

Sparekassen Kronjyllands

INVESTERINGS[🌐] MAGASIN

NR. 02 | OKTOBER 2017



Læs blandt andet:

**Europa: Vækst over hele linjen.
ECB ændrer kurs**

Stort potentiale i nye vækstøkonomier

Er aktierne dyre? Fortsætter de op?

Renten er steget, men ikke på boliglån





Anders Høyer
Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland

Optur

Hvorfor er vækstraterne egentlig så høje i lande som Indien og Kina? Det sætter vi blandt andet fokus på i denne udgave af investeringsmagasinet. Derudover viser vores analyser, at det fortsat er fordelagtigt at investere i de nye vækstøkonomier, også kaldet Emerging Markets. Det gælder også i de østeuropæiske lande. Ikke mindst de senere år, hvor de har nydt godt af den stærke vækst i Vesteuropa.

2017 har budt på vækst i samtlige europæiske lande for første gang siden årene op til finanskrisen. Det er et godt billede på, at opsvinget virkelig har slået rod. Den økonomiske fremgang har løftet inflationen i de fleste lande. Det fik 26. oktober Den Europæiske Centralbank, ECB, til at ændre kurs, så den fra starten af 2018 halverer sit månedlige opkøb af obligationer. Samtidig signalerer det, at opkøbene med stor sandsynlighed stopper i 2018. Næste step er så en begyndende rentenormalisering.

Større tiltro til, at inflationen kommer op i nærheden af ECB's målsætning, har medvirket til at løfte renterne på statsobligationer. Derimod har renten på boliglån i Danmark været omtrent uændret. Vi ser nærmere på hvorfor.

Den økonomiske fremgang i Vesten har bidraget til fortsatte stigninger i aktiekurserne. Men er det overordnede marked fair prisfastsat? Og venter vi, at kursstigningerne fortsætter?

Vi runder af med at stille skarpt på pundet, som i kølvandet på Brexit-afstemningen fik gevaldige klø. Vi fastholder vores anbefaling og tror ikke på et rebound for det britiske pund lige foreløbig.

God læselyst.

Anders Høyer
Ansvarshavende redaktør

indhold

MAKRO OG OBLIGATIONER

<i>Europa: Vækst over hele linjen. ECB ændrer kurs</i>	4
<i>Renteprognose</i>	5
<i>Udenlandske investorer presser boligrenterne i bund</i>	6
<i>Investeringsstrategi: Fokusér på den aldrende befolkning</i>	8
<i>Vigtigste begivenheder for markedet: Hvilke konsekvenser får de?</i>	9
<i>Stort vækstpotentiale i nye vækstøkonomier</i>	10
<i>Kommer næste krise fra Kina?</i>	12

AKTIER

<i>Tid til at købe EM-aktier?</i>	14
<i>Aktiekulme: Er aktierne dyre?</i>	16
<i>Aktieregioner</i>	17
<i>Aktiesparekonto – både-og</i>	18
<i>Markedsoverblik – status for første halvår</i>	19

VALUTA

<i>Træge forhandlinger lægger pundet i jerngreb</i>	20
<i>Valutaprognose</i>	21

Dataarbejde er afsluttet 26. oktober 2017.

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

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

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

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

EUROPA:

Vækst over hele linjen. ECB ændrer kurs

Af Anders Høyer, cheføkonom



Opsvinget i Europa fortsætter med at øge farten. I andet kvartal af 2017 var årsvæksten 2,4 procent i EU, mens væksten i USA var 2,2 procent. Samtidig har 2017 budt på vækst i samtlige europæiske lande for første gang siden årene før finanskrisen. Det både illustrerer styrken i fremgangen og gør væksten selvforstærkende, da landene handler meget indbyrdes.

I Østeuropa oplever de fleste lande en vækst på over fire procent. Landene nyder rigtig godt af fremgangen i Vesten, som trækker deres eksport op, men også af det forhold, at deres vækstpotentiale er større, jf. artiklen Stort vækstpotentiale i nye vækstøkonomier. I de gamle økonomier i Europa

er opsvinget blevet mere selv bærende, og det står solidt på to ben, da både den indenlandske efterspørgsel og eksporten trækker fremgangen.

Udsigt til tiltagende global vækst

Eksporten understøttes af et stærkt globalt opsving. Den Internationale Valutafond, IMF, venter i sin seneste prognose fra oktober en tiltagende vækst på verdensplan. Siden finanskrisen har lønvæksten været meget træg i Europa, og euroen er faldet. Det har forbedret Europas konkurrenceevne markant, specielt i Sydeuropa. Eksporten nyder dermed ekstra godt af den tiltagende globale vækst. Det er godt for eksportvirksomhederne og dermed beskæftigelsen. Når folk kommer i

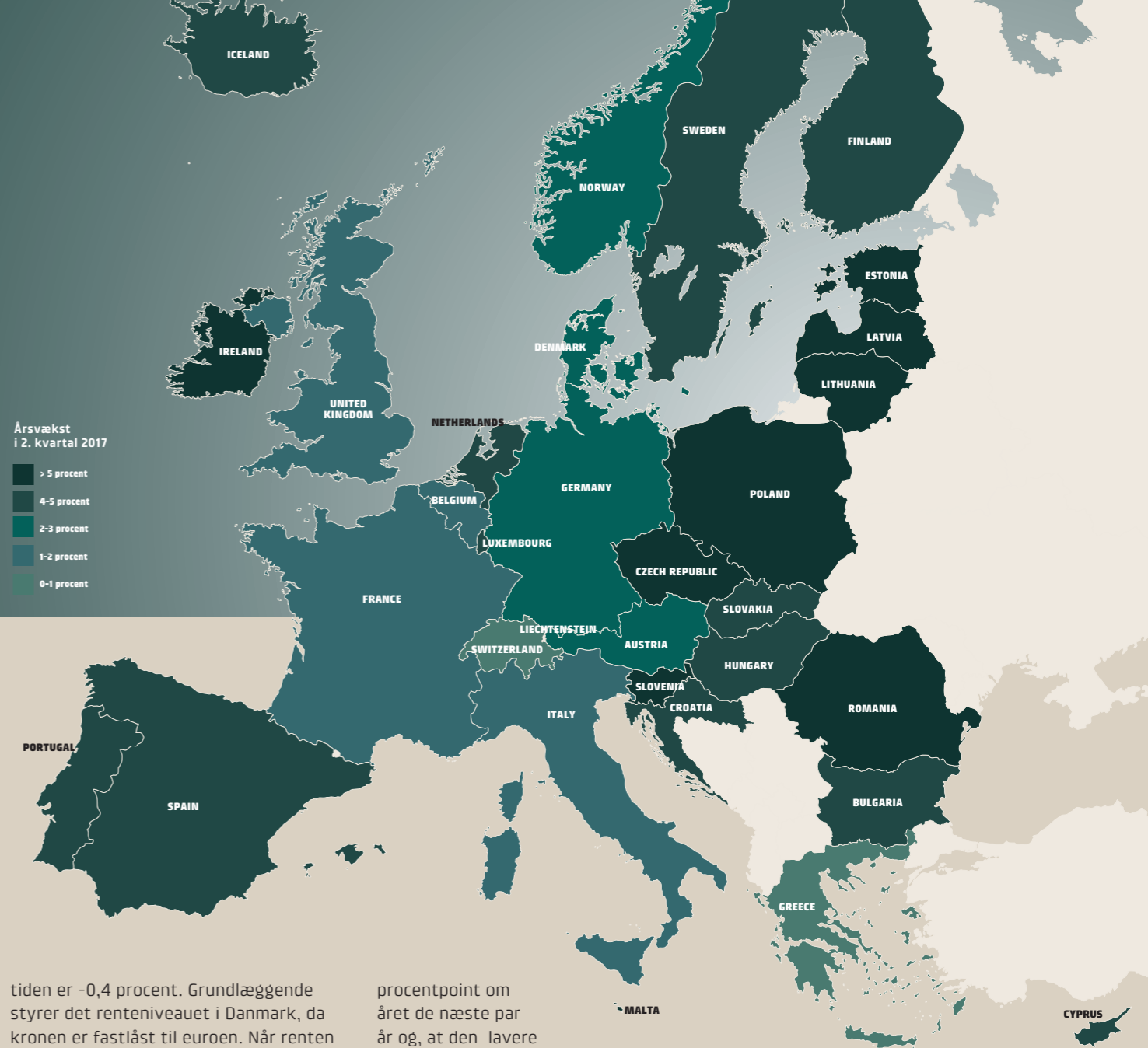
arbejde, får de også en indkomst, der gør, at de kan øge deres private forbrug. Forbruget understøttes også af stigende boligpriser og optimisme. Fremgangen i det private forbrug og eksporten smitter af på aktiviteten hos virksomhederne og deres behov for at investere i nye maskiner og bygninger. Det løfter igen beskæftigelsen, som nu vokser med 1,5 procent om året.

