

# Kvartalsrapport

## 3. kvartal 2019

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Fremstillingsindustrien i de store økonomier i verden er nu for alvor ramt af handelskrigen mellem USA og Kina, Europa er særdeles hårdt ramt. Heldigvis udgør fremstillingsindustrien kun en mindre andel af de vestlige landes økonomiers BNP, eksempelvis ca. 20% i Euroland, og da den øvrige økonomi fortsat har det rimeligt, er det fortsat mest sandsynligt, at det vi oplever er et behersket opsving i verdensøkonomien og ikke en recession i den nærmeste fremtid.

Som investor skal man være opmærksom på, at investorerne generelt nu er meget skeptiske. Er der igen blot tale om, at den nuværende vækststopbremsning i verdensøkonomien grundlæggende skyldes en lagerkorrektio n i fremstillingsindustrien, som i 2015/16, tillagt en påvirkning fra handelskrigen mellem USA og Kina? Kan USA og Kina blive enige omkring en handelsaftale inden længe, kan det blive dyrt for de skeptiske investorer, da reaktionen i givet fald vil blive en større stigning i både de lange obligationsrenter og aktiemarkedet. I vores optik er investorerne blevet for pessimistiske.

Hvordan skal man som investor agere i et marked, der er så domineret af en høj politisk usikkerhed, og hvor kursudviklingen kortvarigt styres af det næste tweet fra Donald Trump? Hvis man kan forudsige Trumps næste politiske træk/tweet er der uden tvivl mange penge i at handle hyppigt, men det kan vi ikke! Derfor har vi valgt en strategi, hvor vores portefølje afspejler, at vi grundlæggende tror på, at vi er inde i et behersket økonomisk opsving, hvor det gælder om at have en god spredt portefølje og denne holder vi fast i. Det betyder, at vi bevidst holder handelsfrekvensen meget lav i denne periode, da kursbevægelserne på den korte bane er ekstra uforudsigelige i øjeblikket.

#### **Aktiemarkedet**

I vores optik er der ikke noget som indikerer, at aktierne på nuværende tidspunkt skulle være overvurderet, tværtimod virker de billige i sammenligning med 10-årige statsrenter.

#### **Obligationsmarkedet**

Det er svært at være obligationsinvestor i øjeblikket. De danske statsobligationer giver en negativ effektiv forrentning så langt øjet rækker. Ser man i stedet hen mod danske realkreditobligationer er der heller ikke mange lyspunkter, hvor man nu skal ud over en løbetid på 10 år for at kunne opnå blot en mindre positiv forrentning! Som investor skal man være tro mod sin risikoprofil, hvilket vi absolut er enig i, men man skal også vurdere, hvad man som investor opfatter som risiko?

## Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2019

Udvikling i 3. kvartal 2019					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2019
	28.06.19	30.09.19			
OMX CGI	1.429,08	1.462,59	33,51	2,34%	17,38%
OMXC Cap. GI	1.650,77	1.665,10	14,33	0,87%	15,63%
MSCI World All Countries	2.392,03	2.502,04	110,01	4,60%	22,37%
MSCI USA*	18.385,55	19.424,15	1038,60	5,65%	26,52%
MSCI Europa*	11.035,46	11.277,76	242,30	2,20%	17,79%
MSCI Japan*	20.514,15	21.926,03	1411,88	6,88%	15,95%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2019
	28.06.19	30.09.19			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,75	-0,10	-0,17%	-0,50%
3% STAT 2021	-0,74	-0,85	-0,11	-0,02%	0,29%
1,75% STAT 2025	-0,54	-0,76	-0,22	1,09%	4,41%
4,5% STAT 2039	0,02	-0,36	-0,38	6,13%	18,03%
1,5% NYK 2050	1,37	1,32	-0,05	0,93%	8,91%
BDEN15**				0,10%	0,80%
**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 2019
	28.06.19	30.09.19			
USD/DKK	6,56	6,86	0,30	4,55%	5,17%
EUR/DKK	7,46	7,47	0,00	0,03%	-0,01%
JPY/DKK	0,061	0,063	0,003	4,25%	7,43%

