

Kvartalsrapport

1. kvartal 2018

RESUME

Økonomiske udsigter

Det økonomiske opsving i verdensøkonomien fortsatte med at tage til i fart ind i 2018, og de positive udsigter blev bekræftet af IMF, der opjusterede vækstforventningerne til verdensøkonomien.

Udsigterne så lyse og ukomplicerede ud, da opsvinget var bredt funderet i alle regioner i verden, men pludselig ændrede risikobilledet sig markant, da Donald Trump indførte toldsatter specielt rettet mod Kina. Den politiske risiko vendte således tilbage på de finansielle markeder i 1. kvartal 2018 på et tidspunkt, hvor de økonomiske udsigter for verdensøkonomien ikke har set lysere ud i mange år.

Det virker som om, vi økonomisk set står ved en skillevej, hvor det ene udfald er ”Goldielock” scenariet, mens det andet udfald er det stik modsatte - afhængig af, om der kommer en handelskrig mellem USA og Kina eller ej. Grundlæggende har vi svært ved at tro, at Donald Trump har et ønske om at kaste USA ud i en handelskrig, der også vil være ødelæggende for den amerikanske økonomi, men der er heller ingen tvivl om, at Trump vil have nogle indrømmelser fra Kina. Så hvor det hele ender, er som altid svært at spå om, og ikke mindst om der sker en yderligere eskalering før en evt. politisk aftale falder på plads. Vi er af den opfattelse, at man som investor risikomæssigt i øjeblikket bør ligge sig tæt op ad den langsigtede fordeling mellem aktier og obligationer, man ønsker. Fokus på risikospredning er specielt i denne situation meget ønskværdigt.

Aktiemarkedet

Der er ikke nogen entydig konklusion på, hvorvidt aktier i øjeblikket er billigt eller dyrt prisfastsat ud fra en historisk sammenligning, men kan selskaberne levere den forventede indtjeningsfremgang i 2018, bør der være basis for, at en global aktieportefølje kan slutte 2018 med et afkast i niveau 5-10%, målt i DKK, forudsat at der ikke sker utilsigtede hændelser, så som en forøget politisk risiko eller et kraftigt sigende globalt renteniveau.

Obligationsmarkedet

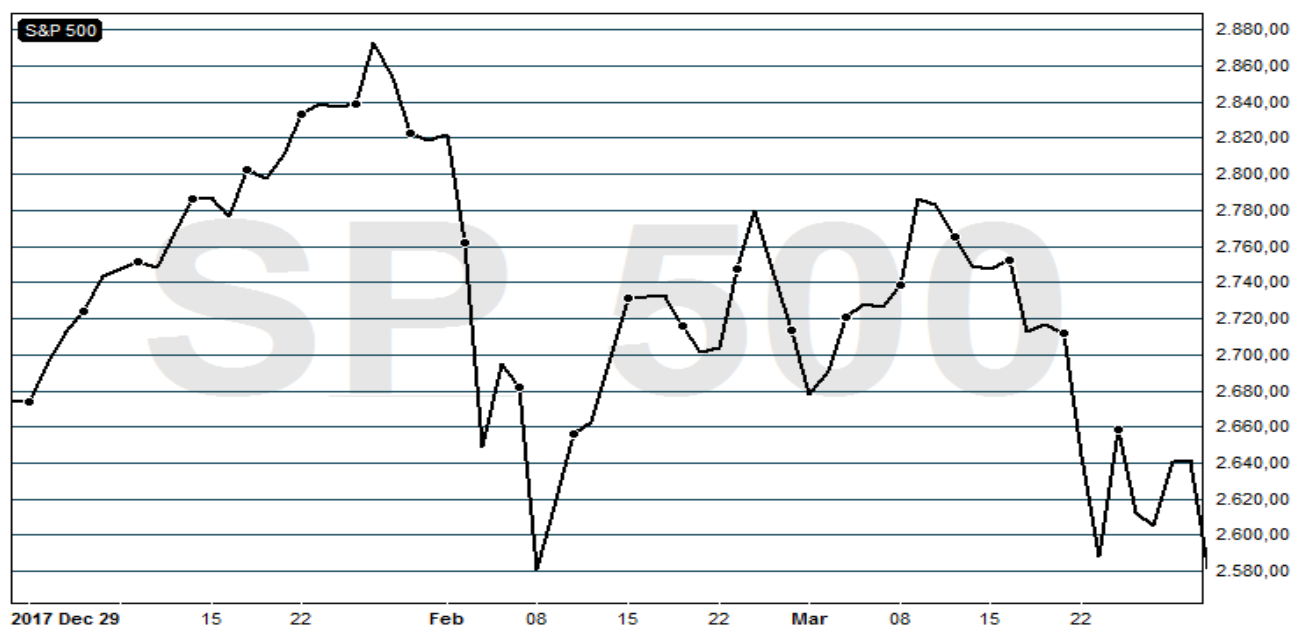
Obligationsrenterne er faldet tilbage i Europa i slutningen af 1. kvartal 2018, og med det in mente, samt at japanske investorer måske snart vil stoppe med at købe så mange lange danske realkreditobligationer, anbefaler vi, at man som investor har en relativt lav varighed på sin obligationsportefølje suppleret med en mindre andel af statsobligationer fra Emerging Markets. Som husejer og låntager kan man overveje en lang fastforrentet finansiering af sin bolig, hvis det passer med planerne for boligen.

Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2018

Udvikling i 1. kvartal 2018					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2018
	29.12.17	30.03.18			
OMX CGI	1.352,77	1.330,84	-21,93	-1,62%	-1,62%
OMXC Cap. GI	1.556,67	1.559,50	2,83	0,18%	0,18%
MSCI World All Countries	2.131,03	2.064,96	-66,07	-3,10%	-3,10%
MSCI USA*	15.795,99	15.127,02	-668,97	-4,24%	-4,24%
MSCI Europa*	11.153,03	10.520,93	-632,10	-5,67%	-5,67%
MSCI Japan*	21.324,19	20.648,34	-675,85	-3,17%	-3,17%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2018
	29.12.17	30.03.18			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,16%
4% STAT 2019	-0,58	-0,58	0,00	0,09%	0,09%
3% STAT 2021	-0,29	-0,31	-0,02	0,01%	0,01%
4,5% STAT 2039	0,98	0,99	0,01	0,05%	0,05%
2,0% NYK 2050	2,05	2,10	0,05	0,16%	0,16%
BDEN15**				-0,07%	-0,07%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2018
	29.12.17	30.03.18			
USD/DKK	6,21	6,01	-0,20	-3,18%	-3,18%
EUR/DKK	7,44	7,45	0,01	0,09%	0,09%
JPY/DKK	0,055	0,057	0,001	2,68%	2,68%

Aktiemarkedet

Det har været et begivenhedsrigt kvartal på de globale aktiemarkeder. I starten af kvartalet var der fokus på, at væksten i verdensøkonomien i 2018 blev lidt højere end tidligere ventet, hvilket bl.a. kom til udtryk ved, at IMF (benævnes også Den Internationale Valutafond) opjusterede vækstforventningerne til 2018.



Samtidig begyndte virksomhederne at aflægge deres årsregnskaber fra 2017, hvor det generelt blev bekræftet, at selskaberne verden over havde oplevet en to cifret vækst i indtjening pr. aktie, og der blev også stillet en pæn indtjeningsfremgang i udsigt for 2018. De positive økonomiske udsigter blev belønnet på aktiemarkederne, som generelt startede kvartalet med nogle pæne stigninger, som det kan ses af ovenstående graf for det amerikanske aktieindeks S&P 500.

Efter den gode start på året begyndte problemerne at melde sig. Nu det gik så godt med den økonomiske vækst i verdensøkonomien, så begyndte tvivlen at melde sig omkring, hvorvidt renteniveauerne nu også var alt for lave i den vestlige verden. Og der var kommet ny centralbankchef i USA, Jerome Powell, og vil han begynde at hæve renten hurtigere og kraftigere end tidligere ventet nu, hvor det gik endnu bedre økonomisk? Dette resulterede i, at den 10 årige amerikanske statsrente steg fra et niveau omkring 2,45% ved årets begyndelse til knap 3% medio februar (se graf nedenfor).



Denne forholdsvis kraftige og hurtige rentestigning på obligationsmarkederne spredte sig til aktiemarkederne med kursfald til følge. Således satte aktiemarkederne hurtigt årets stigning over styr, da investorerne blev bange for, at renterne skulle stige endnu mere. Når økonomien går godt, er det ”naturligt” at renterne også stiger, hvilket ofte tolkes som et sundhedstegn for økonomien, bare renterne ikke stiger for meget og for hurtigt. I takt med at frygten for yderligere hurtige og kraftige rentestigninger på obligationsmarkederne aftog, vendte tiltroen også tilbage på aktiemarkederne og aktierne begyndte at stige igen i løbet af februar måned.

Men så kom næste chok! Pludselig annoncerede Donald Trump den 28. februar, at han ville indføre en stål- og aluminiumstold på den amerikanske import. Dermed var der lagt op til en potentiel handelskrig mellem USA og det meste af verden! Så fik aktierne en tur ned igen. Igen overraskende åbnede Donald Trump op for, at USA’s allierede kunne blive fritaget for den nye told, herunder EU, Canada og Brasilien, hvilket blev tolket som en væsentlig nedtrapning af frygten for en global handelskrig, og aktierne begyndte at stige igen. Men så kom næste bølge af politiske tiltag fra Donald Trump, som var direkte rettet imod Kina, som så svarede igen med told på amerikanske varer. Nu begyndte truslen omkring en mere udbredt handelskrig mellem USA og Kina pludselig at tage form, og så fik aktierne en tur ned igen, og de fleste af aktiemarkederne sluttede således 1. kvartal 2018 med negative afkast, som det kan ses i tabellen på den forgangne side.

Udviklingen på aktiemarkederne i BRIK landene, målt i DKK, har været noget uensartet i løbet af det forgangne kvartal. Det kinesiske aktiemarked er faldet knap 4% målt i DKK, hvilket bl.a. kan henføres

til den spændte politiske situation mellem Kina og USA, mens de indiske aktier er faldet lidt over 8% målt i DKK, hvor størstedelen af falde skyldes en svækket indisk valuta. En fortsat høj oliepris har været en medvirkende årsag til, at de russiske aktier har klaret sig godt i det forgangne kvartal, mens kvartalets højdespringer har været de brasilianske aktier med en stigning på 7,42% målt i DKK.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q1 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	Bovespa	7,42%	7,42%
Rusland	Micex	5,50%	5,50%
Indien	Sensex 30	-8,18%	-8,18%
Kina	Shanghai	-4,00%	-4,00%

Obligationsmarkedet

Hvis man umiddelbart ser på afkastene på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal, har den lange statsobligation 4,5% STAT 2039 givet et afkast på 0,05% i 1. kvartal 2018, mens at benchmarkafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1-5 år, BDEN15, har givet et afkast på -0,07% i samme periode. Afkastene er således tæt på 0 uanset om det drejer sig om en kort eller lang dansk statsobligation, hvilket umiddelbart kunne tyde på, at der har været meget stille på de danske obligationsrenter i løbet af det forgangne kvartal. Men skindet bedrager og både de danske og europæiske obligationsrenter har været påvirket af de samme forhold, som de amerikanske statsrenter. Hvis man ser på den 10-årige tyske statsrente, som betragtes som en meget vigtig referencerente i Euroområdet, kan man af grafen nedenfor se, at den har bevæget sig pænt i løbet af 1. kvartal 2018.



