

Kvartalsrapport

3. kvartal 2018

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst synes at aftage en anelse i flere af de store regioner i løbet af 3. kvartal 2018, men dette sker fra et forholdsvis højt niveau i både USA, Japan og Indien i 2. kvartal 2018. Der er ikke noget som tyder på, at verdensøkonomien er kraftigt på vej ned i gear, men der er snarere tale om en mindre opbremsning fra et relativt højt niveau. Der er dog en stigende politisk risiko i form af yderligere eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina, en italiensk regering som pludselig ønsker et højere budgetunderskud i de kommende år, risiko for yderligere økonomiske sanktioner mod Rusland, et forestående vigtigt præsidentvalg i Brasilien og et snarligt Midtvejsvalg i USA. Så mens verdensøkonomien pt. synes at køre i et fornuftigt tempo, er der en stigende politisk risiko, men grundlæggende går det faktisk meget godt!

Der er tegn på, at den økonomiske vækst er en anelse på vej ned i gear mod et mere holdbart langsigtet niveau, specielt i USA, hvilket mindsker sandsynligheden for en økonomisk overophedning. Dermed kan vi ud fra et investorsynspunkt være på vej tilbage i ”goldie lock” scenariet, hvor den økonomiske vækst hverken er for varm eller for kold, men er på et niveau, som er tilpas til, at renterne globalt set ikke kan forventes at stige nævneværdigt fra det nuværende lave niveau. Som tidligere nævnt er den politiske risiko forhøjet i øjeblikket, så fremtiden er som altid både spændende og udfordrende, hvor man som investor skal passe på hverken at blive for optimistisk eller for pessimistisk.

Aktiemarkedet

Vi forventede ved årets begyndelse, at man som investor i 2018 kunne opnå et afkast i niveau 5-10% p.a. på en blandet aktieportefølje i 2018. Efter 3. kvartal 2018 er vi kommet tættere på, at dette også bliver en realitet. Dette til trods for de betydelige kursudsving og uforudsigelige politiske hændelser, der har fundet sted i 2018.

Obligationsmarkedet

De danske og tyske stats- og realkreditobligationer bruges fortsat af investorerne som sikker havn, når der opstår usikkerhed på de finansielle markeder. Dette kan sagtens blive tilfældet igen i løbet af det kommende kvartal, hvis den politiske risiko pludselig forøges, men ellers er det vores vurdering, at det nuværende danske renteniveau er for lavt på specielt de lange stats- og realkreditobligationer ud fra de fundamentale økonomiske forhold.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S
Fondsmæglerselskab

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2018

Udvikling i 3. kvartal 2018					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2018
	29.06.18	28.09.18			
OMX CGI	1.356,98	1.385,98	29,00	2,14%	2,45%
OMXC Cap. GI	1.598,00	1.629,00	31,00	1,94%	4,65%
MSCI World All Countries	2.191,09	2.300,59	109,50	5,00%	7,96%
MSCI USA*	16.581,54	17.878,15	1296,61	7,82%	13,18%
MSCI Europa*	10.884,12	11.009,97	125,85	1,16%	-1,28%
MSCI Japan*	21.301,22	22.091,35	790,13	3,71%	3,60%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2018
	29.06.18	28.09.18			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,32%
4% STAT 2019	-0,64	-0,64	0,00	-0,17%	-0,37%
3% STAT 2021	-0,46	-0,39	0,07	-0,31%	0,11%
4,5% STAT 2039	0,83	0,82	-0,01	0,34%	3,25%
2,0% NYK 2050	2,04	2,05	0,01	0,40%	1,44%
BDEN15**				-0,23%	-0,14%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2018
	29.06.18	28.09.18			
USD/DKK	6,39	6,44	0,05	0,76%	3,76%
EUR/DKK	7,45	7,46	0,00	0,05%	0,15%
JPY/DKK	0,058	0,057	-0,001	-1,73%	3,00%

Aktiemarkedet

Alt imens verdensøkonomien forventes at være vokset med lidt under 4% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før, og virksomhederne generelt har aflagt pæne regnskaber globalt set, hvor indtjeningen i 2018 forventes at vokse med en 2-cifret vækstrate i de fleste regioner i MSCI indekset i verden, har politiske forhold igen sat sit præg på de finansielle markeder i løbet af det forgangne kvartal.

Den verserende handelskrig mellem USA og stort set resten af verden har været det dominerende tema. I slutningen af kvartalet har Donald Trump dog formået at få en ny aftale i stand mellem USA, Mexico og Canada, som afløser den tidligere NAFTA aftale. Det har været en formildnende faktor på de finansielle markeder, da det har skabt tillid til, at Trump gerne vil indgå kompromiser. Men i relation til den verserende konflikt mellem verdens to største økonomier USA og Kina, har der været blandede signaler gennem kvartalet. USA har som forventet indført ekstra told på kinesiske varer, men toldsatsen var til den lave side, og Kina har ligeledes indført modtræk til den milde side. Desuden har Kina indikeret, at de vil se på at sænke den generelle toldsats for strategiske handelspartnere, hvilket dels er en torn i øjet på USA, da de amerikanske virksomheder givet vis ikke er omfattet så længe der er en verserende handelskrig, dels er et signal til omverdenen om, at man fra kinesisk side er villig til at udenlandske virksomheder kan få forbedret deres konkurrencesituation på det kinesiske marked. Retorikken mellem de to lande er til tider meget hård og til andre tider meget forsonende, hvor retorikken i slutningen af kvartalet tydeligvis var til den hårde side. Netop den manglende løsning af konflikten mellem Kina og USA har været medvirkende til, at aktiemarkederne i de asiatiske aktiemarkeder og i særdeleshed i Kina fortsat har haft et udfordrende investeringsklima med negative afkast til følge.