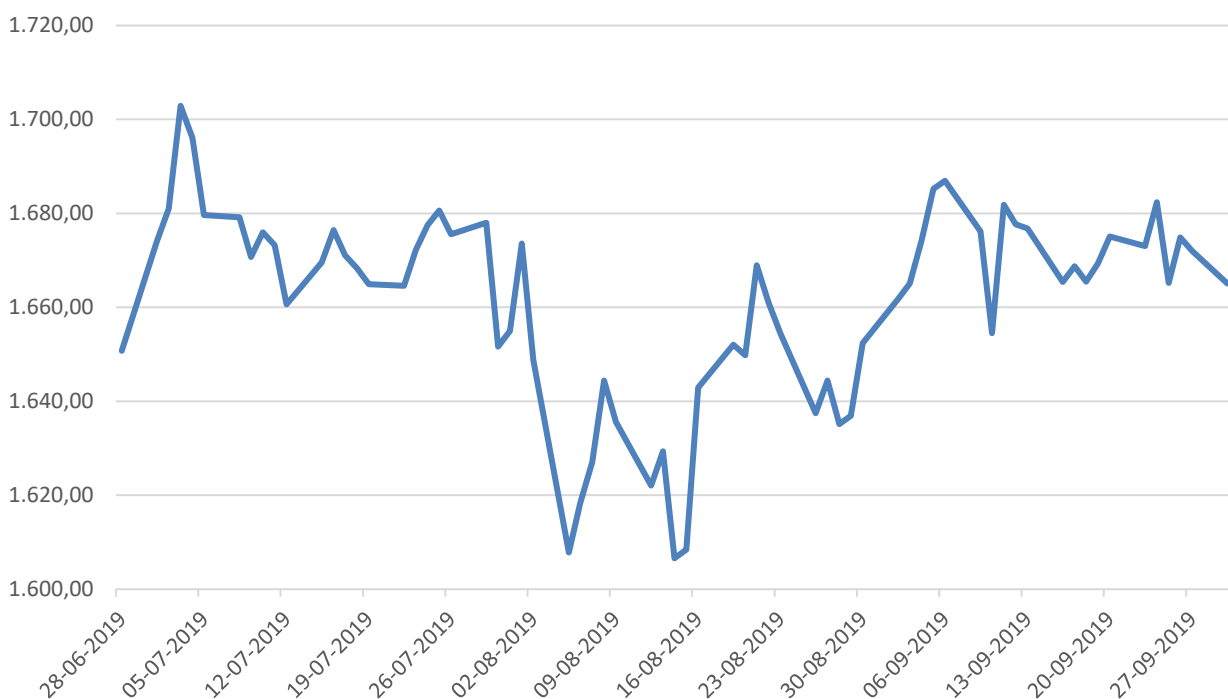
### Aktiemarkedet

Det har igen været handelskrigen mellem USA og Kina, der har været det dominerende tema gennem 3. kvartal 2019. Kvartalet startede med en vis optimisme omkring en mulig aftale mellem landene, hvilket betød, at aktiemarkedene generelt havde det godt i løbet af juli måned, men pludselig ”ud af det blå” kom der et at de berømte/berygtede tweets fra Trump, at der pr. 1. september ville komme 10% straffold på importvarer fra Kina til USA til en værdi af 300 mia. USD. Dermed var optimismen forsvundet som dug fra solen og usikkerheden steg markant, hvilket fik aktierne globalt til umiddelbart at dykke 5-6%. Lidt senere trak Trump dog lidt i land igen og fritog nogle varer fra den ekstra told, bl.a. fordi det ellers ville ramme amerikanernes juleindkøb med dyrere priser til følge, hvilket helt sikkert ikke ville være populært i store dele af befolkningen. Resultatet blev herefter, at der ”kun” kom straffold på varer til en værdi af 120 mia. USD dog med 15% i stedet for 10%, mens at de resterende varer til en værdi af 160 mia. først forventes at blive tillagt straffolden den 15. december. Efter denne eskalering af handelskrigen var ordvekslingen mellem Kina og USA ikke ligefrem kendetegnet ved forsoning, men pludselig kom der endnu et tweet fra Trump omkring, at kineserne gerne ville mødes igen i starten af oktober for at forhandle. Kort efter blev det annonceret, at en planlagt forhøjelse af straffolden på kinesiske varer i slutningen af september var udskudt til 15. oktober, da Trump ikke ville genere Kina med en forhøjelse af en straffold, mens de var i gang med at fejre deres 70-års dag for Republikken. Så nu var forhandlingerne åbenbart på sporet igen og optimismen kom tilbage til aktiemarkedet mod slutningen af kvartalet. Det pudsige er dog, at kineserne påstår, at de ikke har ringet til Trump, men landene har allerede haft yderligere drøftelser omkring en handelsaftale, og de skal mødes på højeste niveau i Kina i anden uge af oktober.

Hvordan skal man som virksomhedsleder i en produktionsvirksomhed agere i en sådan verden, hvor du ikke aner om dine varer pludselig bliver ramt af en straffold eller ej, eller hvis du sidder som indkøber i

en virksomhed, der skal sælge de omtalte varer, hvor der allerede er indført strafhold og denne kan risikere at blive fjernet igen så dit varelager pludselig er købt for dyrt? Det er uden tvivl meget svært, men den første reaktion er nok, at produktionsvirksomheden sætter sine store investeringer på hold, mens indkøberen af varerne også er meget påpasselig med at have et for stort varelager. Derfor er det meget forståeligt, at den økonomiske aktivitet i fremstillingsindustrien i mange lande i verden lige nu er ramt af en lavere aktivitet, hvilket har ført til, at bl.a. OECD nu har nedjusteret den forventede vækst i verdensøkonomien for både 2019 og 2020. Både den amerikanske og europæiske centralbank samt andre centralbanker verden over har som følge af den lavere økonomiske vækst valgt at sænke deres ledende renter i løbet af det forgangne kvartal. Dette har ført til fald i obligationsrenterne i både Europa og USA, hvilket har været en understøttende faktor for aktiemarkedene og været en stærk medvirkende årsag til, at de fleste aktiemarkeder har realiseret et positivt afkast i løbet af det forgangne kvartal til trods for den forhøjede politiske risiko. Som det ses af kursudviklingen i 3. kvartal 2019 på det danske aktieindeks OMXC Cap GI nedenfor, har indekset svinget en del gennem det forgangne kvartal for dog at slutte kvartalet med en mindre stigning.

