

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 06 | MARTS 2019



Læs blandt andet:

Hvad kan fastholde aktiemarkedets momentum?

**Til boligejerne:
Rekordlave renter giver attraktive lånemuligheder**

Europæisk økonomi er ikke kørt af sporet

Sort svane på vej fra Japan?





Anders Høyer

Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Skillevejen er indsnævret

Listen af politiske udfordringer var alen lang ved udgangen af 2018, og der var stor usikkerhed om væksten i både Europa og USA – grænsende til frygt for recession. Den samlede pakke gjorde, at aktierne faldt kraftigt i slutningen af 2018, og derfor skrev vi i vores seneste investeringsmagasin fra december, at markedet stod ved en stor skillevej ved indgangen til 2019. Enten udviklede begivenhederne sig til noget grimt, eller også ville vi få en større afklaring, og aktionærerne kunne høste noget af præmien for at tage risiko. Vi var i det optimistiske hjørne, og det er vi fortsat. I starten af 2019 er usikkerhedsmomenterne aftaget, og aktierne er derfor steget betydeligt.

Fornuftige nøgletal fra USA har i starten af det nye år mindsket frygten for, at en amerikansk recession lurer lige om hjørnet. Vi har også set små tegn på stabilisering af væksten i Europa, men de har langt fra overbevist markedet, hvilket giver sig udslag i de meget lave renter og historiske konverteringsmuligheder for boligejerne. Et positivt element er, at risikoen for en gældskrise i Italien version 2,0 er aftaget.

På den politiske front har pilen også peget i den rigtige retning for markedet i starten af det nye år. Det er dog vigtigt at huske, at der stadig udestår en afklaring på en lang række vigtige spørgsmål. Selvom sandsynligheden for en handelsaftale mellem USA og Kina er steget, mangler underskrifterne. Og hvor flere afstemninger i Storbritannien har mindsket risikoen for et Hard Brexit, er det stadig en klar mulighed. Det ved markedet godt, så i kombination med den manglende klarhed over global vækst, er der stadig en præmie at hente ved at tage risiko – dog meget mindre end før. Derfor står vi nu ved en indsnævret skillevej.

God læselyst.

Anders Høyer

Ansvarshavende redaktør

<i>Skillevejen er indsnævret</i>	2
--	---

MAKRO

<i>Europæisk økonomi er ikke kørt af sporet</i>	4
---	---

<i>USA: Væksten er aftaget</i>	6
--------------------------------------	---

<i>Vigtigste begivenheder for markedet: Hvilke konsekvenser får de?</i>	7
---	---

<i>Rekordlave renter giver attraktive lånemuligheder</i>	8
--	---

<i>Renteprognose</i>	9
----------------------------	---

<i>Black swan: Japan stopper opkøb af udenlandske obligationer</i>	14
--	----

AKTIER

<i>Hvad kan fastholde aktiemarkedets momentum?</i>	10
--	----

VALUTA

<i>Valutaprognose</i>	13
-----------------------------	----

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

Dataarbejde er afsluttet 21. marts 2019.

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.

Europæisk økonomi er *ikke* kørt af sporet



Af Anders Høyer, cheføkonom

Væksten i Europa startede 2018 som en Ferrari og sluttede året som en Lada. Hvad gik galt? Og hvor vedvarende er det? Usikkerheden om væksten er den primære årsag til det seneste rentefald. Hvorvidt økonomien finder fodfæste igen, har stor betydning for aktier og renter.

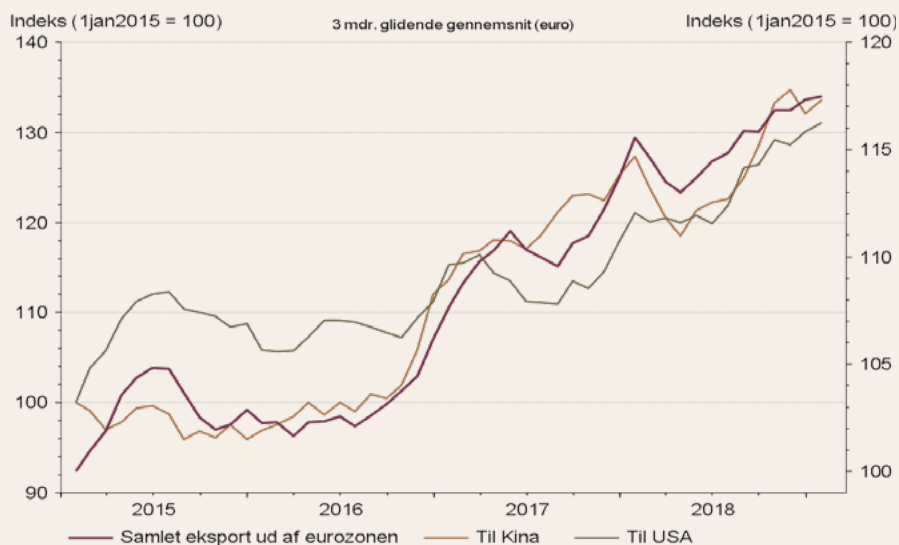
Diverse prognoser har været fulde af forklaringer på vækstnedgangen, og de har ofte været med bekymrede toner. Men svag vækst i et enkelt kvartal er i sig selv en dårlig prognose for fremtiden (selvom menneskelig psykologi gør, at seneste kvartal ofte får meget opmærksomhed i prognoserne). Årsagen til den svage vækst kan være vedholdende eller blot midlertidig. Derfor er det vigtigt at kende forklaringen på vækstnedgangen for at vurdere, hvor vedvarende og dybt problemet stikker. Da der kommer nye teknologier, vokser økonomier over tid (kaldet strukturel vækst). En lav rente, stærk priskonkurrenceevne og uudnyttede ressourcer i økonomien vil gøre, at væksten på kort sigt bliver højere end, hvad den strukturelle vækst tilsiger. Disse forhold er i den grad kendetegnet for Europa på nuværende tidspunkt.

Som nævnt kan andre forhold dog holde væksten nede. Vi gennemgår her de forskellige argumenter, vi og andre er kommet med for den træge vækst i andet halvår af 2018.

Påstand 1: **Handelskrigen har dæmpet eksporten til Kina og USA**

Præsident Trump har pålagt told på en række importerede varer fra Kina, som har svaret igen. Usikkerheden fra denne

handelskrig og afledte effekter på amerikansk og kinesisk økonomi har fået mange til at nævne handelskrigen som årsag til vækstnedgangen i Europa. Problemet med denne forklaring er



Figur 1: Eurozonens eksport til forskellige lande i euro. 3 måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

ganske enkelt, at eurozonens eksport til disse lande er steget markant i andet halvår af 2018, jf. figur 1.

