

Sparekassen Kronjyllands

# INVESTERINGS<sup>®</sup> MAGASIN

NR. 07 | OKTOBER 2019



Læs blandt andet:

**Politisk usikkerhed giver nye renterekorder**

**Kvæler handelskrigen amerikansk økonomi?**

**Så stor effekt har Brexit og handelskrigen på danske aktier**

**Europa: Bedre end rygtet tilsiger**





**Anders Høyer**

*Cheføkonom i Sparekassen Kronjylland*

# Globalisering under pres

## – stor markeds- bevægelse i vente

---

Væksten er gået ned i gear i både USA og Europa i løbet af det seneste år. Det finansielle marked giver i høj grad Trumps handelskrig og Brexit skylden, og den politiske uro har sendt renterne til tælling i større grad, end vi ventede. Før man panikker over handelskrigen, skal man huske, at al handel mellem landene ikke bare forsvinder, men findes i forskellige grader.

At opsvinget lever, gør, at virksomhederne stadig tjener gode penge, og i kombination med de lave renter holder det aktiekurserne oppe.

Kigger man på de meget lave renter, får man hurtigt det indtryk, at verden er ved at falde sammen, da de længere renter er et udtryk for forventninger til den fremtidige inflation og vækst. Vender man blikket mod aktiekurserne, får man den stik modsatte fortælling, da de globale aktier er rekordhøje.

Nogle mener, at både aktie- og rentemarkedet kan have ret. Argumentet lyder, at det er centralbankerne, der holder hånden under det hele. Men det, der får kæden til at hoppe af i den fortælling, er, at lønvæksten er høj, mens de lave renter er et udtryk for, at markedet venter en lav inflation.

Hvis opsvinget fortsætter, og lønstigningerne bliver omsat i højere inflation, skal renterne derfor op, da vi kommer tættere på centralbankernes målsætning. Bliver lønstigningerne ikke omsat i højere inflation, stiger tempoet i økonomien. Det vil løfte lønvæksten yderligere og dermed ramme nogle virksomheders indtjening, men også føre til højere renter, da presset på økonomien stiger.

Modsat, hvis der kommer en recession i enten USA eller Europa, flygter alle ud af aktier uafhængigt af centralbankerne. Og så falder aktiekurserne, og rentemarkedet får ret.

Da vi venter, at opsvinget fortsætter i både USA og Europa, tror vi fortsat på aktierne. Men vi anerkender den forhøjede usikkerhed og sætter derfor fokus på hvilke danske aktier, der er mest udsatte i tider, hvor globaliseringen er under pres.

God læselyst.

**Anders Høyer**

*Ansvarshavende redaktør*

# indhold

*Globalisering under pres – stor markedsbevægelse i vente ..... 2*

## **MAKRO**

*Kvæler handelskrigen amerikansk økonomi?..... 4*

*Europa: Bedre end rygtet tilsiger ..... 6*

*Politisk usikkerhed sender renterne i nye rekorder..... 8*

## **AKTIER**

*Så stor effekt har Brexit og handelskrigen på danske aktier .....10*

*Brexit – mulighederne er få ..... 12*

*Er tiden inde til at være påpasselig med aktier?..... 13*

## **VALUTA**

*Global risikoappetit presser skandinaviske valutaer ..... 14*

*Valutaprognose ..... 15*

*Markedsoverblik ..... 16*

Dataarbejde er afsluttet 9. oktober 2019.

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

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

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

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

# Kvæler handelskrigen amerikansk økonomi?

Af Anders Høyer, cheføkonom



**En recession i USA rammer næsten altid de globale aktiemarkeder, da USA er verdens største økonomi. Derfor er spørgsmålet, om handelskrigen får amerikansk økonomi i knæ og slutter aktiefesten?**

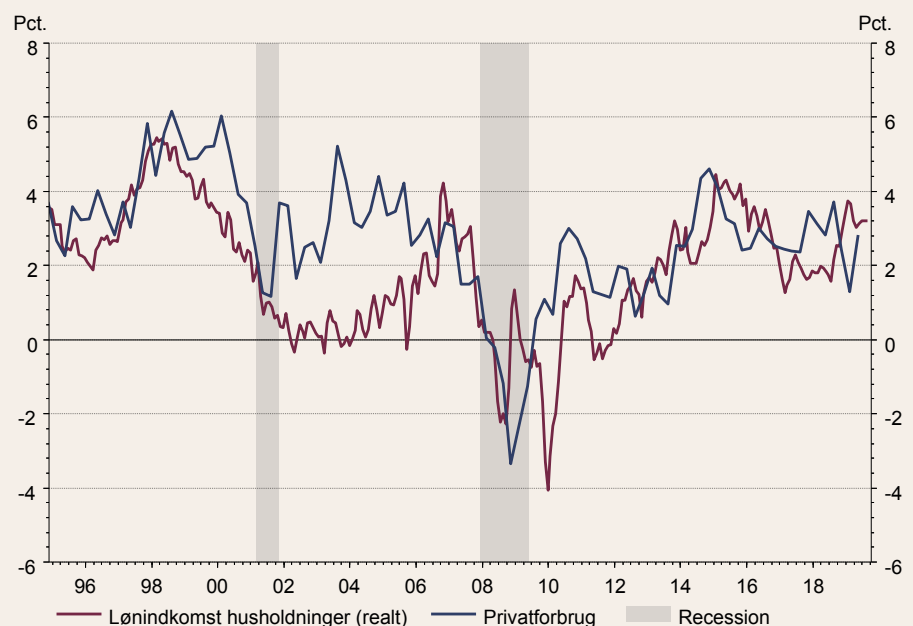
Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede både i maj og august. Begge gange førte det til store fald i renterne. 1. september trådte nye toldsatsler på kinesiske varer i kraft, og kommer der ikke en aftale, har Trump truet med yderligere told til december. Til den tid vil der så være pålagt told på næsten hele USA's import fra Kina på 550 milliarder dollars.

Selvom væksten er aftaget i 2019, vurderer vi, at handelskrigen kun har haft en mindre negativ effekt på økonomien indtil nu. Det bygger vi på, at vi allerede tilbage i investeringsmagasinet fra december 2018, og altså før handelskrigen tog fart, skrev, at væksten ville aftage til det nuværende niveau primært som følge af de stigende renter i 2017 og 2018.

Handelskrigen rammer amerikansk økonomi igennem tre kanaler. For det første bliver eksporten til Kina ramt, men den udgør kun en procent af

bruttonationalproduktet, så selvom eksporten til Kina er faldet cirka 15 procent, vælter det ikke økonomien. Den amerikanske forbruger bliver påvirket ved, at de importerede varer bliver dyrere. Hvis toldsatserne (inklusive dem

til december) bliver fuldt ud overført til forbrugeren, vil priserne stige cirka 0,5 procent. Men da den kinesiske valuta er faldet markant i værdi, bliver effekten mindre. Den tredje effekt på økonomien er, at virksomhederne bliver usikre over



Figur 1: Årsvækst i lønindkomst og forbrug i euroområdet.

