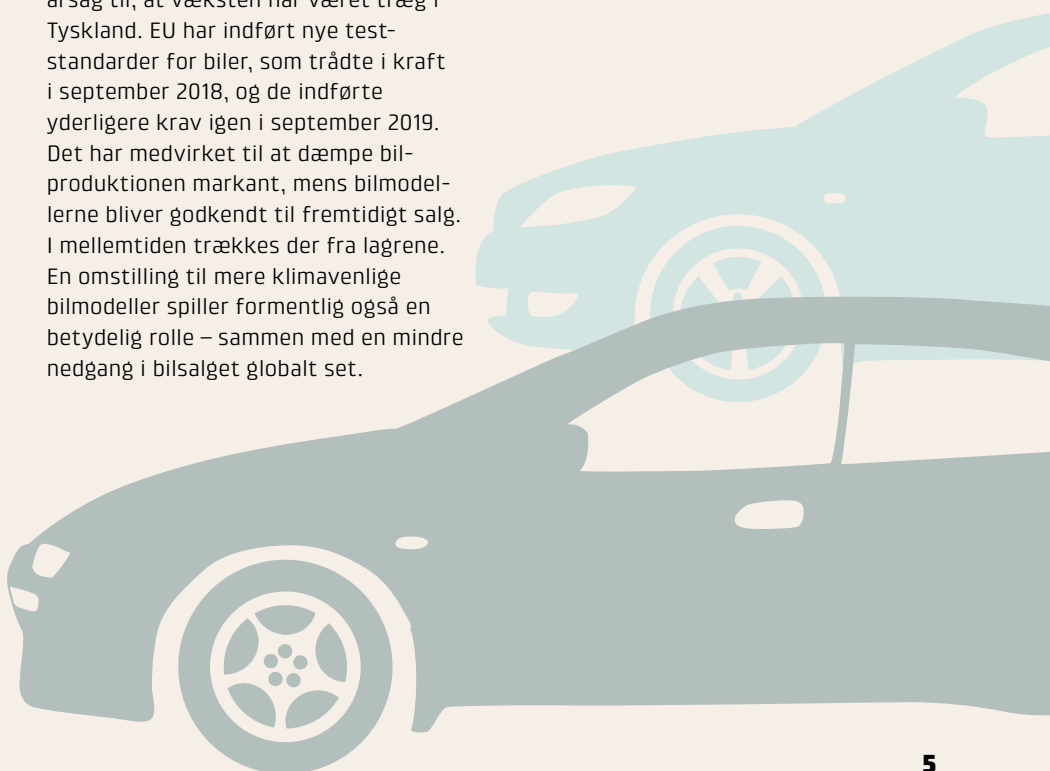
“Ledigheden er faldet markant, og det gør, at Tyskland har Vesteuropas højeste lønstigninger – til gavn for forbruget.”

Hvad har så trukket ned?

Det er i høj grad et fald i produktionen på 20 procent i bilindustrien, der er årsag til, at væksten har været træg i Tyskland. EU har indført nye teststandarder for biler, som trådte i kraft i september 2018, og de indførte yderligere krav igen i september 2019. Det har medvirket til at dæmpe bilproduktionen markant, mens bilmodellerne bliver godkendt til fremtidigt salg. I mellemtiden trækkes der fra lagrene. En omstilling til mere klimavenlige bilmodeller spiller formentlig også en betydelig rolle – sammen med en mindre nedgang i bilsalget globalt set.

Bilproduktionen udgør fem procent af BNP, så det kraftige fald gør selvfølgelig ondt. Oveni breder det sig som ringe i vandet til alle underleverandørerne – for eksempel metalindustrien, som mindsker deres produktion og lagre.

Den gode nyhed er, at bilsalget stadig er stigende i Europa, og her bliver to ud af tre tyskproducerede biler solgt. Derfor må bilproduktionen også snart stoppe med at falde eller ligefrem begynde at stige igen.



Dansk økonomi i højkonjunktur

– det er for tidligt med en landing



Af Anders Høyer, cheføkonom

Dansk økonomi befinder sig i højkonjunktur. Det, venter vi, også vil være tilfældet det kommende år. Trods usikkerhed om global økonomi har dansk eksport klaret sig godt i 2019. Det skal ses i lyset af, at der har været fremgang på Danmarks eksportmarkeder, og at Danmark nyder godt af at eksportere nogle varer, som er mindre konjunkturfølsomme for eksempel medicin og fødevarer.

De kommende år ventes der lidt stærkere vækst hos Danmarks samhandelspartnere. Samtidig oplever husholdningerne en betydelig stigning i købekraften, hvilket løfter forbruget. På den måde er der gang i de to vigtigste motorer i dansk økonomi, og det er derfor yderst vanskeligt at se, hvorfor økonomien skulle tabe fart. Vi venter derfor en BNP-vækst på 2,1 procent i både 2020 og 2021.

Eksporten stiger solidt trods global usikkerhed

Global usikkerhed og svag vækst hos Danmarks største handelspartner, Tyskland, har langt fra været nok til at slå dansk eksport til tælling i 2019 – tværtimod. I årets første tre kvartaler er eksporten steget med tre procent i forhold til samme periode sidste år.

