

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 04 | MAJ 2018



Læs blandt andet:

Midlertidig afkøling af væksten

Aktiekorrektion eller krise?

Hvorfor har renterne i Europa ikke fulgt de amerikanske?

Hvilke konsekvenser får Trumps handelskrig?





Anders Høyer

Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Midlertidig afkøling

Aktierne kom stærkt fra start i det nye år, men som en anden rutsjebane gik det hurtigt ned, så op, så ned igen. Siden er både europæiske og amerikanske aktier steget, og de er omtrent tilbage, hvor året begyndte. De er dog nede med omtrent 10 procent i forhold til slutningen af januar. Med de europæiske aktier lidt foran.

Først var det kraftigt stigende amerikanske renter og efterfølgende Trumps raslen med toldsablen, der forårsagede faldene.

Historisk set er meget store fald i aktierne næsten altid fulgtes med økonomisk recession. På trods af en midlertidig afkøling i væksten i første kvartal i både USA og Europa er opsvingene fortsat solide. Der er umiddelbart ikke udsigt til krise rundt om hjørnet, og virksomhedernes indtjening er fornuftig. Der er selvfølgelig en ekstra usikkerhed omkring Trumps handelskrig, men på nuværende tidspunkt er hans forslag langt fra nok til at ødelægge opsvingene. Derfor tror vi fortsat på et godt aktieår.

Den stærke vækst og tiltagende inflation i USA har fået den amerikanske centralbank til at hæve renten seks gange siden slutningen af krisen. Vi venter, at centralbanken vil fortsætte med at hæve renten flere gange, end markedet gør. Det vil løfte de lange renter yderligere. På trods af betydelige stigninger i de lange renter i USA har der kun været mindre stigninger i de toneangivende lange renter i Europa.

Alt dette og meget mere kan du læse mere om i dette magasin.

God læselyst.

Anders Høyer

Ansvarshavende redaktør

indhold

Midlertidig afkøling	2
----------------------------	---

MAKRO

USA: Vækstlokomotiv er stadig på sporet.....	4
--	---

Europa: Tallene indikerer fremgang.....	5
---	---

Trumps handelskrig: Fra global til to-stats krig.....	6
---	---

Amerikanske renter har ladet de europæiske tilbage på perronen.....	8
---	---

Renteprognose.....	9
--------------------	---

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

AKTIER

Aktiekolumne: Aktiekorrektion eller krise?	10
--	----

Sparkron Invest	12
-----------------------	----

Markedsoverblik – afkast til og med april.....	16
--	----

VALUTA

Fortsætter dollaren sin dans på stedet?	14
---	----

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

Dataarbejde er afsluttet 4. maj 2018.

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

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

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.

Midlertidig afkøling

På begge sider af Atlanten har det seneste kvartal budt på lavere økonomisk vækst. Det kommer i halen af tre kvartaler med meget stærk vækst i både Europa og USA. Det er derfor naturligt med en afkøling, men vi mener samtidig, at midlertidige forhold har hæmmet væksten. Vi tror derfor, at væksten løftes de kommende kvartaler.

Af Anders Høyer, cheføkonom



USA: Vækstlokomotiv er stadig på sporet

De sidste tre kvartaler af 2017 bød i amerikansk økonomi på stærk og tiltagende vækst, som svarede til en årsvækst på tre procent. Det vel at mærke selvom den amerikanske centralbank, Fed, i løbet af året hævede renten tre gange og for femte gang siden slutningen af krisen.

I første kvartal af 2018 faldt væksten til en årsvækst på 2,3 procent. Siden finanskrisen har der dog været en tendens til, at første kvartal er årets dårligste på trods af, at statistikbureauerne forsøger at korrigere for sæsonudsving. Årsagen til det ændrede sæsonmønster er måske nye udsalgs-mønstre for butikkerne. Taget i betragtning, at årets første kvartal plejer at være det svageste, var væksten i første kvartal fornuftig. Vi venter, at opsvinget fortsætter, og at det tiltager de kommende kvartaler. Det bakkes også op af vores konjunkturmodel for USA, som viser fortsat stærk vækst i den indenlandske efterspørgsel, jf. figur 1. Vores konjunkturmodeller er baseret på en lang række indtrufne økonomiske forhold, hvilket gør dem mere robuste.

Væksten i 2017 nød godt af, at virksomhedernes investeringer for alvor kom i omdrejninger. Stigende udnyttelse af den eksisterende produktionskapacitet og færre ledige hænder vil understøtte investeringerne i 2018, så de vokser med mere end BNP til gavn for virksomheder, som producerer investeringsgoder.

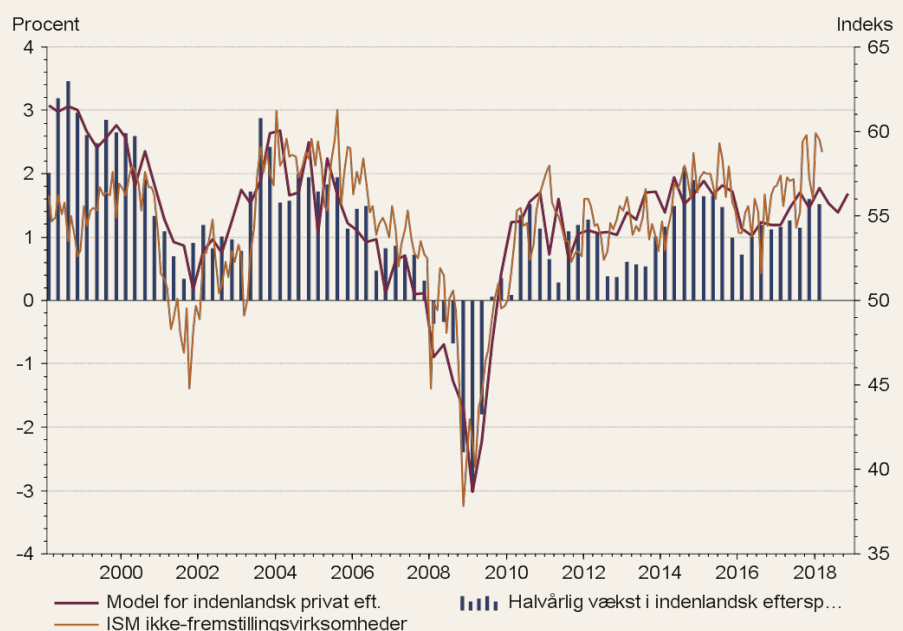
Resten af året vil det private forbrug fortsat være den vigtigste drivkraft for væksten. Det understøttes af stigende beskæftigelse, høj forbrugertillid og nu også lidt stærkere lønvækst. Oveni dette kommer effekten fra lavere skatter. Generelt vil finanspolitikken understøtte

væksten de kommende år, da der også er planlagt betydelige stigninger i forbruget. I forhold til, at ledigheden er kommet langt ned, må man sige, at dette er dårlig timing, og det vil højst sandsynligt øge antallet af rentestigninger fra Fed.

Højeste lønvækst i 11 år

I første kvartal tiltog lønvæksten i USA til 2,7 procent. Det er den højeste lønvækst i 11 år og skyldes, at ledigheden er bragt langt ned efter mere end otte års uafbrudt fald. Vi venter fortsat, at

lønnen vil tiltage yderligere det næste år, og at det vil medvirke til at løfte inflationen. Det vil få Fed til at hæve renten yderligere. Her fastholder vi vores efterhånden gamle prognose og tror på i alt fem rentestigninger mere i 2018 og 2019, men også på, at rentestigningerne fortsætter i 2020. Det vil sige, at vi stadig tror på flere rentestigninger end markedet venter, selvom markedet har løftet sine forventninger markant det seneste halve år. Det har bidraget til at løfte de lange renter.



