

Et hårdt år for næsten alle markeder

2018 blev efter flere års fine stigninger et hårdt år for rigtig mange aktivklasser, herunder aktier. Efter mange år med lav vækst, men rigelig likviditet til at drive de fleste aktivpriser i vejret, ser festen ud til at være forbi. Nu trækker centralbankerne likviditeten tilbage og hæver renterne, hvilket sender rystelser gennem finansmarkederne. December var eksempelvis den svageste amerikanske afslutning på året siden 1930'erne. VIX indekset viste den største en-dags stigning i historien og italienske 2-årige renter den største en-dags bevægelse siden 1993. Olieprisen faldt 30 pct. efter toppen i oktober.

De toneangivende aktieindeks endte for de flestes vedkommende med fald over 10%. Faldene skyldes en kombination af høj prissætning, frygt for økonomisk opbremsning, den geopolitiske udvikling og renterne. I mange indeks var 2018 det værste aktieår siden 2008. De store fald har trukket prissætningen på aktier markant ned og gjort aktivklassen mere attraktiv. Det var især industrials, der blev hårdt ramt, og i Europa var det specielt bilsektoren og bankerne som hang i bremsen. Den bedste sektorperformance var inden for Health Care og Utilities. Det meste af året var det de amerikanske aktier, som var i føretrøjen, men Europa halede lidt ind i 4. kvartal. Ligeledes indhentede defensive aktier de cykliske i 4. kvartal, mens Value på året lå lidt efter Vækst, på trods af en fin slutspurt i USA.

På rentefronten så vi en stigning i den 10-årige amerikanske rente frem mod november, hvor renten kom over det psykologiske vigtige niveau på 3,00%. Den kunne dog ikke holde niveauet og faldt sidst på året tilbage i 2,70%. En tendens igennem året har været et mindre og mindre spænd imellem den 2-årige og 10-årige amerikanske rente. Dette kendes også som en fladning af rentekurven. Det er noget, som markedsdeltagerne har haft stort fokus på, da en invertering (2-årige større end 10-årige renter) historisk har været en stærk indikation for en nærtforestående recession. Selv om investorerne har fokus på den flade rentekurve, så skal man huske på, at vækstnedgangen først historisk er sket 1.5 år efter invertering og at signalet i sig selv ikke giver noget entydigt forecast af aktiemarkedet. Historisk ved vi til gengæld at kreditmarkedet har det svært efter invertering af rentekurven.

I de italienske renter blev 2018 et år præget af voldsom volatilitet oven på uenigheder omkring finanslov mellem den populistiske italienske regering og EU.

På kreditmarkederne var det et særdeles hårdt år, hvor både investment grade og high yield-segmenterne blev hårdt ramt. Både EUR- og USD-denominerede papirer blev hårdt ramt. Efter faldene og dertilhørende udvidelser i kreditspænd, begynder kredituniverset at se mere attraktivt ud absolut set.

Olieprisen steg frem til starten af oktober til 84 USD pr. tønde Brent. Dette var det højeste niveau siden 2014. Herefter faldt prisen dog tilbage, og olien sluttede året i 54 USD pr. tønde Brent. Olieprisen er en stor og volatil komponent af headlineinflationen. Værdipapirer der er bundet op på disse inflationsmål, f.eks. visse inflationsindekseerede obligationer, har set deres priser drevet af udviklingen i olieprisen.

På valutamarkedet så vi en løbende dollarstyrkelse over for euro, specielt i 2. kvartal. Udviklingen var bl.a. drevet af spændet imellem amerikanske og europæiske renter. Det britiske pund blev svækket mod de andre store valutaer. Disse bevægelser var primært drevet af udviklingen omkring en aftale vedrørende Brexit. Først på året lå pundet stærkere, da det så ud til, at Storbritannien kunne få en god aftale - en såkaldt "Soft" Brexit. Det vendte dog senere på året, da en aftale ikke kom i hus, og frygten for en "Hard" Brexit tog over. Yen blev styrket over for dollar først på året grundet mere høgeagtige udmeldinger fra Bank of Japan. Det vendte dog bl.a. grundet den fortsat stærke udvikling i amerikanske renter. Emerging Markets-valutaerne tabte generelt meget frem til september. Det var bl.a. den geopolitiske uro og relative styrke af den amerikanske økonomi, der drev denne udvikling. Sidst på året sås et fornuftigt comeback til Emerging Markets, blandt andet ført an af det brasilianske valgresultat, men også mere forsonende toner mellem USA og Tyrkiet.