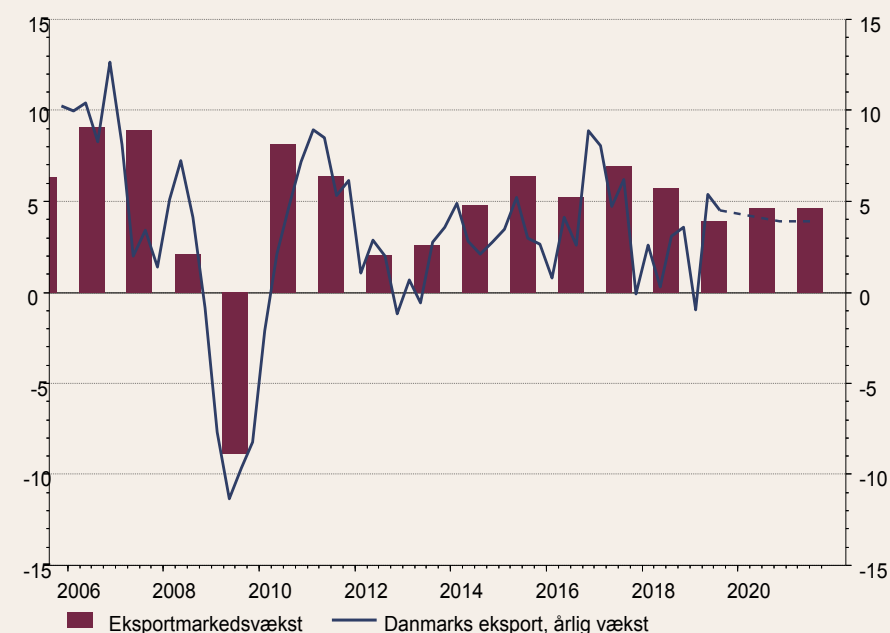
Vi venter, at væksten på Danmarks eksportmarkeder tiltager i 2020 i forhold til i år. BNP-væksten i det samlede udland, vægtet efter andelen af dansk eksport, ventes at blive 1,6 procent i 2019 og at stige til omkring 1,8 procent i 2020 og 2021. Det skyldes primært, at vi venter en væsentligt stærkere vækst i Tyskland. Eksportmarkedsvæksten er et udtryk for, hvor meget importen hos Danmarks eksportmarkeder stiger. Importen

stiger typisk kraftigere end væksten i BNP. Det betyder, at vi venter, at eksporten vil holde momentum de kommende år.

Danmarks industrieksport følger i store træk udviklingen i eksportmarkedsvæksten. På den baggrund venter vi en vækst i den

“I årets første tre kvartaler er eksporten steget med tre procent i forhold til samme periode sidste år.

Procent Trods usikkerhed vokser Danmarks eksportmarkeder



Figur 1: Væksten på Danmarks eksportmarkeder og dansk eksport. Skøn for eksportmarkeder er på baggrund af IMF's prognose og eget skøn for Tyskland og USA. Kilde: Refinitiv Datastream

samlede eksport på 3,4 procent i 2019 stigende til 3,9 procent i både 2020 og 2021 – se figur 1.

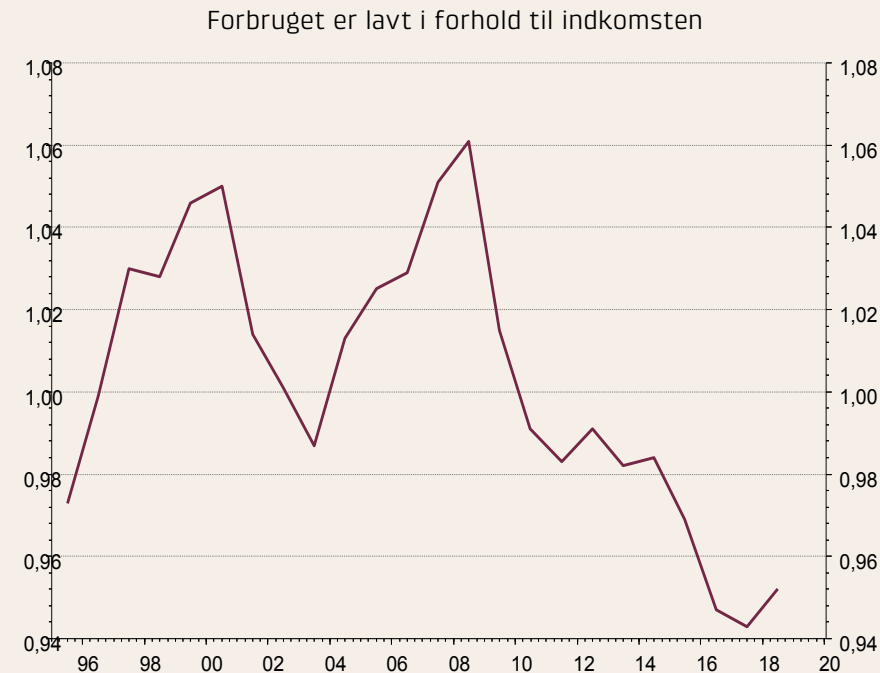
Gyldne tider for forbrugerne

Fundamentet er i den grad på plads for stigende privat forbrug. Husholdningernes købekraft stiger betydeligt både som følge af lav inflation, stigende lønvækst og fremgang i beskæftigelsen. Den lave ledighed har understøttet lønvæksten, som er gået fra 1,4 procent i starten af 2014 til 2,5 procent i takt med et tiltagende pres på arbejdsmarkedet. Samlet vil det skabe et stærkt afsæt for forbruget. Specielt i lyset af, at forbrugskvoten (forbrug som andel af disponibel indkomst) er meget lav – se figur 2. I takt med at friværdien stiger, venter vi, at forbrugskvoten vil stige svagt.

Global usikkerhed kan potentielt dæmpe virksomhedernes investeringer. Men stigende efterspørgsel, nye opfindelser og høj konkurrence gør, at der stadig er behov for at investere i nye maskiner og bygninger. Derfor venter vi en stigning i erhvervsinvesteringerne lidt over væksten i BNP. Det er en lidt lavere vækst end normalt, når økonomien er i højkonjunktur.

Beskæftigelse fortsætter op, men i lidt lavere tempo

Fremgangen i den private efterspørgsel vil være nok til at fastholde en vækst i BNP på 1,9 procent i 2020. Det på trods af, at vi venter en solid vækst i importen. Det vil være nok til at trække en fremgang i beskæftigelsen på knap en procent i 2020. Reformen er med til at øge arbejdsudbuddet, og det gør, at beskæftigelsesstigningerne i mindre omfang øger presset på arbejds-



Figur 2: Privat forbrug som andel af disponibel indkomst. Pensionsindbetalinger er fratrukket.

