

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 05 | DECEMBER 2018



Læs blandt andet:

Markederne står ved en skillevej

**Virksomhedernes pengekasser boomer.
Hvorfor er aktierne ikke fulgt med?**

Europa: Opsvinget finder fodfæste igen

Hvor skal renterne hen i det nye år?





Anders Høyer

Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Skillevej

På mange måder står de finansielle markeder ved en skillevej her ved udgangen af 2018. Soundtracket til 2018 har lydt på fornuftig vækst i verdensøkonomien, hvorved virksomhederne har øget indtjeningen betydeligt. I normale år ville det have medført solide stigninger på aktiemarkedene, men verdensindekset opgjort i euro har leveret et negativt afkast på 3,5 procent i år.

Det elendige afkast skyldes blandt andet usikkerheden fra tre politiske begivenheder; Trumps handelskrig, Brexit og italiensk gaveregn. Oveni dette er væksten aftaget i Europa og Kina, hvilket har skabt usikkerhed om det fremtidige fundament for indtjeningsvæksten. Det hjælper bestemt heller ikke, at der er tvivl om hvor meget væksten i amerikansk økonomi aftager næste år. Al den usikkerhed har medført, at investorerne har ønsket en større risikopræmie for at eje aktier. Derfor er de solide stigninger i indtjeningen ikke blevet omsat i gevinster til aktionærene, og aktierne er dermed blevet billigere. Udover de globale forhold er de danske aktier blevet ramt negativt af forskellige nationale årsager. Det er vigtigt at huske at korrektioner på aktiemarkedet er normalt, også uden, at en recession står for døren.

De næste måneder bliver utroligt afgørende for markederne, da vi bliver klogere på styrken af det økonomiske opsving og mange af de politiske begivenheder skal afklares. Enten udfoldes de til noget, der reelt påvirker økonomien negativt, og aktiemarkedene vil fortsat lide. Eller også findes der politiske løsninger, og både aktier og renter kan se opad igen og høste noget af den højere præmie, man får for at tage risiko. Størrelsen på den sidste effekt afhænger i høj grad af, om væksten i europæisk økonomi finder fodfæste igen og opsvinget i USA fortsætter. Det venter vi bliver tilfældet.

God læselyst.

Anders Høyer

Ansvarshavende redaktør

Skillevej	2
-----------------	---

MAKRO

Trods nedgang i væksten: Europæisk opsving lever	4
--	---

USA på vej i lavere gear	6
--------------------------------	---

Hvor skal renten hen? Vurder selv	8
---	---

Renteprognose	9
---------------------	---

AKTIER

Indtjeningsbonanza!	10
---------------------------	----

Vigtigste begivenheder for markedet: Hvilke konsekvenser får de?	13
--	----

VALUTA

Norske kroner: Året slutter, hvor det startede. Hvad er udsigten for 2019?	14
--	----

Valutaprognose	15
----------------------	----

Markedsoverblik	16
-----------------------	----

Dataarbejde er afsluttet 20. december 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 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.

TRODS NEDGANG I VÆKSTEN:

Europæisk opsving lever

Af Anders Høyer, cheføkonom



Væksten er aftaget i løbet af 2018. Men opsvinget lever, og vi venter, at data i starten af det nye år vil vise, at væksten igen har fundet fodfæste. Det vil lægge en dæmper på usikkerheden om vækstbilledet i Europa, som sammen med usikre politiske begivenheder har givet modvind til aktiemarkedet. Det på trods af en markant fremgang i indkomsten hos de europæiske virksomheder.

Før man går i panik over nedgangen i væksten, skal vi huske, at en række enkeltstående begivenheder, der har ramt økonomien i andet halvår, gradvist vil forsvinde ud i kulissen i den nærmeste fremtid. Derudover var eksportvæksten unaturligt høj i slutningen af 2017. Det har i sig selv dæmpet væksten i år, men eksporten opgjort i euro har i årets tre første kvartaler alligevel været fire procent højere end samme periode af 2017. Væksten er derfor blot vendt tilbage til et mere naturligt leje frem for at være et udtryk for en bekymrende tendens. I takt med at det globale opsving fortsætter, vil udlandet stadig købe flere europæiske varer. Specielt set i lyset af Europas stærke konkurrenceevne.

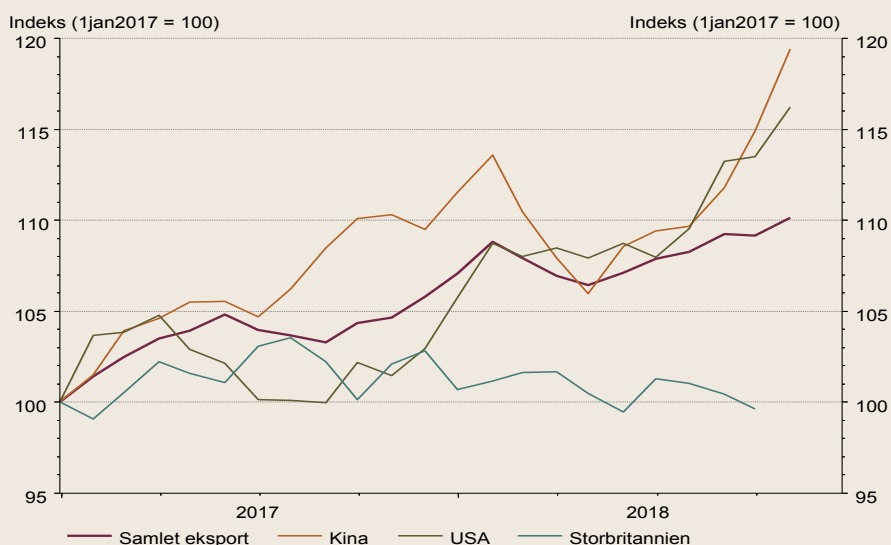
EM-lande trækker ned

I andet halvår har eksporten haft en del modvind fra nogle af de nye vækstøkonomier, Emerging Markets. Af størst betydning er et dyk i eksporten til Tyrkiet på hele 30 procent siden i sommer (opgjort i euro). For euroområdet er Tyrkiet det femtestørste eksportmarked. Større end Japan. Faldet vil gradvist aftage og dermed ikke længere være en hæmsko for eksporten i 2019.