De seneste indikatorer peger på, at årsvæksten i euroområdet har været godt 2,25 procent i efteråret. Det gælder for eksempel erhvervstilliden, som igennem året er steget til et højt niveau. Vi fastholder vores forventning om, at væksten fortsætter på 2,3 procent i resten af året og lidt over 2 procent i 2018. Det underbygges også af vores model for den indenlandske efterspørgsel. Stigende aktivitet hos virksomhederne vil fortsat nedbringe ledigheden. Over tid vil det løfte lønvæksten og dermed inflationen.

Den Europæiske Centralbank ændrer kurs

Den stærke økonomiske fremgang i Europa har det seneste år løftet kerneinflationen, inflation ekskl. energi og fødevarer, i stort set alle lande, jf. figuren. Kun tre lande har oplevet faldende kerneinflation over det sidste år. Inflationen i euroområdet er dog fortsat lav og et stykke fra ECB's målsætning om en inflation tæt ved, men lige under to procent. Den forventede udvikling i inflationen er afgørende for ECB's rentepolitik, hvor renten for

Årsvækst i 2. kvartal 2017



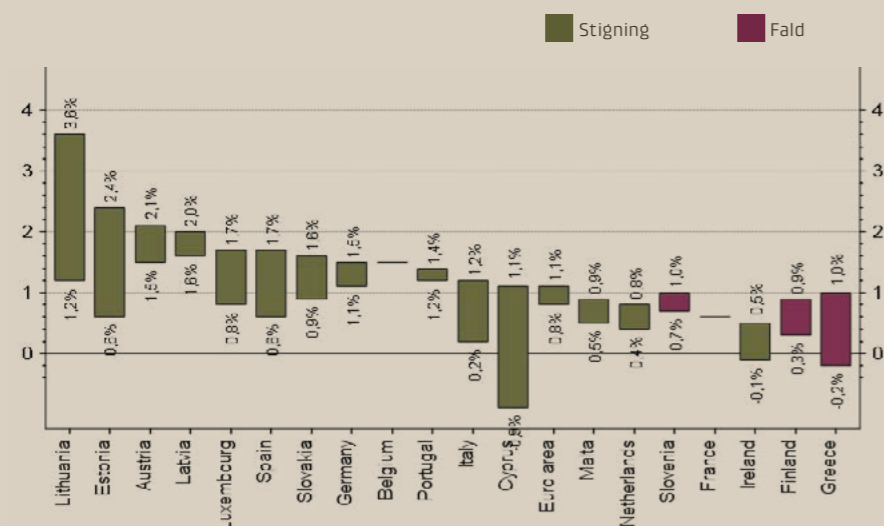
tiden er -0,4 procent. Grundlæggende styrer det renteniveauet i Danmark, da kronen er fastlåst til euroen. Når renten er -0,4 procent, skal de europæiske banker betale for at opbevare penge hos centralbanken. Det betyder, at renten på de penge, som almindelige mennesker har stående i banken, også vil være lav. På den måde påvirkes renteniveauet i hele økonomien.

Vi vurderer, at første rentestigning fra ECB vil komme om cirka et år. Det skyldes, at ECB i dag, 26. oktober, som ventet, har valgt at halvere deres månedlige opkøb fra starten af næste år. Det nye program skal udmiddelbart løbe frem til september 2018. Der er dermed lagt op til en udfasning af programmet i 2018, selvom de dog har holdt en dør på klem for en forlængelse. Første rentestigning på 0,25 procentpoint kan så komme i enten december 2018 eller i begyndelsen af 2019. Det afhænger selvfølgelig af, hvordan det går med økonomien. Vi venter, at ledigheden fortsat vil falde med ca. 1

procentpoint om året de næste par år og, at den lavere ledighed gradvist vil blive omsat fortsat svagt stigende inflation.

Det er vigtigt at huske, at selvom ECB vælger at først neddrole og senere udfase sit månedlige opkøbsprogram i

2018, er pengepolitikken fortsat meget lempelig. De træder ikke på bremsen, men stopper blot med at træde hårdere på speederen.



Kerneinflation i eurolande. Seneste obs. sammenlignet med samme måned sidste år.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

RENTEPROGNOSE

	Aktuel 26. okt. 2017	+3 m	+12 m
Cibor 3M	-0,31%	-0,25%	-0,15%
Statsobligation, 2-årig løbetid	-0,60%	-0,50%	-0,30%
Statsobligation, 10-årig løbetid	0,55%	0,70%	1,05%
Boliglån			
F-kort	-0,28%	-0,25%	-0,15%
F5	0,18%	0,35%	0,60%
Fastrente 30-årig	2,13%	2,30%	2,65%
Kurs på 30-årig fastrente 2 % m. afdrag	98,45	96,20	91,80

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

Udenlandske investorer presser boligrenterne i bund

Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer



I løbet af det seneste år er statsrenter i Europa steget pænt. Men boligrenterne er omtrent uændret, da udenlandske investorer har købt stort ind.

Den 10-årige tyske statsrente er gået fra negativt terræn til at ligge i underkanten af 0,50 procent, mens også den tilsvarende danske er steget. Den ligger nu i underkanten af 0,60 procent mod omkring 0,05 procent ved indgangen til august 2016. Rentestigningerne skyldes en stærk fremgang i europæisk økonomi, som har øget forventningerne til fremtidige rentestigninger fra Den Europæiske Centralbank, ECB.

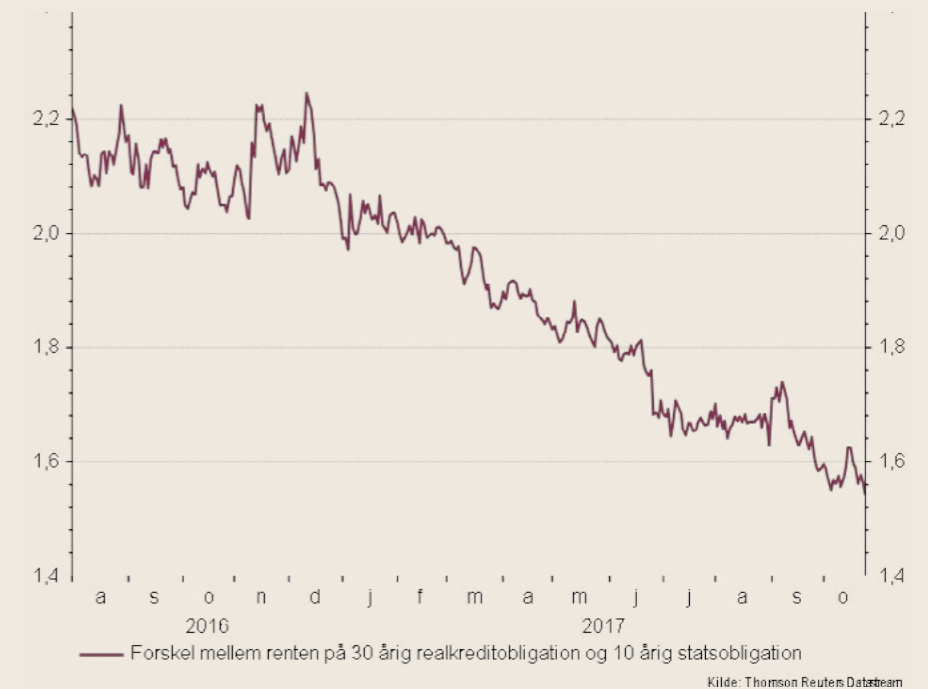
Siden 2015 har ECB købt obligationer for at holde renterne nede i et forsøg på at sætte mere gang i økonomien. ECB meddelte 26. oktober, at de fra 2018



sænker deres månedlige opkøb af obligationer. Indirekte signalerer de, at opkøbene stopper i 2018, hvis økonomien fortsætter de gode takter. Dermed vil den absolut største køber i obligationsmarkedet sænke sin efterspørgsel. Det vil give lavere obligationspriser, og udstederne skal sætte en højere rente for at lokke købere til.