Påstand 2: Usikkerhed om Brexit har kvalt investeringerne

Usikkerheden om Brexit har helt sikkert dæmpet nogle virksomheders investeringer – specielt i Storbritannien, hvor investeringerne er faldet. Fastlands-Europas andel af produktion, der sælges til Storbritannien, er dog for lille (tre procent af BNP) til, at usikkerheden om Brexit kan dæmpe erhvervsinvesteringerne i sådan en størrelse, at væksten aftager så meget, som tilfældet har været. Det er også værd at bemærke, at erhvervsinvesteringerne i eurozonen faktisk er steget solidt med 3 procent i 2018 (lige som i 2017). Men eksporten til Storbritannien har stået stille i to år, hvilket har været en hæmsko i den periode. Den tiltagende usikkerhed om Brexit og konsekvenserne heraf kan dog have dæmpet virksomhedernes investeringslyst i starten af 2019.

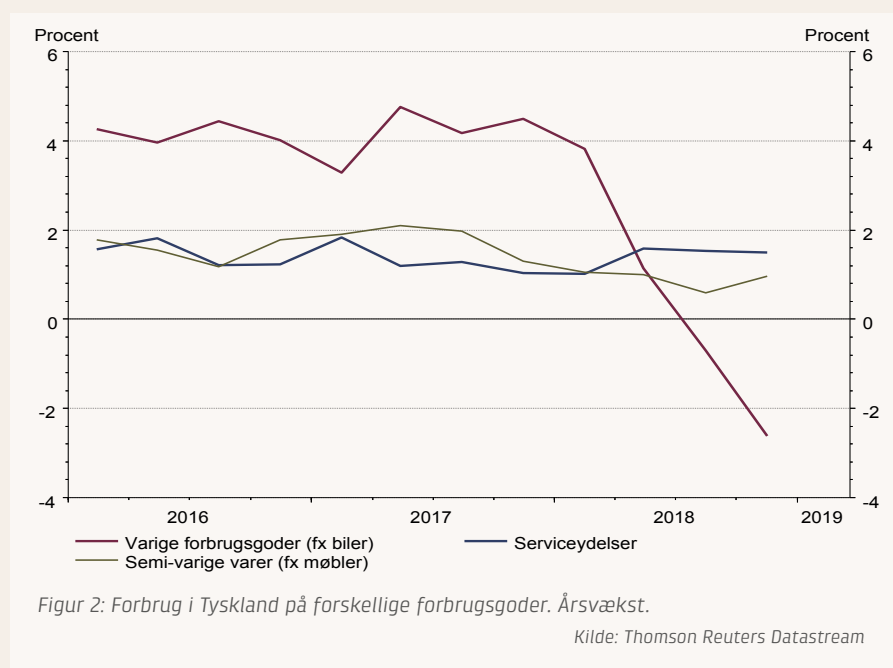
Påstand 3: Italien gik i recession

I andet halvår af 2018 gik Italien i recession som konsekvens af stigende renter. Den nye italienske regering ønskede at dele mange gaver ud, men manglede finansiering. De, der låner penge til den italienske stat, forlangte en højere rente. Dette har åbenlyst trukket ned i eurozonens samlede BNP i andet halvår. Samtidig har det mindsket de øvrige eurolandes eksport til Italien. Den gode nyhed er, at renterne er faldet noget tilbage igen, efter at regeringen mindskede deres planlagte underskud.

De seneste nøgletal fra Italien har også været bedre, og samtidig er italienernes lønkonkurrenceevne markant forbedret siden finanskrisen. Det gør, at deres eksport faktisk har det godt, og Italien har et stort overskud på betalingsbalancen. Dette overskud gør, at den private sektor nemmere kan finansiere underskuddet i den offentlige sektor. Økonomien vil dog fortsat være præget af strukturelle udfordringer.

Påstand 4: Bilproduktionen haltede, og forbruget gik ned

Nye teststandarder for bilers miljøpåvirkning i EU har dæmpet bilproduktionen. Alene i tredje kvartal faldt produktionen af biler og trailere med 12 procent i Tyskland, hvilket er Europas klart største bilproducent. Branchen udgør fem procent af økonomien, og faldet har derfor trukket cirka 0,5



procentpoint ned i BNP i tredje kvartal. Hvor produktionen var omtrent uændret i fjerde kvartal, er den gode nyhed, at ordrerne efter biler steg kraftigt. Derfor burde produktionen komme i gear igen og dermed give et tilsvarende positivt vækstbidrag i 2019.

Samtidig har de nye teststandarder formentlig også dæmpet salget af nye biler (som måles ved indregistrering). Salget af biler faldt i hvert fald i eurozonen i andet halvår (specielt i fjerde kvartal). Dette rammer BNP, da bilhandlernes fortjeneste indgår som en serviceydelse. Det passer med, at det netop var salget af varige forbrugsgoder, der faldt i andet halvår og dermed dæmpede væksten i det samlede forbrug i flere eurolande, herunder Tyskland, jf. figur 2. Det positive var, at forbruget af serviceydelser (udgør mest af forbruget) og andre varer fastholdt en høj vækst.

Påstand 5: Den interne handel i eurozonen er gået i stå

OECD har nedjusteret sin prognose for væksten i eurozonen og har specielt givet skønnet for Tyskland et hak over tuden. Et af deres primære argumenter er, at væksten i den interne handel i eurozonen er gået ned i gear. Det vil specielt ramme handelstunge Tyskland. Men før man kan konkludere, at det er en vedvarende effekt (som kan bruges i prognoser), skal man korrigere for konjunkturforskel. Det er jo klart, at den interne handel er aftaget, når Italien for eksempel har været i recession med faldende import til følge.

Samtidig har Tysklands import været påvirket af problemerne i bilindustrien. For eksempel leverer Spanien mange delkomponenter til bilproduktionen i Tyskland, og Spaniens eksport til Tyskland er faldet i andet halvår. Modsat er resten af eurozonens import af biler fra Tyskland faldet. Samlet gør det, at trægheden i den interne handel i vores optik er midlertidig. Dette har også trukket ned i udregningen af den globale handel.