Handelskrig har ikke bremset eksporten

Nogle analytikere har været hurtige til at gøre Trumps handelskrig til skurken i opbremsningen af væksten, men det er der indtil nu intet, der indikerer. Faktum er, at det er yderst begrænset, hvad Trump har indført af told på europæisk eksport (under 0,1 procent). Eksporten til både Kina og USA er også steget

gangske pænt igennem 2018, jf. figur 1. Salget til USA har været hele 8,5 procent højere i årets første 10 måneder sammenlignet med samme periode sidste år, mens eksporten til Kina har været fem procent højere. En stigende dollar trækker op i eksporten til USA, mens en faldende yuan trækker ned i eksporten til Kina.



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

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Bilindustrien mudrer tallene

Vækstbilledet i tredje kvartal er i den grad blevet mudret af midlertidige forhold i bilproduktionen. Der er indført nye teststandarder til at måle bilers miljøpåvirkning. Udfordringen er, at alle modeller skal igennem den nye test, og den har derfor fungeret som en flaskehals. Dykker vi ned i tallene for Tysklands industriproduktion, kan vi se, at der i undergruppen motorkøretøjer var et fald i produktionen på 12 procent i tredje kvartal. Bilindustrien fylder så meget i økonomien, at det trækker hele 0,5 procentpoint ned i Tysklands vækst og 0,2 procentpoint i eurozonens i tredje kvartal (til sammenligning var væksten i kvartalet 0,2 procent). Hertil kommer afledte effekter. Spanien producerer for eksempel komponenter til bilproduktionen, og landets eksport til Tyskland faldt i tredje kvartal. Det tyder altså på, at Spaniens vækst også er blevet dæmpet. Sådan kan flere lande være påvirket. Hvis bilindustrien bare normaliserer sin produktion (uden at producere de manglende biler), kommer den modsatte væksteffekt fra bilproduktionen i de kommende kvartaler.

Indenlandsk efterspørgsel fortsat vækstmotor

Den indenlandske efterspørgsel er stadig inde i et selv bærende opsving og vil også fremadrettet være den største



Figur 2: Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og modelskøn for fjerde kvartal 2018 samt første og andet kvartal 2019.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

og vigtigste vækstmotor i europæisk økonomi. I løbet af 2018 har de stigende oliepriser frem mod oktober medvirket til at dæmpe købekraften hos forbrugerne og dermed væksten i privatforbruget. De faldende oliepriser gør, at denne effekt bliver modsat i 2019, hvor forbruget får yderligere hjælp fra den højeste lønvækst siden finanskrisen.

Beskæftigelsen vokser med 1,3 procent om året, hvilket også løfter forbruget.

Virksomhedernes investeringer nyder godt af de lave renter, nye opfindelser og stigende efterspørgsel på deres varer, som øger behovet for at udvide produktionskapaciteten. Vores model for væksten i den indenlandske efterspørgsel viser udsigt til en vækst i den indenlandske efterspørgsel på omtrent 1,6 procent i første halvår af 2019, jf. figur 2. Da vi venter, det tiltager i andet halvår, og at eksporten stiger hurtigere, forventer vi en BNP-vækst på knapt to procent. En væsentlig risiko er, at Storbritannien forlader EU 31. marts uden aftale.

Over tid vil virksomhederne hæve priserne for at dække dele af de stigende lønomkostninger, jf. artikel om renteutvikling. I første halvår af 2019 venter vi, at denne effekt vil tiltage, hvorved Den Europæiske Centralbank kan begynde at normalisere renteniveauet fra sommeren.

Italiensk finanspolitik driller

Den italienske regering har fremlagt et budgetforslag med gaveregn. Det øger det offentlige underskud og risikoen for, at den store offentlige gæld ikke kan tilbagebetales. Det har fået de italienske renter til at stige og dæmpet væksten. Til forskel fra under gældskrisen i 2011 er der kun en meget begrænset afsmittning til de andre europæiske lande. Samtidig lever Italien ikke længere over evne. De italienske banker har derfor kunnet købe flere italienske statsobligationer. Regeringen og EU er også blevet enige om grænsen for underskuddet. Disse effekter har medvirket til en vis stabilisering den seneste måned.

Hvad sker der med Brexit?

Lad det være sagt med det samme. Ingen aner, hvordan det ender. Det eneste negative scenarie for markedet er efterhånden kun et hard Brexit, hvor Storbritannien forlader EU 31. marts 2019 uden en aftale.

Vi er blevet noget mere optimistiske i forhold til at undgå det scenarie. Det skyldes, at et flertal i det britiske parlament i december besluttede, at hvis den konservative regerings aftale med EU bliver nedstemt, skal parlamentet have medbestemmelse over den videre proces. Formålet er at undgå et hard Brexit. 26 konservative stemte for. Flertallet af parlamentsmedlemmerne er pro EU og ønsker ikke et hard Brexit, men en form for handelssamarbejde. Det kan de opnå ved at udskyde eller droppe udmeldelsen, stemme for nyt parlamentsvalg og så bede om mere forhandlingstid, sende Mays aftale til ny folkeafstemning eller bede om en helt ny folkeafstemning.

Et hard Brexit er ikke ønskeligt, da det formentligt vil ramme britisk økonomi hårdt. Knap halvdelen af landets eksport går til EU27 og vil møde vanskeligere vilkår. Men Storbritannien ryger også ud af de handelsaftaler, EU har lavet.

I tilfælde af et hard Brexit venter vi, at væksten i euroområdet aftager med 0,8 procent. Det baserer vi på beregninger på vores globale handelsmodel, som indeholder handel mellem de 38 største økonomier og effekter på den indenlandske økonomi. Det er antaget, at Storbritanniens import falder 20 procent.

USA på vej i lavere gear



Af Anders Høyer, cheføkonom

Amerikansk økonomi er buldret afsted til glæde for virksomhedernes indtjening. Men noget tyder på, at væksten vil aftage i 2019. Opsvinget er tæt ved at slå rekord som den længste periode med uafbrudt vækst. Læs vores bud på, hvor længe det varer.

I 2018 har der været turbo på amerikansk økonomi – godt hjulpet af skattelettelser og stigende offentligt forbrug. Desværre vokser træerne ikke ind i himlen, og vi venter en lavere vækst i 2019. Det skyldes blandt andet en mindre effekt fra skattereformen, højere renter og den seneste afkøling på boligmarkedet. Vores model for den indenlandske efterspørgsel viser, at væksten aftager til et tempo svarende til en årsvækst på godt to procent, når vi kommer hen til sommeren 2019, jf. figur 1. Det passer med vores generelle vurdering af økonomien.