Figur 1: Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og modelskøn for 2. - 4. kvartal 2018

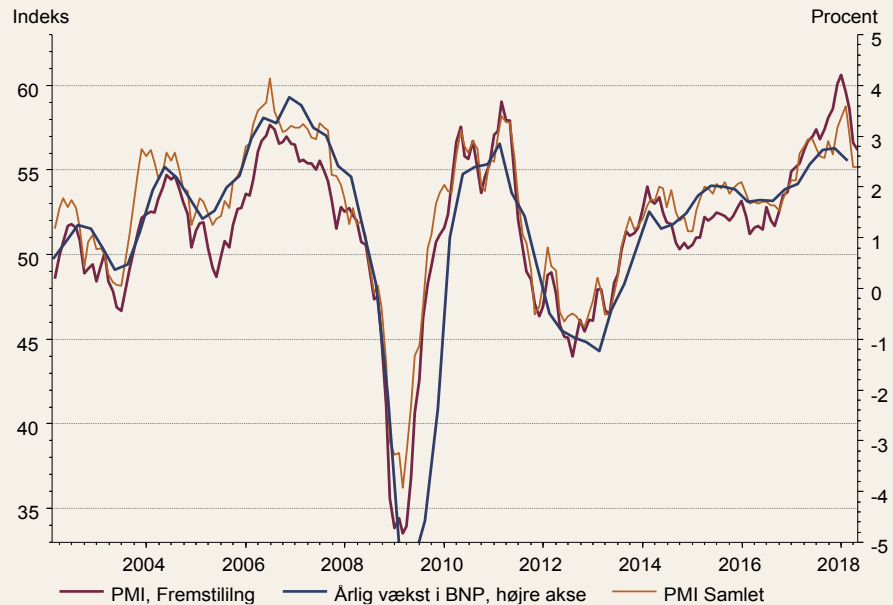
Kilde: Thomson Reuters Datastream

EUROPA: Tallene indikerer fremgang

I første kvartal faldt væksten i euroområdet til 0,4 procent, mens væksten i de tre forudgående kvartaler var 0,7 procent (kvartal til kvartal). Den lavere vækst var ventet, da både erhvervstilliden, men også detailsalget og industriproduktionen havde set træge ud.

Det er dog vigtigt at huske, at det sker i kølvandet på en meget høj vækst i slutningen af 2017, hvor væksten var stærkere end, hvad der implicit lå til grund for både vores økonomiske prognose og den Europæiske Centralbanks. I det lys var det naturligt med en mindre afkøling. Samtidig har en lang række midlertidige forhold spillet ind. Det gælder ikke mindst et meget højt sygefravær i Nordeuropa, strejker, og noget så banalt som vejret.

Selve faldet i erhvervstilliden målt ved PMI-indekset kommer fra et rekordhøjt niveau i slutningen af 2017. Normalt er der god sammenhæng mellem væksten i euroområdet og virksomhedernes optimisme. I slutningen af 2017 løb erhvervstilliden dog fra BNP-væksten og indikerede en højere vækst end den ellers pæne BNP-vækst, som var oppe i nærheden af tre procent, jf. figur 2. Skal man tro den historiske sammenhæng, er



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

Kilde: Thomson Reuters Datastream

PMI-indekset blot faldet tilbage til lidt under den realiserede vækst.

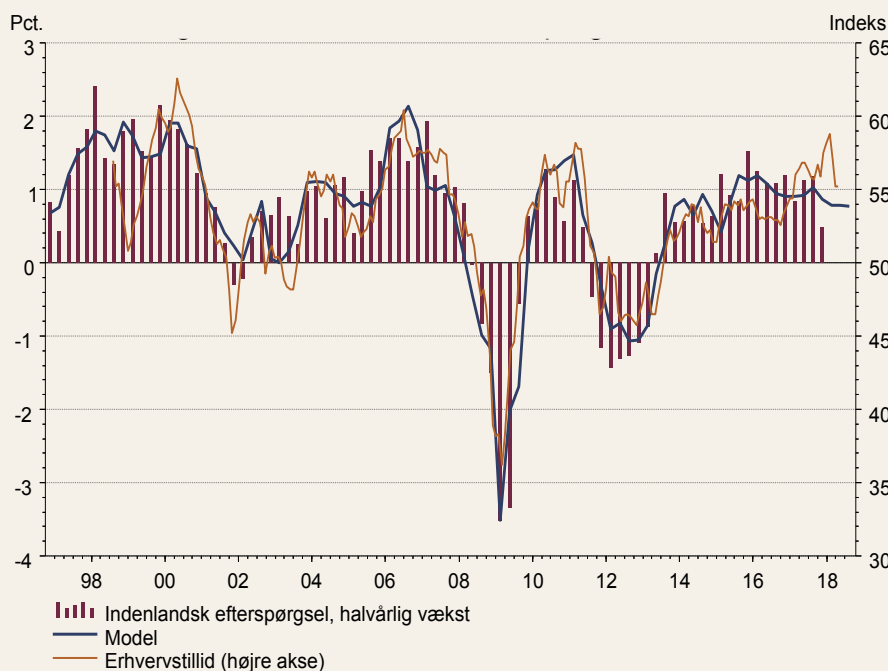
Vi fastholder vores positive syn på europæisk økonomi, og opbremsningen i starten af året betragter vi som en kombination af midlertidige forhold og et udtryk for en unaturlig høj vækst i slutningen af 2017. Det er klart, at markedet har været lidt skuffet over

udviklingen, da markedsforventningerne til væksten steg yderligere i starten af året til et niveau over vores prognose. Derfor har de dårlige nøgletal givet lidt modvind til de europæiske aktier. Vi fastholder vores forventninger om en vækst i 2018 på 2,3 procent.

En lang række forhold giver opbakning til dette. Det gælder ikke mindst, at den tyske industriproduktion de sidste fire måneder er haltet efter stigningen i ordreindgangen. Ordreindgangen er en god indikator for fremtidig produktion, og den er god til at tage temperaturen på global økonomi, da tysk industri fylder meget. Eksporten vil fortsat også nyde godt af et stærkt globalt opsving, hvor væksten er væsentlig over den potentielle i Europa.

Der er heller ingen ubalancer, der er bristet, og det peger på, at de underliggende dynamikker, der øger efterspørgslen, vil fortsætte. For eksempel nyder det private forbrug godt af stigende boligpriser og en beskæftigelse, der stiger med godt 1,5 procent om året. Forbrugertilliden er også stadig på et næsten rekordhøjt niveau.

Samtidig viser vores konjunkturmodel, at fremgangen i den indenlandske efterspørgsel fortsætter de næste tre kvartaler på linje med det forudsatte i vores vækstsøn, jf. figur 3.



Figur 3: Halvårlig vækst i indenlandsk efterspørgsel og modelskøn for 1-4 kvartal 2018, samt erhvervstillid.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

USA:

Trumps handelskrig: Fra global til to-stats krig

Medierne har de seneste måneder været fyldt med historier om truslen om en global handelskrig. Men hvad er egentlig op og ned?