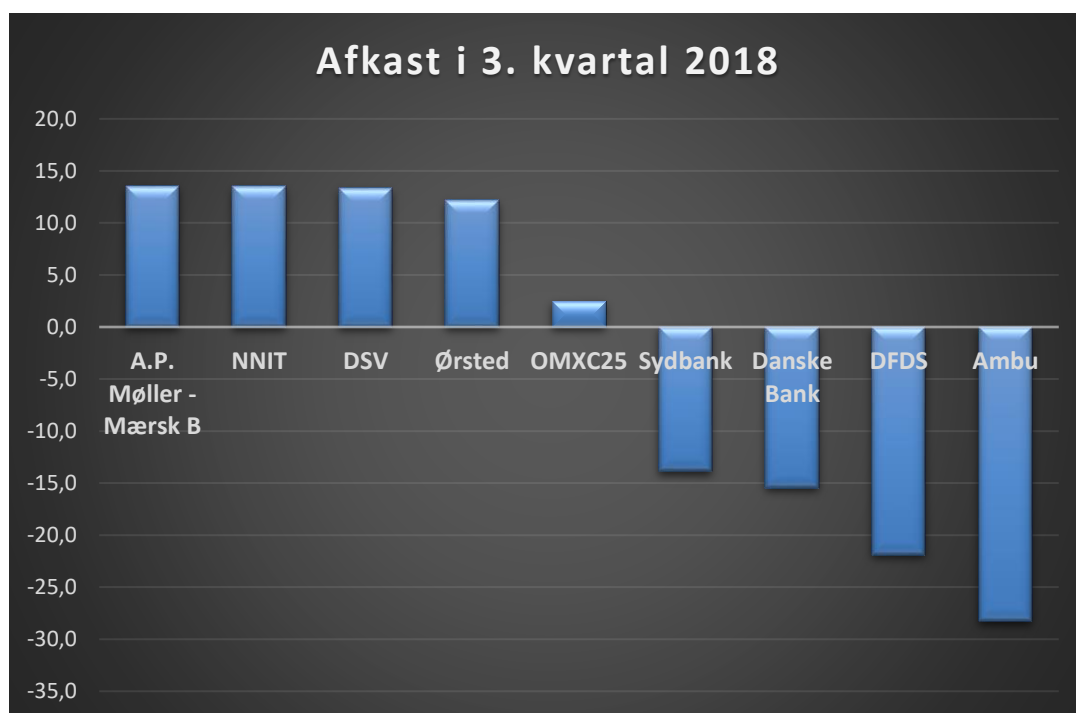
Den amerikanske økonomi forventes indtil videre kun i meget beskedent omfang at blive berørt af den verserende handelskrig mellem USA og Kina. Dertil kommer, at de amerikanske virksomheder generelt har overrasket til den positive side i forbindelse med deres halvårsrapportering, hvilket har været en stærkt medvirkende årsag til, at de amerikanske aktier har realiseret et afkast på 7,8% p.a. i det forgange kvartal, målt i DKK. De europæiske aktier har ikke kunnet følge med de amerikanske aktier i hverken 3. kvartal 2018 eller i hele 2018, hvor aktierne i MSCI Europa, målt i DKK, har udvist en beskedent stigning på lidt over 1% i 3. kvartal 2018, mens afkastet for hele 2018 stadig er i negativt terræn. De europæiske aktier er i slutningen af 3. kvartal 2018 blevet påvirket yderligere negativt af, at den italienske regering pludselig har fremlagt et budgetforslag for 2019, 2020 og 2021, hvor man budgetterer med et større underskud end ventet. Desuden har medlemmer af den italienske regering rejst tvivl om Italiens fortsatte medlemskab af euroen. Dermed er den politiske risiko i Europa forøget, hvilket har presset de europæiske aktiekurser. De danske aktier har realiseret et afkast i niveau 2% p.a. i det forgange kvartal, mens verdensindekset MSCI World All Countries har realiseret et afkast på 5% p.a., målt i DKK, i 3. kvartal 2018, hvilket i høj grad skyldes den kraftige stigning på de amerikanske aktier.

Hvis man se på afkastene på aktiemarkedene i BRIK landene i 3. kvartal 2018, har disse også været meget uens. Der er realiseret negative afkast på både indiske og kinesiske aktier, mens de russiske og brasilianske aktier, som har nydt godt af en høj oliepris, begge har realiseret et positivt afkast i løbet af det forgange kvartal. For hele 2018 er det kun de russiske aktier, der kan fremvise et positivt afkast, målt i DKK, mens at de kinesiske aktier er nede med lidt over 16%!

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q3 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	Bovespa	6,08%	-10,98%
Rusland	Micex	3,55%	7,01%
Indien	Sensex 30	-2,66%	-2,71%
Kina	Shanghai	-3,96%	-16,29%

Hvis man ser på afkastene i årets første 9 måneder, målt i DKK, er der realiseret negative afkast i 3 ud af 4 BRIK lande. De europæiske aktier er også i minus, mens de amerikanske aktier er oppe med lidt over 13%. Der er således tale om en meget uens udvikling på de globale aktiemarkeder i 2018, og har man ikke haft amerikanske aktier i sin portefølje i 2018, vil der være stor risiko for, at man som investor kan have realiseret et negativt afkast på sine aktieinvesteringer i årets første 9 måneder af 2018.

Betragter man afkastene på de større danske aktier i 3. kvartal 2018, se nedenfor, har der været en meget stor forskel i afkastene på selskaberne, hvor det laveste afkast er skabt af AMBU, som har realiseret et afkast på -28,3% p.a., mens de bedste investeringer har været i Mærsk, NNIT og DSV der alle er steget over 13% p.a. i 3. kvartal 2018.