For tidligt at råbe: "Krisen kommer"

Der har efterhånden været uafbrudt fremgang i BNP i 9 år. Det nuværende

amerikanske opsving er dermed den næstlængste periode med vedvarende vækst. Den nuværende rekord er opsvinget i 90'erne, som varede 9,5 år. Selvom vi venter, at væksten aftager, forventer vi ingen krise i 2019. Derfor er vi på 6-9 måneders sigt også stadig positive på amerikanske aktier, da ingen ubalance er bristet, jf. figur 2. Vi fastholder, at dette opsving bliver det længste i historien. Det er dog mest sandsynligt, at økonomien er gået ind i sidste quarter.

Kriser opstår enten ved, at ubalancer brister, eller at renten hæves for meget. Typisk er der flere årsager, som indvirker på hinanden. De ubalancer, som oftest har skabt en krise, er relateret til boligmarke-

det – for eksempel boligprisboble eller kreditfest. Både boligmarkedet og den amerikanske centralbank, Fed, har været hovedårsagen til seks af de seneste ti kriser. De tre øvrige kriser er oliekriser, mens den sidste er IT-boblen i 2000/01.

Boligmarked ikke i ubalance

På det seneste har der været et mindre fald i antal solgte boliger og en stagnering i byggetilladelser. Det skyldes de stigende renter i USA, ligesom vi så det i 2013. Lignende fald er set mange gange før, uden at det har været forbundet med en krise. For eksempel i 1987, 1988, 1994, 2010 og 2013. Renteudgifter og afdrag som andel af indkomsten for en typisk boligkøber (kaldet boligbyrden) er også stadig lavere end årene før krisen, selvom andelen er steget på det seneste, jf. figur 3.

Vendinger på boligmarkedet skaber kriser, når dele af markedet er baseret på urealistiske forventninger. For eksempel steg boligbyrden uholdbart i årene op til finanskrisen, fordi priserne steg kraftigt, hvilket skabte en byggefest og et meget stort antal boliger til salg. Disse ubalancer ses slet ikke i dag, hvor byggeriet er normalt, husholdningernes gæld er faldende som andel af indkomsten, og boligpriserne stiger på linje med nominal BNP. I takt med, at husholdningernes indkomst fortsætter op, stabiliserer boligmarkedet sig. Stabiliseringen får hjælp af et lavt antal boliger til salg og det forhold, at andelen af amerikanere, som ejer en bolig, er lav i en historisk kontekst.



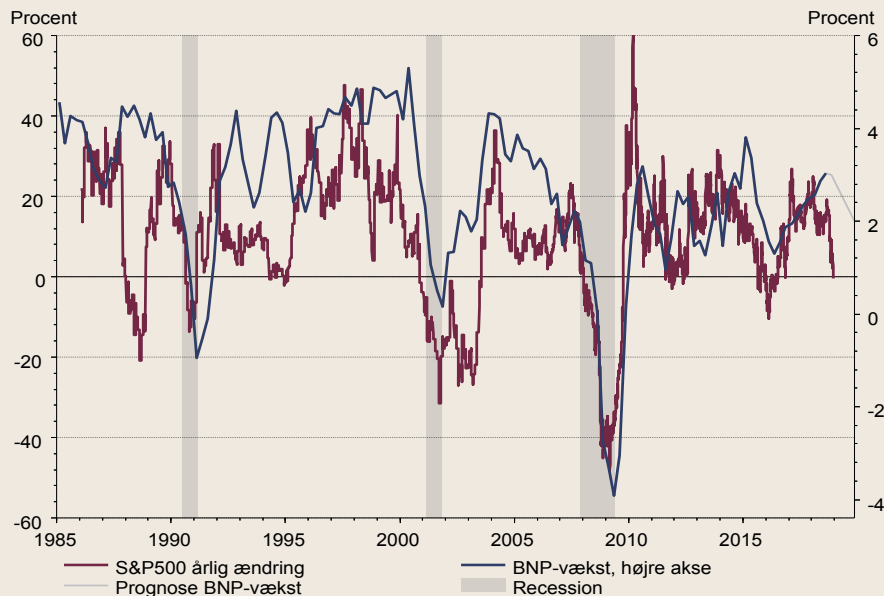
Figur 1. Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og model for de næste tre kvartaler, samt erhvervstillid. Kilde: Thomson Reuters Datastream

Lurer handelskrigen i kulissen?

En anden trussel for opsvinget er, at handelskrigen eskaleres. Vi er stadig af den overbevisning, at Trump vil sikre, at opsvinget fortsætter frem til valget. Det begrænser omfanget af handelskrigen. Det er formentlig også i det lys, at der kom en våbenhvile mellem USA og Europa samt en genforhandling af NAFTA. Tiden er grundlæggende ved at løbe fra Trumps handelskrig. Problemet for præsidenten er, at væksten vil aftage i 2019. Økonomien kan derfor holde til mindre handelskrig, end tilfældet var i 2018. I det lys kontaktede Trump nok Kinas præsident Xi Jinping i november for at påbegynde de igangværende forhandlinger. På det tidspunkt var de amerikanske aktier begyndt at falde. Det siges, at Trump er besat af udviklingen på aktiemarkedet og ser det som den bedste indikator for sin popularitet. Selvom en løsning er vanskelig, må det være muligt at finde en form for våbenhvile, da en handelskrig på nuværende tidspunkt passer begge parter skidt. Men konflikten mellem USA og Kina er nok kommet for at blive i mange år.

Fed er mest oplagt

Den amerikanske centralbank har før sat økonomien i bægge – nogle gange bevist, da inflationen er løbet løbsk. Selvom Fed siden finanskrisen har hævet renten ni gange til 2,5 procent, er kreditvæksten ikke aftaget – tværtimod. Bankerne har heller ikke strammet kreditpolitikken, og virksomhederne investerer fortsat. Dette er nøgletal som pengepolitikken påvirker direkte og som ofte dykker op til en krise. Boligmarkedet er som sagt det eneste sted, som er blevet dæmpet. Renten kan altså godt komme yderligere op, før