Kilde: Refinitiv Datastream

markedet. Vi venter dog stadig, at presset på arbejdsmarkedet vil tiltage. Det er dog vigtigt at understrege, at Danmark har en meget stærk lønkonkurrenceevne, hvilket blandt andet afspejles i et overskud på betalingsbalancen på cirka syv procent af BNP. Derfor er der også plads til, at lønvæksten bliver lidt højere i Danmark end i udlandet.

I 2021 venter vi, at en lidt stærkere fremgang i det private forbrug vil løfte væksten til lidt over to procent. Usikkerheden er dog større. Vi vurderer nemlig, at der er betydelig risiko for en amerikansk recession i 2021, da

presset på økonomien er stort. Vi venter dog på nuværende tidspunkt tidligst en recession i USA i slutningen af 2021.

“Global usikkerhed kan potentielt dæmpe virksomhedernes investeringer. Men stigende efterspørgsel, nye opfindelser og høj konkurrence gør, at der stadig er behov for at investere i nye maskiner og bygninger.

Realvækst i BNP og underkomponenter				
År	2018 (mia. kr.)	2019 (%)	2020 (%)	2021 (%)
Privatforbrug	1.048	1,9	2,1	2,3
Offentlig efterspørgsel	547	0,5	0,9	0,9
Private investeringer	495	0,3	2,4	3,1
– Erhvervsinvesteringer	385	0,2	2,8	3,5
– Boliginvesteringer	110	0,6	1,0	1,5
Lagerforøgelse	18	0,1	0,1	0,1
Eksport	1.250	3,4	3,9	3,9
Import	1.114	2,2	4,0	4,1
BNP	2.246	1,9	1,9	2,1
Beskæftigelse (1.000 per.)	2.896	38	26	32
Outputgab		0,8	1,0	1,4

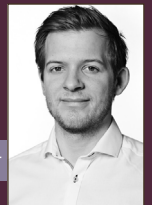
Europa:

Inflationen

bliver den helt store overraskelse

Specielt tre forhold fik renterne til at falde i 2019. **Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede** samtidig med, at **industrien i både Europa og USA viste svag-hedstegn**. Det gjorde, at markedet for alvor frygtede en recession. Oveni **fortsatte inflationen med at stå i stampe**. Siden august har det derimod peget op for renterne i takt med, at markedet er blevet mere overbevist om, at recessionen er udskudt, og der er våbenhvile i handelskrigen. De samme forhold vil formentlig dominere markedet i 2020.

Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer



Spirende optimisme

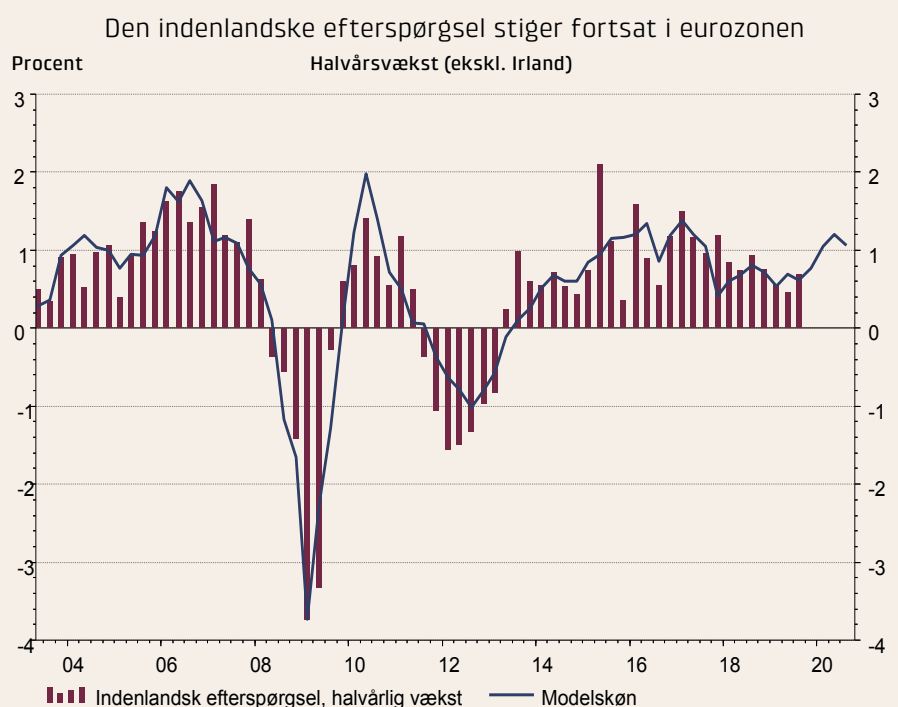
I 2020 venter vi, at troen på den økonomiske vækst i USA og specielt Europa vil tiltage. På begge sider af Atlanten gælder det, at forbrugeren har det rigtig godt. Lønvæksten er tiltaget, beskæftigelsen stiger, og inflationen er moderat. Det sikrer en solid stigning i købekraften. Stigende forbrug har i den grad holdt hånden under økonomierne, og det vurderes at fortsætte i 2020. Det er også årsagen til, at service-sektoren (som er væsentligt større end industrien) oplever en fornuftig vækst.

Globalt set har usikkerheden fra handelskrig og Brexit været med til at dæmpe aktiviteten i industrien. Europa er desuden ramt af et stort fald i bilproduktionen i Tyskland. Skal væksten for alvor op i Europa, skal tysk økonomi i gear igen. Derfor stiller vi særskilt skarp på Tyskland her i magasinet. I takt med, at industrien finder fodfæste, venter vi, at årsvæksten i eurozonen igen kommer op på cirka to procent i løbet af 2020. Det er et stykke over markedsforventningerne. Det underbygges af en empirisk model for den

indenlandske efterspørgsel, som peger på solid fremgang i den indenlandske efterspørgsel – se figur 1. Det vil lægge et pres opad på renterne.