De store udsving i afkastene på de enkelte regioner i både 3. kvartal 2018 og i hele 2018, samt de store forskelle der også er på selskabsniveau i de enkelte kvartaler, er en god påmindelse til investorerne om, at det er vigtigt at have en god spredt portefølje af aktier både på tværs af regioner og brancher. Dette er et af investeringsprincipperne i Dansk FI, hvor vi har et motto: ”Spredning er redning”.

Obligationsmarkedet

Det så længe ud til, at det var et rimeligt begivenhedsløst kvartal på obligationsmarkedet uden de store overraskelser. Den økonomiske vækst i Euroland udviklede sig som forventet. Inflationen var steget til ECB’s målsætning omkring 2% p.a. om end det stort set udelukkende skyldtes stigende energipriser, mens kerneinflationen kun var omkring 1,0% p.a. Den europæiske centralbank (ECB) er i gang med at afvikle sit opkøbsprogram på obligationsmarkedet, der stopper helt ved årsskiftet, og de første renteforhøjelser kan forventes i 2. halvår af 2019. Den italienske regering havde meddelt, at man stadig var tilhænger af euroen og ville overholde alle krav. Dermed var vejen banet for, at de korte renter ville holde sig i ro, mens de lange renter gradvist ville begynde at stige. Dette var også tilfældet, men pludselig vendte den italienske regering rundt på en tallerken i slutningen af kvartalet og skabte en fornyet uro omkring Italiens tilhørsforhold til euroen, hvilket fik de lange renter i de stærke lande som Danmark og Tyskland til at falde lidt tilbage igen, mens rentespændet mellem den tyske og italienske 10-årige statsrente blev udvidet kraftigt, så spændet ultimo september var på næsten 2,8%-point. Det vil sige, at investorer som køber en italiensk statsobligation får et forventet merafkast på 2,8% p.a. i de kommende 10 år i forhold til at købe en tysk statsobligation, som begge er udstedt i den samme valuta, euro. Det viser med al tydelighed, at der er en stor skepsis blandt investorerne til, hvorvidt den italienske regering forventes at overholde sine forpligtigelser over for investorerne i modsætning til den tyske stat, som nyder stor tillid blandt investorerne. Den italienske stat har således en betydelig meromkostning ved at finansiere sin statsgæld ift. Tyskland, hvilket er med til at forværre den økonomiske situation i Italien. Dette kan skabe yderligere spændinger i eurosamarbejdet, og det er en ting, man som investor skal holde et vågent øje med i den nærmeste fremtid.

Afkastet på obligationsmarkedet har i 3. kvartal været yderst beskedent, hvor benchmarkindekset (BDEN15) for korte danske statsobligationer har realiseret et afkast på -0,23% p.a. mens den lange danske realkreditobligation 2,0% NYK 2050 har realiseret et afkast på 0,40% p.a. i 3. kvartal 2018.

Valutamarkedet

Mens den amerikanske dollar er steget en anelse over for euro og DKK i løbet af 3. kvartal 2018, er euro og DKK blevet styrket over for både den japanske yen og de 4 BRIK landes valutaer. Som det ses af skemaet nedenfor, er alle 4 BRIK landes valutaer svækket både i 3. kvartal 2018 og hele 2018 over for euro og DKK. Det er både et udtryk for, at BRIK landene generelt har det svært som følge af Trumps hårde handelspolitiske linje og et udtryk for, at den europæiske økonomi generelt har det godt.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q3 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	BRL	-3,52%	-14,49%
Rusland	RUB	-3,93%	-8,76%
Indien	INR	-4,82%	-8,54%
Kina	CNY	-3,08%	-1,88%

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2018

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland har været ganske tilfredsstillende indtil videre i 2018, hvor den økonomiske vækst har været på 2,4% p.a. i 1. kvartal 2018, 2,1% p.a. i 2. kvartal 2018 og 2,0% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med de samme kvartaler året før. Det tyder umiddelbart på, at væksten i Euroland har toppet i denne omgang, og at den økonomiske vækst er på vej ned mod et niveau omkring 1,5% p.a., der af flere økonomer anses for at være den langsigtede potentielle vækstrate for Eurolands økonomi. Det tyder således på, at økonomien i Euroland stadig befinder sig i et økonomisk opsving, hvor væksten ”blot” aftager mod et mere normaliseret niveau.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2018	Sep 2017	Apr 2018	May 2018	Jun 2018	Jul 2018	Aug 2018	Sep 2018
All-items HICP	1000.0	1.5	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1e
All-items excluding:								
> energy	903.0	1.3	1.1	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3e
> energy, unprocessed food	828.2	1.3	1.1	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1e
> energy, food, alcohol & tobacco	707.3	1.1	0.8	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9e
Food, alcohol & tobacco	195.7	1.9	2.4	2.5	2.7	2.5	2.4	2.7e
> processed food, alcohol & tobacco	121.0	2.0	3.0	2.6	2.6	2.4	2.4	2.3e
> unprocessed food	74.8	1.5	1.5	2.4	2.9	2.6	2.5	3.2e
Energy	97.0	3.9	2.6	6.1	8.0	9.5	9.2	9.5e
Non-energy industrial goods	263.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4e
Services	443.9	1.5	1.0	1.6	1.3	1.4	1.3	1.3e