De danske boligejere vil ikke nikke genkendende til højere renter det seneste år – tværtimod. Det seneste år er den effektive rente på et 30-årigt realkreditlån faldet fra omkring 2,30 procent til nu 2,10 procent. Selvom det umiddelbart virker underligt, at realkreditrenterne kan falde samtidig med, at statsrenterne stiger, er der en forklaring på galskaben. Statsrenten bruges ofte som et alternativ for den risikofrie rente, og alle andre renter vil indeholde en præmie (merrente) i forhold til denne. Det gælder også danske realkreditobligationer, selvom de har den højeste kreditrating, AAA. Investorerne forlanger desuden en præmie for, at låntager altid kan indfri sit lån til kurs 100.

Det seneste år har investorerne været villige til at påtage sig mere risiko. Det betyder, at kreditpræmier (merrente) på tværs af markederne er kørt ned. Det samme gør sig gældende for danske realkreditobligationer, hvor efterspørgslen har været stor. Her har investorerne accepteret en lavere og lavere merrente i forhold til den risikofrie rente. En



væsentlig del af efterspørgslen kommer fra udenlandske investorer. I løbet af det seneste år har de samlet set øget deres andel, så den nu udgør i underkanten af 30 procent af udestående konverterbare realkreditobligationer.

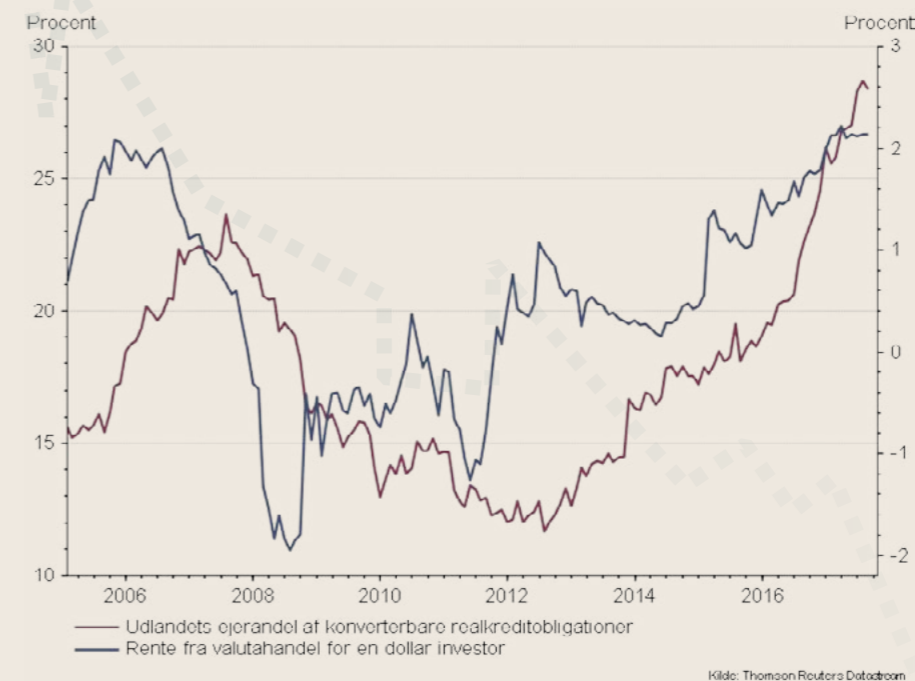
Der er flere forklaringer på, hvorfor udenlandske investorer kigger mod danske realkreditobligationer. Blandt andet er omsætningen i markedet god, og renten er høj relativt til obligationernes kreditrating.

En tredje og meget vigtig årsag til den store udenlandske efterspørgsel skal

findes i renteforskellen til USA. De udenlandske investorer låner danske kroner for at kunne købe realkreditobligationerne. Det gør de på valutamarke- det, hvor de samtidig udlåner deres USD. Da renten er højere i USA end i Danmark, modtager de udenlandske investorer en højere rente, end de betaler, og de har dermed en gevinst. Forskellen mellem den amerikanske og danske rente giver USD-investoren et afkast på omkring 2,30 procent over et år. Sammen med afkastet på obligationen kan en USD-investor således få omkring 4,40 procent i rente. Det er mere end på en amerikansk BBB-rated virksomhedsobligation. De får dermed en højere rente på et papir med en lavere kreditrisiko.

Det er derfor med god grund, at udenlandske investorer er glade for danske realkreditobligationer. Så længe den danske krone holder sin styrke, forventer vi, at spændet mellem realkredit- og statsrenterne vil forblive lavt. Det er dog ikke det samme som, at realkreditrenterne ikke kan stige.

Vi forventer fortsat at se stigende lange statsrenter, og at de vil stige mere, end eventuelle indsnævninger i rentespændet kan gøre det op for. Derfor ser vi det som et attraktivt tidspunkt at låse renten fast, mens både rente- og spændniveauerne er tæt på historisk lave.



INVESTERINGSSTRATEGI:

Fokusér på den aldrende befolkning

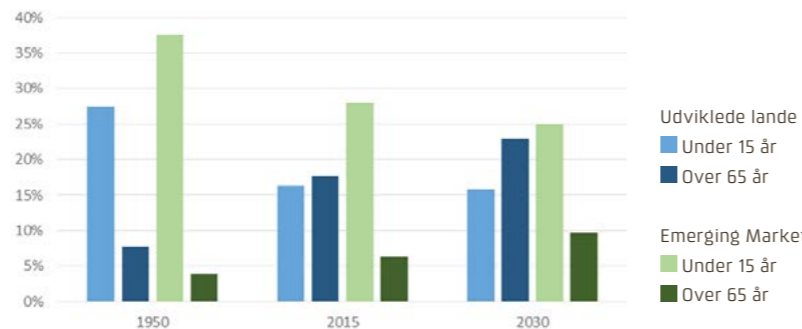
Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg



Vi bliver flere og flere ældre. Konklusionen i medierne lyder ofte, at det er skidt for den fremtidige økonomi, da det blandt andet fører til en lavere arbejdsstyrke. Men med investorbriller er der også positive sider af en aldrende befolkning. Pensionister bruger penge på sig selv som aldrig før. Derfor kan en investering i den aldrende befolkning være attraktiv.

De ældre bruger i dag langt flere penge på sig selv, end normen var i det tyvende århundrede. FN opererer med tre befolkningsgrupper: 0-14 år er den yngre generation, 15-64 år er den arbejdende generation, og over 65 år er den ældre generation uden for arbejdsmarkedet.

Det er især de udviklede markeder, som i fremtiden vil få en større andel af ældre i forhold til yngre. Det vil en lang række industrier få stor gavn af, da ældre



Figuren viser størrelsesforholdet mellem den yngre og ældre generation. Hvordan det har udviklet sig siden 1950 og forventes at udvikle sig frem mod 2030.

Kilde: FN og egne beregninger

personer bruger pengene anderledes end yngre. Nogle brancher vil således opleve en større vækst end den generelle økonomi. Eksempelvis har krydstogt-industrien de seneste år oplevet årlige vækstrater på 8-10 procent. Hertil kommer for eksempel sundhedsplejepro-dukter og medicin. Det er dog ikke kun i

de udviklede økonomier, at der inden for få år kommer en større aldrende befolkning. Kina vil grundet sin etbarnspolitik i årtier have en støt aldrende befolkning, herunder en aldrende middelklasse.

I 1950 var kun 4,5 procent af befolkningen i Kina over 65 år. Allerede i 2030 forventes det at være mere end 17 procent, og i år 2100 forventes det at være mere end hver tredje. Det er mere end i både Europa og USA. Af større nationer er det kun i Japan, der har en større andel over 65 år. Til trods for, at det har skabt visse udfordringer for økonomien med en mindre arbejdsstyrke, så har det givet medvind for bestemte industrier. At der i Japan således sælges flere voksenbleer end babybleer, er et eksempel, der taler sit tydelige sprog.