Af Anders Høyer, cheføkonom



Præsident Trump har i hele sin præsidentperiode tordnet imod USA's handelsunderskud. I 2017 havde USA et underskud i handlen med varer på 810 milliarder dollars (4,2 procent af BNP), hvor størstedelen af underskuddet er overfor EU og Kina. Modsat har USA et overskud i handlen med serviceydelser på 244 milliarder dollars (1,3 procent af BNP). Når man hører om USA's underskud over for et andet land, bliver serviceydelserne ofte fejlagtigt glemt.

USA har faktisk også en positiv formueindkomst over for udlandet på trods af en netto udlandsgæld. Derfor er underskuddet på betalingsbalancen mindre end underskuddet på handelsbalancen, jf. figur 1. Underskuddet udgjorde 2,5 procent af BNP i 2017. Det er ikke specielt problematisk, da økonomien vokser, og udlandsgælden

derfor vil stabilisere sig på et holdbart niveau, men modsat giver det ikke meget rum til en forværring. Fra slutningen af 90'erne og frem til finanskrisen var underskuddet større og steg til seks procent af BNP lige før finanskrisen.

USA vs. Europa: Småbeløb er symbolpolitik

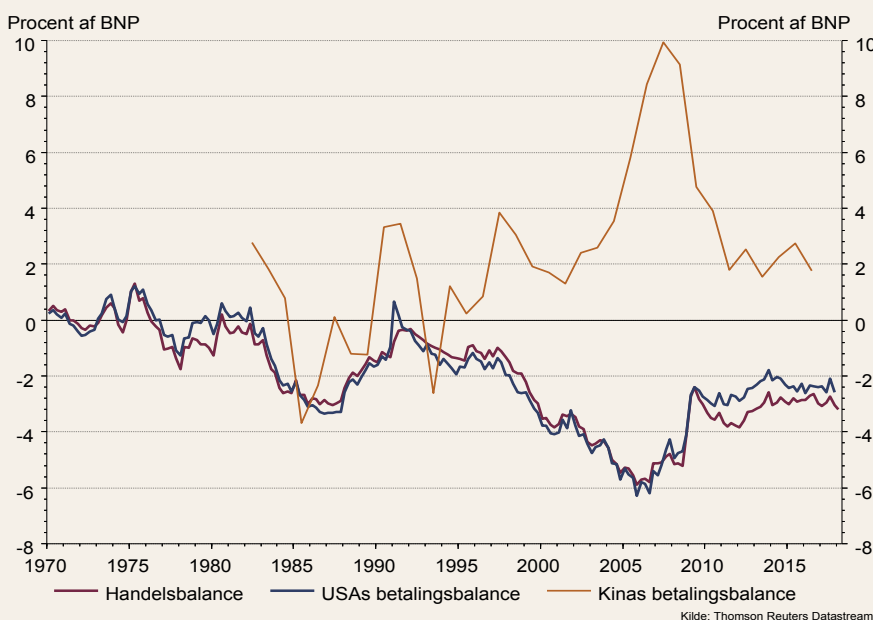
Trump har sparket todsatserne på stål og aluminium til hjørne og sat dem på forhandlingsbordet indtil 1. juni. Ender det med, at Trump indfører told på stål fra Europa, vil EU's medlemslande højst sandsynligt svare igen af samme omfang. Eksporten af stål og aluminium fra EU til USA udgør kun 0,05 procent af EU's BNP. Den egentlige risiko er, hvis Trump vælger at svare igen på EU's modsvar, og vi så får en sneboldeffekt. Men den skal rulle mange gange, før den

er stor nok til at ødelægge opsvinget. Mange stærke grupper i USA som erhvervslivet, militæret, landbruget, vælgerne, politikerne mv. vil være imod en eskalerende handelskrig mellem USA og deres allierede i Europa. Det vil være en tabersag for Trump op mod midtvejsvalget til november, og hvorfor risikere at ødelægge det økonomiske opsving så tæt på et valg? Risikoen for en global handelskrig er derfor lille. Dermed ikke sagt, at Trump ikke svarer igen en enkelt gang, fx med told på biler, da han længe har følt, at USA bliver snydt, da EU har en lidt højere told på biler.

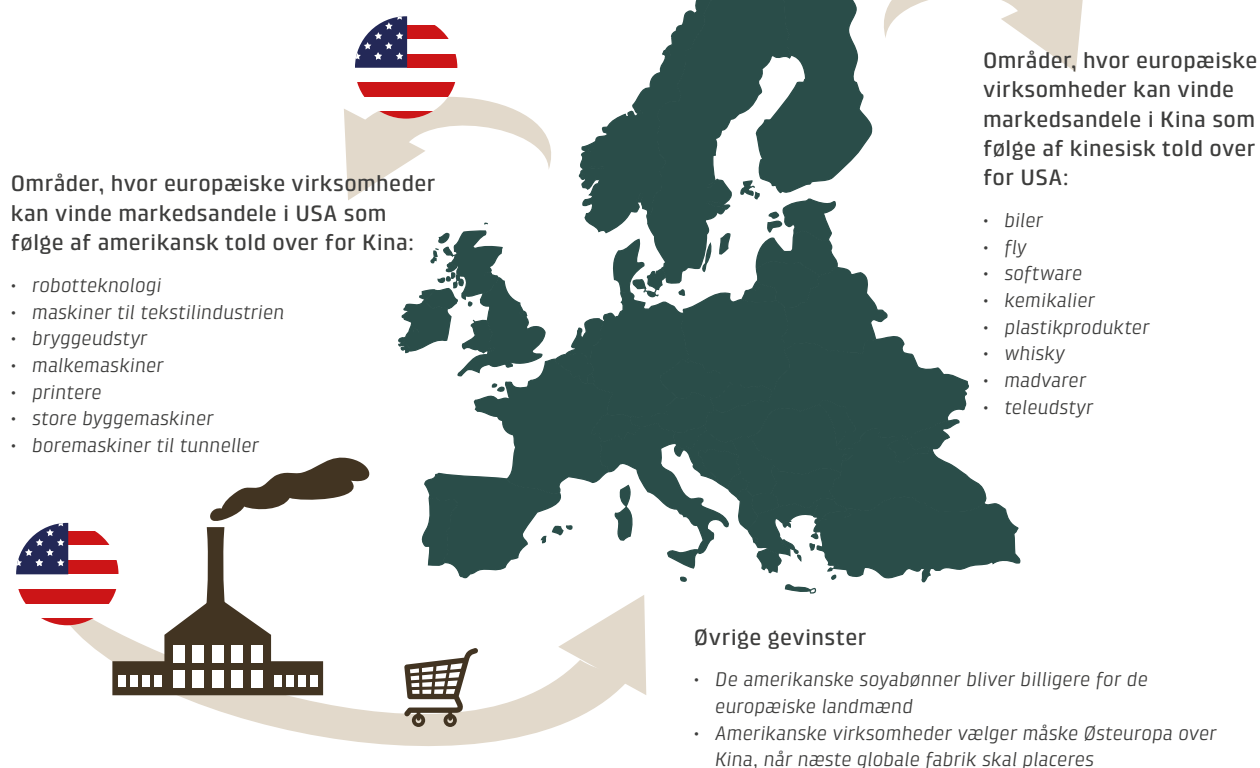
USA vs. Kina: Egentlig konflikt

Den egentlige konflikt virker i større grad til at være mellem Kina og USA. Det vil der i dele af Trumps vælgerskare være større opbakning til, og samtidig kan Trump delvist retfærdigt pege på Kinas udfordringer med intellektuelle ejendomsrettigheder. Trump har planer om at indføre 25 procent told på 1333 kinesiske produktkategorier. I 2017 importerede USA for 50 milliarder dollars af disse varer. Langt de fleste indgår som delelementer i produktionen hos amerikanske virksomheder. Hermed mærker forbrugerne (vælgerne) det ikke direkte, men først når eller hvis virksomheder overfører dele af skattestigningen til forbrugerne.