Inflation overrasker i 2020

Et af de store spørgsmål på rentemarkedet er, om inflationen nogensinde kommer til at tiltage, så Den Europæiske Centralbank, ECB, kan begynde at



Figur 1: Halvårsvækst i indenlandsk efterspørgsel og modelskøn for indenlandsk efterspørgsel frem til 3. kvartal 2020.

Kilde: Refinitiv Datastream

normalisere renterne. Markedets forventninger til den langsigtede inflation i både USA og Europa faldt kraftigt i 2019 og indikerer, at inflationen vil være uændret de næste 10 år. Markedet har nærmest kastet håndklædet i ringen.

Vi har de seneste måneder set en let stigende inflationstakt, og vi vurderer fortsat, at der er stor sandsynlighed for, at inflationen overrasker i opadgående retning. Vi holder ligeledes fast i vurderingen af, at vi ude i horisonten kan se svagt højere renter fra ECB. Analysen har hele tiden været baseret på en tre-trins-raket. Først skulle opsvinget fortsætte og være stærkt nok til at få presset ledigheden ned, og over tid ville det løfte lønvæksten. Begge forhold er indtruffet. Ledigheden er tilbage på samme niveau som før finanskrisen, og det har løftet lønvæksten. Det sidste element er så, at inflationen skal tiltage, da virksomhederne på sigt vil dække de stigende lønomkostninger ved at hæve priserne – se figur 2.

Hvis inflationen stiger, vil det trække renterne med opad. Vi ser tiltagende inflation som en af de største risikofaktorer for de lave renter i 2020.

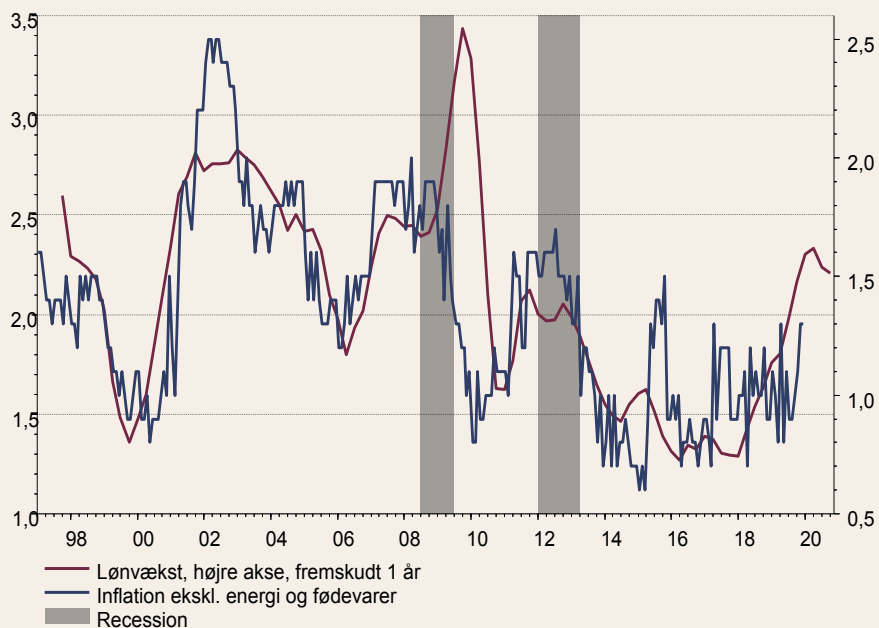
Pengepolitiske ændringer fra centralbankerne

Markedet venter, at den lempelige politik fra centralbankerne fortsætter i 2020. Aktuelt forventer rentemarkedet, at den amerikanske centralbank, Fed, sænker renten en enkelt gang i 2020, og at der vil være uændrede renter fra ECB. Vi forventer, at Fed sætter renten op i slutningen af 2020. Vi er ret enige i markedets forventninger til ECB's aktiviteter i 2020, men ikke i årene derefter. Vi ser en vis sandsynlighed for, at ECB vil stramme en smule op i løbet af 2020 eller som minimum begynde at kommunikere om fremtidige stramninger. Det kræver dog en tiltagende vækst og højere inflation. Alt andet lige forventer vi, at centralbankernes handlinger vil være med til at løfte renterne en smule i løbet af året.

“ Hvis inflationen stiger, vil det trække renterne med opad. Vi ser tiltagende inflation som en af de største risikofaktorer for de lave renter i 2020.

Procent

Lønvæksten tilsiger højere inflation



Figur 2: Lønvækst og inflation eksklusive energi og fødevarer i euroområdet.

Kilde: Refinitiv Datastream

Europa: Stort finanspolitisk råderum

En af de ting, der kan sende både vækst og inflation op i eurozonen, er finanspolitikken. De seneste mange år har politikkerne i de europæiske lande i mere eller mindre grad bragt orden i den offentlige økonomi. Det samlede offentlige underskud for hele eurozonen er kun cirka 0,5 procent af BNP. Til sammenligning har USA et underskud på fem procent af BNP. Der er altså noget finanspolitik at skyde med i Europa, hvis det bliver nødvendigt. Det gælder specielt i Tyskland, som oplever et stigende internationalt pres for at bruge flere penge. Det lader til, at opråbet er blevet hørt. I efteråret fortalte den tyske finansminister, Olaf Scholz, at Tyskland er klar til at bruge alle finanspolitiske virkemidler i tilfælde af en økonomisk krise. De tyske politikere har ingen interesse i, at landet skal bevæge sig mod en recession og vil derfor skubbe på, hvis væksten skuffer. Det er dog ret sandsynligt, at Tyskland gradvist vil lempe finanspolitikken, inden en egentlig krise viser sig. Det er nemlig unaturligt med store overskud, da borgerne ønsker at bruge pengene. Derfor er Tyskland gradvist begyndt at bruge flere penge og lemper i 2020 pengepolitikken svarende til cirka 0,5 procent af BNP.