Vi forventer, at nogle af de industrier, der sandsynligvis vil vinde på den aldrende befolkning, er krydstogt-industrien, medicinalindustrien, visse dele af forsikringsbranchen og industrier, der via robotteknologi skaber hjælpemidler, der letter dagligdagen for de ældre.

BRANCHER

med gavn af den aldrende befolkning

- rejser
- medicin
- sundhedsprodukter
- forsikring
- robotteknologi



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	>>>	Hvis Fed i løbet af de næste par år hæver renten flere gange, end det er ventet i markedet, vil det løfte dollaren.
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.
Ny chef for Fed	>>>	Janet Yellens periode som centralbankchef udløber 3. februar 2018. Den kan blive forlænget. Erstattes hun, vil holdningen hos efterfølgeren præge markedet.

POLITISKE BEGIVENHEDER

Skattereform i USA	>>>	Hvis skattereformen indeholder reelle lempelser, vil både aktier, renter og dollars stige. Det skyldes, at forventningerne til væksten stiger. Da ledigheden i USA er lav, vil det løfte inflationen, og derfor venter vi, at Fed vil reagere ved at hæve renten.
Trump indfører toldmure	>>>	Konsekvensen for aktier og renter afhænger af, hvor meget det udvikler sig til en handelskrig. En stor handelskrig vil ramme visse aktier og sektorer hårdt og få renterne til at falde. Risikoen er aftaget, da flere senatorer kun vil stemme for en skatteaftale, hvis frihandlen fortsætter.
Uro i Catalonien	>>>	En mindre optrapning af krisen vil i første omgang primært være negativ for de spanske aktier. En ukontrollerbar udvikling vil formentlig påvirke aktierne bredt i Europa og få renterne til at falde.
Valg i Italien	>>>	Senest til maj 2018 skal der være valg i Italien. Det forholdsvist nye parti, Den Femstjernede Bevægelse, går ind for en afstemning om Italiens euromedlemskab. De ligger i meningsmålingerne på en delt førsteplads med det socialdemokratiske regeringsparti. Det er fortsat et flertal, der støtter medlemskabet af euroen. Træder Italien ud af euroen, vil hele EU-fundamentet ryste. Vi vurderer, at der er lav sandsynlighed for dette.

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. Den er nu på 1,1 procent efter en svag stigning de seneste måneder. Stigende inflation løfter forventningerne om fremtidige rentestigninger. Højere inflation hæver derfor renter og euroen.
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.

Stort vækstpotentiale i nye vækstøkonomier



Mange af de nye vækstøkonomier, også kaldet Emerging Markets (EM), har ud fra et makroøkonomisk perspektiv et betydeligt vækstpotentiale, som er interessant for den langsigtede investor.

Af Anders Høyer, cheføkonom



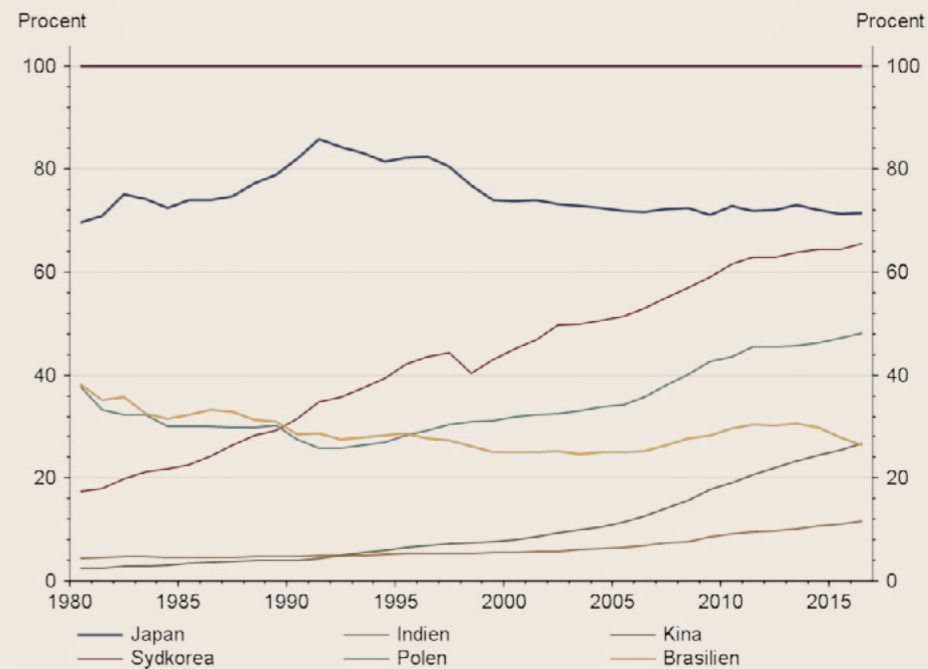
Den klassiske konvergenstankegang peger på, at relativt fattige og mindre udviklede lande har betydeligt større vækstpotentiale end rigere lande. Det skyldes især, at fattige lande kan udnytte den know-how, der er opbygget i de mere udviklede lande ved eksempelvis at kopiere produktionsmetoder, teknologier og institutioner. Hermed kan væksten øges betydeligt uden voldsomme investeringer i forskning og udvikling. Vel at mærke uden at skade de velstillede landes økonomier. Det er den generelle globale økonomiske kage, der vokser.

Konvergenen sker imidlertid ikke automatisk, og evnen til at adoptere de udviklede landes viden afhænger af flere forhold. Det gælder for eksempel kvaliteten af de offentlige institutioner, der skal sikre ejendomsretten og et samfund baseret på regler, adgangen til kapital, deltagelse i international handel, uddannelsesniveau, graden af korruption, og om de enkelte produktmarkeder er åbne for nye virksomheder. Bliver der skabt de rette betingelser for vækst, er der mulighed for en lang årrække med høje vækstrater, hvor BNP per borger langsomt haler ind på de

førende lande. I takt med at velstanden stiger, bliver kravene større for fortsat at opnå en høj vækst.

To succesfulde eksempler: Sydkorea og Japan

I 1980 udgjorde BNP per borger i Sydkorea kun 17 procent af velstanden per borger i USA. Tre årtier med stærk vækst har gjort, at velstanden i dag udgør 65 procent. Det på trods af, at den amerikanske økonomi i samme periode er vokset betragteligt. I årtier efter anden verdenskrig havde Japans økonomi stærk vækst, indtil en alvorlig



Figuren viser BNP pr. borger relativt til USA's niveau.

Kilde: Thomson Reuters Datastream

gældskrise ramte i 1992. Siden er Japans indkomst per borger blevet på et niveau omkring 75 procent af det i USA. Det viser, at når lande når dette velstandsniveau, er der ikke længere så meget "gratis" vækst at hente.

Det er ligegyldigt, om katten er hvid eller grå – bare den kan fange mus

Deng Xiaoping

Med Folkerepublikkens Deng Xiaoping i front begyndte Kina i 1978 at liberalisere økonomien under mottoet: "Det er ligegyldigt, om katten er hvid eller grå, bare den kan fange mus". Pointen var, at det ikke var afgørende, om der var markedsøkonomi eller planøkonomi, så længe der kom mad på bordet. Siden har det været en lang periode med høj vækst, hvor 100 millioner af mennesker er kommet ud af fattigdom. På trods af årtier med årlige vækstrater på syv til ti procent, udgør velstanden per borger kun 27 procent af den i USA. Hermed er der stadig et betydeligt vækstpotentiale i kinesisk økonomi. Det er dog vanskeligt at forestille sig, at deres nuværende samfundsmodel kan flytte dem helt til tops. Men store udviklingsmuligheder inden for servicesektoren og det forhold, at der fortsat kan flyttes mennesker fra landet til fabrikkerne i byerne, gør det

langt fra urealistisk, at de som minimum kan nå halvvejen. Der kan selvfølgelig opstå kriser undervejs, som for eksempel Sydkorea oplevede i 1998, jf. analysen Kommer næste krise fra Kina? i dette magasin. Andre asiatiske lande, som tidligere havde planøkonomi (som Vietnam og Laos), har også reformeret økonomierne og opnået stærk vækst.

