

Af Torben Frederiksen, direktør, Alm. Brand Asset Management



## Skidt start... og dog...

**S**cenariet vi har ventet på et godt stykke tid, er ved at bide sig fast. Renterne stiger og der kommer flere udsving på aktiekurserne. Usikkerheden begynder at brede sig. Så det vi skal til at vænne os til er, at efter en lang årrække med konstant stigende aktiekurser og faldende renter, vil udsvingene i markedet blive større.

Billedet af et bredt funderet globalt opsving ser ud til at have bidt sig fast. Alle internationale indikatorer og konjunkturdata peger i samme retning. Man taler om, at vi finder os i et såkaldt "Goldilock"-scenarie. Et udtryk der stammer fra eventyret om Guldlok og de tre bjørne, hvor alt er lige tilpas. Intet er for koldt, intet er for varmt.

Men derfor er det måske nu, vi skal til at passe på. I 2017 kunne hverken Brexit, Trump eller andre større begivenheder slå markedet ud af kurs. Nu er vi på den anden side af 2018, og så ser vi pludselig denne, vel nok lidt uventet, markedsreaktion, hvor aktier har fået et hak nedad. Og hvorfor nu det? Jeg vil stadig vove den påstand, at det er for tidligt at tale om, at økonomierne er ved at toppe. Men det er ofte når de gode nøgletal kommer, og vi alle sammen forventer det samme, man skal være på vagt.

Jeg vælger at kalde det en korrektion. I 2017 var vi vel nok alle sammen gået hen og blevet fartblinde, og ingen af os havde fantasi til at forestille os, at aktier kunne andet end at stige, og af renter ville forblive kunstigt lave i al evighed.

### Handelskrig...

En af de større risikofaktorer jeg har haft på nethinden, har været risikoen for en global handelskrig. Det har været et emne der havde stor bevågenhed ved valget af Donald Trump som USA's præsident, men som ikke har haft den store bevågenhed i lang tid. Lige indtil nu.

Trump har stillet forslag om, at pålægge import af stål 25% i importtold og 10% på aluminium. Og det uanset fra hvilket land en amerikansk virksomhed måtte vælge at importere fra. Og det kan få konsekvenser. Ikke kun for Kina, der er storeksportør til USA, men også for flere nordiske og europæiske virksomheder. Og problemet er, at det griber om sig. For hvad bliver "modtrækket" fra Europe, Kina og mange andre lande?

Generelt kan man sige, at globalisering og frihandel underbygger den globale vækst. Og det siger derfor sig selv, at begynder nogle lande at opstille barrierer, i form af forslag

som dette, vil det ikke være gavnligt for den internationale økonomiske vækst.

Det er ikke første gang Trump bevæger sig i denne retning. Tidligere har han indført importafgift på eksempelvis solpaneler. Og målet er klart. Trump ønsker at bevare amerikanske arbejdspladser. Bagsiden af medaljen er dog, at den amerikanske forbruger risikerer at skulle betale mere for sine varer.

Erfaringen med disse tiltag har amerikanerne også fra tidligere. Før Trump indførte Obama eksempelvis en treårig importafgift på dæk fra Kina. Frygten er hvad det næste træk kan blive. Kina har i alle tilfælde allerede advaret om modtræk. Det gælder også fra Europa. Handelskrige gør ikke noget godt for verdens økonomier. Inflationen presses i vejret, samtidig med at væksten falder.

Men lad os se hvor galt det går. Foreløbig er reaktionen af-dæmpet. Der bliver raslet med sablerne, bevares, men hele situationen kan også tolkes som forhandlingstaktik fra amerikansk side. Frihandelsaftalen mellem USA, Canada og Mexico, den såkaldte NAFTA aftale, er ved at blive genforhandlet. Og USA bruger de midler de kan for at få en så lukrativ aftale som muligt på plads.

### Valget i Italien

Søndagens valg i Italien blev endnu et valg, hvor protestpartierne løb af med sejren. Resultatet viste en stor opbakning til yderste højre og til populistpartierne. Meget i tråd med den udvikling vi tidligere har set i andre dele af Europa, og, ikke mindst, i USA, med valget af Trump.