Kilde: Refinitiv Datastream

fremtidsudsigterne og derved holder igen med at investere og ansatte nye medarbejdere. Selvom handelskrigen vil trække ned i væksten, mener vi stadig, at opsvinget vil fortsætte.

### Den vigtigste motor har det stadig godt

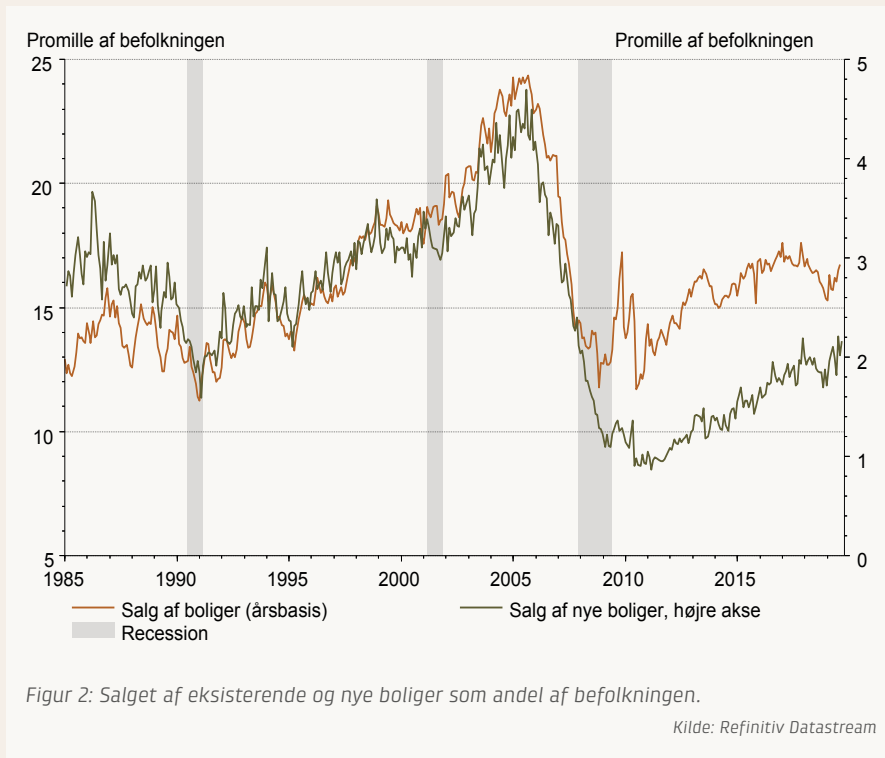
Den vigtigste motor i amerikansk økonomi er forbrugeren, da forbruget udgør cirka 70 procent af BNP. Igennem 2019 er det også forbrugeren, der har holdt gang i væksten, mens erhvervsinvesteringerne er forblevet uændrede. Fundamentet for fortsat forbrugsvækst er i den grad til stede. Beskæftigelsen stiger stadig, inflationen er moderat, aktiemarkedet har det godt, og lønvæksten er høj og svagt stigende, som det ses af figur 1. Derfor kan forbruget godt holde til lidt højere inflation fra de nye todsatser. Oveni dette ses allerede tegn på, at det store rentefald i 2019 understøtter boligmarkedet, da salget og nybyggeriet stiger igen – se figur 2. Det påvirker direkte økonomien positivt, men vil også hjælpe forbruget ved at løfte boligejernes friværddi.

Der er dog ingen tvivl om, at handelskrigen vil få nogle virksomheder til at holde igen med at investere. Men umiddelbart mener vi, at den effekt ikke er stærk nok til at skubbe amerikansk økonomi i recession. Erhvervsinvesteringerne svarer til cirka 17 procent af BNP, og derfor skal der et stort fald til at få BNP i bagegear. Samtidig vil nye opfindelser, stigende efterspørgsel og høj konkurrence gøre, at der stadig er behov for at investere.

“**Erhvervsinvesteringerne svarer til cirka 17 procent af BNP, og derfor skal der et stort fald til at få BNP i bagegear.**”

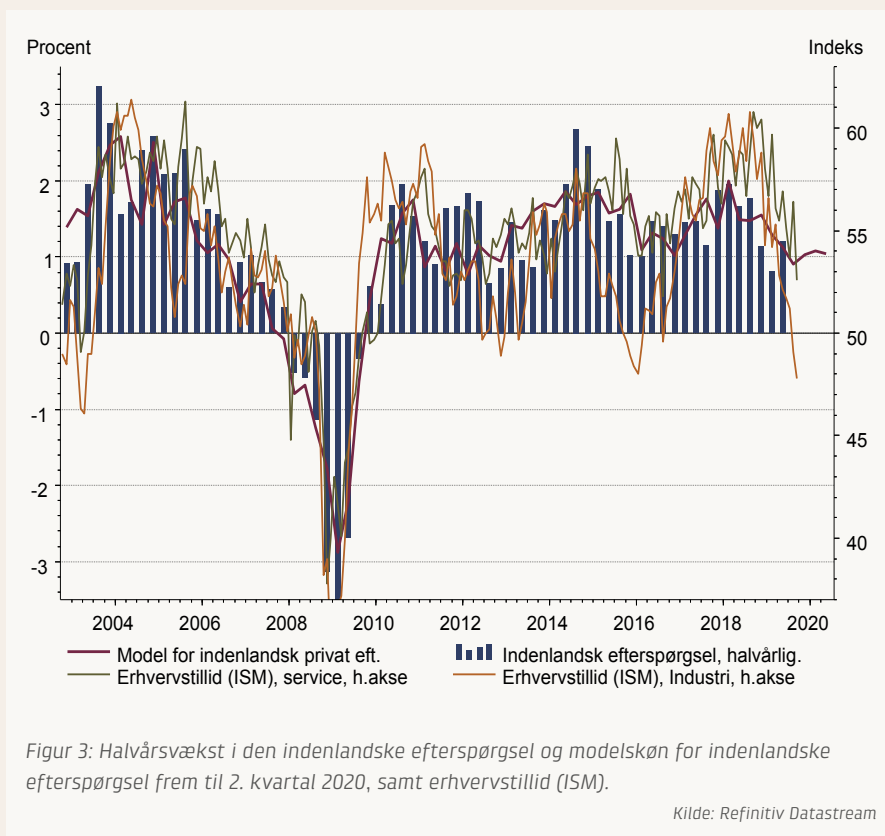
En økonomisk model baseret på empiri indikerer også en vækst i den indenlandske efterspørgsel i USA og dermed BNP på cirka to procent i frem til sommeren 2020 – se figur 3. Modellen bygger på makroøkonomiske forhold, der er indtruffet, og den burde fange store dele af handelskrigen, da todsatsernes effekt på forbruget og delvist også effekten på investeringerne igennem udlån fanges.

