

# BI Strategi Kvartalskommentar

## 1. kvartal 2018: Aktiefald og rentestigninger

Af chefstrateg Jakob Vejle

Den globale økonomi kom ganske godt fra start i 2018. Det bidrog imidlertid til stigende renter, der sammen med en del politisk uro sendte aktiemarkedene ned i USA, Europa og i Asien. De politiske strømninger handlede ikke mindst om risikoen for en amerikansk drevet global handelskrig. Årets første kvartal stod således i skarp kontrast til 2017, der gav betydelige afkast på de globale aktiemarkeder og på mange obligationsprodukter. Globale aktier målt ved MSCI AC World faldt 3,7% målt i kroner. Federal Reserve satte renten op som ventet 25bp, mens ECB forberedte markederne på en udfasning af obligationsopkøbet mod udgangen af 2018. 10-årige statsrenter i USA steg 0,34%, mens 10-årige renter i Europa steg noget mindre. Renterne på high yield og emerging markets obligationer i USD steg godt 0,5%, hvilket indebar mærkbare kursfald på denne type obligationer. EUR og dermed DKK fortsatte sidste års tendens mod stærkere niveauer, herunder en fremgang på knap 3% mod USD. Olieprisen i form af WTI steg godt 4% og holdt sig på den høje side af 60 USD pr. tønde.

### Højkonjunktur på stabilt niveau

IMF's seneste skøn peger på, at den globale økonomi voksede med 3,7% i 2017. Det er lidt højere end den gennemsnitlige vækstrate på 3,5% siden 1980. Opsvinget har nu varet i ca. 9 år siden den store finanskrisen, og man kan med rette tale om, at vi befinder os i den sene fase af en global højkonjunktur. Det store spørgsmål er, hvornår væksten bøjer af for alvor. Indtil videre peger estimaterne i optimistisk retning. IMF skønner, at væksten bliver endnu højere her i 2018, nemlig på 3,9%. Private konsensusestimater peger på 3,8%. De foreløbige data for første kvartal peger også i relativt pæn retning. Det skønnes, at den globale vækstrate lå omkring 3,4% i Q1, marginalt højere end 3,2% i Q4 2017.

Trods disse positive data og estimater er der næppe tvivl om, at risikobilledet for den globale økonomi trækker mere nedad end op. Flere afgørende faktorer peger i den retning, nemlig 1) renteklimaet bliver gradvis mindre stimulerende og 2) Trumps nye 'handelskrig' vil give en vis modvind.

### Eskalerende handelskrig en risikofaktor

I USA skød præsident Trump en ny handelspolitisk kurs an allerede i januar med indførelsen af nye toldsatser på solceller og vaskemaskiner. I marts fulgte så annonceringen af nye toldsatser på stål og aluminium. Mange vestlige lande er foreløbigt fritaget, og der tegner sig et klart billede af, at den amerikanske handelspolitik først og fremmest går efter Kina. Der er også varslet nye kommende importafgifter på en række kinesiske varer, der fra Kinas side anses som strategisk vigtige udviklingsområder. Kinas modsvar har hidtil været ganske mildt og står mål med konsekvenserne af de nye afgifter på Kinas eksport af stål og aluminium til USA. De hidtidige konkrete tiltag, både fra amerikansk side og fra Kinas og øvrige landes side, vurderes at have begrænsede negative globale makroøkonomiske konsekvenser. Risikoen er naturligvis, at handelskonflikten eskaleres. Kardinalspørgsmålet er her, hvad agendaen reelt er i Det Hvide Hus. Her har man nok forstået, at en handelskrig også vil ramme USA's økonomi; der er ingen videre. Meget tyder på, at Trump har fokus på både Midtvejsvalget til november og på præsidentvalget i 2020. Så der er delvis tale om at skabe så meget opmærksomhed som muligt på, hvad der indtil videre er ret begrænsede handelspolitiske tiltag. Men samtidig sker der også en ideologisk forskydning i klart mere nationalistisk/protektionistisk retning i Trump-lejren. Udenrigsminister Rex Tillerson blev i marts erstattet af Mike Pompeo, den liberale nationale økonomiske toprådgiver Gary Cohn trak sig og efterlod mere plads til Peter Navarro, og senest er den nationale sikkerhedsrådgiver McMaster erstattet af John Bolton. Det er et nyt persongalleri, der i væsentlig større omfang ser fjender og konflikt, end venner og samarbejde, på den internationale scene. Det skal blive spændende at se dette holds kommende tiltag både sikkerhedspolitisk og handelspolitisk.