e = estimate

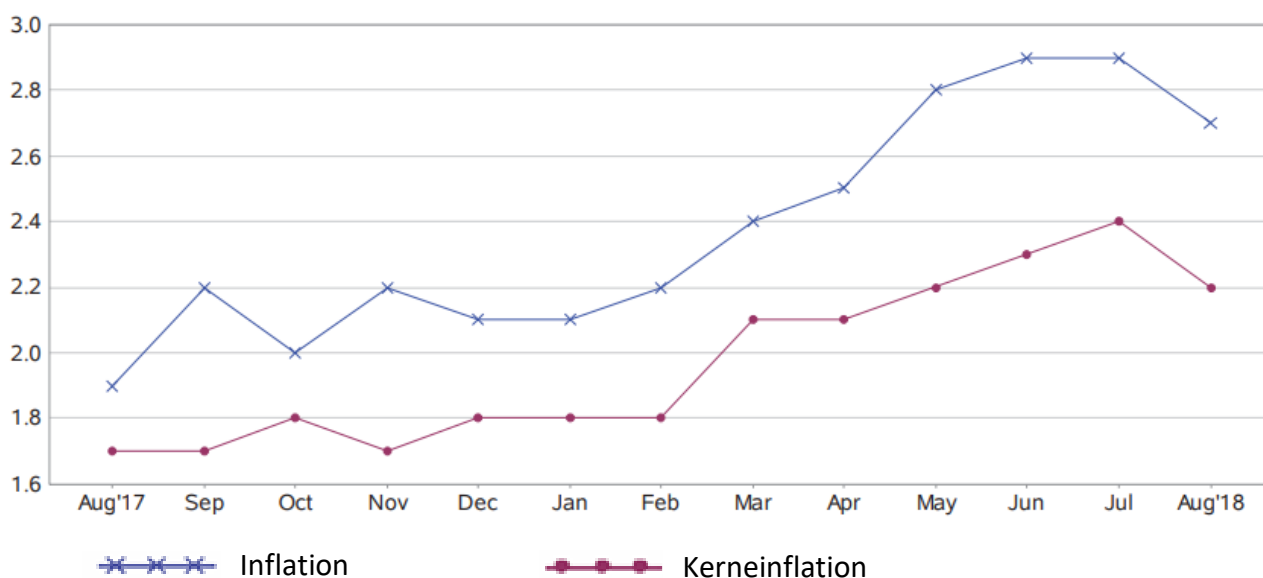
Kilde: Eurostat

Inflationen har siden maj måned ligget omkring 2,0% p.a., hvilket er målsætningen for den europæiske centralbank. Som det ses af skemaet overfor, er det i høj grad som følge af stigende energipriser, at inflationen er steget, mens kerneinflationen (inflationen uden prisudviklingen på energi og fødevarer) har ligget rimeligt stabilt omkring et niveau på 1,0% p.a. gennem det seneste års tid. Det vidner om et fortsat meget beskedent inflationspres i den europæiske økonomi, hvilket giver rig mulighed for, at ECB kan hæve renten i et meget behersket tempo, hvis kerneinflationen stadig befinder sig i dette niveau, når ECB begynder at hæve renten fra en gang i 2. halvår af 2019, som de har annonceret.

USA

Der er fortsat godt gang i den økonomiske vækst i USA, hvor væksten var på 4,2% p.a. i 2. kvartal 2018 og forventes at have været på et niveau omkring 3,0% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. De finanspolitiske lempelser som Trump fik gennemført giver uden tvivl et godt løft til væksten i 2018, men de gradvise renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) i kombination med en styrket dollar er ved at sætte sine spor i den amerikanske økonomi, hvorfor den økonomiske vækst forventes at aftage gennem 2. halvdel af 2018.

Inflationen har gennem 1. halvår af 2018 (se graf nedenfor) udvist en svag stigende tendens i USA, hvor både den generelle inflation og kerneinflationen er steget til et niveau på henholdsvis 2,9% p.a. og 2,4% p.a. i juli måned sammenlignet med samme måned året før. Men i august faldt inflationen til 2,7% p.a. og kerneinflationen til 2,2% p.a. sammenlignet med august 2017. Hvis der er tegn på, at inflationen har toppet i denne omgang i den amerikanske økonomi, kan den amerikanske centralbank fortsætte med at hæve renten i et behersket tempo, som de hidtil har gjort nu med i alt 8 gange 0,25%-point stramninger i denne omgang, så den ledende rente, Fed Funds, nu er i intervallet 2,0 – 2,25%. Hvis væksten i den amerikanske økonomi aftager gennem 2. halvår af 2018, vil det ikke være utænkeligt, at Fed vil være endnu mere påpasselig med at hæve renten yderligere.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Der har været nogle pæne udsving i den økonomiske vækst i den japanske økonomi i løbet af 2018. Først faldt den økonomiske vækst uventet med 0,9% p.a. i 1. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal 2017, hvorefter væksten steg en del mere end ventet til 3,0% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal 2017, mens den økonomiske vækst forventes at have været i et niveau omkring 2,0% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med 3. kvartal 2017.

Inflationen i Japan viste i august 2018 en stigning på 1,3% p.a. og kerneinflationen steg 0,9% p.a. sammenlignet med august 2017. Dette er stadig et stykke fra centralbankens mål med en inflation i niveau 2,0% p.a., men dette inflationsmål er der ikke mange økonomer, som anser for særlig realistisk, da Japan i mange år har haft en økonomi, der har haft deflationære tendenser i stedet for inflationære tendenser. Kan den japanske økonomi i stedet formå at skabe en inflation i niveau 1,0 – 1,5% p.a., er det nok en mere realistisk målsætning.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst i den brasilianske økonomi var på blot 1,0% p.a. i 2.kvartal 2018 sammenlignet med 2. kvartal 2017. Politisk uro i kombination med en omfattende strejke blandt landets lastbilchauffører førte til en lavere økonomisk vækst end ventet. I 3. kvartal 2018 forventes den økonomiske vækst at være steget til et niveau omkring 1,5% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Væksten i Brasilien snegler sig således af sted gennem 2018, og det bliver uden tvivl meget afgørende for landet, hvordan præsidentvalget i oktober kommer til at falde ud. Valget foregår over to omgange, hvor første valgrunde er den 7. oktober og anden valgrunde er den 28. oktober. Yderligere politisk uro vil være gift for landet, lige som det modsatte også kan blive tilfældet.