I 1991 begyndte Indien at reformere økonomien, så den i højere grad blev baseret på markeds kræfter. Det indebar blandt andet, at de forskellige produktmarkeder blev åbnet for nye virksomheder, toldsatser blev mindsket, og der blev åbnet for udenlandske investeringer mv. Siden er det gået stærkt med økonomien, og BNP per borger er blevet løftet fra 4,5 procent af det amerikanske niveau i 1991 til nu at udgøre ti procent. Den nye regering i Indien er i høj grad indstillet på at fortsætte reformdagsordenen. Blandt andet vil regeringen gøre op med noget af den toldkontrol, som fortsat findes mellem mange indiske stater, og som hæmmer handel i landet. OECD's tal for graden af åbenhed for konkurrence på de enkelte markeder viser et stort reformpotentiale. Så også i Indien er der et betydeligt vækstpotentiale.

Østeuropa haler ind

De østeuropæiske lande begyndte i midten af 90'erne at få gang i økonomierne efter Sovjetunionens fald, og i 00'erne tog rejsen for alvor fart. For eksempel havde Polen et BNP per borger, der udgjorde 26 procent af USA's i 1995,

mens det nu udgør 48 procent. I 2016 havde alle østeuropæiske lande, som kom med i EU i 2004 faktisk et større BNP per borger end russerne. Medlemskabet af det indre marked er med til at forankre en grad af fornuftige markedsvilkår for landene i Østeuropa. Kan de fortsætte med at forbedre sig på uddannelsesområdet og fastholde de åbne økonomier, er der stor sandsynlighed for, at de haler yderligere ind på vesten. Det indebærer, at de fortsat vil have højere vækstrater de kommende 10-20 år. Også her kan der opstå kriser undervejs, både lokale og globale, men på nuværende tidspunkt er det vanskeligt at få øje på store ubalancer i Østeuropa. For eksempel har de fleste af landene overskud på betalingsbalancen, hvilket er en god indikator for, om landene lever over evne.

Brasilien gled i olieprælen

Der er desværre også tilfælde, hvor udviklingen er gået i stå, eller hvor kursen direkte er gået den forkerte vej. Et eksempel er Brasilien. Selvom landet kom med i den poppede BRIK-betegnelse i 00'erne, var væksten i høj grad baseret på stigende olieindtægter. Da olieprisen kollapsede i 2015, gik økonomien i recession. Sidenhen har de fundet lidt fodfæste igen.

Generelt har flere lande i Sydamerika for alvor haft svært ved at finde rytmen. Det illustrerer den store risiko, der kan være ved at investere i disse lande. Generelt kan man sige, at jo større sikkerhed, der er for, at ordentlige markedsvilkår bliver opretholdt, desto større er sandsynligheden for succes.

Nyd godt af de potentielt højere vækstrater

Som investor kan man nyde godt af de potentielt højere vækstrater ved at investere direkte i EM-landene. Det er dog ofte dyrt og udfordrende. Alternativt kan man gøre det igennem globale investeringsfonde, som SparKron Invest eller investeringsforeninger, der er målrettet EM-lande. Den sidste investeringsmulighed er ved at investere i store globale vestlige virksomheder, som opererer på disse markeder.

Kommer næste krise fra Kina?

Af Anders Høyer, cheføkonom



Den seneste håndfuld år har Kinas økonomi fået tiltagende opmærksomhed.

Op til finanskrisen var Kinas vækst afhængig af eksport og investeringer. Denne vækstmodel blev vanskeligere at følge i takt med, at Kinas globale markedsandele steg. Da finanskrisen ramte, skrantede vækstmodellen, da de amerikanske og europæiske forbrugere sænkede deres efterspørgsel på kinesiske varer. Sidenhen har en stærk udlånsvækst i den private sektor understøttet den økonomiske aktivitet. Men det har også skabt bekymringer.

For det kinesiske kommunistiske parti er det altafgørende at sikre stigende velstand og arbejde til folket. Som en slags uofficiel kontrakt med befolkningen skal det sikre den fortsatte magt. Derfor reagerede de kinesiske myndigheder lynhurtigt med en vækstpakke, da finanskrisen ramte. Samtidig sænkede den kinesiske centralbank renten.

Kineserne har en utrolig høj opsparing. Det giver fordele, men også udfordringer. Når man opsparer en stor del af indkomsten, skal efterspørgslen i økonomien nemlig komme et andet sted fra for at sikre fuld beskæftigelse.

Det kan enten være fra investeringer eller eksport. Derfor har det længe været et mål for Kinas ledelse at gøre det private forbrug til en stærkere drivkraft for vækst.

Da eksporten fik hug under krisen, skulle investeringerne presses op, og opsparingen ned for at sikre fuld beskæftigelse. Det er blandt andet gjort ved en kraftig kreditvækst. Siden 2008 er den private sektors gæld som andel af BNP steget fra 95 procent af BNP til 175 procent i 2017. Gælden er stadig stigende, dog i et lavere tempo.

Historisk har sådanne kraftige stigninger ofte medført kriser. Derfor den stigende opmærksomhed og bekymring de seneste år. Men regnestykket er sjældent så simpelt. Størstedelen af de kriser, der er født af høj udlånsvækst, har ofte været for lånte penge i udlandet. Før eller siden har udlandet trukket stikket.

I Kina er det venstre hånd, der låner af højre hånd, da landets opsparing er stor, og fordi der er kapitalkontrol. Det betyder, at kineserne ikke kan investere i for eksempel danske aktier eller låne i udlandet. Investering er altså et internt anliggende, og det gør, at eventuelle problemer i høj grad er nemmere at løse. Specielt når man som myndighed har ekstremt meget magt.

De største banker i Kina er statsejede. Ved lov er renten markant lavere på de penge, husholdningerne har i banken end den rente, bankerne får ved udlån. Det sikrer de statsejede banker en

større indtjening, som kan virke som buffer i krisetider, hvor der er store tab på udlån. Det er en form for permanent skat til at sikre finansiel stabilitet.

“Kineserne har en utrolig høj opsparing. Det giver fordele, men også udfordringer.

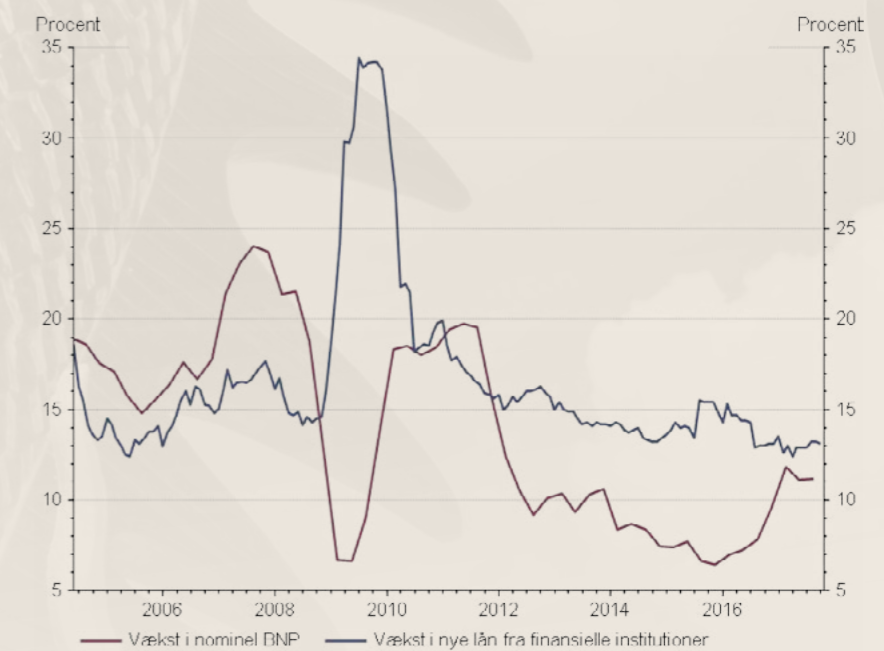
Modstykket er, at mange kinesere tager større risiko ved at investere mere i den såkaldte skyggebankssektor for at få et tilfredsstillende afkast. Det kan være investeringsselskaber uden samme reguleringskrav, og som lover et højt afkast. Pengene er igen blevet udlånt til virksomheder. De har så investeret i produktionskapacitet eller bygget flere boliger. Det er dog ofte statsejede virksomheder, hvor staten kan træde til. Ulempen er, at der inden for nogle brancher, for eksempel cement og stål, er opstået meget ledig produktionskapacitet. Denne form for udlån har øget risikoen. Skulle virksomhederne få store tab, er der risiko for, at investorerne ikke får de penge, de var lovet.