Kina har som ventet ikke vendt den anden kind til. To timer efter Trump annoncerede sit tiltag, offentliggjorde Kina et modsvar af nøjagtig samme størrelse. Det er ikke Kinas præsident Xi Jinpings stil at fremstå som en svag landsfader. Det var derfor forventeligt, at Kina ville svare igen. Pakken vil dog først blive vedtaget, når eller hvis USA



Potentielle gevinster for europæisk økonomi



Baseret på USA's og Kinas foreløbige udspil til, hvilke varegrupper der potentielt skal rammes af told.

implementerer sine nye toldsatsler. Så valget er op til Trump.

Næste skridt i konflikten

Alt imens USA og Kina forhandler, har USA sendt toldsatslerne til høring hos virksomheder og interesseorganisationer med deadline 22. maj. Trump har sagt, at USA ikke er i handelskrig med Kina. Men modsat har Trump forlangt, at Kina reducerer sit handelsoverskud overfor USA med 200 mia. dollars inden 2020. Nærmest umuligt uden amerikanerne selv ændrer forbrugsadfærd.

Republikanerne vinder ikke midtvejsvalget til november, hvis økonomien er i recession. Derfor tror jeg ikke på en eskalerende konflikt, men jeg tror, der kommer tiltag, som virker som politiske statements for at virke "though" til valget og stå stærkere i forhandlingerne med Kina.

USA's eksport til Kina udgør kun 1 procent af BNP, mens Kinas eksport til USA udgør tre procent af Kinas BNP. Det illustrerer, at de skal gå meget hårdt til hinanden, før det kan mærkes. Umiddelbart udgør de nye toldsatsler stadig for

lidt til at ødelægge opsvinget. USA's eksport, som potentielt bliver ramt, udgør knap 0,3 procent af USA's økonomi, men handlen vil jo stadig fortsætte i en vis grad. Samtidig indgår en del import i produktionen. Det bedste bud er, at det vil trække knap 0,1 procent ud af væksten. Dertil kommer, at de importerede varer bliver dyrere, hvilket kan give op til samme effekt på BNP. Mange virksomheder vil dog finde andre leverandører og markeder.

Det kan faktisk give medvind til dele af europæisk økonomi, hvis toldsatslerne mellem de to lande indføres, da europæiske selskaber kan vinde markedsandele i fx Kina, hvis amerikanske selskaber møder højere kinesisk told, jf. grafikken. Det er klart, at eskaleringer det vildt, så vil alle tabe. Jeg tror dog fortsat ikke, der kommer en total handelskrig mellem landene.

Handelsunderskuddet stiger de kommende år - selv med told

Saldoen på betalingsbalancen er pr. definition forskellen mellem opsparing og investering i et land (ikke en eller anden voodoo-økonomisk teori). Det

betyder, at USA's underskud på betalingsbalancen skyldes, at opsparingen er lav, da investeringerne bestemt ikke er for høje. Når den menige amerikaner forbruger det meste af sin indkomst, og den offentlige sektors forbrug overstiger skatteindtægterne markant, må udlandet hjælpe med at finansiere noget af forbruget og investeringerne i nye maskiner.

Så hvis told skal fikse handelsunderskuddet, kan det kun blive igennem lavere forbrug på grund af dyrere varer. Det skader samtidig velstanden, da varer nu ikke længere bliver produceret, hvor det er billigst for forbrugeren. En mere optimal løsning ville være gradvist at løfte den samlede opsparing i USA. Det vil dog hæmme væksten på kort sigt, men ikke på lang sigt. Problemet for Donald Trump er, at USA samtidig lægger op til at øge det offentlige underskud yderligere de kommende år ved at sænke skatterne og hæve det offentlige forbrug på blandt andet militæret. Det er langt større summer end det samlede annoncerede provener fra told, der måske bliver til noget.

Amerikanske renter har ladet de europæiske tilbage på perronen



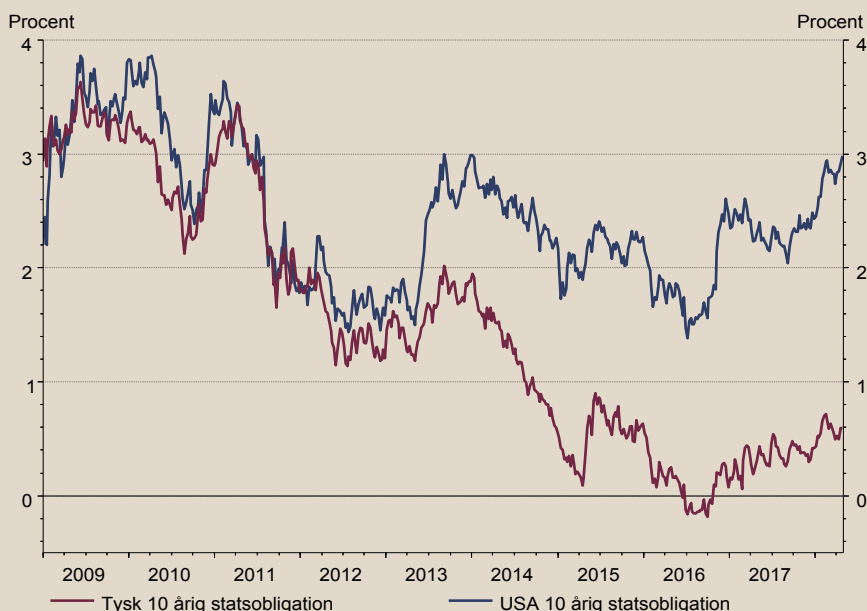
Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer

De seneste år er de lange statsrenter i USA steget betydeligt mere end de tilsvarende i Europa. Vi kigger her nærmere på hvorfor.

Siden midt i 2016 er de lange statsrenter steget i Europa såvel som i USA. Den primære årsag er, at økonomierne klarer sig godt. Det betyder, at investorerne så småt er begyndt at hæve forventningerne til inflationen samtidig med, at centralbankerne ændrer kurs mod en strammere pengepolitik. Den amerikanske centralbank er i færd med at hæve styringsrenterne, mens den europæiske pendant, ECB, sandsynligvis stopper sit opkøb af obligationer i løbet af året. Det vil åbne op for en renteforhøjelse fra ECB i løbet af første halvår 2019.

Stor divergens mellem tysk og amerikansk rente

Selvom de lange statsrenter er steget på begge sider af Atlanten, er forskellen mellem de 10-årige statsrenter i USA og Tyskland rekordstor, jf. figur 1. Det skyldes blandt andet, at USA er foran Europa i konjunkturcyklussen, og at ECB stadig køber obligationer i markedet, mens Fed er i gang med at normalisere renten. Samtidig hæver Fed styringsrenten og er begyndt at nedbringe den enorme beholdning af obligationer. Ofte vil store renteforskel mellem lavrisiko lande føre til øget efterspørgsel på obligationer med den relativt høje rente, hvilket dermed vil føre til konvergens renterne imellem. Historisk set har spændet ligget i intervallet +/- 1,50 % – aktuelt er det over 2,30 %.