Der er dog ikke udsigt til, at noget parti opnår absolut flertal. Næsten hver tredje stemme er gået til 5-stjerne partiet, med komikeren Beppe Grillo i spidsen, og står således til at blive det største parti i parlamentet.

Alt tyder på, at en egentlig regeringsdannelse bliver en langtrukket affære, og nogle taler allerede om risikoen for et nyt valg. Jeg ser i alle tilfælde risikoen for et lammet parlament som overhængende. Et lammet parlament er situationen, hvor ingen partier kan mønstre et absolut flertal, ligesom ingen koalitioner kan det. En situation der godt kan udløse et nyvalg. Hele situationen kan virke faretruende ud fra det faktum, at Italien har den næststørste gældsbyrde i EU, kun overgået af Grækenland.

En anden risiko ligger i, at 5-stjernebevægelsen, ligesom partiet Liga, er EU kritiske. Hvis de kan mønstre mere end

50% af stemmerne tilsammen, kan der være lagt op til en fornyet debat om Italiens fortsatte EU medlemskab. Det skal dog bemærkes, at retorikken i den retning fra er EU kritiske partier, har været tonet ned gennem valgkampen.

### *Ny tysk regering*

Hvor usikkerheden ser ud til at stige i Italien, har Tyskland langt om længe fået dannet en regering. Noget der har taget mange måneder nu. Så usikkerheden er reduceret her. Og selve regeringsdannelsen, der kommer til at bestå af CDU/CSU sammen med socialdemokraterne, SPD, har ikke trukket de store overskrifter.

Det ser dog ud til at Merkel & Co. kan have givet køb på for mange af deres mærkesager, og at den stramme styring af tysk økonomi kan være svækket.

### *Brexit*

Den britiske premierminister, Theresa May, præsenterede i den forgangne uge sin plan for, hvordan hun ser Brexit ført ud i livet. Samtidig var meldingen, at på trods af fremdrift i forhandlingerne, er der stadig er stor afstand mellem EU og Storbritannien, ligesom der ikke er de store udsigter til en frihandelsaftale mellem de to parter.

Forhandlingerne fortsætter for fuld styrke, og det er endnu uklart hvor en aftale lander.

### *USA*

I USA regner centralbanken med en økonomisk vækst i 2018, der kommer til at ligge over det langsigtede gennemsnitlige niveau. Det, kombineret med udsigter til, og tro på, en stigende inflation, har fået centralbanken til at varsle flere rentestigninger i 2018. Så mens markedsforventningerne har ligget på tre forhøjelser i år, blev der i den seneste tale kraftigt indikeret fire rentestigninger.

Og det går godt økonomisk. I februar steg forbrugertilliden fra 124,3 til 130,8. Et tydeligt tegn på, at den amerikanske forbruger tror på opsvinget. Humøret hjælpes nok også på vej af skattereformen, kombineret med udsigten til højere lønninger.

Hvis man renser amerikansk inflation for energi og fødevarerpriser, ser vi en stigning fra januar til februar. Der er med denne stigning udsigt til, at inflationen lander omkring de 2% for året. Noget der understøtter udsigten til flere renteforhøjelser i løbet af året.

### *Hvad gør vi*

Alt i alt ikke de store ændringer fra sidste måned. Vi tror stadig på højere renter, og beholder de positioner der vil give gevinst når renterne stiger.

Vi fortsætter ligeledes med at reducere vores positioner i realkreditobligationer. De er blevet billigere, men er stadig i den dyre ende historisk. Samtidig bør de også lide under stigende renter, hvor den præmie, eller merrente, man som investor bør have for at tage øget risiko, vil stige.

Vi fastholder også vores inflationssikrede obligationer, i troen på, at inflationen fortsætter opad.

På aktiesiden holder vi fast i, overvægten af europæiske aktier og undervægt at amerikanske. Vi har taget profit på overvægten af japanske aktier.

Mange venlige hilsner,

**Torben**