Inflationen har gennem 2018 haft en stigende tendens, hvor inflationen toppede i juli måned 2018 på 4,5% p.a. sammenlignet med samme måned året før. I august 2018 er inflationen faldet tilbage til 4,2% p.a. sammenlignet med august 2017. Den brasilianske centralbank har et mål om at inflationen i 2018 skal være omkring 4,5% p.a. med et udsvingsbånd på 1,5%-point. Det nuværende inflationsniveau matcher således meget godt med centralbankens målsætning. Centralbanken har siden maj måned 2018 holdt den ledende rente, Selic rente, uændret på 6,50%, hvilket for Brasilien historisk er et meget lavt niveau. Set i lyset af den svage økonomiske udvikling i 1. halvår af 2018 har Brasilien behov for et lavt renteniveau, hvilket også er muligt, medmindre at landet, ved det forestående præsidentvalg, bliver kastet ud i et politisk kaos. Centralbanken er uden tvivl også meget spændt på udfaldet af præsidentvalget, da den næste rentebevægelse fra centralbankes side godt kan blive afhængig af resultatet af det politiske valg.

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi har været på 1,9% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med 2. kvartal 2017, og væksten forventes at have været omkring 1,6% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før. Det er lidt højere end forventet for 3 måneder siden, men en fortsat høj oliepris gavner den russiske økonomi, og afholdelse af VM i fodbold i juni 2018 har haft et positivt bidrag til den økonomiske vækst i 2. kvartal 2018 i form af højere vækstrater inden for både hotel- og restaurationsbranchen.

Inflationen i Rusland steg i august til 3,1% p.a. sammenlignet med august 2017 fra et niveau i de foregående 3 måneder omkring 2,3 – 2,5% p.a. sammenlignet med samme måneder året før. Den relativt kraftige stigning i inflationen i kombination med trusler fra USA omkring yderligere økonomiske sanktioner var en stærkt medvirkende årsag til, at den russiske centralbank satte den ledende rente op med 0,25%-point til 7,50% på deres møde i september. Centralbanken er tydeligvis bange for, at der skal ske en kapitalflugt fra Rusland med en kraftig svækkelse af den russiske rubel til følge, så den havde behov for at vise, at man er klar med rentevåbenet, hvis det bliver nødvendigt. Den russiske valuta er i årets første 9 måneder blevet svækket med knap 9% over for både euro og DKK, til trods for at olieprisen har ligget på et højt niveau gennem 2018, hvilket er med til at underbygge, at investorerne tydeligvis er bange for yderligere økonomiske sanktioner over for landet. Så den politiske risiko er også forhøjet i relation til Rusland!

Indien

Der har været godt gang i den indiske økonomi i løbet af 2. kvartal 2018, hvor en kraftig stigning i privatforbruget har været en medvirkende årsag til, at den økonomiske vækst steg med 8,2% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2017. I 3. kvartal 2018 forventes væksten at være aftaget til et niveau omkring 7,8% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før.

Inflationen i Indien har i det meste af 2018 været på et relativt højt niveau, hvilket har været en medvirkende årsag til, at den indiske centralbank har hævet renten med 0,25%-point i både 2. og 3. kvartal 2018. Imidlertid viste den seneste inflationsmåling for august 2018 en indisk inflation på 3,7%

p.a. sammenlignet med august 2017, hvilket var første gang, at inflationen var under 4,0% p.a. i 2018. Det aftagende inflationspres kan betyde, at den indiske centralbank nu vil være mere tilbageholdende med at hæve renten, om end den indiske valuta i årets første 9 måneder er svækket med omkring 8,5% over for euro og DKK og lidt mere over for USD, hvilket givetvis er bekymrende for den indiske centralbank. En yderligere svækkelse af valutaen kan føre til yderligere renteforhøjelser, også selvom inflationen ikke stiger igen.

Kina

Den økonomiske vækst i Kina har holdt sig forbavsende godt til trods for den verserende handelskrig med USA. Således blev væksten i den kinesiske økonomi på 6,7% p.a. i 2. kvartal 2018 og forventes at have været omkring 6,5% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Den kinesiske regering har som modsvar til handelskrigen valgt at stimulere økonomien for at imødegå den negative effekt af handelskrigen med USA, hvor der bl.a. er blevet fremrykket skattelettelser, reservekravene til bankerne er blevet sænket, pengemarkedsrenterne er faldet og valutaen er svækket over for både USD samt euro og DKK. Beregninger fra økonomer har vist, at skadevirkningerne på den kinesiske økonomi ved de nuværende forøgede toldsatser fra amerikansk side stort set er blevet absorberet ved svækkelsen af den kinesiske valuta.

Inflationen i Kina var i august 2018 på 2,3% p.a. sammenlignet med august 2017. Selv om inflationen steg i forhold til de tidligere måneder, bl.a. fordi at udbrud af svineinfluenza fik prisen på svinekød til at stige kraftigt, er der stadig et stykke op til den kinesiske centralbanks mål om en inflation på 3,0% p.a. for 2018, så der er fortsat plads til at lempe pengepolitikken mere, hvis centralbanken vil understøtte økonomien yderligere.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2018

Den økonomiske vækst synes at aftage en anelse i flere af de store regioner i løbet af 3. kvartal 2018, men dette sker fra et forholdsvis højt niveau i både USA, Japan og Indien i 2. kvartal 2018. Der er ikke noget som tyder på, at verdensøkonomien er kraftigt på vej ned i gear, men der er snarere tale om en mindre opbremsning fra et relativt højt niveau. Der er dog en stigende politisk risiko i form af yderligere eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina, en italiensk regering som pludselig ønsker et højere budgetunderskud i de kommende år, risiko for yderligere økonomiske sanktioner mod Rusland, et forestående vigtigt præsidentvalg i Brasilien og et snarligt Midtvejsvalg i USA. Så mens verdensøkonomien pt. synes at køre i et fornuftigt tempo, er der en stigende politisk risiko, men grundlæggende går det faktisk meget godt!