Politik er altid en joker

Flere politiske events spøger i 2020. Det vigtigste er nok præsidentvalget i USA. Bliver Bernie Sanders præsidentkandidat, kan markedet blive bange for de økonomiske udsigter og sende renterne ned. Men modsat kan markedet også få fokus på, at han vil føre en mere aktiv finanspolitik. På grund af præsidentvalget i USA venter vi ikke at høre meget til handelskrigen mellem Kina og USA.



Aktiefesten bliver ikke helt så vild i 2020



Af Martin Smedegaard Jensen, porteføljevaltningschef

2019 var et forrygende aktieår.

Vi kigger her på, hvilke temaer og begivenheder der vil styre retningen i 2020.

Det nuværende aktieopsving har været siden marts 2009 og er dermed et af de længste i mere end 100 år. Som vi har argumenteret for flere gange, så dør opsving dog ikke af alderdom, og det gør dette heller ikke. Vi tager her et kig i krystalkuglen for at spotte de tendenser, som vil påvirke aktiemarkedet i 2020.

FEM UDSLAGSGIVERE I 2020

- Frygt for snarlig recession i USA
- Handelskrig
- Manglende indtjeningsvækst hos virksomhederne
- Det amerikanske præsidentvalg
- Brexit – den endelige beslutning

• Frygt for snarlig recession i USA

Når et opsving er så modent som dette opsving, vil der løbende være flere og flere økonomer, som frygter, at en snarlig recession er på vej. Det har også været tilfældet de seneste par år, hvor flere og flere har meldt sig i koret af økonomer, som mener, at en recession vil ramme inden for det kommende år. Holdningsudviklingen kan ses af figur 1.

Vi er af den overbevisning, at det igen vil blive et tema i 2020. Denne frygt var også til stede i aktiemarkedet i fjerde kvartal 2018, hvor aktiemarkedet en overgang var nede med over 20 procent. Dengang gik vi mod strømmen og udtalte, at recessionsfrygten på det tidspunkt var overgjort. Aktuelt viser vores modeller fortsat ingen tegn på en recession i USA i 2020. Det er vigtigt at overvåge risikoen for recessioner, da recession i USA er en begivenhed (traditionelt en af de eneste), der kan få aktiemarkedet til at falde mere end 20 procent.

“Aktuelt viser vores modeller fortsat ingen tegn på en recession i USA i 2020.

• Handelskrig – på retræte eller under opvågning?

De seneste par år har risikoen for en markant eskalering af handelskrigen konstant ligget som en tung dyne over finansmarkederne. Den er ikke mindst blevet holdt i live af Donald Trumps modstridende beskeder på Twitter. Lige fra tweets om, at handelskrigen er tæt på at være slut, til at den kun lige er

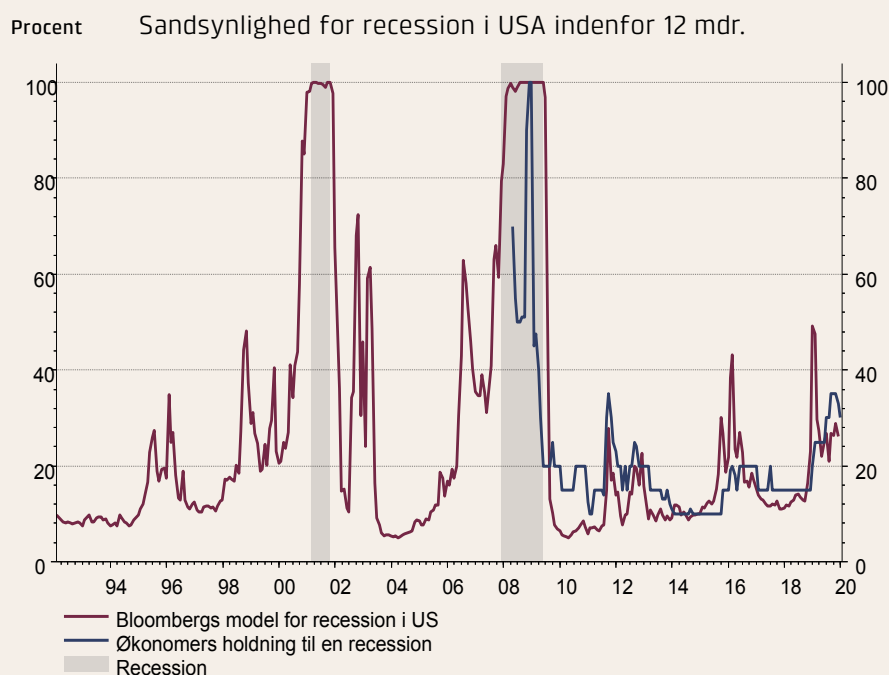
begyndt. I den periode har Kina og USA indført adskillige toldafgifter over for hinanden. Der er nu underskrevet en såkaldt fase 1-aftale, hvor de er blevet enige om nogle mindre forhold, men det er stadig en vigtig våbenhvile. Handelskrigen kan blusse op igen i løbet af 2020, men vi tvivler, da Trump har brug for en stærk økonomi og høje aktiekurser frem mod præsidentvalget i november 2020. Vi tror derimod ikke, at der kommer en fase 2-aftale i 2020. Hertil er uenighederne for store, og vi har udsigt til en magtkamp mellem de to supermagter de næste mange år.

• Er virksomhedernes indtjening forsvundet?

Virksomhedernes indtjening bliver også et af de store fokuspunkter for aktiemarkedet i 2020. Når alt kommer til alt, handler aktiekurser jo om virksomhedernes indtjening. Figur 2 på næste side viser det yderst tætte forhold mellem aktiekurser og indtjening over tid.