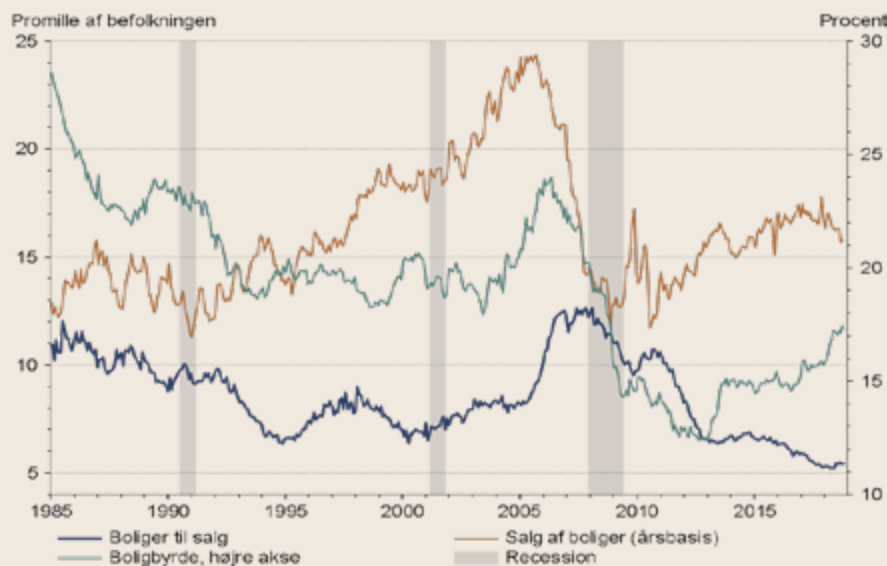
Figur 2 Årsvæksten i BNP og aktieindekset S&P500

Kilde: Thomson Reuters Datastream

opsvinget stopper. Det underbygges af, at estimerer på den naturlige rente (rente, som hverken hæmmer eller understøtter væksten) er i intervallet 2,5 til 3,5 procent. Men den kan ændre sig.

Det store usikkerhedsmoment kommer, når renten skal hæves over den naturlige rente. Det vil blive aktuelt, hvis inflationen begynder at tiltage. Her bliver løn- og produktivitetsvæksten afgørende. Højere lønvækst vil nemlig betyde højere omkostninger for virksomhederne med mindre, de løfter produktivitetsvæksten. Det nuværende tempo indebærer, at lønomkostningerne pr. enhed, der produceres, stiger med godt to procent om året. Det svarer til den nuværende inflation eksklusive energi og fødevarer. Så selvom lønvæksten er steget, burde inflationen ikke stige endnu. Den meget lave ledighed gør dog, at lønvæksten tiltager. På baggrund af

historiske sammenhænge regner vi med, at lønvæksten stiger fra de nuværende 3,2 procent mod 4,2 procent i 2020. Forbliver produktivitetsvæksten uændret, vil det løfte virksomhedernes omkostninger pr. enhed, de producerer. Til at starte med vil det gå ud over virksomhedernes overskudsgrad. I den periode vil den stigende lønvækst løfte BNP-væksten og dermed øge presset på økonomien. Over tid vil flere og flere virksomheder være nødsaget til at hæve deres salgspriser. Begge forhold vil Fed reagere på ved at hæve renten. En del af disse rentestigninger vil økonomien godt kunne klare, men på et tidspunkt vil erhvervsinvesteringerne og boligmarkedet sætte i bægge. Hvornår det sker, er usikkert, og udviklingen skal følges løbende. De nuværende niveauer for boligbyrde, investeringskvote, ledighed, mv. peger på, at det er realistisk med et tidspunkt i anden halvdel af 2020 eller i 2021.



Figur 3: Solgte boliger, boliger til salg og boligbyrde

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Det tidspunkt passer også med, at ved kriser forårsaget af den amerikanske centralbank, lykkes det som regel Fed at sikre to til fire år med meget lav ledighed inden krisen. I den målestok ser krisen ud til at kunne melde sin ankomst fra udgangen af 2020 og to år frem. I den periode skal finanspolitikken højst sandsynligt også strammes, hvilket dæmper væksten. Den form for kriser giver normalt et mindre dyk, hvor ledigheden kun stiger to til tre procent (som i otte ud af ti kriser). Det betyder, at europæisk økonomi formentlig kun vil blive ramt mindre hårdt. Men når amerikansk økonomi går i recession, plejer de globale aktiemarkeder at blive ramt hårdt. Det, venter vi, også sker ved den næste amerikanske krise.

Hvor skal renten hen? Vurder selv!

Vi har de seneste par år talt for stigende renter. Siden midten af 2016 har trenden da også været opad i de længere toneangivende renter i Europa og Danmark lige indtil februar 2018, mens de i USA har holdt kursen opad.

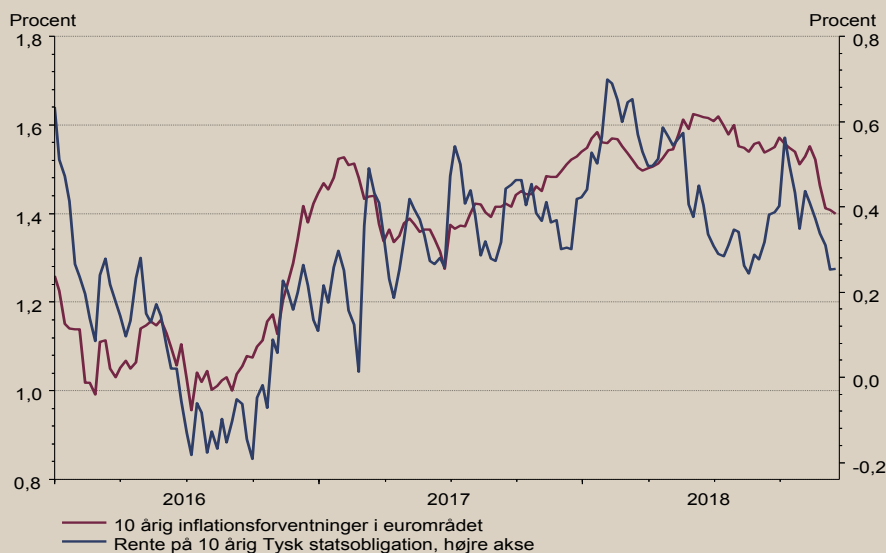
Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer



I februar startede forårets midlertidige aktiekorrektion, og vi var vidne til en næsten halvering af de 10-årige statsrenter i både Tyskland og Danmark fra et niveau omkring 0,80 % til omkring 0,30 %. Betyder det så, at snakken om rentestigninger skal forstumme, og de lange statsrenter skal tilbage i negativt terræn? Det mener vi ikke.

Siden midten af 2016 er de lange statsrenter i Europa steget. Det skyldes primært, at såvel økonomiske nøgletal som tillidsindikatorer har vist fremgang. Det har øget investorerne risikovillighed og deres forventninger til inflationen. Det sidste er vigtigt, da renten på en lang obligation direkte afspejler investorerne forventninger til inflationen. Hvis en investor forventer en høj inflation, vil han have en høj kompensations i form af en højere rente for ikke at få udhulet sin opsparing og vice versa. Figur 1 viser, at sammenhængen mellem markedets inflationsforventninger og lange renter holder fint i praksis.