Drop pessimismen og tag ja-hatten på

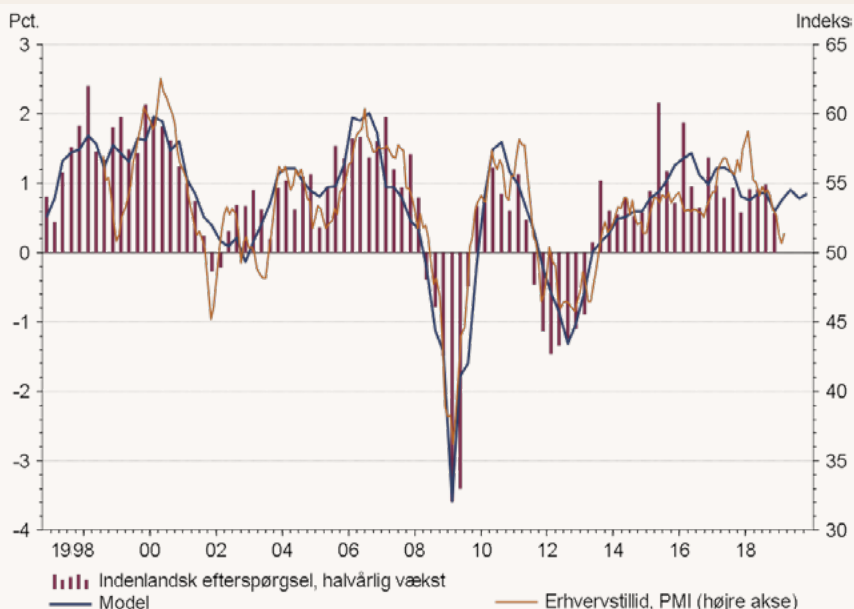
Som du nok kan fornemme, mener vi, at en række midlertidige forhold har ramt økonomien i løbet af 2018. I takt med at de aftager, vil væksten igen finde fodfæste. Derfor er vi ikke så bekymrede og forventer, at kvartalsvæksten i Europa forholdsvis hurtigt kommer tilbage til de omtrent 0,4 procent, som var tilfældet i første halvår af 2018. Det er også vigtigt at bemærke, at trods nedgang i væksten viser arbejdsmarkedet fortsat gode takter, og beskæftigelsen er steget med 0,5 procent alene i andet halvår.

“*Hvordan ville opfattelsen af økonomien mon have været, hvis Europa ligesom USA lavede månedlige jobrapporter, som i dette tilfælde ville have vist solid stigning i beskæftigelsen i andet halvår?*”

Det stærke arbejdsmarked har medført, at lønvæksten er steget betydeligt i ▶

løbet af 2018. Det vil sammen med højere boligpriser, lavere skat, fremgang i beskæftigelsen og en høj forbrugertilid understøtte det private forbrug, som er den vigtigste driver for væksten. De seneste tal for detailsalget underbygger dette. Samtidig er bilsalget ifølge de foreløbige tal steget med hele syv procent i første kvartal. Det er både en stærk indikator for forbrugslysten, men det indikerer også, at bilproduktionen i Europa nok skal komme i gear igen.

Virksomhedernes investeringer nyder godt af de lave renter, nye opfindelser og stigende efterspørgsel på varer, som øger behovet for at udvide produktionskapaciteten. Vores model for væksten i den indenlandske efterspørgsel (forbrug og investeringer) viser udsigt til en vækst på omtrent 1,5 procent i 2019, jf. figur 3. Oveni kommer at der ventes en høj vækst i det offentlige forbrug i 2019. Generelt lemper mange eurolande deres finanspolitik, hvilket understøtter økonomien.



Figur 3: Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og model for 2019.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Eurozonens eksport vil nyde godt af en rigtig stærk lønkonkurrenceevne. Det betyder, at hvis verdens BNP vokser, vil Europas eksport grundlæggende også

stige fornuftigt på trods af handelskrig mellem Kina og USA. Det var tilfældet i 2018. Derfor venter vi stadig en BNP-vækst på godt 1,5 procent i 2019.

Væksten er aftaget

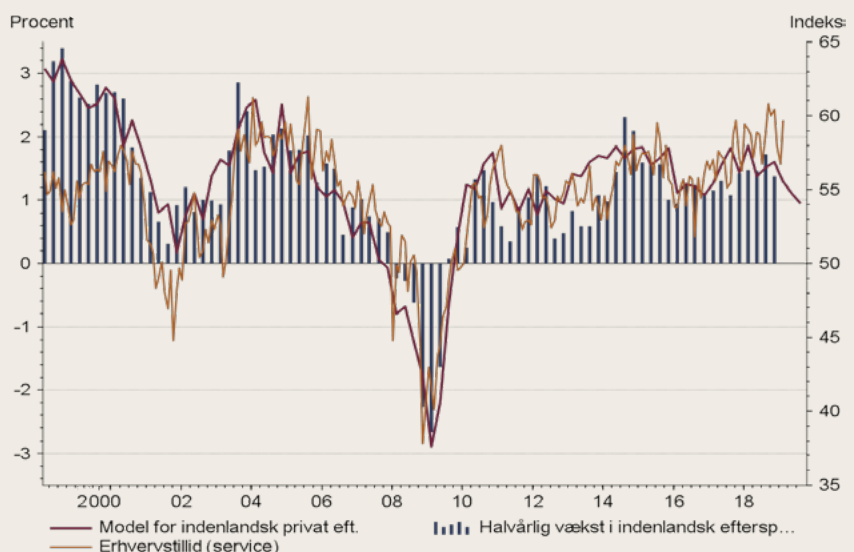
USA I seneste udgave af vores investeringsmagasin argumenterede vi for, at væksten i USA ville gå ned i gear i 2019, men samtidig mente vi, at opsvinget ville fortsætte. Det sidste var yderst vigtigt for aktieudviklingen i årets første måneder, da en vigtig årsag til den blodrøde december på aktiemarkedet var frygten for recession i USA.

Siden vores seneste prognose har nøgletal bekræftet, at tempoet er gået ned i gear, men at opsvinget lever. Det har mindsket recessionsfrygten og været en medvirkende kraft i stigende aktiekurser i starten af året. Nøgletallene har været af blandet karakter. Det var specielt boligmarkedet, der fik de røde lamper til blinke. Her er salget af eksisterende boliger stadig trægt, men der er ikke tale om kollaps. Samtidig ses en stabilisering i salget af nye boliger. Industrivirksomhederne melder også om lavere vækst og investeringslyst, men der er stadig tale om fremgang.

Vi venter fortsat, at væksten vil aftage til to procent i 2019. Det bekræftes af

figuren, der viser den indenlandske efterspørgsel (forbrug og investeringer) i USA. Til sommer vil det nuværende opsving i USA runde 9,5 år, og det vil dermed være den længste periode med

uafbrudt vækst. I investeringsmagasinet fra december 2018 kom vi med vores bud på, hvor længe det kan blive ved – den vurdering gælder fortsat.



Erhvervsstillid og halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel samt modelskøn for de næste tre kvartaler.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

VIGTIGSTE BEGIVENHEDER FOR MARKEDET:

Hvilke konsekvenser får de?

VIGTIGE ØKONOMISKE NØGLETAL

*BNP-vækst og
erhvervstillid
fra Europa og USA*



For tiden det vigtigste nøgletal for de finansielle markeder. Det er afgørende for aktierne, at markedet bliver overbevist om, at væksten finder fodfæste i Europa og ikke falder for meget i USA.

*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.

*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.

POLITISKE BEGIVENHEDER

Hard Brexit



Europæiske aktier og renter vil falde. Du kan læse særskilt afsnit i dette magasin om Brexit.