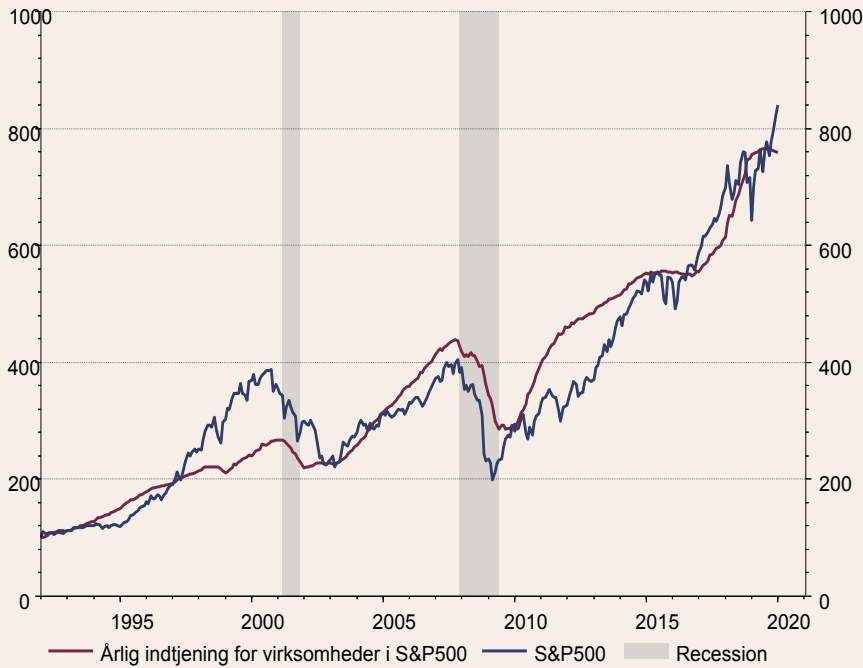
“Ifølge analysebureauet FactSet 17. januar mener analytikerne, at i slutningen af 2020 vil virksomhedernes indtjening være øget med knap 10 procent.

Vi kan af figuren se, at indtjeningsvæksten er fladet ud de seneste par år. Ifølge analysebureauet FactSet 17. januar mener analytikerne, at i slutningen af 2020 vil virksomhedernes indtjening være øget med knap 10 procent. Hertil kommer en salgsvækst på godt fire procent i 2019, som de forventer vil stige yderligere til 5,5 procent for 2020. Hermed er der lagt op til pæne kursgevinster, hvis det står til analytikerne. Men det levner ikke meget plads til skuffelser. Vi mener, at analytikernes forventninger ligger for højt, og at det kan risikere at give lidt rystelser på aktiemarkedet i løbet af året. Vores modeller viser dog, at den markant lavere rente, vi har i dag end for et år siden, vil holde hånden under aktiemarkedet.



Figur 1 viser, hvor stor en andel af økonomerne, der mener, at den amerikanske økonomi vil være i recession inden for 12 måneder (blå), mens den røde graf viser Bloomberg's Model for amerikansk recession inden for 12 måneder. Begge er i procent.

Kilde: Bloomberg



Figur 2: Indtjening og kursværdi hos selskaberne i aktieindekset S&P500.

Kilde: Refinitiv Datastream

• Hvad nu, hvis demokraterne vinder amerikansk præsidentvalg?

Genvinder Trump præsidentembedet, vil det umiddelbart være neutralt for aktiekurserne, men udslaget afhænger af, hvem han skal møde. Demokraternes kandidat bliver først kendt efter forårets primærvalg. Hvis den tidligere vicepræsident under Obama, Joe Biden, bliver demokraternes kandidat, vil aktiemarkedet ånde lettet op i foråret, da hans politik er moderat. Han står lige nu stærkt i meningsmålingerne. De næste to frontkandidater er i øjeblikket Elisabeth Warren og Bernie Sanders.

Begge er, ifølge amerikanske tilstande, meget venstreorienterede og har begge bebudet en skærpet fokus på at udligne den store økonomiske ulighed, som har udspillet sig de seneste mange år i USA.

“Genvinder Trump præsidentembedet, vil det umiddelbart være neutralt for aktiekurserne ...

Blandt andet vil de begge indføre en øget skat for supermilliardærerne og et sundhedssystem, der minder mere om det danske. Begge har de også diskuteret muligheden for at tilbagerulle den aktievenlige skattereform. Vi forventer, at aktiemarkedene vil reagere negativt på sidstnævnte.

• Brexit – final call

Et andet vigtigt spørgsmål i 2020 er, om briterne ender med en ordentlig handelsaftale med EU. 31. januar forlader de EU, men indtil december 2020 er Storbritannien med i det indre marked og toldunionen, alt imens der forhandles om en handelsaftale. Kan de ikke blive enige, kan overgangsperioden forlænges med to år, men det ønsker Storbritannien umiddelbart ikke. Forlader Storbritannien EU uden en handelsaftale, vil det sandsynligvis påvirke aktierne negativt.

“Forlader Storbritannien EU uden en handelsaftale, vil det sandsynligvis påvirke aktierne negativt.



AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR



VIGTIGSTE BEGIVENHEDER FOR MARKEDET:

Hvilke konsekvenser får de?

VIGTIGE ØKONOMISKE NØGLETAL

Industritillid fra Europa og USA



For tiden det vigtigste nøgletal for de finansielle markeder. Det er afgørende for aktierne og renterne, at markedet bliver overbevist om, at global industri kommer i omdrejninger.

Inflationstal fra Europa



Stigende inflation løfter forventningerne om fremtidige rentestigninger. Højere inflation hæver derfor renter og euroen. Vi regner med, at dette kan blive årets overraskelse.

POLITISKE BEGIVENHEDER

Brexit



Hvis Storbritannien forlader det indre marked ved udgangen af året uden en handelsaftale, vil markedet tage det ilde op. Læs særskilt afsnit om dette under aktier.

Handelskrig mellem USA og Kina



Vi tror ikke, der kommer en såkaldt fase 2-aftale, da afstanden mellem landene er for stor. Det tror vi dog heller ikke kommer til at betyde noget, da Trump ikke vil gamble med økonomien i et valgår.