Tysk og amerikansk 10-årig statsrente

Kilde: Thomson Reuters Datastream

Der er dog et aber dæbei, der mudrer den direkte sammenligning af de to statsrenter, nemlig den implicitte rente i en valutaterminsforretning. Når en europæisk investor vil investere i den højere 10-årige amerikanske rente, skal han bruge amerikanske dollars. For at undgå valutakursrisikoen låner han dem i valutamarkedet i en såkaldt FX-swap, hvor han samtidig udlåner sine euro. Hvor meget, han betaler i rente på de lånte dollars, afhænger af den korte rente i USA, mens den rente, han modtager på sine udlånte euro, afhænger af de korte renter i Europa. I den nuværende situation, hvor Fed hæver styringsrenterne, mens ECB fastholder rekordlave styringsrenter, vil der være

stor forskel på de korte renter. Det vil derfor være dyrt for investoren at låne dollars og udlåne sine euro, og han betaler altså en relativt høj rente for at have muligheden for at investere i den højere 10-årige amerikanske rente uden en valutakursrisiko. Men bliver dollaren så svag, at risikoen for en yderligere svækkelse af valutaen er lille, falder behovet for at afdække valutakursrisikoen, og så virker den højere amerikanske lange rente pludselig mere attraktiv i forhold til den europæiske.

Fed har genvundet magten over renterne

De korte renters effekt på de lange renter igennem valutaterminerne er en vigtig ingrediens i forståelsen af

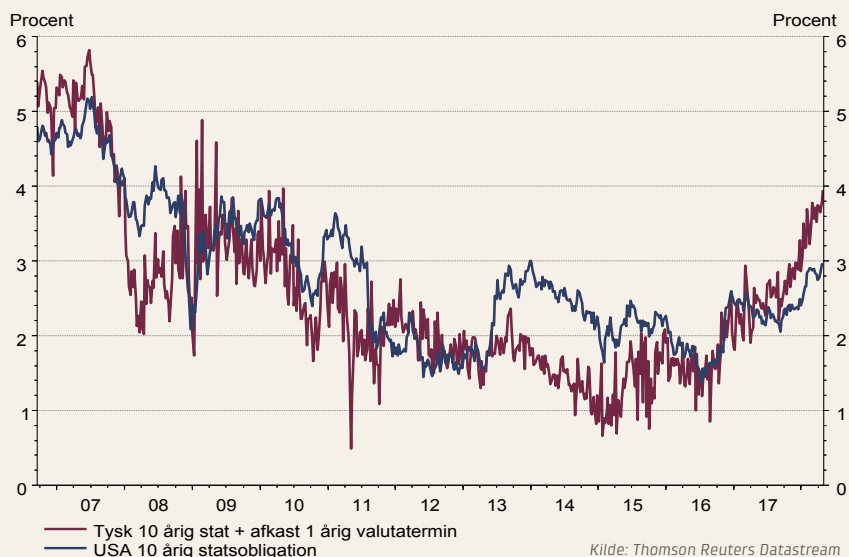
udviklingen i de lange renter. Ved at kigge på afkastet hos en investor, der afdækker sin valutarisiko, er det tydeligt, at det i en lang periode har været svært for den 10-årige amerikanske statsrente at stige uden enten en stigning i den tyske 10-årige statsrente eller i de korte amerikanske renter.

Afkastet i 2013 og 2014 var i forvejen klart bedst i den amerikanske statsobligation. Det er ikke længere tilfældet. De korte renter i USA er blevet løftet i takt med, at Fed de seneste år har hævet styringsrenten kontinuerligt, mens markedet har forventet, at denne øvelse fortsatte. Det er den implicitte rente i FX-swappen dermed også. Det betyder, at på trods af en markant lavere 10-årig rente i Tyskland end i USA, giver en investering i den tyske obligation det bedste samlede 13-måneders renteaftak for en investor, der afdækker sin valutarisiko. Fed har således haft en klar betydning for, at de lange amerikanske renter har kunnet stige, uden de europæiske er fulgt med. Man kan endda sige, at Fed har taget magten tilbage over de amerikanske renter, der tidligere blev holdt nede af de lave europæiske renter.

Boligejere har unik chance for at fastlåse lav rente

For de danske boligejere betyder udviklingen, at slutningen på rentefesten lurer. Renten på danske realkreditobligationer er holdt nede dels af det lave renteniveau på statsobligationerne, som blandt andet skyldes ECB, men også af den lave renteforskel på realkredit- og statsobligationer (kreditpræmie).

Vi ser ikke stor sandsynlighed for fortsat faldende kreditpræmier, og i kraft af vores forventning om fortsat stigende både korte og lange renter i løbet af det næste år (de korte renter vil stige senere og mindre end de lange), vil renten på boliglån også stige. For boligejere med variabel rente virker det dermed som et oplagt tidspunkt at overveje, om renten skal sikres for en længere periode.



Figuren viser forskellen på de 10-årige statsrenter for en investor, der kigger isoleret på renteaftak i et år, og som ikke ser på risikoen for stigende renter. Det er naturligvis en forsimplet antagelse; investorer vil altid overveje, hvad aktivet kan realiseres til ved periodens slutning. Figuren understreger imidlertid, at selvom den 10-årige statsrente i USA er steget mere end den tilsvarende i Tyskland, så er det mere attraktivt at investere i den tyske obligation, når vi ser isoleret på renteaftaket, pga. valutaterminen. Det er i skarp kontrast til perioden omkring årsskiftet 2014/2015, hvor det gav næsten et procentpoint mere i afkast at investere i den amerikanske obligation.

Tror på flere rentestigninger fra Fed end markedet

Den nuværende situation indikerer, at der er plads for de lange amerikanske renter til at stige endnu mere. Den indikerer også, at det er svært for de lange europæiske renter at stige betydeligt, medmindre der bliver ændret på renteforskellen i de korte renter i europæisk favør, eller at de lange amerikanske renter stiger endnu mere. Vi fastholder vores tidligere renteprognose og tror fortsat, at Fed vil hæve styringsrenten flere gange, end markedet forventer. Det vil løfte de lange renter yderligere og samtidig

arbejde i retning af større forskelle i de korte renter.

Den store joker i dette spil bliver ECB. Når ECB begynder tilbagerulningen af sin ekstremt lempelige pengepolitik, kan det potentielt arbejde i modsat retning i spændet i den korte ende af rentekurven. Vi forventer, at ECB vil stoppe sit opkøbsprogram til september, og at første rentestigning kommer i første halvår af 2019. I Europa vil det løfte de korte renter og åbne for, at de lange kan stige betydeligt – og endda mere end i USA.

RENTEPROGNOSE

	Aktuel 4. maj 2018	+3 m	+12 m
Cibor 3M	-0,29%	-0,30%	-0,10%
Statsobligation, 2 års løbetid	-0,47%	-0,35%	0,00%
Statsobligation, 10 års løbetid	0,54%	0,75%	1,05%
Boliglån			
F-kort	-0,29%	-0,30%	-0,10%
F5	0,33%	0,45%	0,75%
Fastrente 30-årig	2,12%	2,35%	2,65%
Kurs på 30-årig fastrente 2 % m. afdrag	98,60	95,60	91,85

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

AKTIEKLUMME:

Aktiekorrektion eller krise?

Aktiekorrektioner er som de danske sommerbyger: De kommer og går med jævne mellemrum. Teknisk set er en aktiekorrektion en nedgang i aktiemarkedet på over 10 procent. Men er det, vi aktuelt ser en aktiekorrektion? Eller er det starten på en længere krise i aktiemarkedet?

Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg



I kølvandet på 2017, hvor vi stort set ikke oplevede udsving, men en konstant opadgående tendens i aktiemarkedet, har de første par måneder af 2018 været kendetegnet ved det modsatte.