En anden vigtig faktor i bestemmelsen af renten er investorernes afkastkrav. Afkastkravet er den ekstra rente udover inflationen, som investorerne ønsker for at investere i et aktiv. Det er således investorernes reelle afkast. På en obligation kaldes dette realrenten. Realrenten afhænger blandt andet af investorernes forventninger til det afkast, de kan få på andre aktiver. I perioder, hvor investorerne forventer negative afkast fra andre aktivklasser,



Hvad er renten om et år?

Svar på spørgsmålene og se, hvad vi skønner renterne vil være om et år ud fra dine svar.

Den 10-årige statsrente er lige nu 0,23 %



Hvad forventer vi?

Da vi ikke tror på en fuldbyrdet handelskrig og en eskalering af den politiske situation i Italien, forventer vi, at opsvinget fortsætter. Det gør, at vi også tror på, at inflationen vil fortsætte med at stige og dermed lægge yderligere pres på arbejdsmarkedet. Det vil føre til lønpres og stigende priser.

eksempelvis aktier, kan realrenten blive negativ. Omvendt vil forventninger om høje afkast alt andet lige føre til højere realrenter.

Det er netop i investorernes afkastkrav, at vi skal finde den primære årsag til rentefaldet. I løbet af året har de europæiske nøgletal skuffet i forhold til markedets forventninger, og den politiske usikkerhed er steget. Investorerne er dermed villige til at acceptere et lavere afkast mod at få en større sikkerhed. I en historisk kontekst er investorernes afkastkrav meget lavt. Det skyldes blandt andet, at Den Europæiske Centralbank har købt mange statsobligationer de sidste par år (som i øvrigt stopper til nytår). Men det skyldes også, at markedet tvivler på, at europæisk økonomi kan klare højere renter de kommende år. Vi så det samme i USA for to år siden, hvor markedet heller ikke regnede med, at

den amerikanske centralbank ville hæve renten syv gange på to år. Kommer der en bedring i Europa, kan tingene gå stærkt.

Vi tror grundlæggende på, at opsvinget i Europa fortsætter, og at den markant

stigende lønvækst bliver omsat i højere inflation, jf. figur 2. Ender de politiske begivenheder med negative udfald – for eksempel alvorlig handelskrig, som rammer realøkonomien – er der næppe tvivl om, at det vil give yderligere skvulp på markederne.

RENTEPROGNOSE

	Aktuel 20. dec. 2018	+3 m	+12 m
Cibor 3M	-0,28%	-0,30%	-0,10%
Statsobligation, 2 års løbetid	-0,58%	-0,45%	-0,10%
Statsobligation, 10 års løbetid	0,21%	0,60%	0,85%
Boliglån			
F-kort	-0,25%	-0,30%	-0,10%
F5	0,22%	0,50%	0,75%
Fastrente 30-årig	2,05%	2,40%	2,65%
Kurs på 30-årig fastrente 2 % m. afdrag	99,50	95,10	91,85

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



Indtjenings- bonanza!

Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg



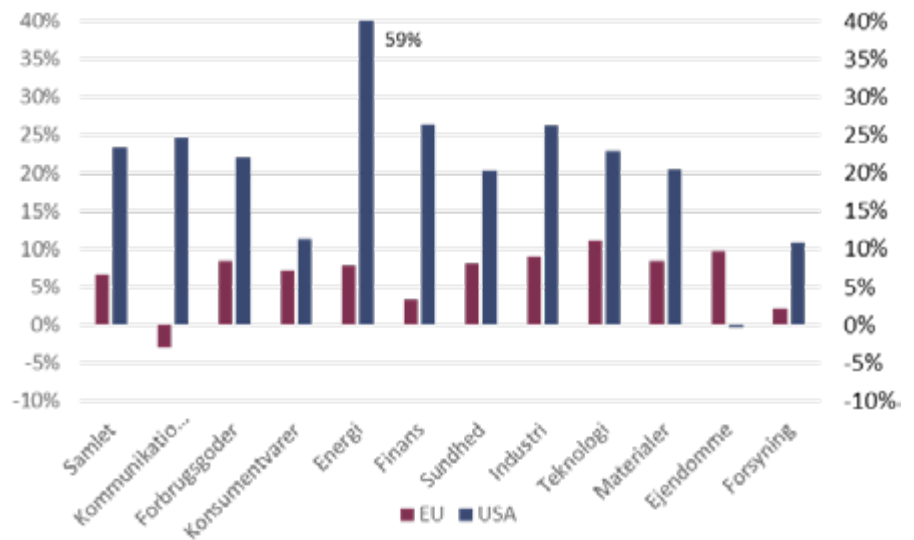
*Virksomhedernes pengekasser
boomer. Går det virkelig SÅ
godt? Få hele overblikket her.*

Amerikanske virksomheder ser ud til at få en af de bedste regnskabs sæsoner nogensinde. Ser vi på regnskaberne for tredje kvartal, så har den gennemsnitlige omsætningsvækst været på knap syv procent. Endnu mere imponerende, så svarer det til en vækst i indtjeningen på 20 procent i forhold til samme periode sidste år, når vi ser på den justerede indtjening pr. aktie, hvor der tages højde for engangseffekter i indtjeningen. Mere end fire ud af fem virksomheder har rapporteret om stigning i indtjeningsvæksten og det samme for omsætningsvæksten. Det har betydning for aktiemarkedet, da amerikanske aktier udgør mere end 55 procent af hele verdens aktiemarked målt på virksomhedernes markedsværdi. Den primære årsag til den voldsomme stigning i indtjeningen er, at skattereformen sænker selskabsskatten markant og dermed giver en engangseffekt på indtjeningsvæksten.

Til sammenligning må de europæiske virksomheder kæmpe mere for at skabe gode resultater, men det ser stadig fornuftigt ud. Her har to af tre selskaber leveret positiv omsætningsvækst. I gennemsnit var væksten lidt under fem procent. Indtjeningsvæksten var på syv procent, og cirka halvdelen har rapporteret om positiv indtjeningsvækst.

Udover skattereformen er en væsentlig forskel mellem de to regioner koncentrationen af IT-aktier. Over 20 procent af det amerikanske eliteindeks S&P500 er IT-aktier mod fem procent i Europa. I et år, hvor amerikanske IT-aktier bræger fremad, er det en forskel, der kan mærkes. Som det kan ses i figur 1, har energiselskaberne også fået gang i indtjeningen, men det skal bemærkes, at det kommer fra et negativt eller meget lavt udgangspunkt efter oliepriskollapset i 2015-2016. Prisen på nordsøolien Brent toppede i 2014 med 115 dollar pr. oiletønne og ramte 25 dollar pr. tønne. I dag er olieprisen mere end fordoblet siden dengang og er cirka 55 dollar pr. tønne. Det til trods for, at den er faldet tilbage fra knap 80 dollar pr. tønne.