*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.

*Handelskrig mellem
USA og Kina*



Hvis ikke de nuværende forhandlinger ender i en aftale, vil aktiemarkedet tage det ilde op. Men effekten afhænger af størrelsen af landenes initiativer efterfølgende. Læs særskilt artikel i dette magasin.

CENTRALBANKER

ECB hæver renten



En rentestigning fra ECB løfter de lange renter og euroen. Vi venter, at dette sker ved udgangen af året.

Fed hæver renten



Markedet venter, at næste renteændring i USA bliver ned. Derfor vil en rentestigning overraske og kan hæmme aktierne. Vi venter første rentestigning fra Fed til december og den anden i 2020.

*Fed nedbringer
beholdningen
af obligationer*



Det kan give uro på markederne, men vi vurderer denne risiko til at være lav.

Rekordlave renter giver attraktive lånemuligheder

På rentemarkederne er 2019 startet, hvor 2018 sluttede: Med rentefald. Det har betydet åbning for lån i realkreditobligationer med renter, vi ikke tidligere har set.

Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer



Det er nu muligt at få et 30-årigt lån med fast rente på 1,5 procent uanset, om man har planer om at afdrage på gælden eller ej. Vil man afdrage hurtigere på sin gæld, er muligheden nu et 20-årigt lån med en rente på kun 1 procent.

De nye lave renteniveauer betyder, at det kan være attraktivt for flere boligejere at konvertere eksisterende fastforrentede lån til lån med en lavere rente. Har du eksempelvis 25 år tilbage af et 30-årigt 2,5 procentlån uden afdrag, vil du kunne sænke din månedlige ydelse efter skat med omkring 500 kroner per lånte million ved at nedkonvertere til et 1,5 procentlån med samme løbetid. Afdrager du på dit lån, vil ydelsen stort set være den samme pr. måned, men til gengæld vil du afdrage cirka 500 kroner mere.

Sammenholdt med den lavere rente vil det øgede afdrag i starten betyde en samlet besparelse på renter og bidrag på omkring 95.000 kroner efter skat



over hele lånets løbetid. Det mere end opvejer den højere restgæld på omkring 35.000 kroner.

Er der luft i økonomien til at afdrage over 20 år i stedet, vil der være endnu flere penge at spare i renter og bidrag. Ved at vælge et 20-årigt 1 procentlån skal du som boligejer godt nok betale små 800 kroner mere efter skat om måneden, men det betyder til gengæld også, at afdraget det første år øges med 1.000 kroner per måned i forhold til 1,5 procentlånet. Set over lånets resterende løbetid bliver de samlede betalinger til renter og bidrag yderligere reduceret med omkring 85.000 kroner ved at afdrage over 20 år i stedet for 25.

Også gevinst for boligejere med variabel rente

Det er dog ikke kun boligejere med 2,5 procentlån og højere, der bør overveje de historisk billige lån. Også boligejere med variabelt forrentede lån som eksempelvis F-kort kan med fordel overveje, om det er på tide at låse

BESPARELSE VED NEDKONVERTERING

fra 2,50 % med resterende løbetid 25 år

	25-årigt 1,50 %	20-årigt 1,00 %
Besparelse, rente og bidrag	95.000	180.000
Øget restgæld	35.000	40.000
Samlet besparelse	60.000	140.000

renten fast i en længere periode. Har du ligget i variabel rente de seneste år, har du nydt godt af den ekstremt lempelige pengepolitik fra Den Europæiske Centralbank, ECB, som har sendt de korte renter i negativt terræn. Som det ses af figur 1, skal vi dog ikke længere tilbage end 2011 for at finde 6-måneders ciborrenten over 1,5 procent, og tages gennemsnittet de seneste 30 år, lander vi på over fire procent. Altså væsentligt over de 1,5 procent, man som boligejer kan låse sin rente fast til de kommende 30 år.

“**Vi skal ikke kigge længere tilbage end 2011 for at finde 6-måneders ciborrenten over 1,5 procent, og tages gennemsnittet de seneste 30 år, lander vi på over fire procent.**”

I takt med, at renterne er faldet, er også renteforskellen mellem den 30-årige realkreditrente og den variable realkreditrente faldet. Mens forskellen for et år siden var omkring 2,5 procentpoint, er forskellen nu under to procentpoint. Merrenten for at vælge fast rente i stedet for variabel er således faldet betydeligt det seneste år.

Sidst vi så merrenten under to procentpoint var i starten af 2015, hvor der var pres på den danske krone. Dengang endte det med en kraftig stigning i den 30-årige realkreditrente på over et procentpoint på to måneder svarende til omkring ni kurspoint på de 30-årige realkreditobligationer – eller en restgældsreduktion på omkring ni procent for boligejerne.

Naturligvis betaler du som boligejer en højere rente på den korte bane ved at vælge et 30-årigt fastforrentet lån fremfor et variabelt forrentet lån. Der er dog flere faktorer, du skal tage med

i dine overvejelser. Ønsker du budget-sikkerhed, eller kan du acceptere, at dine renteudgifter kan stige? Vil du have en reduktion i restgælden, hvis renterne stiger? Og hvad nu, hvis boligpriserne falder?

Ved at vælge et fastforrentet lån får du en reduktion i restgælden, hvis en kraftig rentestigning skulle sende huspriserne nedad.

På samme måde, som det koster at have en forsikring, er det dyrere at have fast rente. Merprisen for den faste rente er dog i en historisk kontekst lav, og den faste rente er lavere, end vi er vant til at se den variable rente, hvis vi fraregner de seneste otte år.



Figur 1: Den korte rente i Danmark siden 1994 og gennemsnit over de seneste 30 år.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

RENTEPROGNOSE

	Aktuel 21. marts	+3 m	+12 m
Cibor 3M	-0,32 %	-0,30 %	-0,10 %
Statsobligation, 2 års løbetid	-0,60 %	-0,45 %	-0,30 %
Statsobligation, 10 års løbetid	0,13 %	0,33 %	0,57 %
Boliglån			
F-kort	-0,22 %	-0,20 %	-0,10 %
F5	0,03 %	0,35 %	0,45 %
Fastrente 30-årig	1,83 %	2,05 %	2,25 %
Kurs på 30-årig fastrente 2 % m. afdrag	102,25	99,55	97,00

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

Hvad kan fastholde aktiemarkedets momentum?

Af Martin Smedegaard Jensen, porteføljeforvaltningschef



Alt var blodrødt, folk råbte vagt i gevær, og der blev skudt til højre og venstre. Det kunne lyde som noget fra en krigsscene, men det var sådan, mange oplevede finansmarkederne i fjerde kvartal af 2018, da aktiemarkedet faldt med 20 procent fra toppen.