Ved udgangen af sidste år var euforien omkring kryptovalutaer total. Bitcoin - en af de bedst kendte kryptovalutaer - steg i 2017 over 1600%, og andre mindre kryptovalutaer havde lignende stigninger. De store stigninger fik mange til at snakke om en egentlig boble. I 2018 punkterede boblen, og de ledende kryptovalutaer Bitcoin, Litecoin og Ethereum faldt med 70%-85%.

Høj amerikansk vækst i 2018, men lavere tempo i 2019

I USA fortsatte opsvinget i 2018 med en stærk jobskabelse, der har sendt arbejdsløsheden til det laveste niveau siden starten af 00'erne. BNP-væksten har været stærk, i omegnen af 3,5% i 2018, især underbygget af massive skattelettelser. Inflationen sluttede året på et niveau omkring 2,2% YoY. Et niveau der ligger nær den amerikanske centralbanks mål. På trods af et år med stærk økonomisk udvikling, så vi dog også mod slutningen af 2018 en afbøjning i den amerikanske økonomi. Især handelskrigen har været med til at påvirke handel og erhvervstillid negativt. Afbøjningen i 4. kvartal bekræfter, at vi befinder os i den sencykliske fase.

I Eurozonen er det fortsat lidt mere trægt. I starten af året aftog BNP-væksten og lå for året i niveauet 1,3%. Arbejdsløsheden er fortsat høj på 8,2%, men den har dog været faldende igennem 2018. Headline-inflationen nærmer sig ECB's ønskede mål omkring de 2% og kom i løbet af året også over de 2%. Stigningen var dog i høj grad drevet af den stigende oliepris sammen med en svagere EUR i første halvår. Kerneinflationen ligger fortsat lavt på 1%. I starten af året var der optimisme at spore i Eurozonen efter valget af Emmanuel Macron og tegn på et større sammenhold i EU. Mod slutningen af året sås dog samme afbøjning som i USA, og optimismen blev afløst af frygt og splittelse. Især i Frankrig så vi dette i forbindelse med voldelige demonstrationer imod Macrons politik. Paradoksalt nok har den britiske udmeldelse af det europæiske samarbejde givet medvind og støtte til det poliske europæiske samarbejde fra de øvrige EU borgere.

I Kina så vi mod slutningen af året også en afmatning af væksten. Der var også en faldende optimisme at spore i den aftagende erhvervstillid, hvilket især skyldes handelskrigen med USA. Dertil er kinesisk økonomi strukturelt udfordret med svagere momentum på ejendomsmarkedet og transformationen over mod en mere indenlandsk drevet økonomisk vækst.

Der føres forskellige pengepolitikker, men globalt strammes der op

Pengepolitikkerne i de store økonomier har været divergerende i 2018. I USA så vi fire renteforhøjelser op til niveauet 2,25-2,50% for den toneangivende Federal Funds Rate. I USA blev centralbankdirektør Janet Yellen udskiftet med Jerome Powell, der dog har vist sig at fortsætte med samme politik som Yellen. Der forventes fra centralbankens side 1-2 renteforhøjelser igennem 2019. I givet fald vil renten komme op på et niveau, der er blevet omtalt som "nær neutralt langsigtsniveau". Markedet har dog et andet syn på antallet af renteforhøjelser, og vurderer centralbankens estimater som værende for aggressive. Fra markedets side forventes ingen renteforhøjelser i 2019, tværtimod vurderes det mest sandsynligt at renten sænkes. I de seneste udmeldinger fra Jerome Powell betoner han, at Fed er fleksible og kan og vil bruge alle pengepolitiske redskaber om nødvendigt, hvis en vækstafmatning indtræder.

EU og Japan holdte i 2018 fortsat de korte renter i ro. Den eksakte timing for EU's første renteforhøjelse er endnu uvis, men Mario Draghi, chefen for ECB, har udtalt, at den tidligst kommer efter sommeren 2019.

De historiske store opkøbsprogrammer, de såkaldte "Quantitative Easing" programmer, er ved at blive rullet tilbage. USA's centralbank geninvesterer ikke længere udbytter fra deres beholdninger, og balancen er derfor så småt begyndt at formindskes. I EU blev opkøbene halveret først i september, og ved udgangen af året blev opkøbene helt stoppet. Udbytterne geninvesteres dog fortsat, og balancen holdes således konstant for nu. Det forventes dog, at de vil gå i USA's fodspor og begynde at afhænde balancen.

Den kinesiske centralbank har lempet sin pengepolitik ved at sænke sit reservekrav til bankerne og indskudt kapital i den kinesiske finanssektor. Tiltagene er sat ind for at støtte op om en svækkelse i den kinesiske økonomi og modvirke den stigende negative effekt fra handelskrigen.

Et tema vi har set i 2018, er populistiske angreb på centralbankernes uafhængighed. I Tyrkiet er præsident Recep Erdogan begyndt at yde indflydelse på centralbankens beslutninger, og centralbankens uafhængighed er derfor kompromitteret. I USA blev en lignende tendens set med præsident Donald Trump, der i en række beskeder på Twitter har beskyldt den amerikanske centralbank for at modarbejde USA's økonomiske fremgang.

Nu mærkes konsekvenserne af handelskrigen

Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede i 2018 med indførsel af de første tariffere, og har været et stort tema året igennem. De første tariffere blev pålagt kinesiske varer i januar, og de er løbende blevet mødt med tariffere fra Kinas side. Kina har især pålagt tariffere på varer, der rammer Trumps store støttegrupper såsom landmænd og fabriksarbejdere. Sidst på året begyndte det dog at lysne, da planlagte amerikanske tarifforhøjelser blev udskudt, mens de to nationer vil indgå i forhandlinger omkring fremtidige handelsvilkår.

Brexit var et stort tema i 2018. Briternes udtrædelse fra den Europæiske Union vil træde i kraft i marts 2019 og igennem året har der været forhandlinger om, hvordan udtrædelsen skal foregå, samt hvordan Storbritannien fremadrettet skal kunne handle og samarbejde med EU. Ved udgangen af året, er der endnu ikke faldet en aftale på plads og skræks scenariet omkring en udtrædelse uden en aftale - en såkaldt "No Deal" eller "Hard" Brexit - er således fortsat på bordet. Dette vurderes at være et katastrofalt udfald for briterne, der i givet fald står til at blive hårdt ramt økonomisk.

Populismen fortsætter sin fremmarch på den globale scene med valget af den brasilianske præsident Jair Bolsonaro og en populistisk regering i Italien. Den nye italienske regering har allerede haft en kamp med EU omkring størrelsen på underskuddet i statsbudgettet. Den nye italienske regerings aftryk har kunnet spores i de italienske renter, der for alvor har oplevet stor volatilitet i 2018.

I 2018 var der midtvejsvalg i USA. Demokraterne overtog Huset, og Kongressen er nu splittet imellem Republikanerne og Demokraterne. Splittelsen betyder, at Demokraterne vil kunne sætte en kæp i hjulet på præsident Donald Trumps initiativer og åbner samtidig for muligheden for en rigsretssag mod Trump, hvis Demokraterne vurderer det nødvendigt. Det kan ske i kølvandet på Robert Muellers efterforskning af russernes indblanding i valget i 2016 og Trumps forhold til russerne undervejs. Indtil videre er Trumps tidligere advokat, Michael Cohen, blevet dømt for bl.a. at have løjet for Senatet.

Den voldsomme retorik imellem USA og Nordkorea blev i 2018 afløst af venskabelige taktik imellem Kim Jong-Un og Donald Trump. De to mødtes til et topmøde i Singapore i juni måned, hvor de første skridt mod en atomafrustning af halvøen blev taget, og hvor Nordkorea startede sin rejse mod integration i det globale samfund.

Saudi Arabien stjal sidst på året mediernes fokus, efter at den kritiske journalist Jamal Khashoggi blev myrdet på et saudiarabisk konsulat i Istanbul. Drabet trækker tråde til kronprins Mohammed bin Salman, der ellers har haft et ry for at være en progressiv figur, der er ved at trække Saudi-Arabien ind i det 21. århundrede.

Hvad ser vi frem imod i 2019?

I 2018 har vi set en moderation i den globale vækst, og 2019 kan blive året, hvor vi ser en opbremsning efter mange år med positiv økonomisk udvikling. Det vækstscenarie som nu er indpriset i finansmarkederne, vurderes dog at være en kende for pessimistisk, når vi evaluerer de aktuelle nøgletal og sammenholder med vores politiske hovedscenarier. Der er plads til en væsentlig vækstafmatning, uden at det vil komme som en overraskelse for markedsdeltagerne.

I Alm. Brand forventer vi, at 2019 igen vil være et år præget af stor volatilitet på de finansielle markeder, lige som i 2018. Vi mener, at globale aktier vil give et fornuftigt risikojusteret afkast underbygget af en mere favorabel værdifastsættelse efter den seneste korrektion, fortsat lempelig global pengepolitik og bidrag fra at markant fald i energipriserne.

På centralbanksiden ser vi frem til yderligere normalisering. Vi forventer, at USA's centralbank vil fortsætte nedbringelsen af balancen og måske også hæve renten yderligere. Her i de første dage af det nye år, er markedet dog vendt rundt på en tallerken og indikerer nu, at det er overvejende sandsynligt, at vi ser en rentesænkning ved udgang af 2019, hvilket vi mener er en tand for pessimistisk.

Måske 2019 kan blive året, hvor vi vil se det næste skridt fra ECB mod en normalisering. Selv om markederne pt. indikerer, at det først bliver midt i 2020, kan det ikke afskrives, at vi vil se én renteforhøjelse engang efter sommeren både fra europæisk side, men også fra Nationalbanken, som i øvrigt godt kan tænkes at agere selvstændigt i 1. halvår, hvis presset på kronen fortsætter.

Vi forventer også et år, hvor de lange renter – især i Europa – vil stige og komme tættere på de amerikanske.

Vi ser frem mod en endelig afslutning på Brexit i 2019. Hvis forhandlingsperioden ikke bliver forlænget, vil Storbritannien udtræde af EU d. 29. marts. Denne begivenhed vil blive skelsættende i EU's historie, og Storbritanniens fremtid vil i stor grad afhænge af aftalens endelige udformning. Det er vores hovedscenarie, at der landes en udtrædelsesaftale.

Vi ser også frem til et forår, hvor vi forventer at handelskrigen mellem USA og Kina aftager yderligere. Der var positive tegn omkring en afbøjning af handelskrigen på G20-topmødet sidst i 2018 og de økonomiske omkostninger er nu tydelige for

begge parter. Til gengæld vil vi fortsat henover de næste år se en eskalerende konflikt på det teknologiske område, i industrien og på sikkerhedsområdet.

Risici i 2019

Den store risiko i 2019 er, at vi går ind i en recession. Selvom det ikke er vores primære scenarie, kan flere ting udløse en tilbagegang i økonomierne.

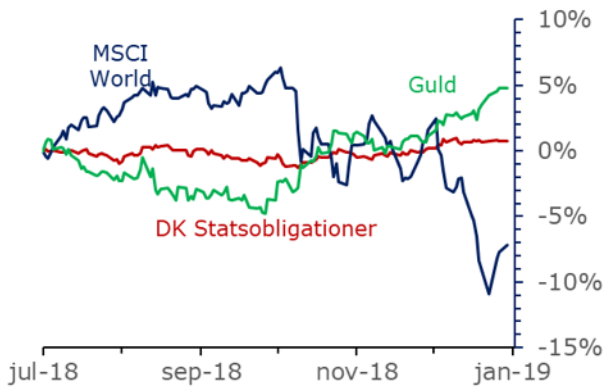
Eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina er en af de store risikofaktorer. Hvis ikke de to nationer når frem til en aftale og fortsætter med indførsel af nye og større tariffer, vil det føre til mindre handel og yderligere sænkelse af optimismen. Dette kan sprede sig og indlede en recession, ikke bare i USA og Kina, men på globalt plan.

Fejltiming i pengepolitikken er også en reel risiko. Hvis centralbankerne strammer for hårdt på de forkerte tidspunkter kan det være med til at kvæle de økonomier, der har passeret toppen af konjunkturcyklen. De stigende renter kan også medvirke til flere virksomhedskonkurser. Mange virksomheder har udnyttet de lave renter til at optage stor gæld og stigende renter kan gøre det svært for de højtforældede virksomheder at betale renterne (hvis deres rente er varierende) og refinansiere deres gæld ved udløb.