Om det medfører en dyb krise, afhænger også af, om der er finansielle bobler, for eksempel en boligboble. De officielle tal indikerer ikke en boligboble og der er stramme regler for boligkøb. Udfordringen er dog manglende troværdighed om kinesisk statistik. Undgår Kina en boble,

der brister, så kan den igangværende omstilling mod en mere holdbar forbrugsdrevet vækst fortsætte, hvor væksten i gæld fortsat aftager. Desuden har de kinesiske myndigheder anerkendt dele af udfordringen og er begyndt at sætte initiativer i gang ved for eksempel at konvertere gæld til aktier og fjerne de dårligste lån.

Den internationale valutafond, IMF, regner også med, at Kina fortsætter på sporet, men de advarer om, at jo længere tid, man presser den økonomiske vækst op ved at øge gældssætningen, desto større bliver risikoen.

Får Kina ikke succes med omstillingen mod en mere forbrugsdrevet vækst, er der i vores øjne en betydelig risiko for en skarp opbremsning om en lille håndfuld år. Det vil i vores vurdering ramme de finansielle markeder i Vesten hårdere, end den realøkonomiske virkelighed tilsiger. For det er nemlig ofte overdrevet, hvor stor betydning handel med Kina har på økonomien. EU's eksport til Kina udgør cirka tre procent af BNP. Det betyder, at forsvinder hele eksporten til Kina, bliver BNP i EU en halv procent lavere. Selvfølgelig vil øvrige lande også blive ramt og dermed påvirke USA og Europa, men modsat vil eksporten jo langt fra falde med 100 procent ved en krise. De hårdest ramte vil blive råvarelande.



Kilde: Thomson Reuters Databean

Tid til at købe EM-aktier?

Af Martin Smedegaard Jensen, portefølje- og investeringsstrateg



Tidligere i magasinet beskrev vi vækstpotelet i EM-lande. I denne artikel ser vi nærmere på prisfastsættelsen af EM-aktier. Når vi kigger på, om aktier er billige eller dyre, bruger vi ofte price/earning (P/E) eller kurs/indre værdi (K/I).

Det første er et begreb, hvor aktiekursen ses i forhold til den forventede indtjening per aktie (EPS) næste år. Altså: Hvad betaler en investor for overskuddet efter skat i virksomheden?

Vidste du, at hele 40 procent af aktierne i EM Østeuropa-indekset er olierelaterede selskaber, hvorimod EM Asien indekset er præget af 40 procent IT-selskaber?

K/I er en betegnelse for, hvad investorerne mener, at selskabet er værd (markedsværdien) set i forhold til den bogførte værdi af egenkapitalen i regnskabet.

Det korte indblik i Emerging Markets på disse sider viser, at hvad angår prisfastsættelse, er det fortsat attraktivt at have en del af sin formue placeret i EM-aktier. I Sparekassen Kronjylland mener vi, at det er et fornuftigt tidspunkt at tilføje eller forhøje sin andel af EM-aktier. Vi har selv investeret i EM-aktier i SparKron Invest, som er blandede porteføljer af aktier og primært valutaafdækkede EM-obligationer.

Du kan se, hvordan de forskellige aktivklasser har klaret sig i Markeds- overblikket side 16.

Hvad er EM-lande?

Emerging Markets lande er et bredt begreb, der dækker over lande, som er mindre økonomisk modne end de udviklede lande. De bliver også kaldt for udviklingslande eller nye vækstøkonomier.

Eksempler på EM-lande er

- Kina
- Sydafrika
- Brasilien
- Polen

Det kan være vanskeligere med aktiehandel i EM-lande på grund af reguleringer, likviditet og handelsplatforme.

ØSTEUROPA

Da Østeuropa har meget handel med resten af Europa, led det østeuropæiske aktiemarked, da gældskrisen ramte Europa i 2011. På samme måde er Østeuropa siden blevet løftet af de markant forbedrede forhold i euroområdet. Østeuropa nyder også godt af et betydeligt vækstpotelet, jf. afsnittet Vækstpotelet i nye vækstøkonomier.

Regnskabsteknisk kan det være svært at sammenligne direkte på tværs af regioner, men som vi kan se af grafen, er værdiansættelsen for Østeuropa, nu tæt på sit historiske gennemsnit. Det er dog langt billigere, end det var i perioden 2005 til 2007.



Figuren viser P/E for MSCI EM Østeuropa siden 2005.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

ASIEN

I Asien er prisfastsættelsen en smule anderledes. Her er landene blandt andet præget af udviklingen i Kina.

Kinesiske aktier dominerer dette indeks med en andel på 40 procent fordelt på Kina og Hong Kong. Dertil har indeksudbyderen, MSCI, besluttet, at indenlandske kinesiske A-aktier løbende skal inkluderes med begyndende effekt fra næste år.

Ved første øjekast ses det, at aktierne er prisfastsat en smule over gennemsnittet, men dog langt fra tidligere toppe.



Figuren viser P/E for MSCI EM ASIEN siden 2005.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

AKTIEKLUMME:

Er aktierne dyre?

Man hører ofte aktiestrateger og andre markedsdeltagere tale om værdiansættelsen af aktiemarkedet. Er aktiemarkedet billigt, fair eller dyrt prisen fastsat i øjeblikket?

Der er flere måder at anskue det på. Vi beskriver tre af dem her.



Af Peter Haarup, aktiechef

» Forward P/E

Forward P/E udtrykker forholdet mellem den nuværende aktiekurs og markedets forventning til selskabernes indtjening over de kommende tolv måneder.

Det er med andre ord udtryk for, hvor meget markedet er villigt til at betale for eksempelvis 1 dollar af det kommende års forventede overskud i amerikanske virksomheder.

Amerikanske aktier handler aktuelt til en forward P/E på 18,0, hvilket er noget højere end det historiske gennemsnit opgjort siden 1999, som lyder på 15,8. Det indikerer, at værdiansættelsen af amerikanske aktier aktuelt er til den høje side.

For europæiske aktier lyder forward P/E på 15,1, hvilket er lidt højere end det historiske gennemsnit siden 1999 på 14,0. Det indikerer, at europæiske aktier i øjeblikket synes nogenlunde fair prisen fastsat. Anvendelsen af forward P/E tager dog ikke højde for det aktuelt meget lave renteniveau, som betyder højere ligevægtskurser for aktier.

» Fed-modellen

Fed-modellen udtrykker, hvorvidt værdiansættelsen af aktiemarkedet er attraktivt relativt til obligationer.

Aktiemarkedets værdiansættelse opgøres på baggrund af Fed-modellen som earnings yield og udtrykker forholdet mellem markedets forventning til selskabernes indtjening over de kommende tolv måneder og den nuværende aktiekurs. Det vil sige, at der er tale om den inverse forward P/E. Earnings yield sammenlignes med renten på den ti-årige statsobligation.

Amerikanske aktier handler aktuelt til en earnings yield på 5,6 procent sammenlignet med den ti-årige statsobligationsrente på 2,3 procent. Forholdet er derfor 2,4 gange, hvilket kan sammenlignes med det historiske gennemsnit siden 1999 på 1,8 gange. Det indikerer, at amerikanske aktier er billige relativt til amerikanske obligationer.

Man kan fremføre en stribe kritikpunkter til Fed-modellen, blandt andet at der ikke tages højde for nogen risikopræmie på aktier. Eller at earnings yield ikke afspejler det direkte afkast til investorerne, idet selskaberne ikke udbetaler hele deres indtjening som udbytte.

» Shiller-indekset

Shiller-indekset sætter aktieprisen i forhold til et 10-års glidende gennemsnit af indtjeningen.