USA's offentlige gæld nedjusteres af kreditbureau



Det vil løfte de lange amerikanske renter, give aktieuro og formentlig svække dollaren. Vi vurderer dog risikoen for dette scenarie til at være meget lav på nuværende tidspunkt.

CENTRALBANKER

Den Europæiske Centralbank



En rentestigning fra ECB løfter de lange renter og euroen, da markedet ikke venter dette før 2022. Vi tror dog godt, det kan ske tidligere.

Den amerikanske centralbank



Markedet venter, at næste renteændring i USA bliver nedad. Derfor vil en rentestigning overraske og kan hæmme aktierne. Vi venter derimod en rentestigning fra Fed til december.

Dollaren danser på stedet



Af Lasse Laursen, Senior Dealer

**Det bliver spændende at se, om stillingskrigen mellem euroen og dollaren fortsætter på valutamar-
kedet i 2020. De seneste mange måneder har kursudviklingen været usædvanligt lille, hvor dollaren
over for euro og danske kroner har handlet i et snævert interval omkring 670.**

Set i lyset af de store geopolitiske temaer – som handelskrigen mellem Kina og USA, Brexit og en eskalering af uroen mellem Iran og USA – er det meget overraskende, at verdens mest handlede valutakryds har handlet så stabilt, som det har været tilfældet.

Historisk små udsving

De historiske udsving i et valutakryds kan vises gennem den historiske volatilitet, hvor høj volatilitet betyder, at kursudsvingene har været store, og lav volatilitet det modsatte. Figur 1 viser, at udsvingene i euro/dollar helt bemærkelsesværdigt er på det laveste niveau, siden euroen blev indført 1. januar 1999.

Af figuren ses også den såkaldt implicitte volatilitet. Det er den volatilitet, aktørerne på valutamarke-
det handler og dermed forsøger at forudsige de fremtidige udsving med. Her ses det, at aktørerne på valutamar-
kedet fortsat forventer lave udsving i forholdet mellem euro og dollar. Forklaringen på de lave udsving skal formentlig ses i lyset af, at de fleste markedsaktører forventer en uændret vækst, inflation og renteutvikling de kommende år.

Kun ved indgangen til finanskrisen i 2007 og i sommeren 2014 har forventningen til de fremtidige kursudsving

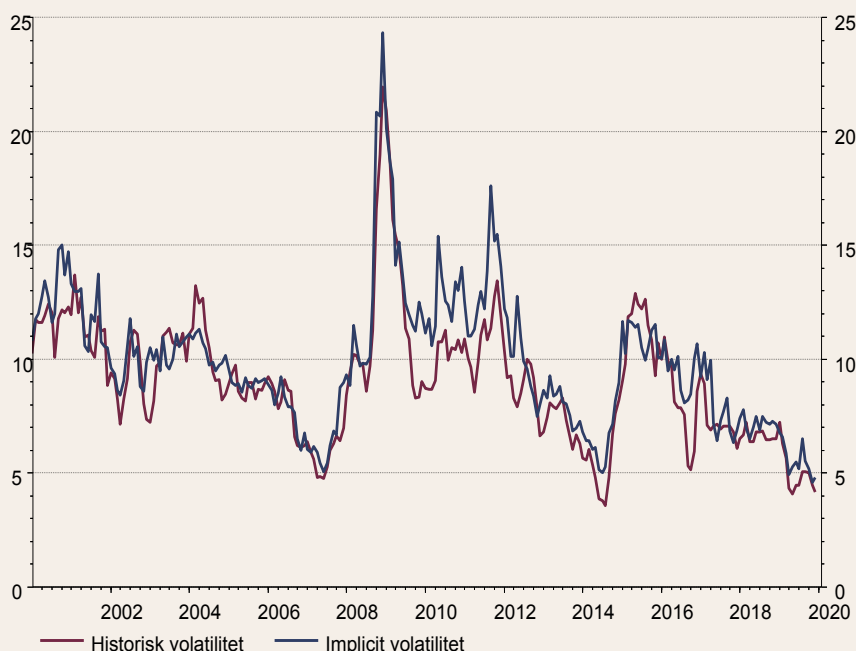
været på niveau med i dag. I begge tilfælde kom der efterfølgende store ændringer i valutakursen. Så måske er vi igen vidne til stilhed før storm.

Risikostyring

For virksomheder med eksponering i dollars er det derfor vigtigt ikke at lade de små udsving blive en sovepude. Vi anbefaler derfor altid, at virksomheder med eksponering mod valuta har en valutapolitik. Finans Markets i Sparekassen Kronjylland hjælper gerne med rådgivning og en risikoanalyse.

Dollaren fortsat overvurderet

Ser vi på den langsigtede ligevægt mellem euro og amerikanske dollars, viser vores model fortsat en overvurderet dollar. Modellen tager blandt andet udgangspunkt i renteutviklingen og olieprisen. Vi fastholder derfor også vores forventning om, at dollaren bliver svækket på både 3 og 12 måneders sigt.



Figur 1 viser både den historiske og implicitte volatilitet opgjort i standardafvigelse.

Kilde: Bloomberg

VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminskurser		Konsensus	
	30. januar	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,47	7,46	7,45	7,47	7,46	7,47	7,47
USDDKK	6,78	6,55	6,40	6,74	6,62	6,55	6,44
JPYDKK	6,23	6,10	6,00	6,22	6,20	6,10	6,02
GBPDKK	8,83	8,60	8,35	8,80	8,71	8,69	8,79
SEKDKK	0,70	0,71	0,73	0,70	0,70	0,71	0,72
NOKDKK	0,74	0,75	0,76	0,73	0,72	0,76	0,77
EURUSD	1,10	1,14	1,16	1,11	1,13	1,14	1,16



Vi er fortsat positive på den svenske krone trods stigningen siden vores seneste prognose i oktober. Vi vurderer stadig, at afmatningen i svensk økonomi er mindre alvorlig end markedet forventer, og at den snart vil bunde ud. Samtidig er den svenske krone fortsat undervurderet over for danske kroner i forhold til priskonkurrencen.