### Pengepolitik i mindre ekspansiv retning

Helt som ventet overtog Jerome Powell posten som chef for Federal Reserve efter Janet Yellens exit i februar. Fed hævede renten i marts med 25bp, således at Federal Funds målzonen nu ligger på 1,50-1,75%. Fed startede med at hæve renten tilbage i december 2015. Der var gennem kvartalet en del fokus på, hvorvidt Fed ville løfte den forventede rentebane for de kommende år. På det seneste møde blev rentebanen imidlertid efterladt uændret for 2018, således at der i alt er lagt op til 3

renteforhøjelser à 25bp. Kina fulgte umiddelbart i kølvandet på den amerikanske renteforhøjelse med en mindre opjustering af sine toneangivende rentesatser, mens signalerne ud af ECB fortsat peger på uændrede officielle rentesatser i 2018. ECB drejer imidlertid retorikken i mindre ekspansiv retning. På mødet i marts droppede banken budskabet om, at man står parat til at øge obligationsopkøbene, hvis vækst- og inflationsperspektiverne svækkes. Banken holder dog stadig en lille dør på klem for at forlænge de månedlige opkøb, der ellers står til at blive udfaset efter september.

Samlet set, og med USA som vigtig drivkraft, er der således en global tendens til, at pengepolitikken rykker i gradvis strammere retning. Det sker langsomt og pragmatisk, men kursen er klar. Det indebærer, at pengepolitikken ikke længere udgør den samme stimulerende kraft på verdensøkonomien som tidligere. Baggrunden for denne tendens er naturligvis, at der gradvis tegner sig et billede af et lidt større inflationspres. Det er mest synligt i USA og Kina, mens tendensen hidtil inden for euroområdet er lav og stabil. I alle regioner er der imidlertid tegn på, at økonomiernes ledige ressourcer svinder ind, hvilket normalt vil afstedkomme stigende inflation. Det er det, centralbankerne er i gang med at gardere imod.

Udviklingen på globale markeder 1. kvartal 2018						
<b>Renter</b>						
	USA	Tyskland	UK	Japan		
3-månedes Tbill	37 bp	-6 bp	9 bp	1 bp		
2-årige renter	38 bp	3 bp	38 bp	0 bp		
10-årige renter	34 bp	8 bp	16 bp	-2 bp		
	EUR Inv. Grade OAS	US High yield OAS	EM Gov. OAS			
Kreditspænd	10 bp	17 bp	29 bp			
<b>Aktier</b>						
	S&P 500	Stoxx 600	DK KAX	Topix		
Udvikledede markeder	-3,4%	-4,7%	-3,0%	-6,3%		
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina		
BRIK lande	-2,5%	10,8%	8,3%	-5,2%		
<b>Råvarer</b>						
	Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer		
	-2,5%	4,3%	-1,7%	5,6%		
<b>Valuta vs. EUR (pos=Eur styrkelse)</b>						
	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/SEK	EUR/NOK	EUR/CHF
	2,7%	-3,4%	-1,4%	5,1%	-1,4%	0,5%