Vi har tidligere argumenteret for, at en korrektion måtte være rundt om hjørnet efter, at vi havde haft en af de længste perioder uden en fem procent nedgang i amerikanske aktier. Vi nåede 398 dage. Det er den længste periode siden 1930. Efter en historisk god januar 2018 faldt aktiemarkederne så tilbage i februar, og i løbet af kort tid var de faldet med 10 procent fra toppen. I starten var det på grund af markant stigende amerikanske renter, hvilket førte til kollaps af flere volatilitetsfonde (fonde, der tjener penge, hvis der kommer uro på aktiemarkederne). I kølvandet herpå satte præsident Trump gang i en masse palaver omkring en mulig handelskrig.

AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR



En W-formet korrektion

Der er mange typer af aktiekorrektioner, men W-formen er en af de mest hyppige.

W En W-formet aktiekorrektion starter fra toppen og falder. Herefter stiger den så kortvarigt for at falde tilbage til omtrent samme niveau som den forrige bund. Herefter stiger den til cirka samme niveau som ved start – eller højere (W).

Traditionelt varer sådan en korrektion omkring 100 dage. Den kan i visse tilfælde blive efterfuldt af et yderligere dyk, før den så vender tilbage til omtrent startniveauet (WV).

Hvad skyldes de seneste større korrektioner i USA?

Vi har undersøgt aktiedata 15 år tilbage målt ved de 500 største amerikanske aktier (S&P 500). Her har perioden budt på syv korrektioner på mellem 10-20 procent udover finanskrisen i 2008. Dertil kommer den nuværende aktienedgang, som vi i øjeblikket er vidne til. Siden 1970 er aktierne kun faldet med mere end 20 procent i et kalenderår i forbindelse med en økonomisk recession. Eksempelvis har de seneste to store aktienedgange været under finanskrisen i år 2008 og IT-boblen i 2001. Til at give et simpelt fingerpeg om, hvordan økonomien ser ud om tre måneder, kan vi bruge ISM-indekset for fremstillingssektoren i USA, som er en undersøgelse blandt 300 af de største amerikanske virksomheder. Hvis indekset er over 50, indikerer det en fremgang i økonomien. I grafen ses S&P 500 inklusive korrektioner og ISM-indekset de sidste 15 år.

Når vi sammenholder den igangværende aktiekorrektion med tidligere korrektioner, ligner den på nuværende tidspunkt en klassisk W-formet korrektion. Oftest varer en sådan korrektion omtrent 100

dage, inden størstedelen af kurstabet er indhentet. Der er risiko for, at der kommer et tilbageslag, og at det bliver en WV-formet korrektion, men på nuværende tidspunkt peger pilen opad. Sammenholder vi det med ISM-indekset, som er på omkring 60, så indikerer det, at vi får en stærk økonomisk vækst det kommende kvartal. Før finanskrisen lå indekset i underkanten af 50, hvilket indikerede, at der måske var ugler i mosen. Vores egen konjunkturmodel for USA, som forsøger at se seks til ni måneder frem, indikerer også, at opsvinget fortsætter, jf. vores artikel "Midlertidig afkøling".

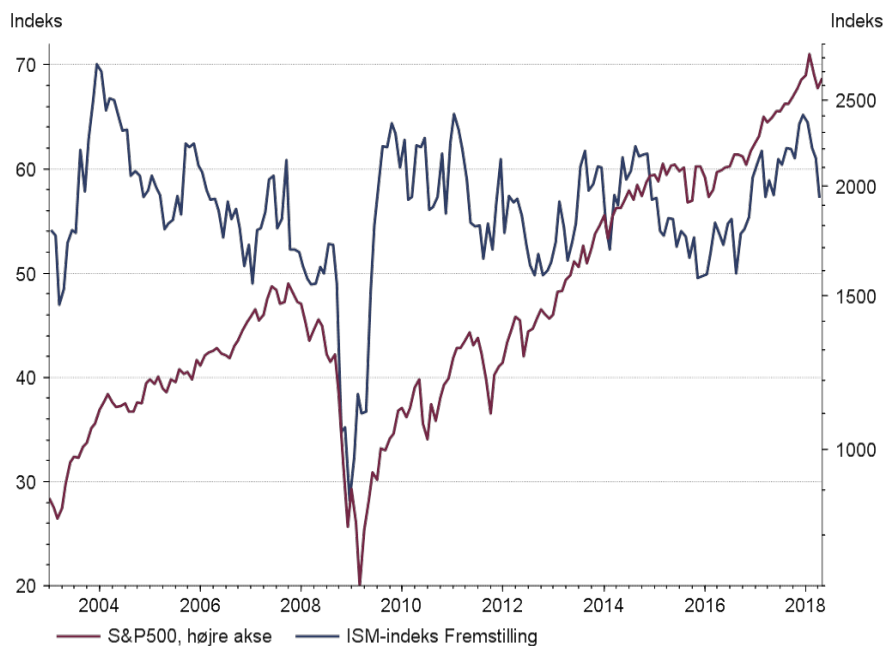
Vi ser altså ingen tegn på en snarlig recession. Der er derved en mindre risiko for, at det udvikler sig til en alvorlig aktiekorrektion på over 20 procent fra toppen i januar.

Aktieindeks ikke alarmerende høje

Ser vi på værdiansættelsesforholdet målt ved det fremadskuende P/E (forholdet mellem nuværende aktiekurs og markedets forventning til selskabernes indtjening det kommende år) i Europa og USA, så handler det amerikanske S&P 500 på 16,8, mens det i Europa handler på 14,3. Det kan sættes op imod et historisk gennemsnit de sidste 15 år på henholdsvis 15,0 og 13,2. Det vil sige, at vi i begge tilfælde handler en smule over det historiske gennemsnit, men bestemt ikke på et alarmerende højt niveau. Det skal sammenholdes med en kraftig vækst i virksomhedernes indtjening i 2017 på 15 procent, og at indtjeningsvæksten forventes at blive på godt 20 procent i 2018 i USA.

Knap halvdelen af indtjeningsvæksten i USA kommer fra skattereformen. Det betyder, at der ikke er plads til mange skuffelser. I Europa så vi en tilsvarende vækst i 2017, mens væksten i 2018 primært skal komme fra ren organisk vækst i indtjeningen. Der forventes 5 til 10 procent indtjeningsvækst i Europa. Uanset hvad, så ser indtjeningsvæksten stærk ud, og hvis regnskaberne når forventningerne, bliver 2018 også et godt aktieår trods en usikker start.

Samlet ser det ud til, at vi er vidne til en midlertidig korrektion i aktiemarkedene, da økonomien er stærk, og der er en pæn vækst i virksomhedernes indtjening. Vi venter, at det værste for denne gang er bag os.



Udviklingen i indekset for de 500 største amerikanske aktier, S&P 500, (højre akse) og ISM-indekset for fremstillingssektoren i USA (venstre akse). Kilde: Thomson Reuters Datastream

KORREKTIONER OG RECESSIONER

over 10 procent i amerikanske aktier de seneste 15 år:

2007	V	-10 %	Frygt for problemer i boligsektoren
2008 - 2009	Recession	>20 %	Finanskrisen, US-boble i huspriserne
2010	W	-17 %	Europæisk gældskrise del 1
2011	W	-18 %	USA's kreditrating nedjusteres. Frygt for recession. Europæisk gældskrise del 2
2012	V	-10 %	Europæisk gældskrise forværres. ECB's centralbankchef Mario Draghi udtaler "whatever it takes"
2014	V	-10 %	Frygt for, at Fed vil hæve renterne for hurtigt
2015	W	-12 %	Frygt for brat opbremsning i kinesisk økonomi
2016	W	-13 %	Kollaps i olieprisen og frygt for snarlig amerikansk recession
2018	W _{el.} W	-10 %?	Frygt for, at de markant stigende renter vil afspore opsvinget. Frygt for global handelskrig

SparKron Invest

Sparekassen lancerede sidste år fire værdipapirfonde under navnet SparKron Invest, som er blandede investeringsfonde fordelt på aktier og obligationer.



Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg

Ønsker du en nem og enkel tilgang til at investere dine penge med mulighed for at sprede din risiko mest muligt? Og ønsker du at slippe for selv at skulle bruge tid på at følge med i udviklingen på de finansielle markeder? Så er SparKron Invest noget for dig.

Med SparKron Invest får du:

- en investering ud fra din risikoprofil og tidshorisont
- ét værdipapir med global risikospredning
- et årligt udbytte
- omkostninger der er til at gennemskue
- afkastrapportering hvert kvartal
- automatisk geninvestering
- opfølgning på din risikoprofil og tidshorisont

På sparkron.dk finder du yderligere information omkring SparKron Invest, eksempelvis dagligt afkast, risikoprofil, beholdningsanalyser og omkostninger.

SÅDAN ER DET GÅET

Siden introduktionen har alle SparKron Invest fonde præsteret bedre end deres respektive sammenlignelige investeringer (benchmark), hvilket kan ses i opgørelsen herunder.

SparKron Invest STABIL KL	0,35 %
Benchmark	-0,02 %
SparKron Invest MODERAT KL	0,64 %
Benchmark	0,14 %
SparKron Invest VÆKST KL	1,15 %
Benchmark	0,3 %
SparKron Invest OFFENSIV KL	1,44 %
Benchmark	0,41 %

De angivne afkast er for både fondene og deres benchmarks fra lanceringen til og med april 2018. Afkast på SparKron Invest er opgjort efter omkostninger.

Kilde: FundCollect og Morningstar



Et benchmark er et sammenligningsgrundlag for den enkelte portefølje, opgjort på sammenlignelig risiko med omtrent samme andel aktier og obligationer. Afkastet på den enkelte portefølje kan dermed sammenlignes med afkastet på det tilhørende benchmark.

VIGTIGSTE BEGIVENHEDER FOR MARKEDET:

Hvilke konsekvenser får de?

CENTRALBANKER

ECB udfaser månedlige opkøb



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

Fed hæver renten



Hæves renten mere end ventet, vil det fortsat hæve de lange amerikanske renter. Det vil have en mindre afsmittende effekt på renterne herhjemme.

Fed nedbringer beholdningen af obligationer



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

POLITISKE BEGIVENHEDER

Trump melder USA ud af NAFTA



Det vil ramme den amerikanske vækst og skabe en ubehagelig usikkerhed. Begge dele vil være skidt for aktiemarkedet, mens renter vil stige.

USA's offentlige gæld nedjusteres af kreditbureau



Det vil løfte de lange amerikanske rente, 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



Afhænger af størrelsen af landenes initiativer, men vil give uro på markederne. Der skal dog meget til at ødelægge opsvinget. Læs særskilt artikel i dette magasin.

VIGTIGE ØKONOMISKE NØGLETAL

Inflationstal fra Europa



For tiden det vigtigste nøgletal for de finansielle markeder i Europa. Der er specielt fokus på kerneinflationen, altså inflationen eksklusive energi og fødevarer. Stigende inflation løfter forventningerne om fremtidige rentestigninger. Højere inflation hæver derfor renter og euroen.

Arbejdsmarkedsrapport fra USA



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

Erhvervstillid fra Kina



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

Fortsætter dollaren sin dans på stedet?



Af Lasse Laursen, Senior Dealer

FORVENTET UDVIKLING I USD



Den amerikanske dollar har siden starten af 2017 oplevet en voldsom rutsjetur. Værdien af dollaren er reduceret med tæt på 17 procent over for euro og danske kroner, mens det handelsvægtede dollarindeks har tabt cirka 12 procent. Fra slutningen af januar og de efterfølgende tre måneder blev USD/DKK handlet i et snævert interval, men har de sidste to uger tabt tre procent.

Udviklingen er meget i tråd med vores seneste prognose, hvor vi ventede en uændret til svagt stigende USD på den korte bane. Vores hovedscenarie er fortsat, at dollarsvækkelsen er sat på pause, og vi på den korte bane vil fortsætte med at se dollaren handle i et forholdsvist snævert interval hældende mod en svag styrkelse.

Rentespænd burde trække op i dollar

I USA har den amerikanske centralbank, Fed, hævet renten én gang i år, og vi forventer den følger op med yderligere to renteforhøjelser i 2018. I Europa er

første rentestigning rykket tættere på, men vi venter først, at Den Europæiske Centralbank, ECB, vil hæve renten i foråret 2019. Renteforskellen i de helt korte renter vil dermed formentlig blive udvidet yderligere det kommende år i dollarens favør. I en lang periode har udviklingen i USD været tæt forbundet med rentespændet mellem USA og Europa. Siden 2017 har udviklingen dog nærmest været modsat. Rentespændet er udvidet i dollarens favør, mens dollarkursen er styrtet ned. Figur 1 viser, at hvis rentespændet fortsat havde bestemt udviklingen, ville dollaren have handlet betydeligt stærkere, end det er tilfældet i dag.

At rentespændet mellem Europa og USA ikke længere styrer udviklingen i dollarkursen, kan skyldes renteforskellen mellem de korte og lange amerikanske renter. Spændet mellem den to-årige og ti-årige statsrente er på det laveste niveau siden finanskrisen. Det skyldes, at markedet ser et lavt langsigtet vækstpotentiale i økonomien, og at der ikke er så længe til næste krise. For en udenlandsk investor, for eksempel en japaner, der ikke ønsker en valutarisiko, koster valutaafdækningen så meget, at obligationerne er mere interessante i for eksempel Europa. Det bliver uddybet

i afsnittet om renter. Udenlandske investorer opnår altså et højere kortvarigt afkast i Europa, hvis vi også inkluderer valutaafdækningen og kun ser på den effektive rente.

Fra at have ventet uændret EUR/USD på tre måneders sigt, venter vi nu, at dollaren bliver styrket en anelse de næste tre måneder. Det skal ses i lyset af, at vi venter flere rentestigninger fra Fed, hvilket vil løfte den lange rente i USA. Alt andet lige vil stigende lange renter i USA derfor blive mere attraktive.

Denne vurdering møder opbakning fra antallet af spekulativt købte europo-positioner og solgte dollarpositioner. Købte spekulative positioner mod dollaren befinder sig tæt på all time high. En reduktion af positionerne kan være med til at styrke dollaren på kort sigt. Vi tror derfor, at dollaren kortsigtet vil have overtaget mod euro og danske kroner.

På den længere bane fastholder vi vores positive syn på europæisk økonomi og forventer, at udviklingen fortsætter de kommende år. I takt med, at ECB tilbagevender sit opkøb af obligationer og normaliserer pengepolitikken, venter vi, at de lange europæiske renter som minimum vil stige i samme grad som på den anden side af Atlanten, når vi ser et år frem. Vi mener også, at euroen fortsat er undervurderet i forhold til sin langsigtede ligevægtkurs. Det taler også for, at euro og danske kroner på længere sigt vil blive styrket. Vi fastholder derfor vores nuværende prognose på 12 måneders sigt.