Forventninger

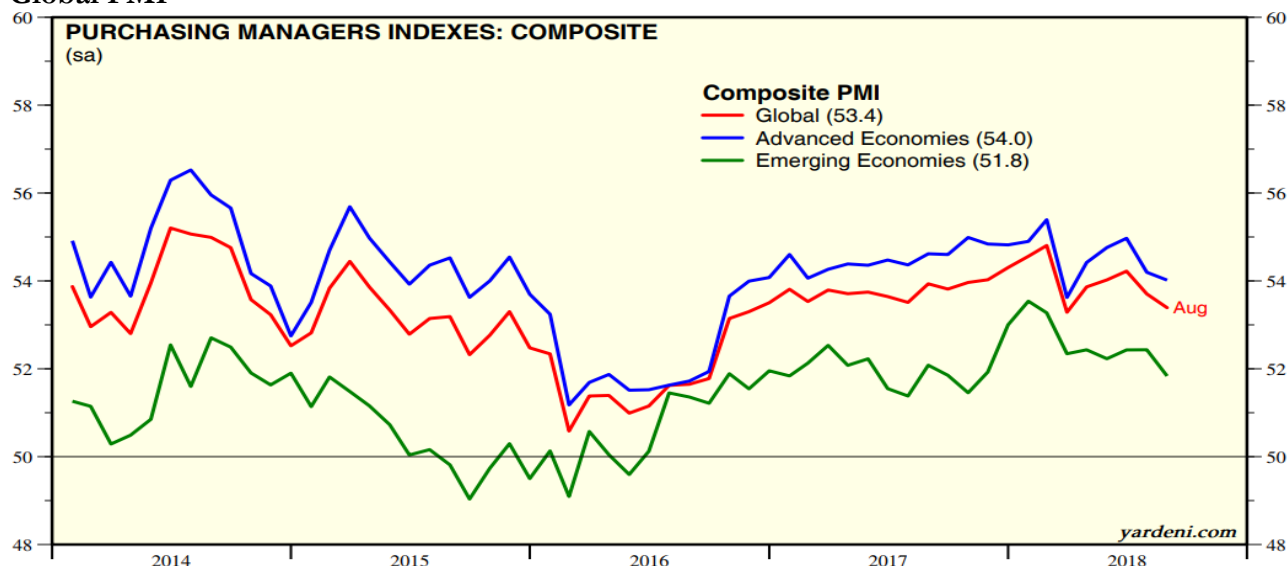
Økonomiske nøgletal						
	2017r		2018e		2019e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,80%	2,40%	2,40%	2,00%
Euroland	2,50%	1,50%	2,10%	1,60%	1,80%	1,40%
Japan	1,90%	0,50%	1,40%	0,70%	1,00%	0,70%
Danmark	2,30%	1,10%	1,80%	1,00%	1,80%	1,20%
Brasilien	1,00%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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien har trods en eskalerende handelskrig mellem USA og Kina realiseret en pæn fremgang hidtil i 2018. IMF (Den Internationale Valutafond) har i deres seneste prognose fra juli 2018 bibeholdt deres forventning om, at verdensøkonomien vil vokse med 3,9% p.a. i både 2018 og 2019, mens at væksten i 2017 blev på 3,7% p.a. I prognosen skriver IMF dog, at den stigende politiske usikkerhed betyder, at der er større risiko for at væksten kan skuffe i forhold til at overraske positivt. Som vi har beskrevet i den forgange gennemgang, er der nu tegn på, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien toppede i 1. halvår af 2018, og der nu sker en mindre opbremsning i væksten i flere af de store økonomier i verden. Det er således vores vurdering, at IMF vil nedjustere vækstforventningerne for både 2018 og 2019 en anelse, når de offentliggør en ny prognose.

Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

Hvis man betragter de globale indkøbscheferes forventninger til den nærmeste fremtid på figuren ovenfor, kan man se, at indkøbscheferne nu er blevet en anelse mindre optimistiske på det seneste. Der er ikke tale om et stort fald i optimismen, men det tyder på, at optimismen er aftaget en anelse, så niveauerne stort set svarer til dem, der blev realiseret gennem det meste af 2017. Medmindre at optimismen falder drastisk i de kommende måneder, er dette en underbygning af, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien synes at aftage en anelse gennem 2. halvår af 2018.

Den politiske risiko er for alvor kommet tilbage på investorenes dagsorden i løbet af 2018, hvor Donald Trump har ført en meget uforsonlig tone over for sine samhandelspartnere og i særdeleshed Kina. Den 6. november 2018 er der Midtvejsvalg i USA til Kongressens to kamre, Senatet og Repræsentanternes Hus, hvor der hidtil har været republikansk flertal i begge kamre. Der er i øjeblikket stor usikkerhed omkring, hvorvidt republikanerne kan opretholde flertallet i begge kamre, hvorfor det vil være politisk fordelagtigt for republikanerne at vise nogle politiske sejre jo tættere man kommer på valget. De er ingen tvivl om, at kan Trump lande en aftale med Kina, hvor der er indrømmelser til USA, vil det være en stor politisk sejr for ham og det republikanske parti. Måske det er derfor, at han pt. kører en hård linje over for Kina, mens han har lavet en aftale med de mindre lande som Mexico og Canada, så Trump gemmer sin ”trumf” til han er tættere på valget? Kommer der en pludselig uventet løsning på handelskrigen i slutningen af oktober?