### Højere USD-renter, også i emerging markets

Det var i øjenfaldende at notere sig, at årets første kvartal bød på faldende kurser, både på aktier men også på de fleste obligationsområder. Kausaliteten var klar, nemlig at de stigende renter/faldende obligationskurser skabte uro på aktiemarkederne. Den 10-årige amerikanske statsrente startede årets i ca. 2,40% men nåede allerede medio februar en top på 2,95%, tæt på de 3% som mange betragter som et vigtigt trendniveau. Et brud her kan markere en afgørende vending i det trendvise rentefald, vi ellers har været vidne til siden starten af firserne. Renten i USA dykkede dog mod slutningen af kvartalet ned mod 2,75% og steg dermed i alt 34bp, jf. også tabellen herover. Hele rentekurven skød op med 30-40bp, både i kraft af udsigten til renteforhøjelser fra Fed som følge af højere inflationspres, og af udsigten til voksende amerikanske budgetunderskud i de kommende år. Den omfattende skattereform, samt øgede offentlige udgifter som del af en budgetaftale mellem republikanerne og demokraterne, vil indebære markant større finansieringsbehov i en længere årrække.

Øvrige USD-obligationer så ligeledes klare renteforhøjelser gennem kvartalet og en udvidelse af renteforskellen ("risikopræmien") til statskurven. EM-statsobligationer i USD så et løft i rentespændet på ca. 29bp mens amerikansk high yield så en udgang på 17bp. Der har været en del fokus på, hvorvidt en svækkelse af high yield obligationsmarkedet igen (som i 2015-16) kunne markere startskuddet for dårligere tider på aktiemarkederne.

Rentebilledet i Europa var noget mere afdæmpet. Den 10-årige tyske statsrente sluttede kvartalet næsten uændret omkring 0,5%, men var i løbet af perioden oppe og vende 0,77%. Statsrenterne faldt tilbage igen i lyset af svækkelsen på aktiemarkederne. Renten på EUR investment grade virksomhedsobligationer steg beskedne 14bp til 0,9% gennem kvartalet.

Svækkelsen af USD/styrkelsen af EUR på ca. 2,7% var med til at holde renterne nede inden for eurozonen, ligesom den beskedne udvikling i inflationen (omkring 1%) bidrog til det lave renteniveau.

### **Aktiemarkeder ramt af både renter, handelskrig og modstand mod IT-giganter**

Aktiemarkederne kom godt fra start fra årsskiftet, men nåede allerede en top i slutningen af januar. Herefter blev markederne ramt i første omgang af stigende renter, i næste runde af Trumps nye offensive handelspolitiske kurs, og senest af tydelig politisk opposition til særlig dele af den amerikanske IT-sektor. Fx kom Facebook under et betydeligt pres i marts pga. skandalen om, at 50 mio. brugeres personlige data havnede hos Cambridge Analytica, selskabet der bl.a. var hyret af Trump-lejren under præsidentvalget. Tesla kom under pres pga. dødsfald relateret til det semi-automatiske styresystem og problemer med at nå produktionsmålene. Amazon blev presset af en række Twitter-udfald fra selveste Trump, der bl.a. opponerer mod selskabets skattepraksis og skadelige forretningsmodel for de i stigende grad udkonkurrerede detailhandelsbutikker. IT-sektoren i S&P500 sluttede dog kvartalet af med et afkast på 3,5% i USD, mens telekom og stabilt forbrug så betydelige tab på godt 7%. I alt faldt S&P500 3,4%, jf. tabellen ovenfor. Endnu værre gik det ud over europæiske aktier (Stoxx600 faldt 4,7%) og japanske aktier (Topix faldt 6,3%). Samlet set havde emerging markets aktier en noget bedre udvikling. MSCI EM indekset steg 1,2% målt i USD. Det var særligt de råvareture børser, fx i Brasilien og Rusland, der viste klare stigninger.