Men efter regn kommer sol, lyder et ordsprog, og fra bunden i december og indtil nu midt i marts er aktiemarkederne oppe med godt 15 procent. Vi vurderede da også, at postyret i fjerde kvartal var overgjort, og vi købte aktier ind til vores blandede porteføljer i SparKron Invest i midten af december.

Men hvad skal der til for at få aktiemarkederne yderligere op, og hvilke risici lurer foran os?

Fjerde kvartal var præget af frygt for en nedgang i den globale vækst og specielt for, at den amerikanske økonomi vil gå i recession (økonomisk tilbagegang i to eller flere kvartaler). Hertil kom uroen omkring en nedlukning af det amerikanske statsapparat og frygten for en optrapning af handelskonflikten mellem USA og Kina. Virksomhederne nævnte utallige gange i deres regnskaber, at deres resultater var påvirket af handelskonflikten. Det kan have været en af grundene til, at Donald Trump og den kinesiske præsident Xi Jinping mødtes for at finde en løsning på handelskrigen, hvilket har understøttet markedet. Hertil kom en

løsning på lukningen af statsapparatet og nøgletal, som bestemt ikke viste tegn på en snarlig recession. Tværtimod.

Hvad kan få aktiemarkedet til at stige yderligere?

Lad os sætte fokus på nogle af de faktorer, som vi mener, kan få aktiemarkederne yderligere op i gear, men som også kan få uroen tilbage på aktiemarkederne:

 **-faktor:**

Løsning på handelskrigen

Det helt store spørgsmål, som fortsat vil præge amerikansk økonomi, er, om USA har mistet pusten og risikerer en recession i 2019. En faktor, som kan mindske denne risiko, er en afklaring på handelskonflikten. Tarifferne, som USA havde lovet at indføre på varer fra Kina 1. marts, blev udskudt, og der er forlydender om en snarlig aftale. Meget få ved, om det er korrekt eller ej, men i forhold til, hvad vi vidste i 2018, er vi blevet meget klogere. Indtil slutningen af fjerde kvartal havde de to præsidenter og deres forhandlingsadministratio-

ner ikke mødtes en eneste gang. Vi fastholder vores tidligere vurdering af, at både Kina og Trump ønsker en form for våbenhvile, da væksten er aftaget i begge lande. Det er meget svært for Trump at blive genvalgt ved præsidentvalget i USA i 2020, hvis økonomien er i recession. Derfor vil han gøre alt, der står i hans magt for at få løst handelskonflikten og stå tilbage som sejrherre. En løsning på handelskonflikten vil være en driver for et opadgående aktiemarked, selvom aktiemarkedet har taget forskud på noget af glæden.

 **-faktor:**

Europæisk økonomi finder fodfæste

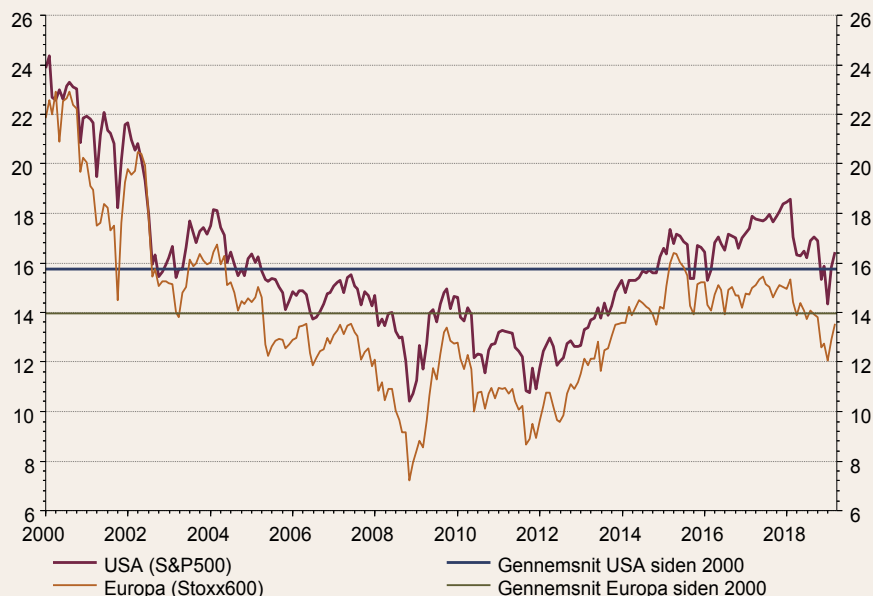
Markedet er meget i tvivl om tempoet i europæisk økonomi efter, væksten aftog i andet halvår 2018. Det ses for eksempel ved, at renterne er faldet markant. Hvis nøgletallene fremadrettet bekræfter, at væksten i Europa er fornuftig, vil det løfte lysten til risiko og dermed aktiekurserne. Det venter vi vil ske, som det fremgår af artiklen side 4.

W-faktor:

Hard Brexit undgås

Brexit hænger som en grå uforudsigelig sky, der præger aktiemarkedet. Vi har tidligere argumenteret for, at Storbritannien enten ville finde en løsning eller udskyde sin udmeldelse af EU. Mays møde med EU27's ledere 21. marts ændrer ikke på vores opfattelse af, at aftalen med EU bliver stemt igennem i et tredje forsøg, eller at resultatet bliver en lang udskydelse. Det skal ses i lyset af, at en lang udskydelse vil øge sandsynligheden for, at Brexit bliver aflyst, og det kan få mange konservative anti-EU politikere til at foretrække en i deres øjne dårlig aftale. De har tidligere stemt nej på grund af backstoppen (en særlig aftale om den irske grænse). Stemmer briterne nej til aftalen, er der ganske enkelt brug for en længere tænkepause, da et klart flertal i det britiske parlament ikke ønsker et såkaldt Hard Brexit. Risikoen er her, at EU-medlemslandene ikke accepterer en udskydelse. Det diskuterer politikere heftigt i disse dage.

De britiske politikere har gennem hele farcen ageret som en flok børn, som ikke har kunnet enes om det mindste. I mellemtiden er udsigten for britisk økonomi blevet forværret, da de britiske erhvervsinvesteringer er faldet. Analytikerne har gang på gang nedjusteret forventningerne til BNP-væksten for 2019. Vi mener fortsat, at chancerne for en acceptabel løsning for aktiemarkedet (for eksempel en lang udskydelse eller Mays aftale) er større end en hård



Figur 1: Pris på aktier i forhold til indtjening pr. aktie.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

udmeldelse. En afklaring vil understøtte aktiemarkedet.