Emerging Markets har haft en svær tid hidtil i 2018 dels som følge af Trumps hårde linje over for Kina dels den amerikanske centralbank gradvist har sat renten op og signaleret yderligere rentestigninger i den nærmeste fremtid. Nu er der noget som tyder på, at den økonomiske vækst er ved at aftage i USA, samt inflationspresset ligeledes er aftagende. At væksten i USA nu aftager mod et mere holdbart langsigtet niveau er faktisk positivt, da det mindsker risikoen for en overophedning af den amerikanske økonomi med kraftige renteforhøjelser til følge. Måske vil vi også opleve, at den amerikanske centralbank i løbet af 4. kvartal 2018 vil signalere, at de er noget mere afventende med at hæve renten yderligere? Dette er absolut ikke utænkeligt, og det vil i givet fald blive modtaget meget positivt af investorerne i specielt Emerging Markets.

Det går faktisk meget godt for verdensøkonomien i øjeblikket, og der er tegn på, at den økonomiske vækst er en anelse på vej ned i gear mod et mere holdbart langsigtet niveau, specielt i USA, hvilket mindsker sandsynligheden for en økonomisk overophedning. Dermed kan vi ud fra et investorsynspunkt være på vej tilbage i ”goldie lock” scenariet, hvor den økonomiske vækst hverken er for varm eller for kold, men er på et niveau, som er tilpas til, at renterne globalt set ikke kan forventes at stige nævneværdigt fra det nuværende lave niveau. Som tidligere nævnt er den politiske risiko forhøjet i øjeblikket, så fremtiden er som altid både spændende og udfordrende, hvor man som investor skal passe på hverken at blive for optimistisk eller for pessimistisk.

Aktier

Når man investerer i aktier, bliver man medejer i de pågældende aktieselskaber og får derved andel i den indtjening, som de pågældende aktieselskaber realiserer. På lang sigt er det netop selskabernes indtjening, som driver kursudviklingen på de enkelte aktier. Derfor er det som investor ekstra vigtigt at vurdere, hvordan de enkelte selskaber udvikler sig indtjeningsmæssigt. Ved at se på nedenstående skema kan man se, at verdensindekset for aktier, MSCI World, totalt set opnåede en indtjeningsvækst på 17,1% i 2017. Det vil sige, at indtjening pr. aktie i 2017 steg med 17,1% i 2017 sammenlignet med 2016. I 2018 forventes indtjeningen at stige yderligere med 15,8% i forhold til 2017 og analytikerne regner med, at indtjeningen i 2019 vil stige med yderligere 9,8% i forhold til 2018.

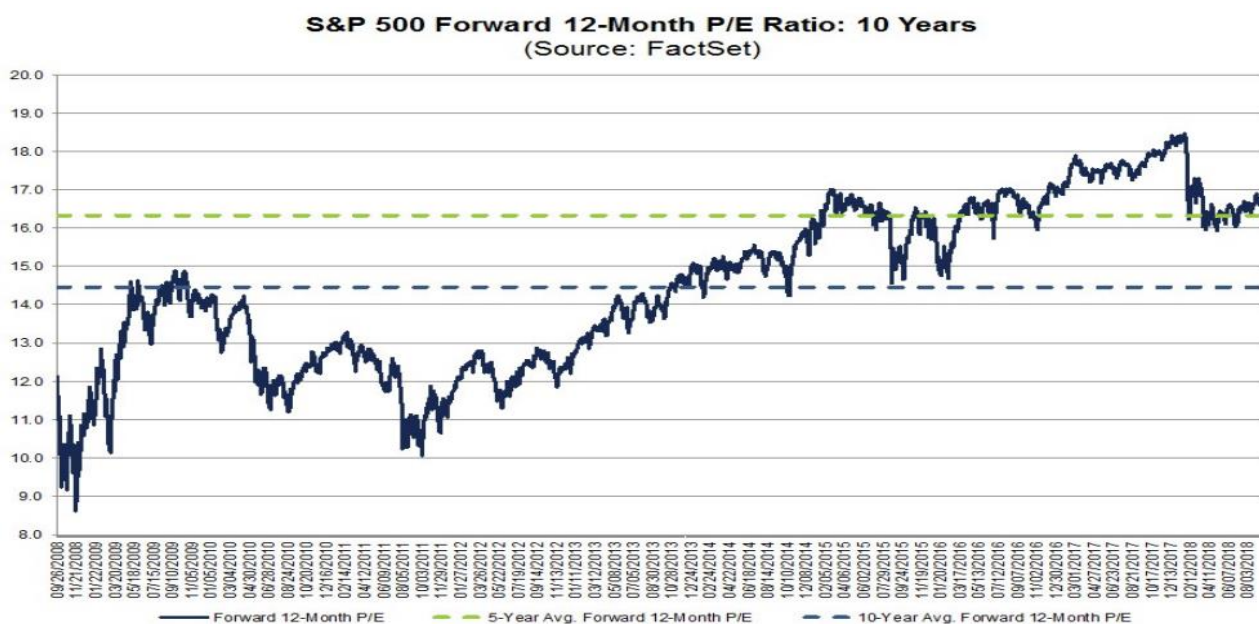
Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie			
	2017r	2018e	2019e
MSCI World	17,1	15,8	9,8
MSCI USA	11,7	23,4	10,6
MSCI Europa	15,4	9,1	8,9
MSCI Emerging Markets	22,1	14,3	12,1

Kilde: Yardeni.com rapport af 05.09.18

Det økonomiske opsving i verdensøkonomien har således resulteret i en meget høj indtjeningsfremgang hos virksomhederne globalt set i 2017 og det forventes også at være tilfælde i 2018. Med udsigt til en svagere vækst i verdensøkonomien i 2. halvår af 2018 og ind i 2019, er forventningerne nok lidt for høje