Selv analytikerne blev taget på sengen
Aktieanalytikerne, som i forvejen havde høje forventninger til de amerikanske regnskaber, blev overrasket af 3,5



Figur 1: Virksomhedernes median indtjeningsvækst for tredje kvartal i forhold til samme periode sidste år fordelt på sektorniveau. Tal er justeret for engangseffekter i regnskaberne.

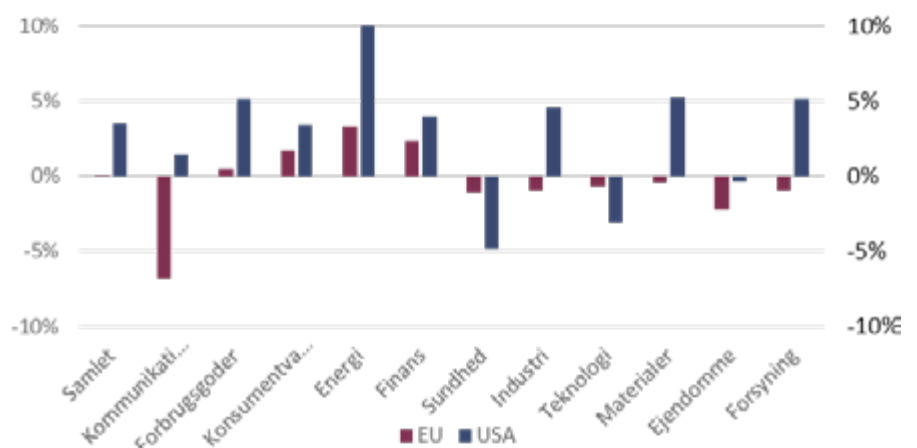
Kilde: Bloomberg og egne beregninger

procentpoint højere indtjeningsvækst end ventet. Det er højere end i Europa, hvor regnskaberne leverede, hvad der var ventet inden regnskabs sæsonen. Særligt de store sektorer som kommunikationstjenester, forbrugsgoder og IT (teknologi) overraskede positivt i USA. Her tjener særligt Amazon enorme pengesummer. De tjente knap 8,9 milliarder dollar (knap 60 milliarder kroner) før skat og nedskrivninger, hvilket cirka svarer til værdien af Genmab. Amazon har i øvrigt annonceret, at de åbner kontor i Danmark, og at de forventer, at det sker i 2019. I Europa overraskede især virksomhederne inden for finans og energi positivt.

Blandede bolsjer i tredje kvartal

Tager vi et kig i spåkuglen for fjerde-kvartalsregnskaberne i USA, er der både positive og negative tendenser. På den

positive side forventer aktieanalytikerne, at indtjeningen for fjerde kvartal i forhold til samme periode sidste år vækster med omkring 12,8 procent ifølge analysehuset Factset 14. december. Knap 100 selskaber i det amerikanske S&P500 indeks offentliggjorde deres forventninger for tredje kvartal. Der er en tendens til, at færre og færre selskaber indrapporterer en forventning til et kvartalsregnskab. Det kan blandt andet skyldes, at superinvestoren Warren Buffet flere gange har kritiseret selskaberne for at være for kortsigtede og tilsidesætte deres langsigtede strategi. En af fordelene ved at forventningsafstemme på kvartalsbasis er imidlertid, at det minimerer forskellen mellem, hvad selskaberne og analytikerne forventer. Derved mindskes effekten på regnskabsdagen. Af de knap 100 selskaber er der flere end normalt, som har en lavere

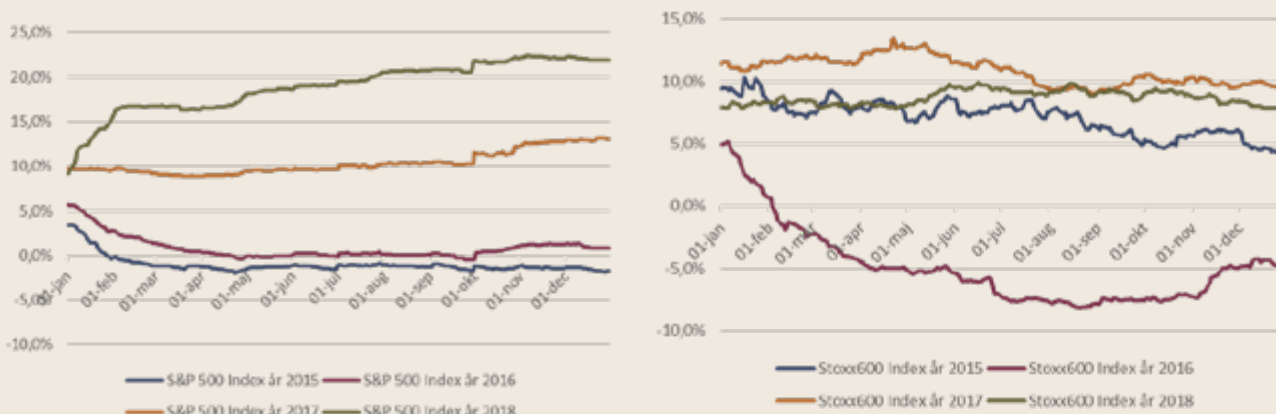


Figur 2: Virksomhedernes indtjening slog analytikerens forventning for tredje kvartal.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger



Analytikernes forventning til virksomhedernes indtjening



Figur 4 og 5: Udviklingen i analytikernes forventning til virksomhedernes indtjening for det pågældende år i perioden 2015-2018 for henholdsvis amerikanske og europæiske virksomheder.

Kilde: Bloomberg

forventning til deres kvartalsregnskab end tidligere på året.

Fantastisk indtjeningsvækst i 2018

Vender vi blikket mod analytikernes forventninger til hele 2018, så er estimerne forsat meget høje for USA. Her har skattereformen en yderst positiv indvirkning på helårsresultatet. Det er estimeret, at omkring 10 procent indtjeningsvækst i 2018 vil komme fra skattereformen. 2018 ser ud til at blive den bedste regnskabssæson i mere end et årti for de amerikanske virksomheder.

I Europa ser det også ud til at blive en udmærket regnskabssæson med tæt på en høj encifret vækstrate i virksomhedernes indtjening. Det vil i så fald være andet år i træk med høj indtjeningsvækst.

Analytikerne forventer, at indtjeningsfesten fortsætter. De venter således, at indtjeningen i USA de næste 12 måneder (hele kalenderåret 2019) vil være godt otte procent højere end i 2018. Hvis der er et 1-1 forhold mellem højere indtjening og højere aktiekurser, vil det isoleret betyde, at aktiemarkederne vil være otte procent højere til den tid, hvis analytikerne får ret. Da vi venter, at væksten forsætter i USA, dog i lavere gear, er en indtjeningsvækst lidt under analytikernes estimat sandsynligt.

Nu tænker du måske: "Er der virkelig så stor sammenhæng mellem aktiekurser og virksomhedernes indtjening samt analytikernes forventning til indtjeningen?" Ser vi på data siden 2002 for amerikanske aktier (figur 5), så har aktiekurserne været i tæt parløb med virksomhedernes indtjening. Det er jo netop også økonomien og virksomhedernes

indtjening, der er fundamentet for virksomhedernes værdi. En høj etcifret aktiekursgevinst for globale aktier er bestemt ikke umulig, hvis investorerne fjerner fokus fra den politiske håndgemæng og kommer tilbage på sporet af, hvad der virkelig betyder noget, nemlig virksomhedernes indtjening.

Hvis vi ser på data siden 1980'erne, så brager aktiemarkedet afsted i de sene år af en konjunkturcyklus. I gennemsnit har afkastet på aktier været cirka 15 procent om året de sidste to år inden, der kommer en økonomisk tilbagegang i to eller flere kvartaler (økonomisk recession). Dette står i øjeblikket i kontrast til, at aktiemarkederne er faldet pænt tilbage fra toppen tidligere på året. Dette fald er

også i stærk kontrast til den generelle stærke sammenhæng mellem virksomhedernes indtjening og aktiekursstigninger og -fald. Spørgsmålet er så: Får aktiemarkederne ret i, at indtjeningen falder med aktiekurstab til følge? Eller får analytikerne ret i stigende indtjening og derved i stigende aktiekurser? Vi tror på det sidste, da vi ikke venter en recession lige foreløbig.

Samler vi alle indikationerne, så ser virksomhedernes indtjening ud til at blive historisk god i 2018 og ganske pæn i 2019. Om det materialiserer sig i stigende aktiekurser, må tiden vise, men der er rigtig gode forudsætninger for, at 2019 kan blive et pænt aktieår på globalt plan.



Figur 5: Sammenhængen mellem den fremadskuede indtjening og udviklingen i S&P500

Kilde: Bloomberg.

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 til sommer. Markedet venter kun, at ECB hæver renten med 0,1 procentpoint i 2019.

Fed hæver renten



Markedet venter kun 0,1 procentpoint højere rente fra Fed. Derfor vil fortsatte rentestigninger fra Fed hæve de lange amerikanske renter. Vi venter to rentestigninger fra Fed i 2019.

*Fed nedbringer
beholdningen
af obligationer*



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

NORSKE KRONER:

Året slutter, hvor det startede

Hvad er udsigten for 2019?



Af Lasse Laursen, Senior Dealer

Den norske krone har igen haft en svær afslutning på året og handler lige nu på samme niveau som ved dørtæsklen til året. Kronen er i 2018 handlet i kursintervallet 75-79 øre over for den danske krone. Årets sidste kvartal har svækket NOK/DKK med omkring fem procent, hvilket primært skyldes en faldende oliepris. Når kursen på den norske krone på et tidspunkt bryder ud af dette interval, forventer vi, at det vil ske på baggrund af en stigende kurs. Det skyldes, at vi venter flere rentestigninger fra Norges Bank, at nøgletallene ser gode ud, og at olieprisen som minimum ser ud til at holde sig på sit nuværende niveau.

Første renteforhøjelse i syv år – flere på vej

Norges Bank hævede helt som ventet den ledende rente med 0,25 basispoint på sit rentemøde 20. september. Rente-forhøjelsen var den første fra centralbanken i hele syv år, og den ledende rente er nu 0,75 procent. Norges Bank gør det klart i sin pengepolitiske rapport, at inflationen og lønningerne

kan stige for kraftigt, hvis renterne forbliver på det nuværende lave niveau i en længere periode. Det indikerer, at yderligere renteforhøjelser formentlig venter i kulissen.

“Årets sidste kvartal har svækket NOK/DKK med omkring fem procent

Positive nøgletal

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. Væksten i fastlands-Norge ventes at være 2,5 procent i 2018. I 2019 forventer Norges Bank ligeledes en vækst på 2,5 procent, hvilket især vil være drevet af privatforbrug og investeringer.

Norges Bank vurderer, at kapacitetsudnyttelsen i den norske økonomi igen befinder sig omkring normalt niveau. Det betyder, at økonomien ikke kan fortsatte i samme væksttempo uden, at det vil lægge et opadgående pres på lønningerne og inflationen. Derfor skal rentenormaliseringen fortsætte, og det vil understøtte den norske krone.

Olieprisen og norske kroner

Udviklingen i den norske krone har historisk haft en stærk sammenhæng med olieprisen. Olieprisen har de seneste måneder oplevet en kraftig fald, som har smittet af på værdien af den norske krone. En tønde nordsøolie koster i dag omkring 56 dollar mod 85 dollar medio september. Faldet skyldes blandt andet, at Trump tillod seks lande at fortsætte med at importere fra Iran trods sanktioner, mens Saudi-Arabien og Rusland producerer mere for at erstatte Irans olieeksport. Vi venter, at olieprisen vil være godt understøttet af øget global efterspørgsel samt de forhold, at Irans olieeksport vil falde, og at OPEC på seneste møde i Wien meddelte, at de vil sænke produktionen med 1,2 millioner tønder olie om dagen for at dæmpe overudbuddet.

“Udviklingen i den norske krone har historisk haft en stærk sammenhæng med olieprisen.

Lægger vi alle disse udsigter sammen, forventer vi, at kursen på den norske krone over for den danske er højere end i dag på både tre og tolv måneders sigt.

FORVENTET UDVIKLING I NOK



VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminskurser		Konsensus	
	20. dec.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,47	7,46	7,45	7,46	7,45	7,46	7,46
USDDKK	6,51	6,31	5,96	6,46	6,30	6,49	6,22
JPYDKK	5,83	5,85	5,80	5,83	5,81	5,79	5,73
GBPDKK	8,26	8,25	8,60	8,23	8,13	8,48	8,48
SEKDKK	0,73	0,73	0,75	0,73	0,73	0,73	0,76
NOKDKK	0,76	0,81	0,85	0,75	0,74	0,79	0,81
EURUSD	1,15	1,18	1,25	1,16	1,18	1,15	1,20



Politisk usikkerhed, skuffende nøgletal og negative finansielle markeder har presset den svenske krone i 2018. SEK/DKK faldt hen over sommeren til under 70 øre og dermed det laveste niveau siden finans-krisen.