### **Forventninger til resten af 2018**

Efter snart 9 års opsving er store dele af de finansielle markeder dyrt prisen fastsat. Derudover står den globale økonomi sandsynligvis på en cyklisk top. Det sker vel at mærke på et tidspunkt, hvor den globale gældsætning er øget drastisk, og hvor det pengepolitiske pendul drejer i strammere retning. Det er en cocktail, der ikke er særlig komfortskabende set fra et investorperspektiv. Sandsynligheden for, at aktie- og obligationsmarkederne kan levere ligeså gode afkast i 2018, som i 2017, er lav. Vi er i den sidste fase af en aktiefest, der har skabt et globalt afkast på hele 16% p.a. i DKK siden bunden i 2009. Det tempo er ikke holdbart, for kursstigningerne har overhalet indtjeningsfremgangen markant, hvilket har skabt høje kursniveauer ift. indtjeningen på mange selskaber. Ikke overraskende har vi allerede set korrektioner på over 10% på udvalgte aktiemarkeder. S&P500 faldt 12% fra toppen 26. januar til 9. februar. I skrivende stund er en del aktiemarkeder omkring årets laveste.

Når det er sagt er det ikke vores vurdering, at aktiemarkederne har taget hul på en større trendvis længerevarende nedtur. Selvom pengepolitik og handelskrig vil tage toppen af den globale økonomiske vækst ventes både 2018 og 2019 stadig at være præget ved relativ høj vækst. Det skaber indtjeningsvækst i virksomhederne i bred forstand, en faktor der traditionelt har været afgørende for aktiekursernes retning. Globalt peger forventningerne på en fremgang i indtjeningen (EPS på MSCI AC World) på ca. 20%. Selvom den faktiske udvikling skulle ende 5% lavere, vil indtjeningsfremgang højst sandsynligt blive den afgørende løftestang for aktiemarkederne. Vi fastholder vores forventning om, at de globale aktiemarkeder ender med at levere et afkast på 5-10% i 2018 målt i DKK.

Derimod er løftet i renterne en del af en større trend, der begyndte allerede tilbage i 2016. Her bundede den 10-årige amerikanske statsrente omkring 1,35% og er nu 140bp højere. Fed vil sandsynligvis fortsætte med at sætte den korte rente op mod 3-3,5% ind i 20'erne, en fordobling af dagens renteniveau på 1,50-1,75%. De lange statsrenter i USA har allerede taget en del forskud på dette, og vi forventer ikke et afgørende brud op gennem 3% i løbet af 2018. I Europa er det fortsat vores vurdering, at de 10-årige tyske og danske statsrenter vil ligge i intervallet 0,5-1% ultimo 2018; vi regner med at se "1-tallet" i løbet af året. Hverken ECB eller Nationalbanken kommer til at hæve renten i år, men det bliver derimod historien for 2019.

Scenariet for hovedvalutaerne fremstår særdeles usikre, idet der både er afgørende fundamentale faktorer på spil, samt en byge af politisk usikkerhed, herunder risikoen for eskalerende handelskonflikt. Skulle USA lykkes med at reducere handelsunderskuddet ift. omverden, ville det isoleret set være et plus til USD. Rentebilledet mellem USA og fx euroområdet og Japan på den anden side taler også til USD's fordel. Omvendt er det muligt, at Trump & Co. faktisk er i gang med at skabe en politisk risikopræmie til ugunst for USD. I Europa er både italiensk politik og de videre Brexit-forhandlinger faktorer, vi holder øje med. Der er endnu ikke dannet en italiensk regering efter valget 4. marts, men det er ikke umuligt, at en sådan bliver mellem de stærkt populistiske partier M5S og Lega'en. Selvom M5S klart har afvist folkeafstemninger om både EU-medlemskab og euro-samarbejde, er Lega'en noget mere kritisk; det kan blive en kilde til lidt større usikkerhed på EUR. Alt i alt er det vores vurdering, at USD har større stigningspotentiale mod EUR end omvendt.

### **Disclaimer**

BankInvest-koncernen påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra en ekstern kilde, og BankInvest forbeholder sig ret til at foretage justering af informationerne. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller unkladelser foretaget på baggrund af informationerne. Modtageren opfordres om nødvendigt til at søge bekræftelse af specifikke data og informationer.