Vi anbefaler altid, at virksomheder med kommercielt flow i udenlandsk valuta forholder sig til deres valutarisiko. Sparekassens Markets afdeling hjælper gerne med rådgivning.



VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminskurser		Konsensus	
	4. maj	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,45	7,44	7,45	7,45	7,44	7,45	7,46
USDDKK	6,23	6,26	6,11	6,19	6,04	5,96	5,74
CHFDKK	6,24	6,25	6,20	6,24	6,25	6,26	6,11
JPYDKK	5,71	5,75	5,80	5,71	5,69	5,52	5,57
GBPDKK	8,44	8,35	8,20	8,42	8,33	8,47	8,38
SEKDKK	0,70	0,73	0,75	0,70	0,70	0,74	0,79
NOKDKK	0,77	0,81	0,85	0,77	0,76	0,79	0,83
EURUSD	1,20	1,18	1,22	1,20	1,23	1,25	1,30



Udviklingen i pundet er fortsat præget af forhandlingerne omkring Brexit. En kort overgang sendte forventninger om en renteforhøjelse fra Bank of England, BOE, pundet op, men svagere inflationstal har dog punkteret denne renteforhøjelse. Sammen med usikkerhed om Brexit har det igen svækket pundet og sendt det tilbage på niveauet omkring 845 mod danske kroner. Tilmed har centralbankchef Mark Carney udtalt, at BOE ikke har diskuteret timingen for en eventuelt kommende renteforhøjelse.

Usikkerheden omkring Brexit er stadig høj, og vi venter, at økonomien bliver ved med at klare sig dårligere end markedet vurderer. Vi venter derfor fortsat ikke et kraftigt rebound i valutaen med mindre, forhandlingerne overrasker positivt. Usikkerheden er derfor fortsat enorm, og vi anbefaler virksomheder med eksponering mod pundet at opretholde høj afdækning.



Den svenske krone er de seneste tre måneder blevet solgt kraftigt fra og har siden årsskiftet tabt over fem procent mod euro og danske kroner. Det strider mod vores seneste prognose.

Den svenske krone er blevet ramt af forskellige faktorer: Inflationen har været lavere end ventet, hvilket har fået markedet til at udskyde en normalisering af pengepolitikken. Samtidig er den hårdt ramt af usikkerheden om en eventuel global handelskrig.

Vi mener dog, at markedet er for pessimistisk og fastholder vores positive syn på svenske kroner. Vi har dog nedjusteret vores prognose en smule, men forventer en stærkere svensk krone på 3 og 12 måneders sigt.

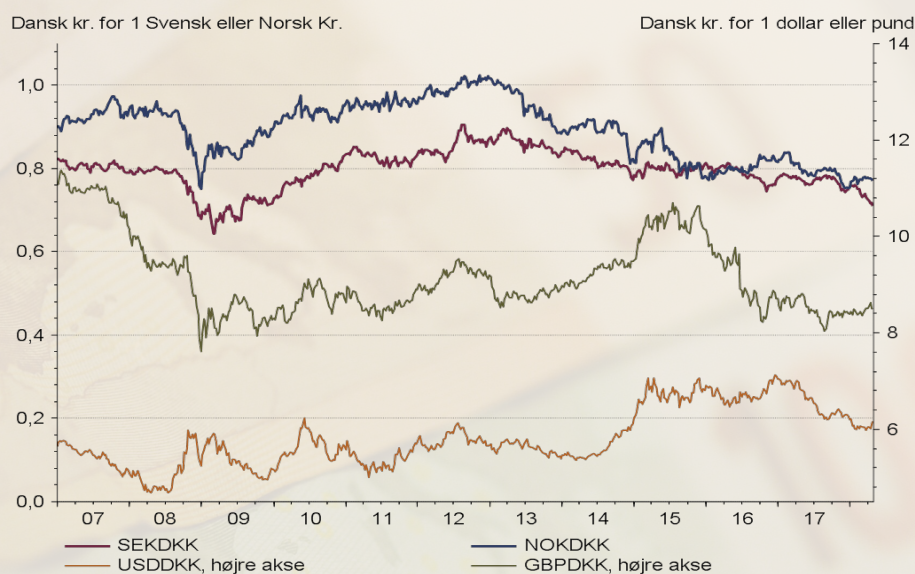


Den norske krone er siden årsskiftet styrket med knap to procent, hvilket er fint i tråd med vores seneste prognose. Blandt andet nervøsitet på det norske boligmarked svækkede valutaen kraftigt i 4. kvartal 2017. De seneste nøgletal viser, at boligpriserne er stabiliseret. Olieprisen har ligeledes været godt understøttet i starten af året, og det har haft stor betydning for den norske økonomi.

De seneste inflationstal har dog været til den lave side, men da Norges Bank har sænket sit inflationsmål, forventer vi, at banken hæver renten i 3. kvartal. Vi fastholder derfor vores positive syn på norske kroner og venter en styrkelse på 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



MARKEDSOVERBLIK

OBLIGATIONER AFKAST 1. JANUAR TIL 30. APRIL 2018

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	-0,12	-0,12
LANGE DANSKE STATER	-0,69	-0,69
INVESTMENT GRADE	-0,35	-0,26
HIGH YIELD	0,10	0,20
EMERGING MARKETS	0,58	0,02

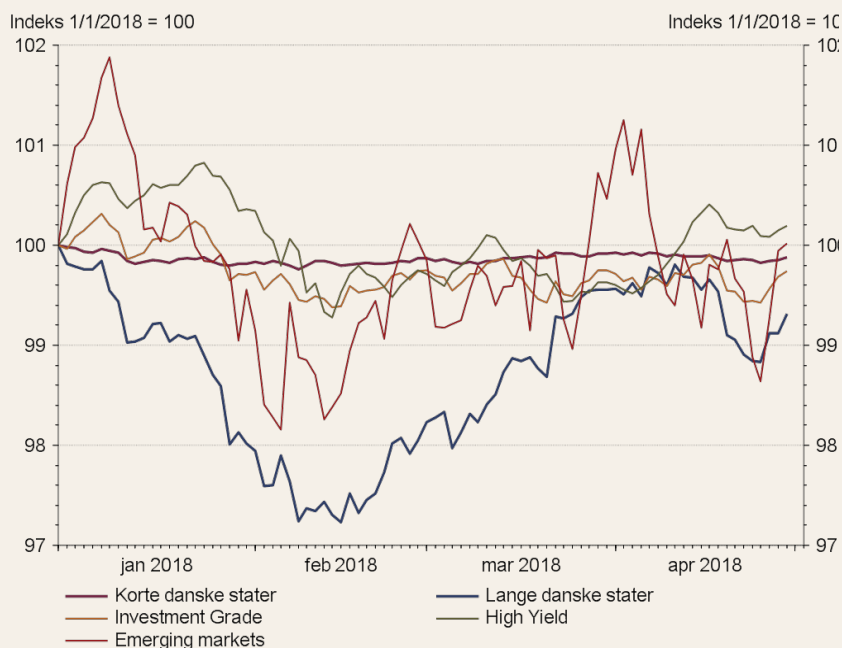
AKTIER AFKAST 1. JANUAR TIL 30. APRIL 2018

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSINDEKSET	0,16	-0,40
USA	-0,38	-0,94
EUROPA	0,43	0,52
EMERGING MARKETS	0,98	0,42
DANMARK	-1,09	-1,09

AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