Den 10 årige tyske statsrente startede 2018 omkring et niveau på 0,43% og har været steget til omkring 0,80%, svarende til næsten en fordobling af renteniveauet ved årets start, for at slutte kvartalet omkring 0,50%, hvilket kun er moderat over niveauet for årets start. De danske stats- og realkreditobligationer med specielt længere løbetid har også været udsat for nogle pæne udsving i både rente- og kursniveau i løbet af 1. kvartal 2018, men i slutningen af kvartalet er renterne faldet pænt tilbage igen, bl.a. som følge af, at de europæiske obligationer sandsynligvis er blevet brugt som en "sikker havn" i tilfælde af, at handelskonflikten mellem USA og Kina skulle forværres yderligere. Hvis der falder ro på den politiske scene igen, må det formodes, at de europæiske obligationsrenter kommer op i et højere niveau igen.

Valutamarkedet

Euroen og DKK er blevet styrket yderligere med omkring 3% over for USD i løbet af 1. kvartal 2018. Nogenlunde den samme styrkelse er sket over for både den russiske og brasilianske valuta, mens valutakursen har været rimelig stabil over for den kinesiske valuta. Over for den japanske yen, der ofte bruges som en flugtvaluta ved uro, har både euro og danske kroner derimod oplevet en svækkelse.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q1 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	BRL	-3,63%	-3,63%
Rusland	RUB	-2,61%	-2,61%
Indien	INR	-5,15%	-5,15%
Kina	CNY	0,19%	0,19%

Den politiske risiko vendte således pludselig tilbage på de finansielle markeder i 1. kvartal 2018 på et tidspunkt, hvor de økonomiske udsigter for verdensøkonomien ellers ikke har set så lyse ud i mange år. Dette er et godt eksempel på en risiko, der altid er til stede på de finansielle markeder, men som både er svær at kvantificere og ikke mindst at investere efter, for hvem tør spå om, hvad der kan ske fra politisk side og ikke mindst fra Donald Trump? Disse, forhåbentlig kortsigtede stød, er det vigtigt at man som investor har indrettet sin investeringsportefølje efter, så man både mentalt og økonomisk kan modstå disse uforudsigelige begivenheder.

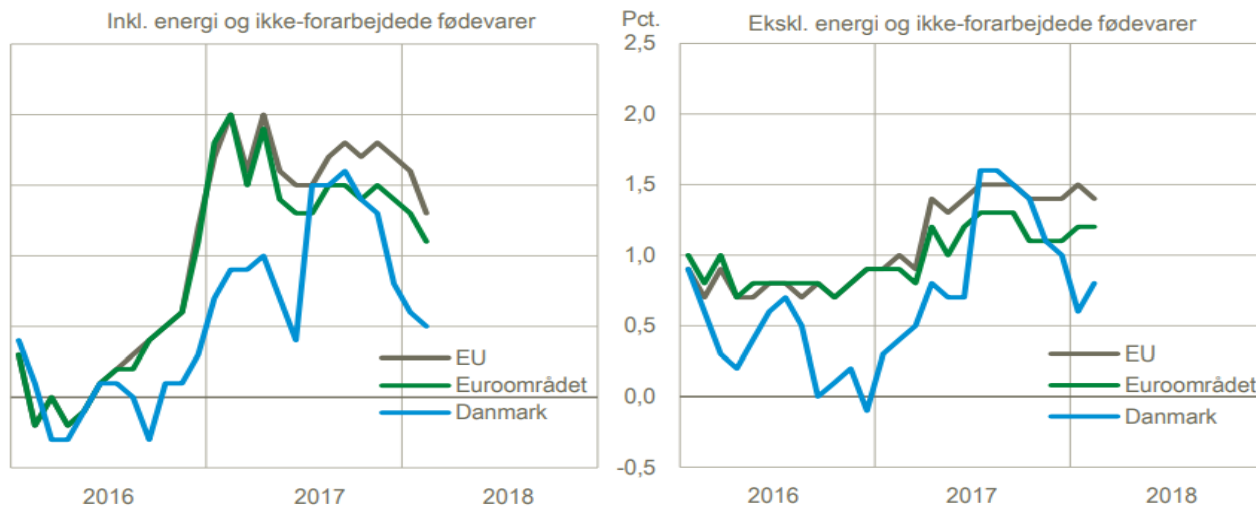
Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2018

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland blev på 2,7% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Der er meget der tyder på, at den økonomiske vækst er fortsat på et for Euroland relativt højt niveau omkring 2,4% p.a. i Q1 2018 sammenlignet med 1. kvartal 2017. Der tegner sig dog et billede af, at den økonomiske vækst i Euroland sandsynligvis toppede i 4. kvartal 2017. Flere fremadrettede økonomiske indikatorer som forbrugertillid og tillidsbarometer for den europæiske økonomi synes at have toppet og er faldet en anelse i løbet af det forgangne kvartal fra dog nogle meget høje niveauer. Det er sandsynligvis effekten af den markante styrkelse af euroen i 2017 og i starten af 2018, som er begyndt at forværre konkurrenceevnen for de europæiske virksomheder, hvilket er med til at dæmpe optimismen.

Inflationen i Euroland er fortsat behersket, hvor seneste måling viste en stigning på 1,4% p.a. for marts 2018 og en kerneinflation på 1,0% p.a. sammenlignet med marts 2017. Den før omtalte styrkelse af euroen sætter også sine spor i inflationen, idet de importerede varer bliver billigere og dermed mindskes inflationspresset. Derfor har den europæiske centralbank ud fra en inflations- og valutarisk betragtning sandsynligvis intet hastværk med at ændre på den meget lempelige pengepolitik i den nærmeste fremtid, om end den høje vækst ellers tilsiger noget andet.

Inflationen i Danmark, Euroområdet og EU

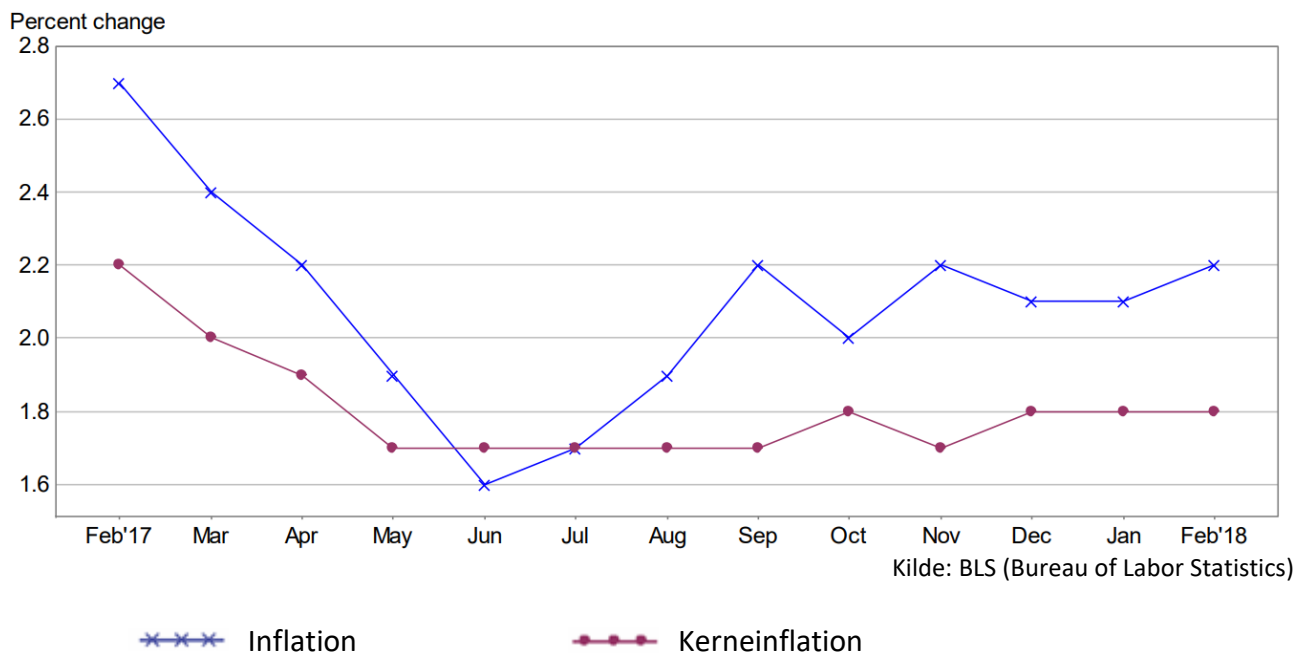


Kilde: Danmarks Statistik

USA

Væksten i den amerikanske økonomi blev på hele 2,5% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med 4. kvartal 2016. Det forventes, at dette vækstmomentum er fortsat ind i 2018, hvor den økonomiske vækst i 1. kvartal 2018 forventes at have været på nogenlunde samme niveau. Dermed er der fortsat godt gang i den amerikanske økonomi, ligesom der fortsat ses en god jobskabelse. Heldigvis stiger arbejdsudbudet også, så lønpresset har hidtil været behersket.

Inflationen i USA var på 2,2% p.a. i februar 2018 og kerneinflationen var på 1,8% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Som det ses af figuren nedenfor har inflationsniveauerne ligget relativt stabilt i de senere måneder, hvilket gør, at den amerikanske centralbank (Fed) kan fortsætte med at hæve renten i et behersket tempo. Dette er også hvad den nye centralbankchef, Jerome Powell, har signaleret, og dermed er der lagt op til, at han vil fortsætte i samme spor, som den tidligere centralbankchef, Janet Yellen. Renten i USA forventes derfor fortsat at blive sat op i takt med, at de økonomiske nøgletal tilsiger det. At Jerome Powell umiddelbart synes at følge samme stil som Janet Yellen, er blevet godt modtaget på de finansielle markeder.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

×××× Inflation

●●●● Kerneinflation

Japan

Væksten i den japanske økonomi blev 1,6% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. I 1. kvartal 2018 forventes den økonomiske vækst at have været på et lidt lavere niveau omkring 1,5% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2017.

Inflationen var på 1,5% og kerneinflationen på 1,0% p.a. i februar 2018 sammenlignet med februar 2017, hvilket er det højeste niveau i de seneste 3 år. Den japanske centralbank har en ekstrem lempelig pengepolitik, og med den relativt pæne økonomiske vækst og stigende inflation, har den japanske centralbankchef, Kuroda, ikke overraskende udtalt, at man overvejer at neddrole den ekstremt lempelige pengepolitik i løbet af 2019, hvis økonomien udvikler sig som forventet. Dette kan som nævnt i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2017 godt betyde et stigende renteniveau på de lange danske realkreditobligationer, hvad man både som låntager og investor i danske realkreditobligationer skal være opmærksom på.

BRIC landene

Brasilien

Den brasilianske økonomi realiserede en økonomisk vækst på 2,1% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Hvis man ser på hele 2017 voksede den brasilianske økonomi med 1,0% p.a. sammenlignet med 2016. Det forventes at den brasilianske økonomi er vokset med omkring 2,2% p.a. i 1. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før. Der er nu også fremgang at spore i både det offentlige forbrug og investeringerne, og i takt med en fortsat fremgang i privatforbruget er opsvinget i brasiliansk økonomi godt på vej.

Inflationen har heldigvis kun været svagt stigende i Brasilien, hvor seneste måling for februar 2018 udviste en stigning på 2,9% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Dette er for Brasilien stadig et meget lavt niveau, hvorfor at den brasilianske centralbank har nedsat den ledende rente, Selic renten, med yderligere 0,25% point i det forgangne kvartal, så Selic renten aktuelt er på 6,50% p.a. Det er nok tvivlsomt om renten kommer yderligere ned i denne omgang, men stiger inflationen kun i et moderat tempo, er der mulighed for, at Selic renten kan forblive på dette for Brasilien meget lave niveau i et godt stykke tid endnu.

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi blev på 0,9% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med 4. kvartal 2016, og væksten forventes at være steget til 1,5% p.a. i 1. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før. Der er blevet afholdt præsidentvalg i Rusland i det forgangne kvartal, hvor den nuværende præsident, Putin, blev genvalgt med et stort flertal. Den russiske økonomi viser nu igen en rimelig fremgang, men udsigterne er dog blevet lidt mere ”grumset” på det seneste i takt med, at den politiske situation er blevet mere anspændt mellem Rusland og den vestlige verden. Hvorvidt det kan lægge en dæmper på det russiske økonomiske opsving er for nærværende svært at vurdere, men risikoen for en svagere økonomisk udvikling i Rusland er absolut til stede.

Inflationen i Rusland har sat en ny bundrekord i januar og februar 2018, hvor inflationen blot var på 2,2% p.a. sammenlignet med samme måneder året før. Dette er det laveste inflationsniveau, der er målt siden 1991, hvor den nuværende inflationsmåling begyndte. Den russiske centralbank har ikke overraskende nedsat den ledende russiske rente 2 gange med 0,25% point til nu 7,25% i løbet af 1. kvartal 2018. Det er muligt, at renten vil blive sat yderligere ned, hvis inflationen forbliver på et lavt niveau og den politiske situation mellem Rusland og den vestlige verden ikke forværres.

Indien

Den økonomiske vækst i Indien steg i 4. kvartal 2017 til 7,2% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før, og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 1. kvartal 2018 sammenlignet med 1. kvartal 2017. Det ser ud til, at den indiske økonomi er ved at komme op i et lidt højere gear igen efter at have været påvirket af en pengeombytning i 2016 samt indførelsen af en momsomlægning i 2017.

Inflationen har været støt stigende siden medio 2017 og ind i 2018, men i februar vendte udviklingen idet inflationen i februar 2018 blev på 4,44% p.a. sammenlignet med februar 2017, hvor inflationen ellers i december 2017 og januar 2018 var steget til over 5% p.a. sammenlignet med samme måneder året før. Det seneste fald i inflationen kan i høj grad henføres til en svagere prisudvikling på fødevarer.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi blev på 6,8% p.a. i 4. kvartal 2017, men forventes at være faldet til omkring 6,5% p.a. i 1. kvartal 2018, begge kvartaler sammenlignet med samme kvartaler året før. Dette er i god overensstemmelse med ønsket om et kontrolleret og gradvist lavere vækstniveau i den kinesiske økonomi over de kommende år. Den nuværende kinesiske præsident, Xi Jinping, er i løbet af 1. kvartal 2018 blev valgt til endnu en 5-årig periode som præsident, og Kina har ophævet loven om, at en præsident kun må sidde som præsident i to 5-årige perioder. Dette ses som en klar indikation af, at Xi Jinping har konsolideret sin magtbase og kan forventes at sidde som præsident i en længere årrække. Udsigten for den kinesiske økonomi er dog blevet lidt mere mudret på det seneste, idet en decideret handelskrig med USA kan få mærkbare negative konsekvenser for den kinesiske eksport.

Inflationen i den kinesiske økonomi steg i februar 2018 til 2,9% p.a. fra 1,5% p.a. i januar 2018 sammenlignet med de samme måneder året før. Den kraftige stigning i inflationen i februar 2018 kan i høj grad henføres til stigende fødevarerpriser i forbindelse med det kinesiske nytår. Inflationen forventes derfor at falde lidt tilbage igen i de kommende måneder. Det skal dog bemærkes, at centralbankens målsætning for 2018 er en inflation omkring 3,0% p.a.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2018

Det økonomiske opsving i verdensøkonomien fortsatte med at tage til i fart ind i 2018, og de positive udsigter blev bekræftet af IMF, der opjusterede vækstforventningerne til verdensøkonomien.

Udsigterne så lyse og ukomplicerede ud, da opsvinget var bredt funderet i alle regioner i verden, men pludselig ændrede risikobilledet sig markant, da Donald Trump indførte toldsatser specielt rettet mod Kina. Er dette starten på en handelskrig mellem USA og Kina eller er det blot nogle politiske manøvrer før der opnås en forhandlingsløsning? Dette er svært at vurdere, men ingen tvivl om, at udsigterne for verdensøkonomien vil ændre sig meget til den dårlige side, såfremt der udbryder en decideret handelskrig mellem disse to lande. Omvendt, hvis der opnås en forhandlingsløsning, vil verdensøkonomien sandsynligvis fortsætte det nuværende opsving med en fortsat pæn styrke.

Forventninger

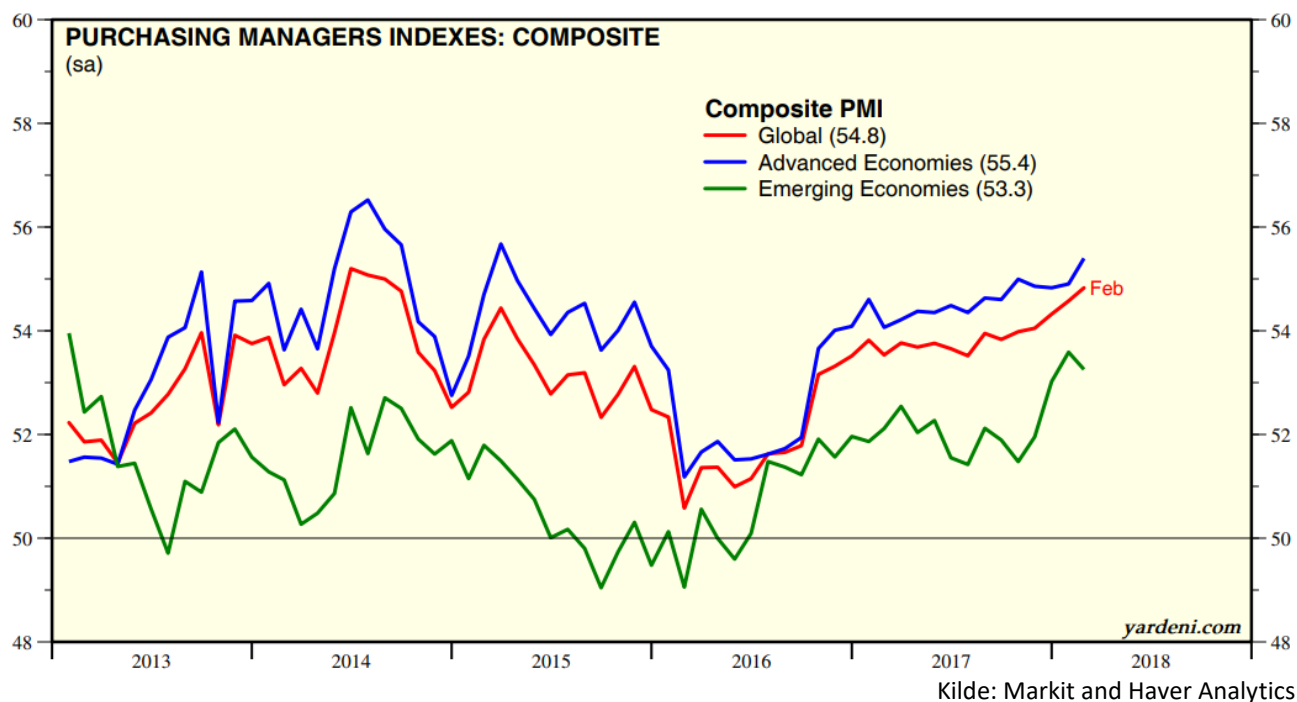
Økonomiske nøgletal						
	2017r		2018e		2019e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,30%	2,10%	2,40%	2,40%	2,10%	2,00%
Euroland	2,50%	1,50%	2,10%	1,40%	2,00%	1,40%
Japan	1,90%	0,50%	1,00%	0,70%	1,00%	0,70%
Danmark	2,10%	1,10%	2,00%	1,10%	1,90%	1,20%
Brasilien	1,00%	3,60%	1,90%	3,90%	2,30%	4,00%
Rusland	1,50%	3,50%	1,70%	2,50%	2,00%	3,00%
Indien	6,80%	4,30%	7,40%	4,80%	7,20%	5,00%
Kina	6,80%	2,00%	6,50%	2,70%	6,30%	2,60%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Som tidligere nævnt er verdensøkonomien kommet godt fra start i 2018 og udsigterne så lyse ud. Hvis man ser på indkøbschefernes forventninger til fremtiden i figuren nedenfor, kan man se, at disse også har haft en stigende tendens ind i 2018. Dette bekræfter de lidt mere lyse udsigter for verdensøkonomien, så fundamentet er lagt til, at 2018 kan blive endnu et godt år økonomisk set.

Global PMI



Det store usikkerhedsmoment i verdensøkonomien er i øjeblikket, hvad der kommer til at ske mellem USA og Kina. Der er ingen tvivl om, at USA's store handelsunderskud på aktuelt 380 mia. USD er en torn i øjet på Donald Trump. Desuden er reglen om at udenlandske virksomheder i Kina skal have

kinesisk medejerskab, så kineserne får fuldt indblik i selskabernes teknologi, patenter og forretningsplaner ligeledes et punkt, som Donald Trump gerne vil have gjort op med. Trump kan sandsynligvis finde sympati for begge punkter hos mange andre lande, herunder EU, men normalt sker dette ved fredelige forhandlinger mellem landene og ikke ved, at man først indfører told og så siden lægger op til forhandling, som tilfældet er her. Det er nok mere metoden end indholdet, som andre lande reagerer så kraftigt imod.

Globaliseringen i verdensøkonomien har uden tvivl været en stærk medvirkende årsag til, at inflationen globalt generelt har haft en faldende tendens i de seneste 15-20 år. Virksomhederne har kunnet flytte produktionen til andre steder i verden, hvis produktionsomkostningerne pludselig blev for dyre et sted frem for et andet, og transportomkostningerne har ligeledes været faldende. Dette har skabt nye forsynings- og samhandelsmønstre i verdensøkonomien. Kina er ofte blevet betegnet som verdens industriproduktionsland, hvilket har været en stærk medvirkende årsag til landets store handelsbalanceoverskud over for især USA. Det er denne forsyningskæde, der nu risikerer at blive brudt, hvis der kommer en udbredt handelskrig mellem USA og Kina. En sådan handelskrig vil uden tvivl betyde højere priser og dermed en højere inflation globalt set. Dette vil igen betyde et højere globalt renteniveau og dermed udsigt til en lavere vækst i verdensøkonomien, som igen forventes at forplante sig til en lavere indtjening hos virksomhederne, osv. Dermed vil der være skabt en negativ spiral for verdensøkonomien, der uden tvivl vil blive taget særdeles negativt op på både aktie- og obligationsmarkederne, da faldende vækst i kombination med stigende renter er den værste tænkelige cocktail – og præcis det modsatte af det ”Goldielock” scenarie med tilpas vækst uden nogen nævneværdig inflation, der ellers længe har set ud til at kunne blive en reel mulighed i 2018 og 2019!

Det virker således som om, man økonomisk set står ved en skillevej, hvor det ene udfald er ”Goldielock” scenariet, mens det andet udfald er det modsatte - afhængig af, om der kommer en handelskrig mellem USA og Kina eller ej. Grundlæggende har vi svært ved at tro, at Donald Trump har et ønske om at kaste USA ud i en handelskrig, der også vil være ødelæggende for den amerikanske økonomi, men der er heller ingen tvivl om, at Trump vil have nogle indrømmelser fra Kina. Så hvor det hele ender, er svært at spå om, og ikke mindst om der sker en yderligere eskalering før en evt. politisk aftale falder på plads. Vi er af den opfattelse, at man som investor risikomæssigt i øjeblikket bør ligge sig tæt op ad den langsigtede fordeling mellem aktier og obligationer, man ønsker. Fokus på risikospredning er specielt i denne situation meget ønskværdigt.

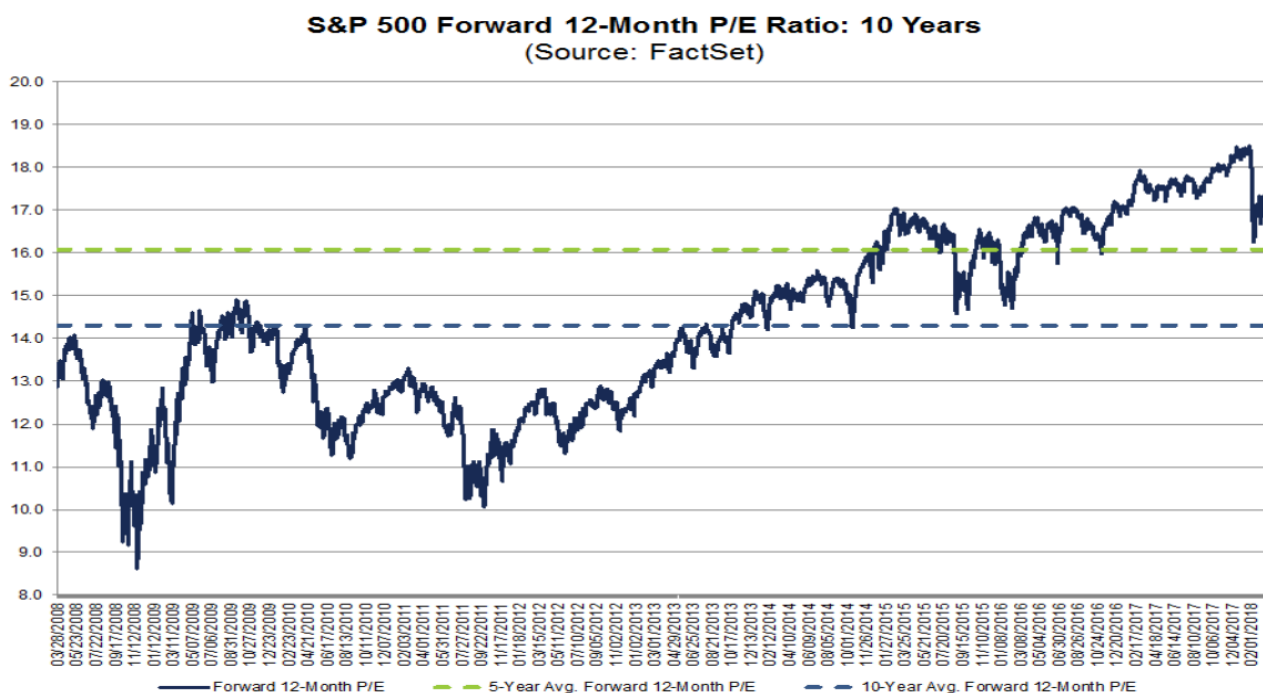
Aktier

Virksomhederne har globalt set haft en pæn indtjeningsfremgang i 2017, og der forventes også en pæn indtjeningsfremgang i 2018, forudsat der ikke udbryder handelskrig. Dette illustreres i nedenstående tabel, som viser hvilken indtjeningsfremgang pr. aktie, der er realiseret i 2017 og forventes i 2018.

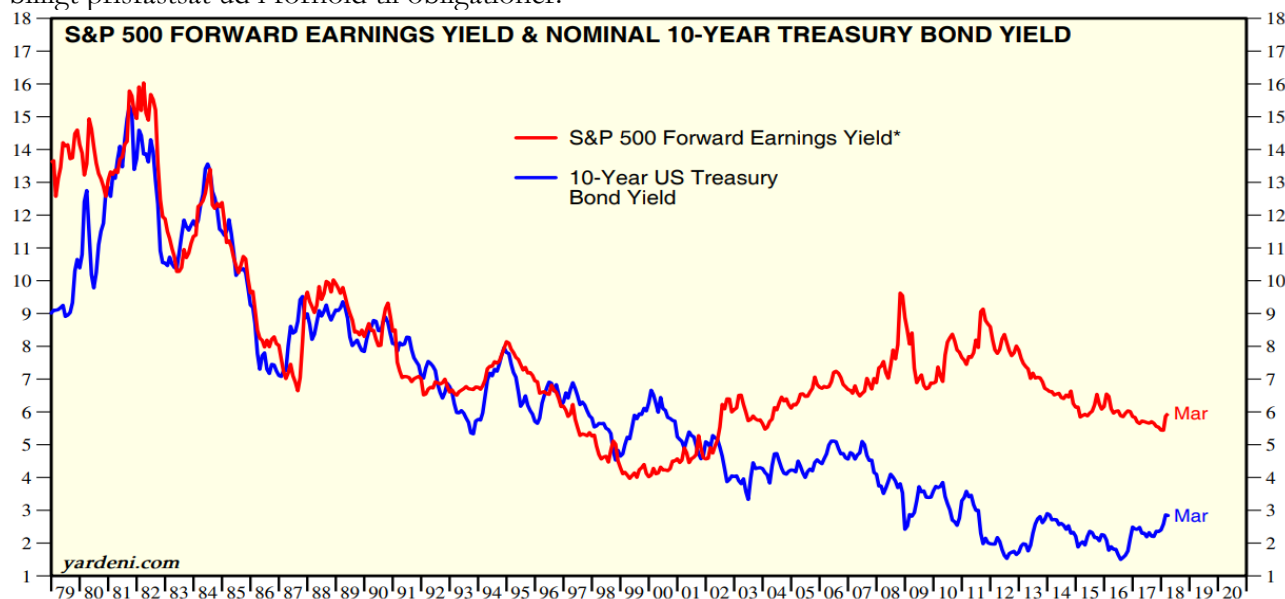
Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie		
	2017r	2018e
MSCI World	16,8	13,9
MSCI USA	11,7	19,8
MSCI Europa	14,9	8,1
MSCI Emerging Markets	23,2	14,7
Kilde: Yardeni.com rapport af 30.03.18		

Som det ses af tabellen, har 2017 budt på en to-cifret indtjeningsvækst hos de børsnoterede selskaber i MSCI indeksene både globalt set, i Europa, USA og Emerging Markets. Og der er lagt op til endnu en pæn fremgang i 2018. Så set fra en aktieinvestors side, burde fremtiden umiddelbart se lys ud, forudsat der ikke dukker noget uventet op såsom en handelskrig.

Hvis man ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet ud fra 12 måneders P/E niveau (prisen set i forhold til hvilken indtjening selskaberne forventes at realisere i de kommende 12 måneder), kan man i nedenstående figur se, at de amerikanske aktier i S&P 500 indekset i øjeblikket handles omkring gennemsnittet for de seneste 5 år og lidt over gennemsnittet for de seneste 10 år. Ud fra dette nøgletal ser aktierne således ud til at være tæt på en fair prisfastsættelse, forudsat at selskaberne kan levere den forventede indtjeningsfremgang.



Den amerikanske centralbank (Fed) sammenlignede op gennem 1990'erne ofte kursudviklingen på aktiemarkedet ud fra renten på den 10 årige statsobligation. Fed's holdning var, at når renten på den 10 årige amerikanske statsobligation svarede til earnings yield (forventede 12 måneders indtjening på S&P 500 indekset samt i forhold til kursen på indekset) på S&P 500 indekset, så var aktierne fair prisfastsat ud fra renten på obligationsmarkedet. Som det ses af figuren, har disse to nøgletal fulgt hinanden godt i en længere periode frem til starten af 00'erne. Ud fra denne sammenligning ser aktierne historisk meget billigt prisfastsat ud i forhold til obligationer.



Der er således ikke nogen entydig konklusion på, hvorvidt aktier i øjeblikket er billigt eller dyrt prisfastsat ud fra en historisk sammenligning, men kan selskaberne levere den forventede indtjeningsfremgang i 2018, bør der være basis for, at en global aktieportefølje kan slutte 2018 med et afkast i niveau 5-10%, målt i DKK, forudsat at der ikke sker utilsigtede hændelser, så som en forøget politisk risiko eller et kraftigt stigende globalt renteniveau.

Obligationer

I starten af 2018 var renterne på obligationsmarkedet i både USA og Europa på vej op. De lysere økonomiske udsigter resulterede i, at investorerne forventede, at renterne i USA kom hurtigere og kraftigere op end ventet, samt at den europæiske centralbank snart ville annoncere et stop for deres opkøb af statsobligationer ved udgangen af 2018. Men så satte Trump pludselig en anden dagsorden og handelskrig blev temaet.

Hvis man ser bort fra en potentiel handelskrig mellem USA og Kina, er der meget som tyder på, at vi er på vej mod et højere renteniveau i både USA, Europa og Japan. Den europæiske centralbank stopper sandsynligvis sine obligationsopkøb ved udgangen af 2018, mens den japanske centralbank har nævnt, at de sandsynligvis vil gøre det i løbet af 2019. Imidlertid er der ikke noget som tyder på, at vi er på vej mod et nævneværdigt højere inflationsniveau globalt set. Den svage dollar betyder en lidt højere inflation i USA, men omvendt er den stærke euro med til at holde inflationen nede i Europa. Skulle den amerikanske dollar gå hen og blive styrket over for euroen i den kommende periode, hvilket vi vurderer som sandsynligt, er der måske udsigt til et svagt stigende inflationsniveau i både USA og Europa. Dermed vil der fortsat være udsigt til, at både den amerikanske og europæiske centralbank kan stramme pengepolitikken i et moderat tempo.

Obligerationsrenterne er faldet tilbage i Europa i slutningen af 1. kvartal 2018, og med det in mente, samt at japanske investorer måske snart vil stoppe med at købe så mange lange danske realkreditobligationer, anbefaler vi, at man som investor har en relativt lav varighed på sin obligationsportefølje suppleret med en mindre andel af statsobligationer fra Emerging Markets. Som husejer og låntager kan man overveje en lang fastforrentet finansiering af sin bolig, hvis det passer med planerne for boligen.

6. april 2018

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S,
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdesdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle - Aarhus