Den var også stærkt medvirkende til, at vi tilbage i december 2018 ventede lavere vækst i 2019.



Vi mener fortsat, at det er for tidligt at erklære det amerikanske opsving for dødt. Det vil gavne globale aktier, og betyder også, at vi venter, at den amerikanske centralbank skal begynde at hæve renten igen i 2020, da inflationspresset vil stige. Dog vil de sænke den gang mere i 2019 pga. politisk usikkerhed fra handelskrigen.

Vi tror dog, at sandsynligheden er lille for, at der kommer en bred aftale mellem USA og Kina. Man skal indstille sig på, at konflikten mellem landene vil vare i mange år. Men vi er stadig af den overbevisning, at Trump ikke vil gå så langt, at han ødelægger opsvinget i USA. Derfor kan der også komme en mindre aftale mellem landene.



# Europa: Bedre end rygtet tilsiger



Af Anders Høyer, cheføkonom

**Mens industrien lider i euroområdet – primært som følge af problemer i bilindustrien – går det væsentligt bedre i servicesektoren. Det er også årsag til, at ledigheden fortsat falder.**

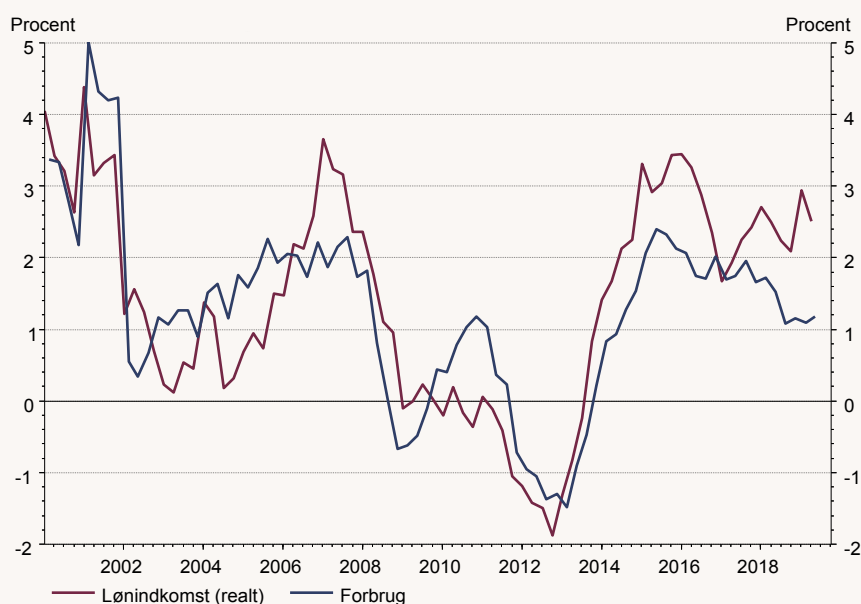
I løbet af første halvår 2019 steg BNP 0,6 procent i eurozonen. Det er lidt over den potentielle vækst fra produktivitetsvækst og befolkningsudvikling. Så i det lys er væksten ikke en katastrofe, og den har været højere end ventet af markedet.

Det er imidlertid et andet billede, der bliver malet i medierne og på rentemarkedet. Her er fokus, at industrien i Europa har været i recession i omtrent et år, og frygten er, at det trækker resten af økonomien med ned i en egentlig økonomisk recession med stigende ledighed. Med mindre ledigheden begynder at stige, kan det nuværende renteniveau ikke forsvares. Lønvæksten er nemlig høj på grund af den lave ledighed og vil før eller siden blive omsat i inflation. Høje lønninger og lav inflation er ren gulf til forbruget, hvilket holder hånden under opsvinget, da forbruget udgør størstedelen af økonomien - se figur 1. Forbruget understøttes også af stigende boligpriser.

Handelskrigen mellem USA og Kina bliver ofte udpeget som skurken for nedgangen i den handelstunge industri. Det er dog svært at genfinde i tallene. Euroområdets eksport til USA har i årets syv første måneder været 11 procent højere end den samme periode sidste år. Til Kina har væksten været 8½ procent. Det er dermed svært at give disse lande skylden for alle kvaler i industrien. Det viser, at væksten i

Europa godt kan tiltage uden en handelsaftale mellem USA og Kina. Selv til Storbritannien har der været fremgang på knap tre procent. Derudover udgør eksporten ud af euroområdet "kun" 18 procent af BNP, så den skal lide markant for at trække økonomien i recession. Risikoen er dog, at usikkerhed kan have fået industrivirksomheder til at udskyde investeringer og droppe ansættelser, og på den måde kan det hele blive en selvopfyldende profeti.

Det forudsætter dog, at beskæftigelsen snart begynder at falde, så det private forbrug bliver ramt. Så længe forbruget stiger, og resten af verden vokser, burde industrien nemlig finde fodfæste igen. Stigende forbrug er også årsagen til, at det både går væsentligt bedre i den langt større servicesektor (den udgør 75 procent af privatsektoren), og at ledigheden fortsat falder i euroområdet.



Figur 1: Årsvækst i løndkomst og forbrug i euroområdet.

Kilde: Refinitiv Datastream

## Tysk patient har det bedre, end rygter tilsiger

Det er specielt væksten i Tyskland og Italien, der har haltet siden sommeren 2018. Italiensk økonomi gik i stå som følge af usikkerhed om italiensk finanspolitik. Men efter der er kommet lidt mere klarhed, er de italienske renter faldet igen til gavn for fremtidig vækst.

I Tyskland faldt BNP marginalt i andet kvartal. Nogle bløde indikatorer (spørgeskemaer) peger på, at BNP faldt svagt igen i tredje kvartal og Tyskland er dermed i en såkaldt teknisk recession (to kvartaler i træk med nedgang). Der er dog et stykke fra en teknisk recession til en faktisk recession med stigende ledighed.

Det er vigtigt at holde sig for øje, at der ikke er bristet en økonomisk ubalance i Tyskland. Det er ellers normalt tilfældet for økonomier, der oplever lange økonomiske kriser for eksempel i forbindelse med en boligboble, hvor opsparingen har været alt for lav. For Tyskland er situationen nærmest omvendt. Her er der plads til et væsentligt højere forbrug, da den løbende opsparing er rigtig høj. Det gør os mindre bekymrede for den fremtidige udvikling, for eksempel kan finanspolitikken lempes. Lønkonkurrenceevnen er rigtig stærk, hvilket understøtter eksporten, men den gør også, at de relativt høje lønstigninger i Tyskland er holdbare. De stigende lønninger løfter både boligpriserne og udlån fra et lavt udgangspunkt. Alt sammen til gavn for forbruget.

Ser vi på den seneste data for husholdningerne, har udviklingen også været solid i tredje kvartal. Beskæftigelsen er stadig stigende, detailsalget viser en stærk årvækst på over tre procent, og bilsalget steg fem procent i tredje kvartal. Ikke ligefrem kendetegn ved en økonomi på vej i hundene. Derfor er selv en teknisk recession i tredje kvartal ikke givet endnu.

## Biler trækker ned

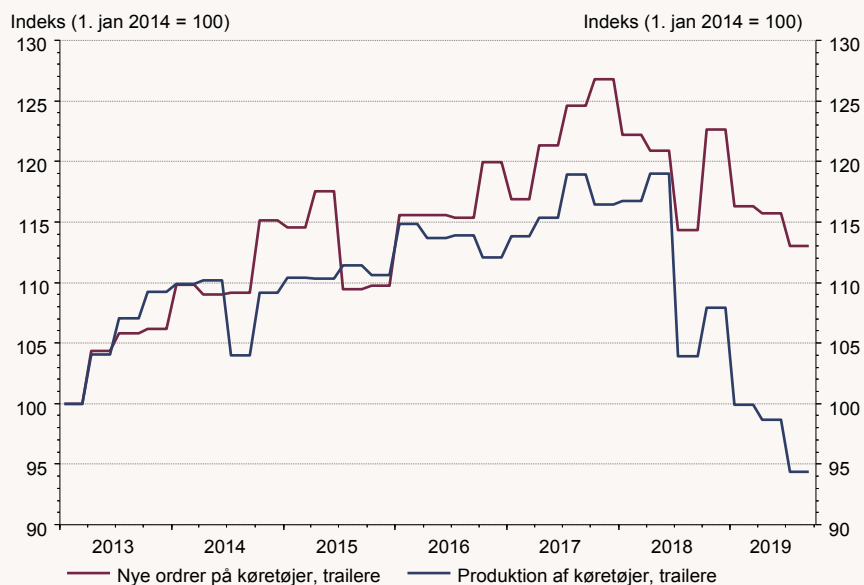
Hvorfor skranter væksten så, når helbredet grundlæggende er godt i Tyskland? Det skyldes i høj grad midlertidige forhold, som har ramt bilindustrien. EU har indført nye teststandarder for biler, som trådte i kraft først i september 2018 og yderligere krav igen i september 2019. Det har dæmpet bilproduktionen markant, mens bilmodellerne bliver godkendt til fremtidigt salg. I mellemtiden trækkes der fra lagrene. Bilproduktionen udgør fem procent af BNP og er faldet

med omtrent 25 procent over det sidste år. Så det kan selvfølgelig mærkes. Oveni breder det sig som ringe i vandet til alle underleverandørerne, som mindsker deres produktion og lagre. Den gode nyhed er, at ordretilgangen i bilindustrien har været markant bedre, som det fremgår af figur 2. Samtidig er bilsalget i Europa fortsat stigende, og her bliver to ud af tre af de tyskproducerede biler solgt.

Det gør, at vi stadig tror, at bilindustrien i Tyskland igen finder fodfæste. Måske på et lavere niveau pga. nye biltyper. Samtidig er fundamentet for fortsat fremgang i forbruget i Europa stærkt.

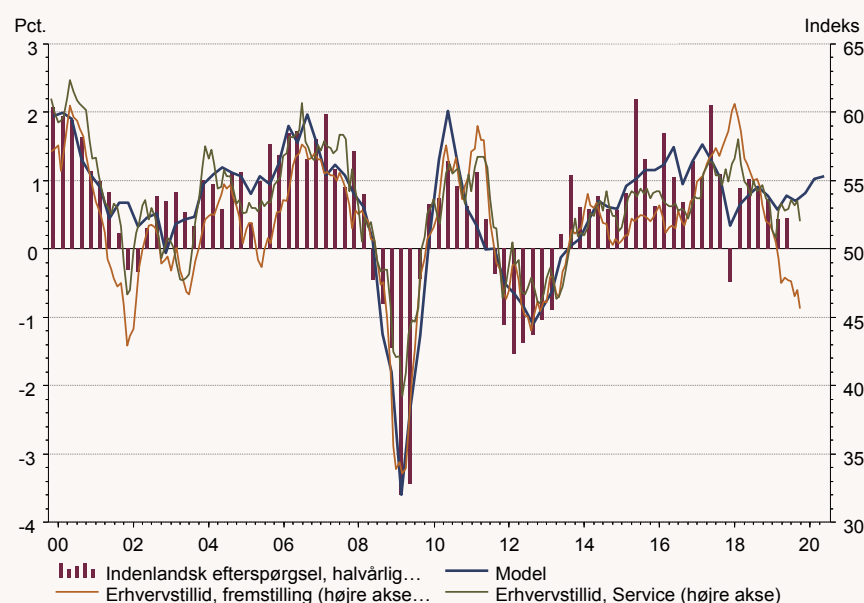
Derfor venter vi, at væksten fortsætter og igen kommer op i en årvækst på cirka to procent i løbet af 2020. Det underbygges af en empirisk model for den indenlandske efterspørgsel, som peger på solid fremgang i den indenlandske efterspørgsel (figur 3).

Selvfølgelig er der risiko for, at Trump starter en handelskrig med Europa, eller det bliver et hard Brexit. Der skal dog meget til at bringe økonomien i en dyb recession, da opsparingen i Europa er tårnhøj.



Figur 2: Bilproduktion og ordretilgang i bilindustrien i Tyskland.

Kilde: Refinitiv Datastream



Figur 3: Halvårvækst i den indenlandske efterspørgsel og modelskøn for indenlandske efterspørgsel frem til 2. kvartal 2020 samt erhvervstillid (PMI).

Kilde: Refinitiv Datastream

# Politisk usikkerhed sender renterne i nye rekorder

Storbritannien er sandsynligvis på vej ud af EU, og USA og Kina ligger i handelskrig. Samtidig lurker handelsudfordringer mellem USA og EU i kulissen. Der er således fuld kog i gryden med politiske handlinger, der kan få stor betydning for samfundsøkonomien og de finansielle markeder. Særligt det seneste år, hvor handelskrigen mellem USA og Kina er eskaleret, har de finansielle markeder reageret kraftigt ved at sende renterne mod nye bundrekorder.

Af Jakob Madsen, rente- og valutadealer



I sommeren 2016 besluttede Storbritannien sig for at vinke farvel til EU. Hos investorerne medførte det en umiddelbar søgen efter sikkerhed i sikre statsobligationer fra blandt andet Tyskland, USA og Danmark, og vi så 10-årige statsrenter på lavere niveauer end nogensinde før. Da det første chok havde lagt sig, blev fokus i markedet erstattet af, at EU og Storbritannien nok skulle finde frem til en fornuftig aftale – der var trods alt stadig mere end to år til, at en aftale skulle være på plads. Det gav mere ro på rentemarkederne. I november samme år valgte USA Donald Trump til præsident. Han lovede at sætte mere gang i den amerikanske økonomi, og et af hans store valgløfter var skattelettelser. Det fik markedet til at forvente højere vækst og inflation i fremtiden, og renterne bevægede sig opad på begge sider af Atlanten; i USA steg den 10-årige statsrente med næsten to procentpoint de næste to år, mens den tilsvarende i Tyskland steg omkring et procentpoint. Godt hjulpet af stærk vækst i både Europa og USA.

Det seneste års tid er retningen dog vendt. En stor del af forklaringen er den tiltagende politiske usikkerhed – se figur 1. Brexit er igen blevet et tema,

efter Storbritannien flere gange har fået udskudt deadline for en aftale. Senest har den britiske premierminister, Boris Johnson, suspenderet Parlamen-



Figur 1: Figuren viser en klar sammenhæng mellem graden af politisk usikkerhed og den 10-årige amerikanske statsrente. Graden af politisk usikkerhed måles ved Baker, Bloom & Davis' indeks. For at udjævne tidsserierne benytter vi her fire kvartalers glidende gennemsnit for både renten og den politiske usikkerhed. Kilde: Refinitiv Datastream og Bloomberg



tet i fjorten dage, men det er blevet underkendt af den britiske højesteret. Tilbage står et britisk parlament i kaos uden aftale med EU og en udtrædelsesdag, der hedder 31. oktober. Vi kommer nærmere ind på potentielle udfald for Brexit i en artikel side 12.

### Eskalering af handelskrig vil dæmpe global vækst

Selvom kaos omkring Brexit fylder meget, er det den igangværende handelskrig mellem USA og Kina, der får mest opmærksomhed på de finansielle markeder – se figur 2. Det skyldes, at en eskalerende handelskrig mellem verdens to største økonomier vil dæmpe global vækst. Derfor faldt renterne markant i Europa og USA, da Trump indførte ekstra told på Kina i både maj og august.

Frygten for, at handelskrigen for alvor hæmmer global vækst, bliver forstærket af, at amerikansk økonomi i løbet af foråret er gået ned i gear. Det er altid vanskeligt at afkode den nøjagtige årsag, men alene frygten for, at handelskrigen er synderen, er nok. I den kontekst må en eskalerende handelskrig betyde endnu større risiko for væksten. Vi tror dog, at det spiller en større rolle, at den amerikanske centralbank hævede renten otte gange på to år. Det har nemlig kortvarigt dæmpet aktiviteten på boligmarkedet. Det var årsagen til, at vi allerede i efteråret 2018 ventede lavere vækst i 2019.

### ... også i Europa

Udviklingen har også ramt Europa. I knapt et år har den europæiske industri ligget underdrejet, mens servicesektoren (som er klart størst) og byggebranchen har haft solid vækst. Ingen tvivl om, at midlertidige forhold har ramt industrien. Det gælder for eksempel nye teststandarder for biler i EU, som har dæmpet bilproduktionen markant.

Handelskrigens direkte effekt på europæisk økonomi er begrænset. Den kan dog indirekte påvirke økonomien, fordi virksomhederne frygter for handelskrigens konsekvenser. Markedet vurderer på nuværende tidspunkt, at handelskrigen er en væsentlig årsag til svagheden i industrien, og at der er



udsigt til en eskalerende handelskrig. De lange renter er derfor faldet på grund af frygt for yderligere økonomisk svaghed i Europa, som vil medføre en endnu længere periode med negative korte renter.

Den ekstraordinære usikkerhed gør, at det kan gå hurtigt med renten i begge retninger. Blicher handelskrigen markant værre, kommer renten yderligere ned. Men kommer der en løsning eller midlertidig våbenhvile på handelskrigen, eller viser det sig, at den primære årsag til trægheden i industrien var de midlertidige forhold, kommer renten op igen. Her er det værd at bemærke, at ledigheden fortsat falder i Europa.

Det betyder, at presset på økonomien stadig stiger, da efterspørgslen vokser hurtigere end udbuddet. En lavere rente øger blot efterspørgslen.

Vi tror fortsat på, at Trump gerne vil genvælges. Det er nærmest umuligt at blive genvalgt, hvis økonomien er i recession. Derfor tror vi, at handelskrigen som minimum bliver sendt til hjørnespark.

“Den ekstraordinære usikkerhed gør, at det kan gå hurtigt med renten i begge retninger.”

FORVENTNINGER RENTER, 3-12 MDR

# Så stor effekt

## har Brexit og handelskrigen på danske aktier

Af Martin Smedegaard Jensen, porteføljevaltningschef



**De seneste 50 år har danske aktier haft en stor fordel af øget globalisering, men den æra kommer under pres, hvis den øgede nationalisme fortsætter.**

Vi sætter her fokus på, hvilke industrier og aktier, som har en øget risiko ved et hårdt Brexit, og hvis Trumps handelskrig for alvor bevæger sig mod Europa.

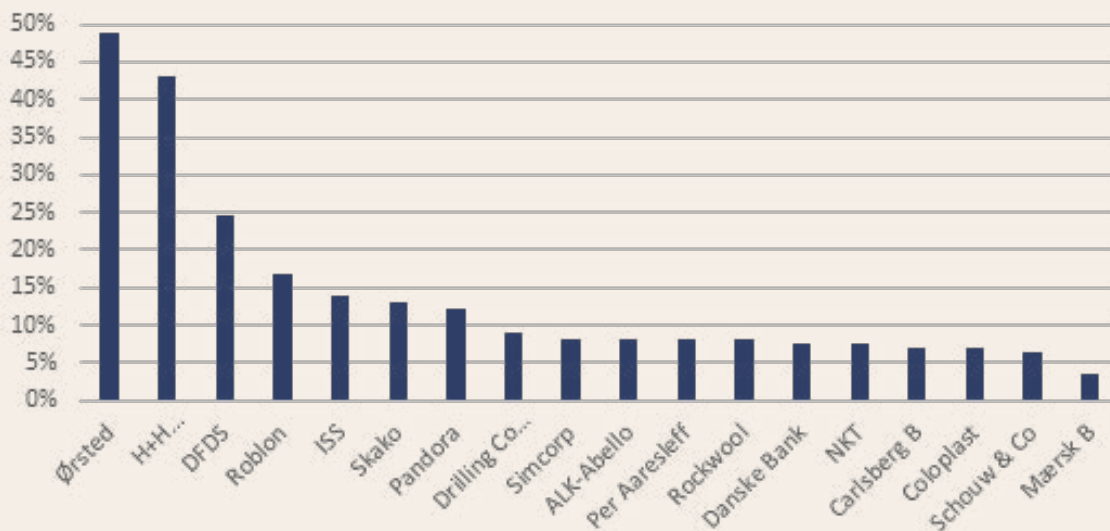
### Danske selskabers omsætning fra Storbritannien

Brexit-farcen synes ingen ende at tage. Risikoen for et hard Brexit inden for det næste halve år er steget, da den britiske premierminister Boris Johnson virker opsat på at få Storbritannien ud

af EU for hver en pris. Derudover er det ikke sikkert, at EU vil efterkomme det, hvis Storbritannien beder EU om en udskydelse af Brexit-afklaringen. Det er fortsat vores opfattelse, at det ikke ender med et hard Brexit. Men skulle det ske, så kan det få stor betydning for visse danske aktier. Vi har lavet en objektiv analyse, der viser hvilke selskaber, der har over tre procent af deres samlede omsætning fra Storbritannien. Da selskaberne har

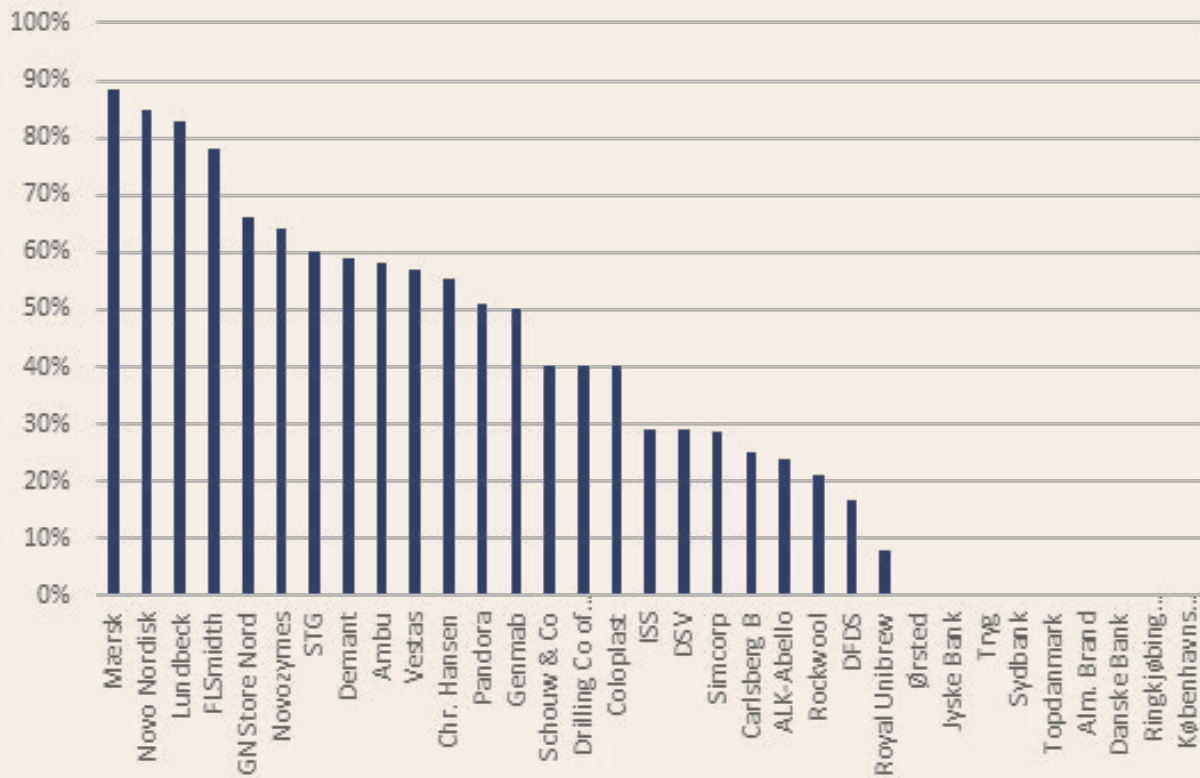
forskellige måder at opdele deres omsætninger, har vi samlet alt, hvad der kan kategoriseres som omsætning stammende fra Storbritannien.

Det ses af figur 1, at særligt to selskaber har en stor omsætning fra Storbritannien, nemlig Ørsted (tidligere DONG) og H+H International, mens en stor andel af resten af selskaberne ligger i omegnen af 10 procent.



Figur 1: Figuren viser de største danske selskaber, der har mere end tre procent af deres samlede omsætning fra Storbritannien – og hvor stor en andel af den samlede omsætning, der er tale om. Tallene stammer fra selskabernes seneste årsrapport på nær SimCorp, som i 2018 samlede "UK & Irland" under "UK, Northern Europe and Middle East" - derfor stammer SimCorps tal fra 2017. Figuren giver udelukkende et indblik i hvilke selskaber, som har forretninger i Storbritannien og må på ingen måde ses som en købs- eller salgsanbefaling.

Kilde: Bloomberg og selskabernes årsrapporter.



Figur 2: Figuren viser de største danske selskaber, der har over 1 milliard euro i omsætning uden for EU – og hvor stor en procentdel af deres omsætning, der kommer fra uden for EU. En værdi på 100 procent viser således, at al omsætning kommer uden for EU.

Kilde: Bloomberg og selskabernes årsrapporter.

I den modsatte grøft er der også en række selskaber, som generelt har meget lidt at gøre med Storbritannien og derfor må formodes ikke at opleve en stor effekt af et hårdt Brexit. Indlandsorienterede selskaber såsom banker og andre finansielle institutioner må forventes at have en lavere risiko over for situationen i Storbritannien end gennemsnittet. Bankerne kan dog godt have udlån til virksomheder, som kan blive påvirket meget af et Brexit. På samme måde vil mindre danske virksomheder, som ofte har mere salg i Danmark end de store virksomheder, blive mindre ramt af et hard Brexit.

#### Handelskrigens effekt på danske aktier

Storbritanniens afstemning om at forlade EU i 2016 var blot en af de begyndende kræfter hen imod en verden med mere nationalisme end tidligere. Få måneder senere kulminerede det i opgøret mellem de etablerede kræfter i form af Hillary Clinton og modsvaret, nemlig mere nationalisme i form af Donald Trump. Det blev som bekendt Trump, som løb med sejren. Siden da har han bekriget alt og alle. Særligt kineserne har han med jævne mellemrum angrebet med told. Senest har han bebudet told på den sidste del af al import fra Kina. Det løber op i 25

procent told på varer for cirka 300 milliarder dollars. Mens handelskrigen raser mellem USA og Kina og påvirker alle verdenshjørner, er Europa i det store hele gået fri af Trumps toldraseri. Trump har dog ad flere omgange bebudet, at Europa skal oppe sig for ikke at få samme tur. Vi har derfor kigget på hvilke af de danske selskaber, der har den største del af deres omsætning uden for Europa. Vores EU-medlemskab gør, at så længe EU eksisterer, vil det europæiske marked fungere på samme handels- og konkurrencevilkår, som hvis varerne var solgt i Danmark.

“**Det løber op i 25 procent told på varer for cirka 300 milliarder dollars.**”

Som det ses af figur 2, har de allerstørste danske selskaber en stor andel af omsætningen uden for Europa. Det skyldes, at de gennem årene har vokset sig store ved at sælge til hele verden. En stor del af dem er sundheds- og biotekaktier. Disse selskaber har ikke bare en stor del af deres omsætning i USA, men har også knowhow, som gør dem meget værdifulde for forbrugerne i

USA og resten af verden. Industri og særligt de danske shippingvirksomheder, som opererer uden for Europa, må anses for have en større risiko, hvis det kommer til en handelskrig mellem EU og USA, hvor der skal fragtes færre varer og produceres færre maskiner. På nuværende tidspunkt har handelskrigen ikke direkte påvirket Europa, men det kan vise sig at komme på tale. Trump har flere gange udtalt, at han mener, at europæiske virksomheder har nogle konkurrencemæssige fordele. Altså ligesom kinesiske virksomheder har det. Dog kan amerikansk økonomi ikke holde til handelskrig på flere fronter på én gang.

Den øgede nationalisme medfører dermed en øget risiko for danske virksomheder, da Danmark er en lille åben økonomi med globale virksomheder. Hvis man som investor ønsker at minimere denne risiko, skal man fokusere på selskaber med en større omsætning inden for Europa. Tror man derimod på bedre tider for frihandel, for eksempel i form af en handelsaftale mellem Kina og USA, kan der potentielt ligge en gevinst i mere globalt orienterede selskaber.

# Brexit

## – mulighederne er få



Af Anders Høyer, cheføkonom

**Storbritannien har sendt et udkast til en ny aftale til EU med et alternativ til den såkaldte backstop. Backstoppen sikrer, at der ikke kommer en fysisk grænse mellem Irland og Nordirland, hvis EU og Storbritannien ikke kan blive enige om en ny handelsaftale, når eller hvis de kommer så langt.**

Umiddelbart virker Europa-Kommissionen utilfreds med det nye forslag. Der er nemlig ingen initiativer til at undgå, at der i fremtiden skal tjekkes told ved grænsen mellem Irland og Nordirland, hvis en kommende handelsaftale svigter.

Bøjer EU sig ikke, har Boris Johnson truet med, at Storbritannien forlader EU uden en aftale 31. oktober. Det britiske parlament har imidlertid vedtaget, at Storbritannien skal bede om yderligere en forlængelse, hvis der ikke er vedtaget en aftale. Regeringscheferne for EU27 har tilkendegivet, at det kun kan komme på tale for at bryde en fastlåst situation, hvis der kommer en form for valg enten om EU-medlemskab eller parlamentsvalg.

Vi regner derfor med, at det ender med endnu en udskydelse, og at Storbritannien udskriver parlamentsvalg. Vi anerkender dog samtidig risikoen for, at EU27 ikke vil give grønt lys til en forlængelse. Alternativt bliver backstoppen ændret til kun at gælde Nordirland, så Nordirland bliver medlem af toldunionen, hvis man ikke kan blive enige om en handelsaftale. Dette vil EU kunne acceptere.

På længere sigt er vi dog umiddelbart af den overbevisning, at farcen kun kan ende på fire måder:

- 1 Nordirland bliver medlem af toldunionen**
- 2 Hard Brexit**
- 3 Storbritannien forbliver EU-medlem**
- 4 Storbritannien bliver medlem af toldunionen**

Hvis de Konservative får flertal ved næste valg, vil de have muligheden for at trække Storbritannien ud af EU uden en aftale, hvis de ikke har accepteret en backstop omhandlende Nordirland. Da de Konservative ikke vil acceptere backstoppen, droppe Brexit eller være permanente medlemmer af toldunionen, er det svært at se andre muligheder.

Vinder Labour næste valg, kan Storbritannien blive permanent medlem af toldunionen (og dele af det indre marked). Men bliver Labour afhængig af de Liberale, kan en ny afstemning om EU-medlemskab komme på tale.

Skulle det munde ud i et hard Brexit, forventer vi, at Storbritannien fjerner told på størstedelen af sin import eksklusive fødevarer for at undgå, at importtrafikken sander helt til med bureaukratiske tjek. Det vil mindske den negative effekt på fastlands-Europas økonomi, så recession undgås. Dog vil det være en midlertidig løsning i et par år. Renter og aktiekurser vil formentlig falde lige efter beslutningen.

# Er tiden inde til at være mere påpasselig med aktier?

Af Martin Smedegaard Jensen, porteføljevaltningschef



*De seneste par år har vi været af den overbevisning, at man som investor var optimalt stillet med en overvægt af aktier i sin portefølje set i forhold til sin risikoprofil. Det har været meget gunstigt. Tilbage i juli ændrede vi til en neutral aktieandel, da vi oplevede flere bump på vejen end tidligere på året, hvor det havde givet god mening at have flere aktier end normalt.*

Generelt er vi over tid positive på aktier, men flere forhold begyndte at pege på, at det gav god mening at holde igen. Blandt andet lå årets stigninger i 2019 på omkring 15-20 procent for de forskellige aktieindeks, og det amerikanske aktieindeks, S&P500, nåede sit højeste niveau nogensinde. Hertil kommer de geopolitiske spændinger som Brexit og handelskrigen, som fortsat ulmer på kort sigt.

Vi synes især, at de amerikanske aktier har kørt stærkt, men vi ser ikke decideret negativt på USA, da vi tror, at opsvinget fortsætter.

I Europa kan vi godt se en stærk aktieperiode, hvis et hard Brexit undgås. Det skyldes, at markedet er blevet meget pessimistisk i forhold til Europa, mens vi venter, at væksten i europæisk økonomi bliver lidt stærkere fremadrettet.

Samlet betyder det, at vi tager lidt aktierisiko af vores porteføljer på kort sigt og ligger på lur som en løve, der tålmodigt venter på sit bytte. Vi er bevidste om, at obligationer ikke giver meget i rente, men afventer tålmodigt og slår først til, når vi mener, tiden er rigtig igen.

“*Det amerikanske aktieindeks nåede sit højeste niveau nogensinde.*”

AFKAST GLOBALE AKTIER, 3-6 MDR



# Global risikoappetit presser skandinaviske valutaer



Af Lasse Laursen, Senior Dealer

**Handelskrig, Brexit og en økonomisk vækst lavere end ventet har været med til at presse værdien af vores skandinaviske naboers valutaer.**

Vi forventer, at både norske og svenske kroner vil få det svært de kommende måneder. På længere sigt er vi dog mere positive på begge valutaer.

## NORGE: Renteforhøjelse

På sit seneste rentemøde hævdede Norges Bank renten med 0,25 procentpoint, hvilket var den fjerde renteforhøjelse fra den norske centralbank det seneste år. Den ledende rente er nu 1,5 procent. Renteforhøjelsen styrkede dog ikke den norske krone, selvom Norges Bank står alene med at stramme pengepolitikken, mens stort set alle øvrige lande har travlt med at lempe deres.