Siden sensommeren er den svenske krone dog blevet styrket en smule igen, hvilket primært skyldes forventninger om en højere rente. På sit netop afholdte rentemøde hævdede Riksbanken også renten med 0,25 basispoint – det er første renteforhøjelse siden 2011.

Vi mener fortsat, at markedet er alt for pessimistisk, og at den svenske krone er væsentligt under sin ligevægtsværdi ud fra et handelsperspektiv. Vi venter, at svensk økonomi vil vise fin vækst de kommende år, som før eller siden vil løfte inflationen og dermed renteniveauet yderligere. Vi fastholder derfor, at svenske kroner vil styrkes på både 3 og 12 måneders sigt.

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

Kilde: Thomson Reuters Datastream



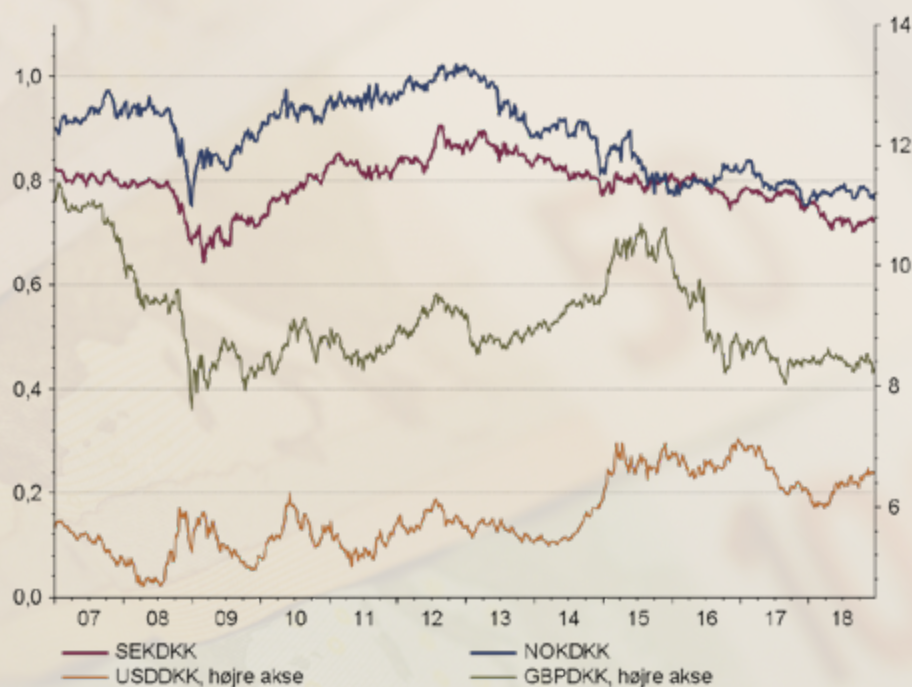
Vi forventer, at dollaren på den korte bane vil være uændret, men at den vil blive svækket over for euroen og danske kroner i løbet af de næste 12 måneder.

Det skyldes, at vi til den tid vil se, at de europæiske renter har halet ind på de amerikanske, og at kerneinflationen vil stige mere i Europa. I takt med, at ECB påbegynder normaliseringen af pengepolitikken, venter vi, at de lange europæiske renter vil stige. Vi forventer godt nok også flere rentestigninger i USA, men vi tror, at der vil komme flere overraskelser for markedet i Europa.



Usikkerheden omkring udfaldet af Brexit er fortsat enorm, og det samme er derfor tilfældet for pundet. Får vi et hard Brexit, hvor Storbritannien til foråret forlader EU uden nogen aftale, vil pundet blive svækket. Men undgå scenariet, vil det understøtte pundet.

Virksomheder med ekspone-ring mod GBP bør derfor opretholde høj afdækning. Læs eventuelt mere om Brexit-forhandlingerne i artik-len om europæisk økonomi.



MARKEDSOVERBLIK

OBLIGATIONER AFKAST 1. JANUAR TIL 18. DECEMBER 2018

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	-0,36	-0,36
LANGE DANSKE STATER	2,10	2,10
INVESTMENT GRADE	-1,61	-1,31
HIGH YIELD	-3,54	-3,24
EMERGING MARKETS	-4,89	1,05

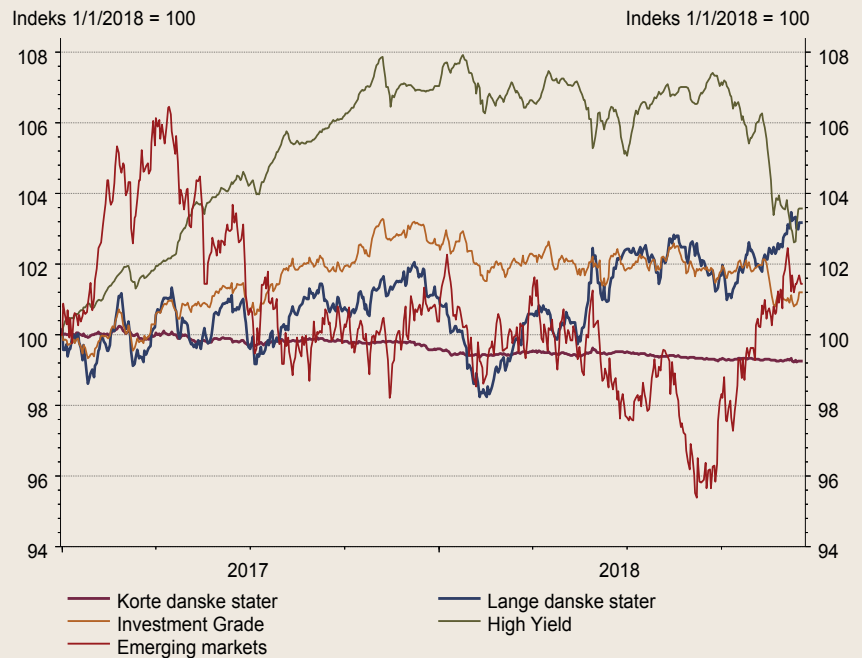
AKTIER AFKAST 1. JANUAR TIL 18. DECEMBER 2018

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSDINDEKSET	-7,71	-1,95
USA	-2,96	3,09
EUROPA	-9,01	-8,73
EMERGING MARKETS	-14,37	-9,03
DANMARK	-7,46	-7,46

AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