Vi mener fortsat, at den norske økonomi generelt er i øk forfatning. Det vidner tre renteforhøjelser i 2019 også om. Finanspolitikken er så lempelig, at økonomien godt kan holde til de højere renter.

Historisk har udviklingen i den norske krone haft en stor sammenhæng med olieprisen. Denne sammenhæng har det seneste år været knap så tydelig. Det kan derfor ikke udelukkes, at usikkerheden omkring fremtidig behov for olie kan presse den norske krone.

Vi tror dog fortsat på, at pilen peger svagt op for den norske krone på både 3 og 12 måneders sigt.



Usikkerheden omkring Brexit er fortsat stor. Selvom Storbritannien forlader EU ved udgangen af januar, er de stadig med i toldunionen og det indre marked til udgangen af 2020, mens der forhandles om en handelsaftale.

Traditionelt tager det dog markant længere tid at forhandle en handelsaftale, og der vil derfor højst sandsynligt opstå ny usikkerhed om Storbritanniens vilkår, når de udtræder af EU. Det vil være skidt for pundet. Dårligere eksportmuligheder kræver nemlig en lavere valuta for at understøtte eksporten. Kommer der en vidtgående handelsaftale, vil pundet derimod stige.

Bevægelserne kan derfor blive store i begge retninger. Virksomheder med eksponering i GBP bør derfor have en høj grad af afdækning.



Af grafen ses, hvor mange kroner henholdsvis en svensk krone, en norsk krone, et pund og en dollar koster. De to første aflæses på akse til venstre, de to sidste til højre.

Kilde: Refinitiv Datastream

MARKEDSOVERBLIK

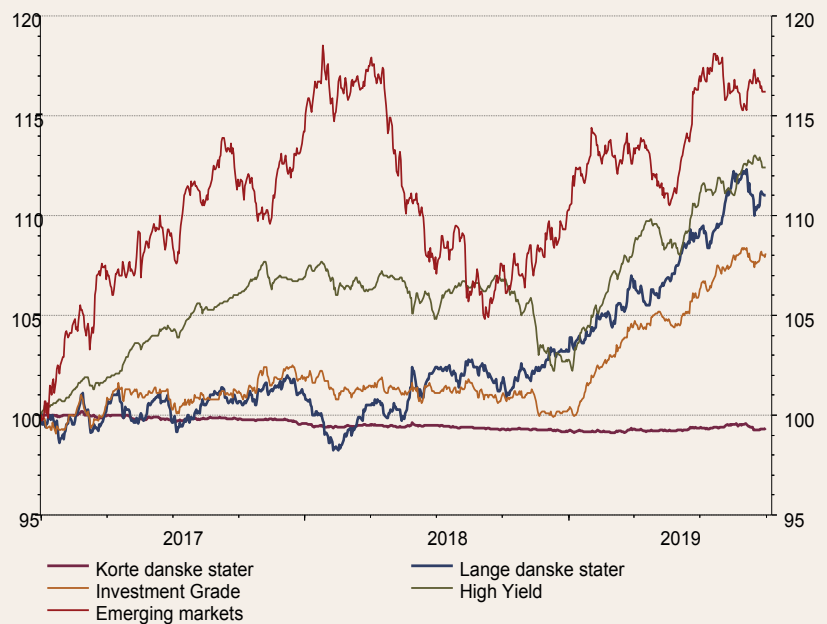
OBLIGATIONER AFKAST 1. JANUAR TIL 31. DECEMBER 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	- 0,4	- 0,4
LANGE DANSKE STATER	4,1	4,1
INVESTMENT GRADE	8,1	8,1
HIGH YIELD	11,3	11,3
EMERGING MARKETS	9,7	9,7

AKTIER AFKAST 1. JANUAR TIL 31. DECEMBER 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSDINDEKSET	27,3	29,9
USA	31,5	34,2
EUROPA	27,7	27,8
EMERGING MARKETS	18,7	21,1
DANMARK	28,8	28,8

Indeks (01.01.2018 = 100)

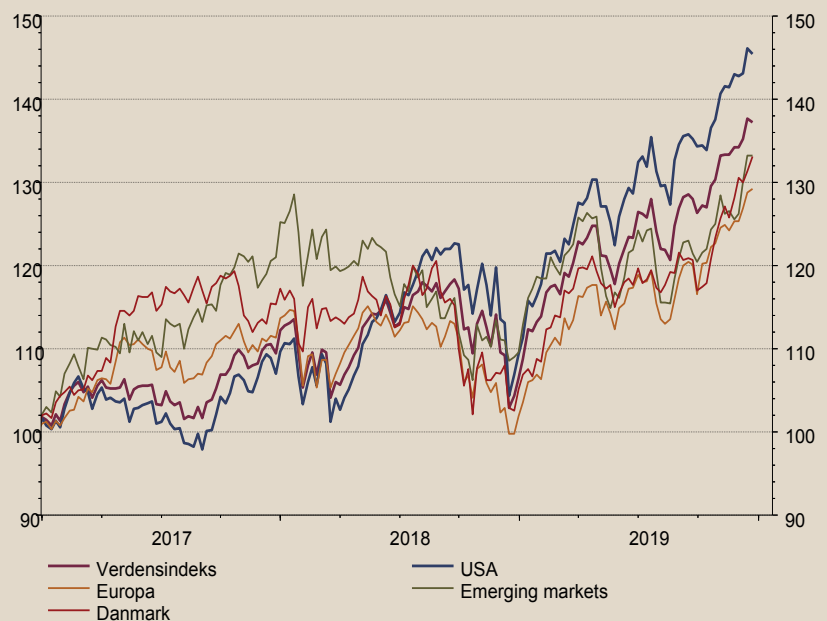


AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

Indeks (01.01.2017 = 100)



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg