

Af Torben Frederiksen, direktør, Alm. Brand Asset Management



## Godt nytår...

**F**ørst og fremmest et ønske til alle om et godt og lykkebringende nytår. I denne udgave vil jeg give et tilbageblik på 2017. Året som kunne have været et noget mere udfordrende end det endte med. Der har året igennem været talrige begivenheder, der under 'normale' omstændigheder ville have ført til store kursudsving. Men det skete som bekendt ikke rigtigt. Men som jeg tidligere har skrevet en del om, så er markederne er heller ikke just 'normale'.

Jeg vil også pudse krystalkuglen, og prøve at se ind i 2018, hvor de fleste økonomier er kommet rigtigt godt fra start.

For et par år siden havde aktiemarkederne den værste start på året i 100 år. I år starter vi noget anderledes positivt. Aktiemarkederne har skudt det nye år ind med den bedste start i 10 år. Og ser man på den økonomiske udvikling, er der ikke noget der peger i retning af, at de positive toner ikke skal fortsætte. Der er med andre ord lagt op til et 2018, hvor investorerne igen kan vente for nuftige afkast. I alle tilfælde når vi taler aktieinvestering.

### Tilbageblik 2017

2017 bød på et synkront opsving i den globale økonomi, hvor især Europa, viste tegn på at have lagt de turbulente krisear bag sig. Faktisk er de europæiske økonomier på det stærkeste niveau siden finanskrisen i 2008.

Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte sine kraftige opkøb af europæiske stats- og virksomhedsobligationer, omend de reducerede mængden af opkøb. På denne måde har ECB gennem hele 2017, fortsat holdt hånden under den europæiske vækstmotor, ved at fastholde den ultralønlige pengepolitik, hvilket har været til gavn for væksten.

De amerikanske nøgletal startede 2017 på den lidt svage side. Men billedet vendte i årets sidste tre måneder, hvor vi så ganske pæne væksttal. De europæiske nøgletal var derimod noget mere stabile året igennem, og pegede på pæn fremgang i europæisk økonomi.

Til trods for de lidt svage nøgletal i starten af året, formåede amerikanske centralbank, Fed, at holde hovedet koldt, og hævede renten tre gange i løbet af 2017. Det er én gang mindre end centralbankmedlemmerne selv forventede primo året.

2017 blev også året, hvor Fed begyndte nedtrapningen af sin beholdning af amerikanske stats- og realkreditobligati-

oner. Fed's renteændringer medførte, at de korte amerikanske renter steg kraftigt, hvorimod der ikke har været nogen nævneværdig stigning i de lange renter, og heller ikke for inflationsforventningerne.

ECB er et par år bagud i pengepolitikken i forhold til Fed, og ændrede da heller ikke på de ledende renter i løbet af året (det var nu heller ikke ventet). ECB's opkøbsprogram blev dog reduceret i marts måned, og blev yderligere neddroset i slutningen af 2017. Opkøbsprogrammet er umiddelbart sat til at løbe indtil slutningen af 2018.

Et af de store fokuspunkter i USA var hvorvidt den nyvalgte præsident, Donald Trump, kunne få gennemført sine kampagneløfter. Det kan konstateres, at han har haft ualmindeligt svært ved at skabe den nødvendige opbakning til sin politiske agenda.

Markederne havde næsten opgivet håbet i 1. halvår, hvor mange af de såkaldte "Trump-trades" løb ud i sandet. Men på en af årets sidste dage, lykkedes det at få stemt en længe ventet skattereform igennem. Vel nok den største politiske sejr for Trump.

Bølgerne gik højt imellem Trump og den nordkoreanske leder, Kim Jong Un, da Nordkorea ad flere omgange testede ballistiske missiler, der efter sigende skulle gøre Nordkorea i stand til at affyre atombomber, der kunne ramme over hele USA. Der blev indført sanktioner fra både USA og Kina, for at lægge pres på at få stoppet prøvetrykningen.

Ved de mange europæiske valg i starten af året, blev tilslutningen til euro skeptikerne knap så markant som mange ventet/frygtet. Skeptikerne fik dog mere medvind, men på trods af det, tog markedsdeltagerne positivt imod resultaterne.

2017 blev året hvor Storbritannien officielt udløste den såkaldte artikel 50, og formelt påbegyndte løsrivelsesprocessen fra EU. Premierminister Theresa May valgte i løbet af året, noget overraskende, at udskrive valg til parlamentet. Hensigten med det var, at styrke sin forhandlingsposition over for EU. Udfaldet af valget blev dog ikke helt som ventet. Tværtimod. May led et sviende nederlag, og hendes plan om at kunne gå til Brexit forhandlingerne med et styrket mandat, blev det stik modsatte. Hun var således kun i stand til at bevare regeringsmagten med støtte fra det nordirske parti DUP. Og på den måde fik den konservative leder kun en beskedent folkelig og politisk opbakning.

## Forventninger til 2018

Der er udsigt til endnu et stærkt år for den globale økonomi i 2018. 2017 var første gang i mange år, at samtlige af de store økonomier var i en ekspansiv fase. Vi så pæne vækstrater fra både USA, Europa, Japan og Emerging Markets, vores forventning er, at denne tendens vil fortsætte i 2018.

Tillidsindikatorerne og forventningerne fra erhvervslivet ligger fortsat på pæne niveauer, og mange af de politiske begivenheder, der skabte usikkerhed i 1. halvår af 2017 er nu ude af billedet.

De primære politiske begivenheder i 2018:

- Valg i Italien, 4. marts
- Brexit forhandlingerne, der officielt har deadline i marts 2019
- Amerikansk midtvejsvalg i november.