Kun i to perioder har det ligget højere end de nuværende 31. Det er op til krisen i 30'erne og IT-boblen. Shiller-indekset har dog for tiden det problem, at de dårlige år under finanskrisen simpelthen vægter rigtig meget.

Om tre år ryger 2007-2009 ud af shiller-indekset. Hvis vi samtidig rent hypotetisk antager, at aktiemarkedet og indtjeningen er uændret de næste tre år, så vil shiller-indekset blive sænket med 20 procent, hvilket vil sige til indeks 24. Det er omtrent på niveau med 2002 lige efter, at IT-boblen crashede – altså efter det var korrigeret. En anden udfordring med shiller-indekset er, at det heller ikke fanger de lave renter. Korrigeres indekset for renteutviklingen, bliver indekset noget lavere i dag.

Ligesom de andre metoder, har shiller-indekset også vanskeligt ved at forudsige afkastet de næste tre år. Derfor skal man se på alle metoder samlet. Her virker det amerikanske aktiemarked til den høje side, men langt fra så dyrt som i tidligere perioder, mens det europæiske er omtrent fair værdifastsat.

AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR



AKTIEREGIONER

EUROPA Klart stigende indtjening

Det europæiske aktiemarked oplevede en fin afslutning på tredje kvartal. September bød på en næsten ubrudt stigning. De europæiske aktier havde ellers haft en sivende tendens på grund af stigende eurokurs siden midt i maj. Europas økonomiske opsving viser fortsat tiltagende styrke, og virksomhederne ser positivt på fremtiden. Det lover godt for aktierne, som vi venter, vil stige fremadrettet. Det på trods af, at Den Europæiske Centralbank vil tiltrække sig opmærksomhed i fjerde kvartal, hvor vi venter en udmelding om det fremtidige omfang af obligationsopkøb.

Vi står på tærsklen til en ny regnskabs-sæson, som kan vise sig at understøtte den positive stemning på aktiemarkedet. Aktiemarkedets forventninger til selskabernes indtjeningsvækst i tredje kvartal virker ikke umiddelbart afskrækkende. Aktuelt forventes selskaberne i STOXX Europe 600-indekset ifølge Thomson Reuters I/B/E/S at kunne fremvise en årlig indtjeningsvækst på 5,3 procent i tredje kvartal. Der er tale om et dyk i forhold til den realiserede indtjeningsvækst i andet kvartal, som landede på 16,4 procent. På sektorbasis ventes størst indtjeningsfremgang for energi og teknologi, mens sundhedspleje og finans har udsigt til negativ indtjeningsvækst.

På den politiske scene har et par europæiske begivenheder ligeledes potentiale til at få investorernes bevågenhed i fjerde kvartal. En valgudskrivelse i Italien spøger fortsat i kulissen. Senest til maj næste år skal der afholdes valg. En ubekendt faktor er, hvordan protestpartiet, Femstjernebevægelsen, vil forvalte en eventuelt øget indflydelse. Luigi Di Maio har afløst Beppe Grillo som partileder for bevægelsen i september. I modsætning til sin forgænger har han ingen planer om at presse på for, at Italien skal forlade EU. Det er godt for aktiemarkedet. Udover valgudskrivelse i Italien står en eskalering af den catalanske selvstændighedskamp øverst på agendaen over politiske begivenheder, som vil kunne påvirke de finansielle markeder.



Grafen viser den nuværende aktiekurs delt med det finansielle markedes forventninger til indtjeningen næste år for S&P500 og Europe Stoxx 600. Kilde: Thomson Reuters Datastream

USA

Der er lagt op til overraskelser

Vi venter, at den gode stemning på det amerikanske aktiemarked i tredje kvartal fortsætter ind i 2018. Den amerikanske økonomi fastholder vækstmomentum, og konjunkturindikatorerne vidner om positive forventninger til fremtiden blandt virksomhederne. Vores egen konjunkturmodel underbygger dette. Det er godt for aktierne.

Regnskabs-sæsonen i USA er i fuld gang, og pilen peger ifølge Thomson Reuters I/B/E/S i retning af en årlig indtjeningsvækst på 2,3 procent i tredje kvartal for selskaberne i det toneangivende S&P 500-indeks. På dette forholdsvis tidlige tidspunkt af regnskabs-sæsonen har 86 procent af de aflagte regnskaber overrasket positivt på indtjeningen, så det kan vise sig, at aktiemarkedets forventninger simpelthen er kommet for langt ned. Selskaber inden for energi og teknologi ventes at kunne fremvise den største årlige indtjeningsfremgang, mens finans, forsyning og telekommunikation står til at realisere faldende indtjening.

Trumps skattereform indeholder blandt andet en nedsættelse af selskabsskatten fra 35 procent til 20 procent. Isoleret set er det positivt for det amerikanske aktiemarked. Men vejen mod en realisering synes lang og usikker. Kritikerne anfører, at der er huller i finansieringen. De kommende måneder vil vise, om det lykkes at komme nærmere en vedtagelse. Trump har afgivet mange løfter og luftet mange planer, men har ikke været i stand til at levere på dem. Aktiemarkedet har derfor heller ikke forhåbninger om, at en stor skattereform bliver en realitet på nuværende tidspunkt. I takt med at vi kommer nærmere et midtvejsvalg i USA til næste år, øges presset for at levere resultater. Derfor tror vi, at sandsynligheden for en mindre reform er større, end hvad markedet vurderer.

Som ventet har det indtil nu ikke givet de store skvulp på markedet, at den amerikanske centralbank er begyndt at nedbringe balancen. Det kan du læse mere om i investeringsmagasinet fra juli måned under overskriften: "Ligeså kedeligt som at se maling tørre".



Aktiesparekonto både-og

Regeringen har fremlagt et forslag til, at Hr. og Fru Danmark skal kunne oprette en aktiesparekonto. Planen er, at du årligt skal betale en skat på 1,25 procent af værdien af aktiesparekontoen. Skatten skal betales uanset, om dine aktier stiger eller falder. Du må maksimalt indsætte 500.000 kroner på kontoen. Bliver værdien højere, er du ikke tvunget til at sælge.

En fordel ved kontoen er, at hvis du hæver nogle penge derfra for eksempel til en rejse, så skal du ikke betale skat af en potentiel gevinst. Det skal du med de eksisterende regler. Alt andet lige bliver det derfor nemmere at vurdere, hvad du egentlig har til rådighed.

Beskatningen på aktiesparekontoen er umiddelbart også mere fordelagtig end den eksisterende aktiebeskatning. Som reglerne er i dag, betaler du 27 procent i skat af aktiegevinster op til 51.700 kroner. Gevinster over det beløb bliver beskattet med 42 procent. Vores beregninger viser, at er afkastet over 4,75 procent, vinder skattereglerne på aktiesparekontoen. Er det under, så vinder de gamle regler. Historisk har aktiemarkedet givet et afkast på syv procent, men med meget store årlige udsving. Udsving gør, at nogle år giver aktiemarkedet et negativt afkast, og her skal du altså betale skat af noget, som falder i værdi. Men over tid, plejer tingene at rette sig.

Netop en lang tidshorisont gør, at der teoretisk er et scenarie, hvor de nuværende skatteregler vil være bedre. Ved at beholde aktierne i rigtig mange år, udskyder du skattebetalingen af kursstigningerne. Det gør, at du også får værdistigningen af den udskudte skat, hvis aktierne fortsætter op. Vores beregninger viser dog, at du skal have aktierne i minimum 29 år, før det er tilfældet. Det er med et afkast på syv procent. Vi har antaget, at skatten tages fra aktiesparekontoen. Er det ikke tilfældet, går der endnu flere år.

Har du endelig en lang investeringshorisont, som minder om en pensionsopsparing, vil det være bedre med en pensionsordning. For eksempel en aldersopsparing. Indbetalinger på aldersopsparing og aktiesparekonto er ikke fritaget for indkomstskat nu og her, som øvrige pensionsordninger ellers er. Da du i begge tilfælde også slipper for at betale skat, når pengene trækkes ud, er de to ordninger nemmere at sammenligne direkte. På en aldersopsparing beskattes afkastet med 15 procent. Det er mere fordelagtigt end både almindelig aktieopsparing og aktiesparekontoen ved et gennemsnitligt afkast på aktier. Til gengæld har du først den fulde adgang til pengene, når du går på pension. Indbetalinger til de andre pensionsordninger er skattefrie nu og her, men til gengæld skal du betale skat af dem, når de trækkes ud. Samtidig tæller pensionsudbetalingerne med i indkomsten, og de modregnes derfor i diverse offentlige pensionstillæg. Her skal der individuelle forhold med i beregningerne, før man kan sige, hvad der er bedst.