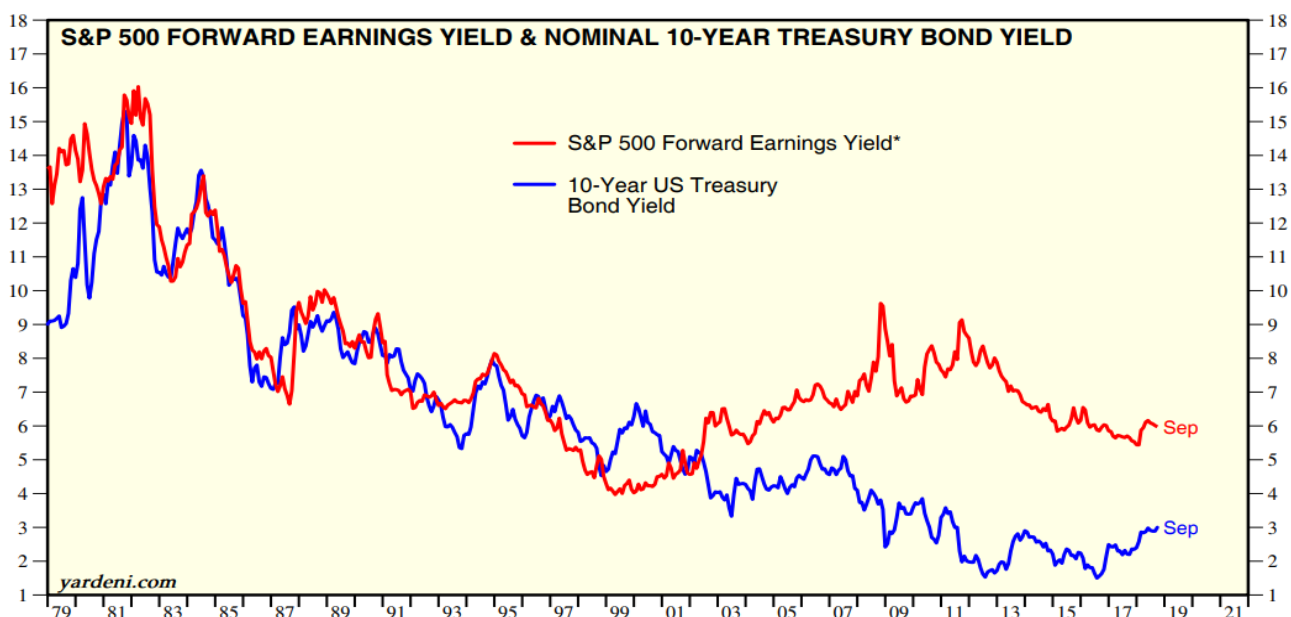
til 2018 estimerterne og i særdeleshed til 2019 estimerterne. Men selv om indtjeningen ”kun” skulle vokse med 14% i 2018 i stedet for 15,8%, og så igen med yderligere 5% i 2019 i stedet for 9,8%, vil der globalt set stadig være tale om, at selskabsindtjeningen pr. aktie totalt vil være vokset med 40% i perioden 2017-2019! Dette er en betydelig indtjeningsfremgang, som vil være stærkt understøttende for aktiekurserne globalt set, hvis der ikke kommer nogen utilsigtede stød til verdensøkonomien i perioden.

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 lidt over gennemsnittet for de seneste 5 år og noget over gennemsnittet for de seneste 10 år. Ud fra dette nøgletal ser de amerikanske aktier således ud til at være lidt til den dyre side, forudsat at selskaberne kan levere den forventede indtjeningsfremgang i de kommende 12 måneder.



Kilde: Factset

Hvis man ser på prisfastsættelsen af aktierne på det amerikanske aktiemarked (S&P 500 indekset) i forhold til den effektive rente på en 10-årig amerikansk statsobligation, kan man af nedenstående graf se, at aktierne ud fra S&P 500 Forward Earnings Yield (forventede 12 måneders indtjening på S&P 500 indekset i forhold til kursen på indekset), faktisk ser billige ud.



Kilde: Thomson Reuters I/B/E/S and Federal Reserve Board.

Der er ikke noget entydigt tegn på, hvorvidt aktierne generelt er dyre eller billige, men den underliggende stærke indtjeningsfremgang, som selskaberne generelt har realiseret i 2017 og er på vej til at realisere i 2018, vil givetvis lægge en vis bund under aktiemarkedet medmindre at der kommer nogle uventede stød til verdensøkonomien, eksempelvis i form af en yderligere eskalering i handelskrigen mellem Kina og USA. Omvendt kan en snarlig afslutning af denne betyde, at der kan komme nogle betydelige kursstigninger på aktier i Emerging Markets og i særdeleshed i Asien.

Som det ses af skemaet på side 2, har MSCI World All Countries ved udgangen af 3. kvartal 2018 realiseret et afkast på knap 8% p.a. målt i DKK, mens det brede danske aktieindeks OMX CGI har givet et afkast på ca. 2,5% i årets første 9 måneder. Så har man som investor haft en blanding mellem danske og globale aktier i sin aktieportefølje, vil man i de første 9 måneder af 2018 kunne forvente at have opnået et afkast omkring 5% p.a. før omkostninger. Vi forventede ved årets begyndelse, at man som investor i 2018 kunne opnå et afkast i niveau 5-10% p.a. på en blandet aktieportefølje i 2018. Efter 3. kvartal 2018 er vi kommet tættere på, at dette også bliver en realitet. Dette til trods for de betydelige kursudsving og uforudsigelige politiske hændelser, der har fundet sted i 2018.

Obligationer

De danske og tyske stats- og realkreditobligationer bruges fortsat af investorerne som sikker havn, når der opstår usikkerhed på de finansielle markeder. Dette kan sagtens blive tilfældet igen i løbet af det kommende kvartal, hvis den politiske risiko pludselig forøges, men ellers er det vores vurdering, at det nuværende danske renteniveau er for lavt på specielt de lange stats- og realkreditobligationer ud fra de fundamentale økonomiske forhold.

Derfor anbefaler vi en relativt lav varighed på obligationsporteføljen 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.

4. oktober 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 udarbejdsdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle – Aarhus