W-faktor:

Prisen på grisen

En vigtig faktor i potentialet for afkast er prisen på aktiemarkedet. Prisen kan udregnes på mange måder, men en af de mest benyttede er det såkaldte forward P/E-nøgletal. Det findes ved at sætte aktiekursen i forhold til analytikernes 12 måneders forventning til virksomhedernes indtjening. Resultatet viser, at aktiemarkedet er markant lavere prisen end for blot et år siden. I den periode er virksomhedernes indtjening bragt op, men aktiekurserne

er ikke fuldt med, selvom der historisk set er en meget tæt sammenhæng mellem stigende indtjening og stigende aktiekurser. Den manglende aktiekursstigning gør, at nøgletallet er faldet, jf. figur 1. Det øger isoleret set det potentielle afkast på aktier.

P/E-tallet ligger omkring det historiske gennemsnit siden 2000, men noget under gennemsnittet for de seneste par år.

Stigende global aktivitet vil løfte indtjeningen

Vi er af den overbevisning, at den globale økonomi i 2019 viser en fornuftig vækst, og at virksomhedernes indtjening fortsætter den pæne vækst, ligesom det var tilfældet i 2018. Hvis den stigende indtjening krydres med, at en eller flere af ovenstående faktorer falder ud til den positive side, så er der bestemt mulighed for et fornuftigt afkast i resten af 2019. Hvis Brexit-spørgsmålet bliver afklaret med en acceptabel fælles løsning mellem Storbritannien og EU, vil det være mest attraktivt at have investeret i europæiske aktier. Især det ekstremt lave renteniveau taget i betragtning. Det betyder naturligvis også, at bliver udfaldet et andet, kan det medføre øgede risici i visse investeringer.

Prisfastsættelsen af aktier skal ses i forhold til alternativer

Prisfastsættelsen af aktier skal ses i forhold til, hvad en investor alternativt kan få af afkast på en sikker statsobligation. Som dansk eller europæisk investor vil den mest sikre investering være den tyske 10-årige statsobligation. Her er renten 0,05 procent, hvilket er det laveste niveau siden Brexit-afstemningen i 2016. Den Europæiske Centralbank har givet udtryk for, at den først i 2020 forventer at hæve indskudsrenten, som ikke har været hævet i de seneste mange år.

Modsat har USA's centralbank hævet de korte renter i USA konsekvent siden december 2015 fra bundniveauet på 0,25 til 2,5 procent. Hermed har de amerikanske investorer en alternativ investering, hvor de kan få noget afkast. Det er ikke på samme måde tilfældet i Europa.

AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR



Vinder dollaren tovtrækningen?



Af Lasse Laursen, Senior Dealer

Årets første måneder har budt på en dans på stedet for verdens mest handlede valutakryds, EUR/USD, hvor skiftevis euroen og dollaren har haft overtaget. Vi hælder til, at euroen vinder den nuværende tovtrækning, og dollaren dermed svækkes i værdi over for euro og danske kroner på både 3 og 12 måneders sigt.

Blød retorik fra centralbankerne

Den amerikanske økonomi buldrede frem i 2018, hvilket fik den amerikanske centralbank, Fed, til at sætte normaliseringen af pengepolitikken på autopilot. Fed hævede renten hele fire gange samtidig med, at den nedbragte centralbankens balance. En kurs, som de fleste markedsdeltagere forventede ville fortsætte i 2019. Fed ændrede dog retorikken i starten af 2019 efter en periode med svagere nøgletal og nervøse finansielle markeder, som medførte en kraftig korrektion i prisen på risikofyldte aktiver i slutningen af 2018. Fed signalerer nu, at renteforhøjelserne er sat på pause, og yderligere renteforhøjelser er stærkt afhængige af den økonomiske vækst og inflationen.

Tonen fra vores side af Atlanten er ligeledes blød. Den Europæiske Centralbank, ECB, har netop signaleret, at første renteforhøjelse ikke bliver i 2019. ECB nedjusterede ved samme lejlighed sine forventninger til både væksten og inflationen i eurozonen. De finansielle markeder kvitterede ved at handle de korte rentefutures ned i et niveau, som viser, at markedsdeltagerne først tror på en renteforhøjelse på 10 basispoint i sommeren 2020. Vi mener, at markedets



Figur 1: Antal dollars for 1 euro.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

nuværende syn på europæisk økonomi er alt for pessimistisk, og vi vurderer, at en tidligere forhøjelse af renten er sandsynlig.

Renteforskellen mellem de europæiske og amerikanske renter har tidligere været en god indikator for udviklingen i EUR/USD. Vi forventer, at spændet mellem renterne vil udvikle sig i euroens favør, hvilket vil trække kapital mod eurozonen og dermed styrke euroen og danske kroner over for dollaren. Samtidig venter vi, at væksten i Europa bliver højere end ventet af markedet. Vi mener dermed, at de makroøkonomiske forhold vil tale for en stærkere euro.

Euroen er undervurderet

Ser vi på den langsigtede ligevægtskurs mellem euro og amerikanske dollars viser vores model en overvurderet dollar i forhold til priskonkurrencen, jf. figur 1. Valutakurser kan på lang sigt beskrives med teorien om købekraftspariteten, som grundlæggende siger, at handlede varer på lang sigt skal koste det samme i de to økonomier. Derfor skal et valutakryds udvikle sig i takt med prisforholdet mellem de to lande. Ubalancer skabt af forskel i renteniveauer og økonomisk vækst kan dog sågtens forekomme over en længere periode.

At euroen er svækket i forhold til, hvad købekraftspariteten tilsiger, gør, at Europa generelt har en stærkere konkurrenceevne end USA. Det vil fortsat understøtte europæisk eksport og dermed økonomien. På den måde vil økonomien øge presset på ressourcerne, hvilket på et tidspunkt vil løfte inflationen.

Den relativt svage priskonkurrence i USA bestyrker os i, at dollaren vil tabe terræn over for euro og danske kroner det kommende år.

Handelskrig kan ændre billedet

Kina og USA præger fortsat den globale handel med en uforløst handelskrig. De seneste meldinger lyder, at en løsning kan være på vej. Spørgsmålet er så, om Trump i stedet vil angribe Europa med nye toldafgifter. Trump har ved flere lejligheder givet udtryk for sin utilfredshed med den stærke amerikanske dollar, hvilket ikke er blevet mindre aktuelt efter ECB's seneste "dueagtige" toner, der signalerer, at ECB først venter en renteforhøjelse efter 2019.

Virksomheder med eksponering i dollars bør altid forholde sig til deres valutarisiko. Finans Markets i Sparekassen hjælper gerne med rådgivning.

FORVENTET UDVIKLING I USD



VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminskurser		Konsensus	
	21. marts	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,45	7,46	7,46
USDDKK	6,55	6,49	6,27	6,50	6,34	6,43	6,32
JPYDKK	5,92	6,00	6,10	5,92	5,90	5,85	5,85
GBPDKK	8,61	8,8	8,78	8,57	8,47	8,78	8,78
SEKDKK	0,72	0,72	0,74	0,72	0,71	0,72	0,73
NOKDKK	0,78	0,81	0,82	0,77	0,76	0,79	0,79
EURUSD	1,14	1,15	1,19	1,15	1,17	1,16	1,18



Nøgletallene fra vores nordliggende nabo afspejler fortsat pæn fremgang i landets økonomi. Norsk økonomi nyder godt af den generelle fremgang i international økonomi, stigende oliepriser, et solidt arbejdsmarked og en meget lempelig finanspolitik.