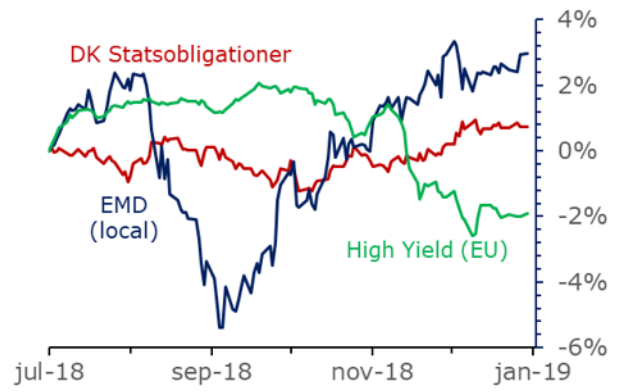
Vi ser også Donald Trump som en risiko i 2019. Han har senest med nedlukningen af regeringen grundet manglende midler til en grænsemur vist, at han er villig til at gå langt og bruge hårde metoder for at få sin politik igennem. Markedet kan reagere negativt på brugen af disse metoder. Flere afsløringer i Robert Muellers efterforskning, som direkte implicerer Trump eller hans nærmeste, har også potentialet til at sende chokbølger igennem markederne.

Sidst så er inflationen/deflationen endnu en joker i 2019. Herunder også hvad der sker med olieprisen i det kommende år. Vi har tidligere set, at en sådan nedgang i kinesisk PMI, som vi er begyndt at se konturerne til, kan sende olieprisen markant længere ned. Den europæiske kerneinflation ligger allerede på et lavt niveau, og hvis det kombineres med afmatning i den kinesiske efterspørgsel, cyklisk tilbagegang samt markant lave energipriser, så er ECB udfordret. I USA peger indikatorerne på en overraskelse i den anden retning, da vi ved at lønvæksten reagerer trægt. Hertil peger nogle af de fremadrettede indikatorer for kerneinflationen på stigninger forude.

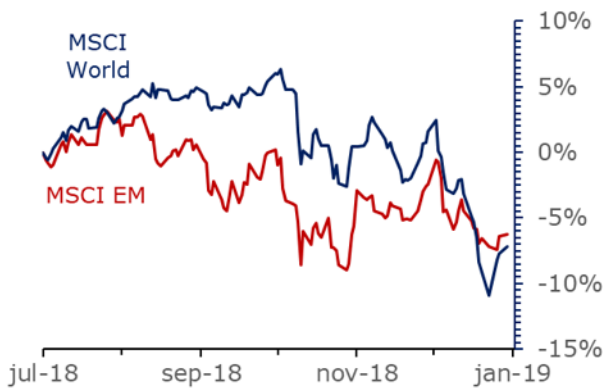
Afkast 6m: Aktier, guld og obligationer



Afkast 6m: Obligationer



Afkast 6m: Aktier, regioner



Afkast 6m: Aktier, lande



Ansvarsfraskrivelse:

Dette materiale er udarbejdet af Alm. Brand Bank (Banken) til generel orientering for de investorer, som Banken har udleveret materialet til. Investorerne må selv fortolke materialet, og er velkomne til at kontakte Banken for nærmere redegørelse om forudsætningerne, som materialet bygger på.

Banken har efter bedste evne bestræbt sig på at sikre, at oplysningerne er fuldstændige og korrekte, men påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Banken påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet. Banken gør opmærksom på, at oplysninger, herunder eventuelle priser og kurser, kan blive eller er forældet.

Såfremt en publikation forældes, er Alm. Brand Bank på ingen måde forpligtet til at opdatere publikationen, informere modtagerne af publikationen eller foretage nogen anden handling.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

Fremtidige afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover.

Risikoadvarsel

Handel med de produkter og ydelser som Banken tilbyder, selv hvis handlen er gjort i overensstemmelse med en anbefaling, kan resultere i tab såvel som fortjeneste. Banken er ikke ansvarlig for tab hidrørende fra en investering, der er foretaget på baggrund af en formodet anbefaling.

Ansvarsfraskrivelse

I tillæg til oplysningerne i denne Disclaimer henvises til Alm. Brand Banks ansvarsfraskrivelse <https://www.almbrand.dk/spb/om-os/ansvarsfraskrivelse/>