Det italienske valg tegner i skrivende stund til at blive et non-event. Det virker usandsynligt, at de to EU kritiske partier, der befinder sig på hver sin fløj, kan samle sig om en afstemning om medlemskab af EU. Så hvis man lige ser bort fra de seneste højernationalistiske demonstrationer i både Italien og Spanien, er det svært at få øje på den store dramatik.

Til som er det to år siden, briterne valgte at stemme sig ud af EU. Og selv om tonen mellem forhandlingsparterne til tider har været skarp, er der ikke mange der tror på, at det vil ende med at få alvorlige realøkonomiske konsekvenser for hverken Storbritannien, eller den resterende del af EU. Det skyldes at begge parter har en stor interesse i at bevare et godt forhold til hinanden.

I en sidebemærkning skal det dog nævnes, at Tony Blair, der som bekendt var manden der oprindeligt lovede briterne afstemningen, for nyligt været i vælten med udtalelser om, at han mente det ville være rimeligt med en ny afstemning, når betingelserne for en udtrædelse var kendt.

I forhold til det amerikanske midtvejsvalg, er den største risiko formentlig, at republikanerne mister flertallet i Repræsentanternes Hus. Noget der på ingen måde vil gøre det nemmere for Trump at få gennemført sin ønskede politik. I baggrunden lurer også undersøgelsen omkring russernes indblanding i det amerikanske valg, og om hvorvidt, eller i hvilken grad, Trump selv var involveret.

Medlemmerne af den pengepolitiske komité, i den amerikanske centralbank, forventer i skrivende stund at hæve renten tre gange i løbet 2018. Flere internationale finanshuse venter dog yderligere en, altså fire gange i alt i 2018. Markedet er dog generelt noget mere skeptisk, og forventer således kun to renteforhøjelser.

Centralbankmedlemmernes primære hovedpine har været, at få inflationen til at stige. Og på trods af, at amerikansk økonomi kører på fuldt blus, lader en stigning i inflationen vente på sig.

Flere Fed-medlemmer har hidtil givet midlertidige faktorer skylden. Men der begynder så småt at være vaklen i gelederne, og flere medlemmer har luftet tanken om, at den lave inflation muligvis ikke er af forbigående karakter, men skyldes mere permanente faktorer.

Men uanset om inflationen rent faktisk vender tilbage mod Fed's nuværende mål på ca. 2%, eller om Fed medlemmerne anser deres mål for højt, vil inflationen formentlig være det, der kan bringe markedets forventninger op på niveau med centralbankmedlemmernes.

Man skal heller ikke glemme, at Trump får mulighed for at præge den amerikanske centralbank, idet han skal indstille yderligere to medlemmer til Feds rentekomiteé. I hvilken retning han eventuelt skulle ønske at præge rentekomiteéen er dog uklart, og de to medlemmer han hidtil har indstillet,

viser i høj grad blot en videreførelse af den tidligere pengepolitik.

Fra europæisk side er der udsigt til, at 2018 kan blive året, hvor vi ser enden på de massive opkøb af europæiske obligationer fra ECB. Hen over jul og nytår er flere ECB medlemmer kommet med udtalelser om, at renten må forventes at være på vej op. Disse udtalelser stemmer meget godt overens med flere markedsdeltageres vurdering

Der lægges også op til, at det nuværende opkøbsprogram, der er sat til at udløbe ved udgangen af september måned, også kommer til en ende, og således ikke vil blive forlænget endnu engang. Dette vil kunne begrundes med bedringen i den økonomiske situation i Europa.

Og man kan ikke markedet senere på året vil begynde at se hen mod den første renteforhøjelse. Men jeg tror ECB vil holde hesten indtil de føler sig sikre på, at en forhøjelse ikke vil kvæle opsvinget.

## Nordkorea

Nordkorea har længe været på manges læber. Og med god grund. For mens missiler er fløjet hen over japanernes hoveder, har Trump endnu engang skærpet retorikken, og i en tweet påpeget, at han har en knap der er større end Kim Jong Un, og at hans (Trump's) virker. Underforstået at Trump kunne være klar til atomkrig, eller krig i det hele taget!?

Heldigvis ser det ud til at han har isoleret sig mere og mere med sine aggressioner, og den seneste udvikling er noget mere positiv. Kina har godt nok strammet sanktionerne yderligere, men måske er det lige præcis det der skal til (det har jeg i alle tilfælde argumenteret for før). For netop i dag (den 9. januar), har Nord- og Sydkorea haft et diplomatisk møde. Noget der ikke er sket de seneste mange år.

Om det er spil for galleriet, og fordi Nordkorea gerne vil med til vinter OL, som netop afholdes i Sydkorea i næste måned, må tiden vise. Men lige nu kan vi alle trække vejret lidt lettere.

## Hvad gør vi

Vi har fortsat den samme grundlæggende holdning som tidligere. Vi er ikke så nervøse for aktiemarkederne, og har fortsat en forkærlighed for europæiske aktier frem for amerikanske. Det er ikke en position vi har tjent penge på her på det seneste, men vi tror på det er det rigtige at gøre.

Vi har også fortsat en ganske beskedent undervægt af risikofyldte aktiver. Heller ikke noget vi har tjent voldsomt på i de sidste par måneder. Men aktier, specielt amerikanske, ser dyre ud, og man kan ikke få lejlighed til at købe lidt når den værste nytårseufori har lagt sig?

Der er heller ikke ændret ved vores syn på renterne. Vi har tidligere positioneret os for højere renter i USA, hvilket har virket fint. Nu overvejer vi at gøre det samme i Europa.

Derudover har vi en tro på at inflationen vil stige, og har derfor positioneret os til det, blandt andet ved at købe indeksobligationer.

Endnu engang rigtigt godt nytår, og mange venlige hilsner,

**Torben**