Den norske krone er kommet fornuftigt fra land i det nye år. Vi fastholder vores prognose om stigende norsk krone på både 3 og 12 måneders sigt. Vi venter nemlig flere rentestigninger fra Norges Bank end markedet, da tempoet i økonomien ganske enkelt er for højt, hvilket afspejles i stigende og høj inflation.

Derudover venter vi, at olieprisen som minimum holder sig på sit nuværende niveau.



Usikkerheden omkring udfaldet af Brexit er fortsat enorm, og det samme er derfor tilfældet for pundet.

Bliver det et Hard Brexit, hvor Storbritannien forlader EU uden nogen aftale om en uges tid, vil pundet blive svækket. Undgå dette scenarie, vil det understøtte pundet.

Virksomheder med eksponering mod GBP bør derfor opretholde høj afdækning. Du kan læse mere om Brexit-forhandlingerne i aktie-artiklen i dette magasin.



Den svenske krone ligger væsentligt under sin ligevægtsværdi ud fra et handelsperspektiv. Det understøtter eksporten og dermed den svenske krone på sigt.

Det trækker imidlertid den anden vej, at den indenlandske efterspørgsel er begyndt at halte på grund af faldende boligpriser. Det er dog i høj grad ventet af markedet.

Vi venter ikke prangende vækst i Sverige, men nok til en mindre styrkelse af den svenske krone.



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

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Black swan:

Japan stopper opkøb af udenlandske obligationer

I over 20 år har den korte rente været tæt ved nul i Japan, og den japanske centralbank har opkøbt enorme mængder obligationer.

Mange har uden succes forsøgt at tjene penge på, at renten skulle stige. Det er således ikke for sjov, at dette bet i trader-kredse bliver kaldt "the widowmaker".

Vi mener, at sandsynligheden for, at der bliver ændret kurs i Japan, er større, end mange går og tror.



Af Peter Vest Volder, egenbeholdningschef



Af Anders Høyer, cheføkonom

Japanernes forhold til renterisiko har påvirket danske renter

Den lange periode med ekstremt lav rente i Japan har sat sine spor i opfattelsen af renterisiko. Som japansk investor ligger det næsten på rygraden, at renterisiko ikke er nogen risiko, men nærmere noget, som det gælder om at have så meget af som muligt. Vi hører også fra nogle af dem, som sælger realkreditobligationer til japanere, at en løbetid på 30 år ikke er noget, der skræmmer japanerne. Derfor leder japanske investorer med lys og lygte i hele verden efter obligationer, der kan give lidt ekstra rente. Det er ikke småpenge, der bliver købt for. Siden 2005 har japanerne købt obligationer i udlandet for cirka 8,2 billioner kroner. For at sætte det tal i relief, er det cirka 40 procent af, hvad ECB har købt for under deres enorme opkøbsprogram.

I 2016 fik japanerne pludselig lyst til at købe danske realkreditobligationer, da de var blevet ekstremt billige i forhold til de obligationer, japanerne ellers købte med samme kreditkvalitet. Siden 2016 har japanerne købt realkreditobligationer for cirka 60 milliarder kroner. Det kan altså også gå ud over os danskere, hvis japanerne pludselig kommer på andre tanker og trækker deres penge hjem.

Centralbank køber med arme og ben

Den primære årsag til, at japanerne køber så kraftigt op i udlandet, er deres egen centralbanks rente- og opkøbs-



Black swan

I den finansielle verden refererer en "black swan" til en begivenhed, som meget få personer forventede ville ske.

Begivenheden har stor betydning for markedet og er ofte svær at forudsige. Vi vil dog gøre forsøget her.

politik. I Japan har man ligesom i USA og EU forsøgt at sætte gang i økonomien ved at holde renten lav og købe obligationer og derved presse de lange renter ned. I Japan er man bare gået mere ekstremt til værks og er også begyndt at opkøbe aktier.

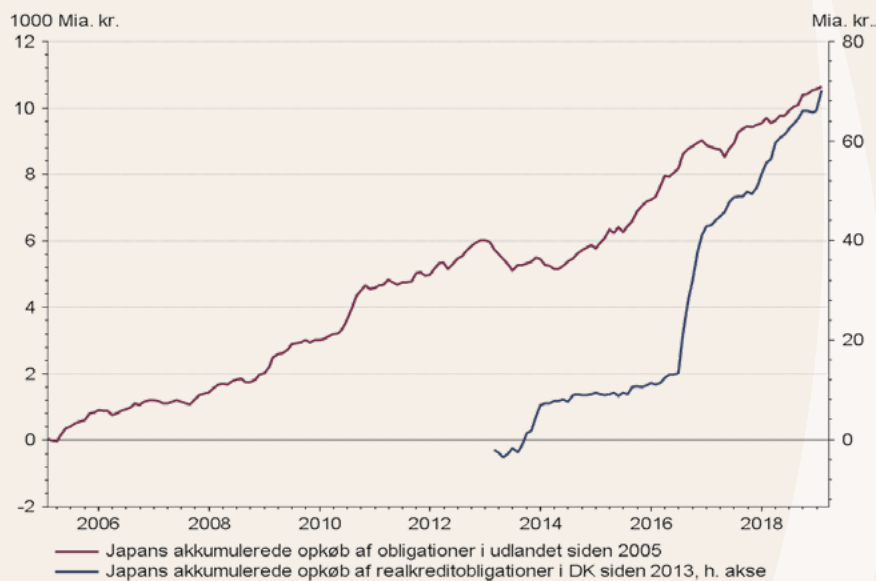
Denne politik presser de almindelige investorer til at finde alternativer. Der skal ikke den store fantasi til at forestille sig, hvad der kan ske, hvis inflationen skyder i vejret, og centralbanken ændrer kurs.

Hvad gik galt i Japan?

For at finde årsagen til den lempelige pengepolitik i Japan skal vi tilbage til 80'erne. Her skabte Japan en prisboble både på aktie- og boligmarkedet. Lettere simplificeret svarede størrelsen af boblen til summen af IT-boblen i 2001 og finanskrisen i USA i 2008 – gange to.

Japans boble bristede i første halvdel af 90'erne. Boblen var så stor, at en ejendom i Tokyo selv i dag koster det halve af, hvad den gjorde i 1991, og aktiemarkedet er stadig ned med 20 procent, når man tager højde for udbytte. Det hele var drevet af høj kredittækst. I 1997 gik luften af ballonen, da flere pengeinstitutioner gik konkurs, og momsen samtidig blev hævet. Efterspørgslen i økonomien kollapsede, fordi den private sektor i Japan, som havde tabt enorme formuer på aktie- og boligmarkedet, mens gælden stadig var stor, begyndte at spare markant op. Det gjorde, at ledigheden steg, og lønvæksten faldt.