Bliver aktiesparekontoen en realitet, kan det måske blive relevant at placere de mest risikofyldte aktier - hvor der også er den største potentielle gevinst - på aktiesparekontoen. Her afhænger skatten ikke af gevinsten.

Af Mads Lyhne, områdedirektør

“Det bliver nemmere at vurdere, hvad du har til rådighed

MARKEDSOVERBLIK

OBLIGATIONER. AFKAST FØRSTE TRE KVARTALER 2017

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	-0,2	-0,2
LANGE DANSKE STATER	0,7	0,7
INVESTMENT GRADE	3,0	1,8
HIGH YIELD	6,1	6,2
EMERGING MARKETS	11,9	0,0

AKTIER. AFKAST FØRSTE TRE KVARTALER 2017

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSDINDEKSET	17,7	5,3
USA	14,2	2,2
EUROPA	10,5	10,6
EMERGING MARKETS	28,1	14,5
DANMARK	18,0	18,0

AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Thomson Reuters Datastream



AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Thomson Reuters Datastream



Træge forhandlinger lægger pundet i jerngreb

Af Lasse Laursen, Senior Dealer



FORVENTET UDVIKLING I GBPDKK



I 2016 stemte briterne nej til fortsat medlemskab af EU. Effekten på det britiske pund, GBP, var markant. Vi tror fortsat ikke på et rebound i pundet foreløbigt.

Her lidt over et år efter afstemningen er pundet omkring 15 procent lavere overfor DKK. I lyset af den store usikkerhed om de fremtidige handelsvilkår og fordi britisk økonomi har tabt momentum, fastholder vi vores negative syn på pundet.

Økonomi og politik ustabilitet

En udtrædelse fra EU's indre marked vil skabe usikkerhed om den britiske økonomi og pundet. EU er Storbritanniens absolut største handelspartner, og omkring 45 procent af Storbritanniens vareeksport går til de 27 andre medlemslande af EU. Modsat aftager Storbritannien blot syv procent af EU-landenes samlede vareeksport. Bliver handelsvilkårene for eksporten på sigt vanskeligere (dårligere), skal værdien af pundet og dermed handelspriserne ned for at opretholde meget af eksporten. Modsat taber husholdningerne noget købekraft. Grundet et stort betalingsbalanceunderskud er Storbritannien endvidere afhængig af udenlandsk finansiering. Det er derfor vigtigt for Storbritannien at få forhandlet en aftale på plads med EU. Men længe har udviklingen peget mod en hård afsked. Storbritannien vil bevare adgangen til det indre marked, men ønsker ikke den frie bevægelse for arbejdskraft eller, at EU-domstolen må dømme i Storbritannien. Det har mange af de andre lande

svært ved at acceptere. Bliver det en hård afsked, kommer WTO-regler til at gælde, hvilket vil svække vilkårene for handel. Blandt andet fordi der kommer told på en række varer.

Politisk ustabilitet og Brexit-forhandlingerne er på ingen måde en god kombination for det britiske pund. Valget i juni blev udskrevet med det formål at få et stærkere mandat til de kommende Brexit-forhandlinger. Theresa May endte med at stå svækket tilbage, og hendes status internt hos De Konservative blev plettet. Politisk ustabilitet svækker Brexit-forhandlingerne, hvilket også smitter negativt af på pundet. Der er heller ikke meget hjælp at hente fra den seneste udvikling i nøgletallene fra Storbritannien, som viser, at væksten i løbet af 2017 har mistet momentum.

Renteforhøjelse i sigte?

Den kraftige svækkelse af pundet har gjort importerede varer dyrere og dermed sat sit aftryk på inflationen, som nu er tæt ved tre procent. Pengene rækker dermed kortere for de britiske forbrugere. Den britiske centralbank har

indtil videre holdt renten i ro, men kan blive nødsaget til at reagere, hvis udviklingen fortsætter. På nuværende tidspunkt forventer markedet med 75 procent sandsynlighed en renteforhøjelse på næste rentemøde i starten af november. Kortsigtet vil det kunne styrke pundet en smule. Det ændrer dog ikke på vores syn på den længere bane, med mindre centralbanken vælger at sætte markant mere fokus på at bekæmpe stigende inflation frem for at understøtte økonomien.

Vi forventer derfor, at pundet vil få det svært det kommende år, men anerkender dog, at det er yderst vanskeligt at spå om, hvilken udvikling vi kommer til at se i GBP. Kommer der for eksempel skred i forhandlingerne med EU, vil pundet pege næsen op. Usikkerheden er dog enorm, og vi kan sagtens se store bevægelser i valutaen i årets løb. Derfor anbefaler vi virksomheder med eksponering overfor Storbritannien, at de afdækker deres valutaeksponering. Dette kan gøres ved at kontakte Finans Markets, der kan hjælpe med rådgivning.



VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminskurser		Konsensus	
	26. oktober	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,44	7,44	7,45	7,44	7,43	7,45	7,46
USDDKK	6,33	6,33	6,06	6,30	6,18	6,31	6,11
CHFDKK	6,38	6,40	6,30	6,38	6,39	6,42	6,38
JPYDKK	5,56	5,60	5,40	5,56	5,55	5,54	5,46
GBPDKK	8,36	8,35	8,20	8,33	8,25	8,28	8,20
SEKDKK	0,77	0,79	0,82	0,77	0,76	0,80	0,82
NOKDKK	0,78	0,82	0,85	0,78	0,77	0,81	0,84
EURUSD	1,17	1,17	1,23	1,18	1,20	1,18	1,22



Tilliden til euroen er fortsat op de seneste måneder, hvilket har smittet af på udviklingen i dollarkursen overfor euro og danske kroner. Dollarkursen er siden seneste investeringsmagasin handlet i intervallet 650-615 overfor danske kroner, hvilket falder meget godt i tråd med vores prognose.

Den amerikanske centralbank vil med stor sandsynlighed hæve renten for tredje gang i 2017 på sit rentemøde i december. Det vil kunne styrke dollaren en smule på kort sigt. Vi fastholder dog vores meget positive syn på europæisk økonomi og forventer, at ECB vil udfase sit opkøbsprogram i 2018, og at det vil løfte de lange europæiske renter. Det vil indsnævre rentespændet mellem Europa og USA yderligere. En indsnævring af rentespændet vil bidrage til, at kursen på amerikanske dollars vil pege ned mod EUR og DKK det kommende år. Læs eventuelt vores uddybende forklaring i investeringsmagasinet fra juli.

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

Kilde: Thomson Reuters Datastream



Nøgletallene fra den svenske økonomi viser overordnet fortsat stor styrke. De ledende indikatorer peger mod fortsat vækst i økonomien. Den svenske centralbank, Riksbanken, fører en ekstremt lempelig pengepolitik. Da økonomien er tæt ved fuld beskæftigelse, forventer vi, at de vil normalisere pengepolitikken de kommende år. Det vil påvirke SEK positivt, og vi fastholder derfor vores skøn på en stigende svensk krone. Den svenske økonomi vil tilmed nyde godt af øget global vækst, da de store svenske industrivirksomheder har en stor del af deres omsætning i udlandet.



Vi beholder de positive briller på den norske krone og forventer en styrket norsk krone på både 3 og 12 måneders sigt. Den norske økonomi fortsætter generelt de gode takter, hvor tillidsindeksene peger på fornuftig vækst understøttet af en lempelig finanspolitik. Olien spiller dog en stor rolle i den norske økonomi. De seneste tre måneder har pilen peget op på olieprisen, hvor en tønde nordsøolie nu koster omkring 57 dollars. Den norske krone er dog indtil nu ikke fulgt med olieprisen. På seneste rentemøde i Norges Bank fremrykkede centralbanken forventningen til første renteforhøjelse til foråret 2019.