Nøgletallene fra Norge har den seneste periode været fornuftige, og generelt er den norske økonomi i god forfatning. Det vidner renteforhøjelsen også om. Den norske økonomi nyder blandt andet godt af store olieinvesteringer og offentlige investeringer. Udviklingen på olieprisen er normalt en god indikator for udviklingen i den norske krone. En højere oliepris de seneste måneder har dog ikke medført en styrkelse af norske kroner.

Generelt har mange af de mindre valutaer klaret sig dårligt i den seneste periode med global politisk usikkerhed.

Historisk set har norske kroner det tilmed ofte svært i årets sidste kvartal. Kommer der mindre global usikkerhed om vækstudsigterne, og holder norsk økonomi som ventet skruen lige i vandet, burde det understøtte den norske krone lidt i det nye år, da den højere norske rente må virke attraktiv. Det kan dog ikke udelukkes, at usikkerhed om det fremtidige behov for olie presser den norske krone.

## SVERIGE: Lav økonomisk vækst

På den anden side af Øresund har nøgletallene været knapt så prangende som i Norge. I Sverige har det overordnede billede de seneste måneder således været præget af nøgletal, der har været svagere end ventet. Den økonomiske vækst i 1. og 2. kvartal har været meget moderat, hvilket primært skyldes et stort fald i boligbyggeriet. Nedgangen i væksten er begyndt at smitte af på ledigheden, som nu er stigende.

Riksbanken sænkede sine fremtidige renteforventninger på sit rentemøde i september, men indikerede fortsat, at en renteforhøjelse omkring nytår er nødvendig. Det er en renteforhøjelse, de fleste aktører på de finansielle markeder er uenig i, da nøgletallene ikke tilsiger en renteforhøjelse.

Den svenske økonomi er i høj grad afhængig af positive internationale konjunkturer, og usikkerhed omkring den globale vækst er derfor heller ikke et godt miljø for den svenske krone. Vi forventer derfor, at den svenske krone vil få en svær periode de kommende måneder. Ser vi på sæsonudsving i svenske kroner har især oktober ramt den svenske krone hårdt de seneste år.

På den lange bane er vi dog fortsat positive på svenske kroner, da den langsigtede ligevægtkurs mellem svenske kroner og danske kroner viser, at svenske kroner er stærkt undervurderet i forhold til priskonkurrencen.

**“Vi forventer derfor, at den svenske krone vil få en svær periode de kommende måneder.**

Samtidig venter vi, at nedgangen i svensk økonomi vil bunde inden for de næste seks måneder.

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

# VALUTAPROGNOSE

	Aktuel	Sparkron		Terminkurser		Konsensus	
	9. oktober	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.	3 mdr.	12 mdr.
EURDKK	7,47	7,46	7,45	7,46	7,45	7,46	7,46
USDDKK	6,80	6,55	6,40	6,75	6,63	6,66	6,49
JPYDKK	6,34	6,20	6,10	6,33	6,31	6,34	6,30
GBPDKK	8,31	8,35	8,35	8,28	8,19	8,29	8,29
SEKDKK	0,68	0,68	0,73	0,68	0,68	0,70	0,71
NOKDKK	0,74	0,74	0,76	0,74	0,72	0,76	0,78
EURUSD	1,10	1,14	1,16	1,11	1,12	1,12	1,15



Pilen på den amerikanske dollar har peget op hele 2019. Det er sket i samme periode, som rentespændet mellem de europæiske og amerikanske renter er indsnævret, hvilket traditionelt ville have styrket euroen. Men nøgletal svagere end ventet har været med til at presse euroen og dermed danske kroner. Vi tror fortsat på, at renteforskellen vil bevæge sig i euroens favør.

I takt med, at markedet bliver overbevist om, at opsvinget lever i Europa, forventer vi, at indsnævringen af rentespændet vil styrke euro og danske kroner mod dollar.

Ser vi på den langsigtede ligevægtskurs mellem euro og dollars viser vores model en overvurderet dollar i forhold til priskonkurrencen. Vi forventer derfor, at pilen på dollaren vil pege ned det kommende år.



Usikkerheden omkring Brexit er fortsat enorm, og det gælder også for pundet.

Alt afhænger fortsat af, om det ender med et hard Brexit. Gør det det, vil pundet blive svækket. Undgå det, vil pundet modsat blive understøttet. Bevægelserne kan blive store i begge retninger.

Virksomheder med eksponering i GBP bør derfor have en høj grad af afdækning.



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

Kilde: Refinitiv Datastream

# MARKEDSOVERBLIK

## OBLIGATIONER AFKAST 1. JANUAR TIL 30. SEPTEMBER 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
KORTE DANSKE STATER	0,13	0,13
LANGE DANSKE STATER	7,57	7,57
INVESTMENT GRADE	7,79	7,79
HIGH YIELD	9,40	9,40
EMERGING MARKETS	5,27	10,38

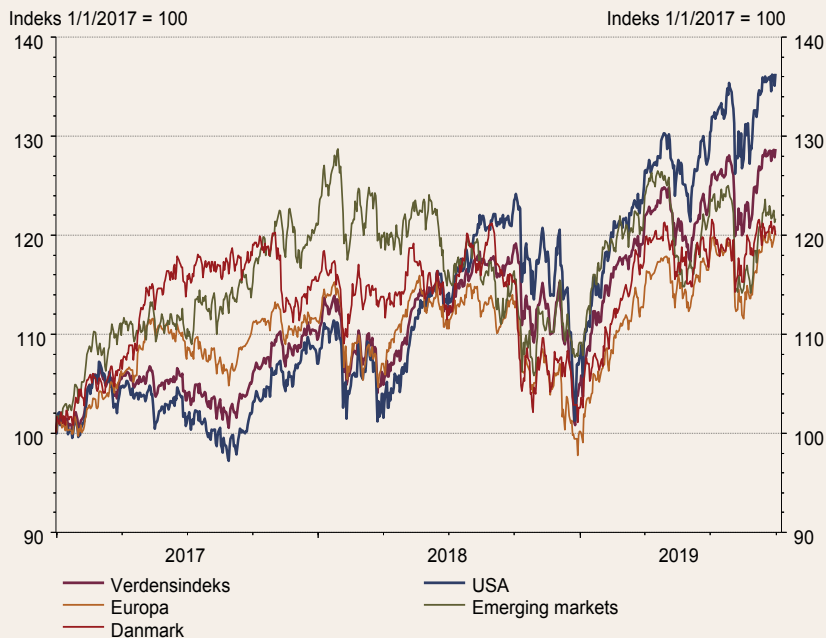
## AKTIER AFKAST 1. JANUAR TIL 30. SEPTEMBER 2019

	LOKAL VALUTA	DANSKE KRONER
VERDENSDINDEKSET	16,72	22,59
USA	20,55	26,62
EUROPA	20,32	20,32
EMERGING MARKETS	6,14	11,48
DANMARK	17,02	17,02

### AFKAST OBLIGATIONER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg



### AFKAST AKTIER

DANSKE KRONER

Kilde: Bloomberg