De faldende lønomkostninger medførte, at virksomhederne kunne sænke priserne for nemmere at konkurrere om den sparsomme efterspørgsel. Faldende lønninger og priser gjorde tingene værre, da gælden nu steg relativt til købekraften. På grund af krisen har den japanske centralbank holdt renten tæt på nul siden 1995 og undervejs købt adskillige obligationer. På trods af de lave renter var de næste knap to årtier præget af en periode, hvor efterspørgslen i økonomien aldrig blev stærk nok til, at manglende arbejdskraft igen blev et problem. I kombination med det specielle japanske arbejdsmarked betød det, at den årlige lønvækst de efterfølgende 20 år i gennemsnit var -0,5 procent. Japan har derfor døjet med nærmest kronisk faldende priser.



Figur 1. Japans opkøb af udenlandske obligationer.

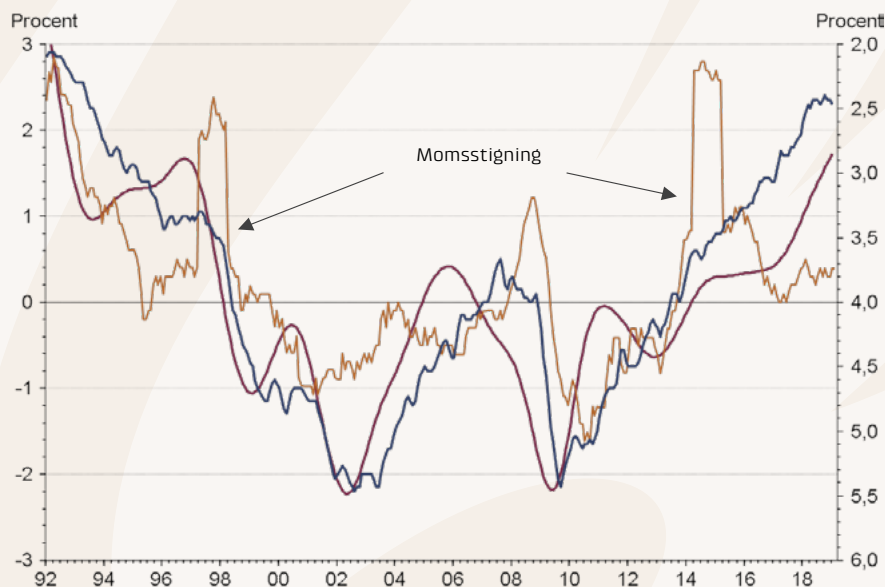
Kilde: Thomson Reuters Datastream

Tingene er ved at ændre sig

I takt med at Japan har haft en høj opsparring i mange år, er den private gæld kommet ned, og der er i større grad ryddet op i banksektoren, så den igen kan låne ud. Samtidig er økonomien vokset igennem produktivitetsvækst. Flere kvinder er kommet på arbejdsmarkedet, hvilket har løftet indkomsten hos familierne. Stigende eksport af varer og tjenester har sammen med den lempelige økonomiske politik understøttet efterspørgslen. Derfor kom ledigheden i 2016 under 3,3 procent for første gang siden 1997 og er nu nede på 2,5 procent. Det har løftet lønvæksten til omtrent 1,5 procent ved udgangen af 2018. En markant ændring,

som allerede er smittet lidt af på inflationen. Kan Japans økonomi fastholde væksten et par år endnu, vil lønvæksten formentlig stige yderligere, og inflationen kan for alvor komme op. Det er vigtigt at huske, at inflation næsten aldrig kommer gradvist, og at udviklingen i inflationen er meget forsinket i forhold til resten af økonomien.

Derfor mener vi, at selvom de seneste 20 år har budt på faldende priser og meget lave renter, er der en sandsynlighed for, at der kommer en sort svane fra Japan i form af højere inflation inden for den næste håndfuld år – i hvert fald en sandsynlighed, der er større end markedet tror.



Figur 2: Ledighed i procent på højre akse, lønvækst og kerneinflation på venstre akse.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

MARKEDSOVERBLIK

OBLIGATIONER AFKAST 1. JANUAR TIL 21. MARTS 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	0,00	0,00
LANGE DANSKE STATER	2,10	2,10
INVESTMENT GRADE	3,57	3,51
HIGH YIELD	4,97	4,91
EMERGING MARKETS	3,02	3,82

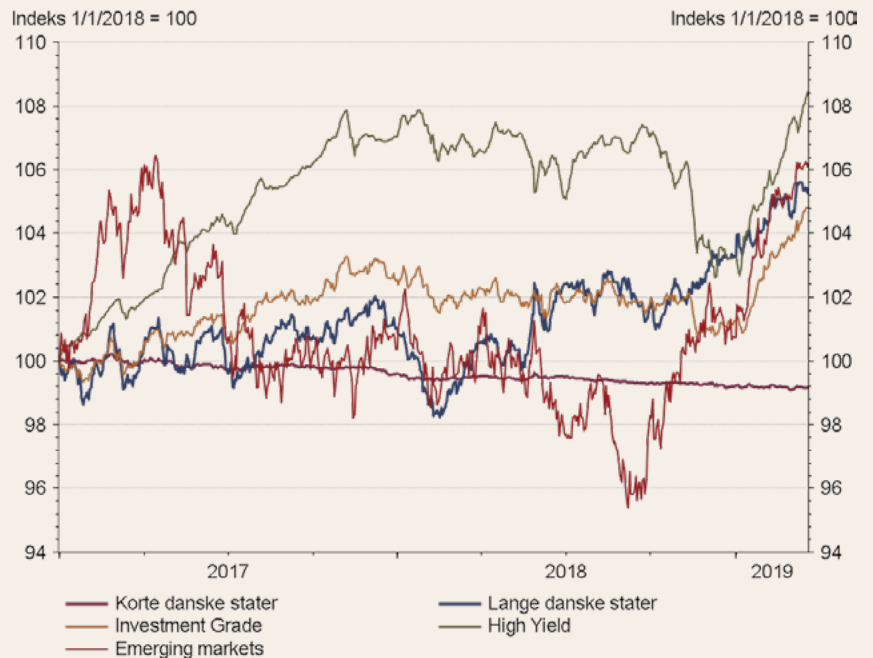
AKTIER AFKAST 1. JANUAR TIL 21. MARTS 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSIKSET	12,49	13,36
USA	13,19	14,07
EUROPA	13,55	13,49
EMERGING MARKETS	10,91	11,76
DANMARK	15,14	15,14

AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