OMXC Cap GI



Hvis man ser på afkastene på BRIK landene i det forgangne kvartal i DKK, har disse været tæt på 0 bortset fra i Kina, hvor aktierne er faldet med knapt 2% p.a.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q3 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	Bovespa	-0,29%	16,90%
Rusland	Micex	0,56%	30,87%
Indien	Sensex 30	0,01%	11,47%
Kina	Shanghai	-1,91%	18,02%

Hvordan skal man som investor agere i et marked, der er så domineret af en høj politisk usikkerhed, og hvor kursudviklingen kortvarigt styres af det næste tweet fra Donald Trump? Hvis man kan forudsige Trumps næste politiske træk/tweet er der uden tvivl mange penge i at handle hyppigt, men det kan vi ikke! Derfor har vi valgt en strategi, hvor vores portefølje afspejler, at vi grundlæggende tror på, at vi er inde i et behersket økonomisk opsving, hvor det gælder om at have en god spredt portefølje af aktier og

denne holder vi fast i. Det betyder, at vi bevidst holder handelsfrekvensen meget lav i denne periode, da kursbevægelserne på den korte bane er ekstra uforudsigelige i øjeblikket.

## Obligationsmarkedet

Den forøgede økonomiske usikkerhed har fået den europæiske centralbank (ECB) til at nedsætte renten med 0,1% og genstarte sit opkøbsprogram af obligationer med 20 mia. euro månedligt fra 1. november løbende, indtil det ikke vurderes at være påkrævet længere. Samtidig valgte ECB at nedjustere deres vækstforventninger for Euroland fra tidligere en forventet vækst på 1,2% p.a. i 2019 til nu 1,1% p.a. samt fra tidligere forventet 1,4% p.a. i 2020 til nu forventeligt 1,2% p.a. Inflationsforventningerne er nu blot på 1,2% p.a. for 2019 og 1,0% p.a. for 2020, hvilket er meget langt fra ECB's i vores optik urealistiske forventning om en inflation i niveau 2,0% p.a.

De forværrede økonomiske udsigter samt den lempeligere pengepolitik fra ECB's side har ført til, at obligationsrenterne er faldet mærkbart i 3. kvartal 2019. Eksempelvis handles den danske statsobligation 1,75% 2025 til en effektiv forrentning pr. 30.09.2019 på -0,76% p.a. Det betyder, at køber man som investor denne ca. 5-årige obligation og holde den indtil udløb, vil man have opnået et gennemsnitligt årligt afkast på -0,76% p.a. i de ca. 5 år, som obligationer løber. Nationalbankens ledende rente, indskudsbevisrenten, er aktuelt -0,75% p.a., hvilket stort set svarer til den effektive forrentning på den 5-årige danske statsobligation. Dermed kan vi udlede, at investorerne forventer at det nuværende negative renteniveau fortsætter i de kommende 5 år! Den knap 20-årige danske statsobligation 4,5% STAT 2039 blev pr. 30.09.2019 handlet til en effektiv forrentning på -0,36% p.a., hvilket viser, at prisfastsættelsen på obligationsmarkedet nu indikerer, at investorerne regner med at negative renter er kommet for at blive. Dette er i vores optik en meget skeptisk antagelse, specielt da kerneinflationen i Euroland har været rimelig stabil omkring 1,0% p.a. gennem længere tid. Obligationsinvestorer som køber 4,5% STAT 2039 i de næste knap 20 år stiller sig tilfreds med, at deres investering hvert år mister ca. 1,36% p.a. (-1% p.a. i inflation og -0,36% p.a. i effektiv forrentning) i købekraft forudsat at kerneinflationen forbliver på det nuværende niveau.

## Valutamarkedet

Som det ses af skemaet på side 2, er euroen og danske kroner blevet svækket med mere end 4% over for både den amerikanske dollar og japanske yen i det forgangne kvartal, hvilket skyldes de forværrede økonomiske udsigter for Euroland. Som det ses af skemaet nedenfor, er DKK også blevet svækket over for BRIK landenes valutaer, på nær den brasilianske.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q3 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	BRL	-3,89%	-1,92%
Rusland	RUB	1,25%	12,35%
Indien	INR	1,89%	3,97%
Kina	CNY	0,56%	1,27%

## Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2019

### Europa

Den økonomiske vækst i Euroland har været aftagende gennem 2019. Således var den økonomiske vækst på 1,3% p.a. i 1 kvartal 2019, 1,1% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventelig 1,0% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler i 2018. Der er ikke længere nogen tvivl om, at den europæiske fremstillingsindustri er i recession, hvor det i særdeleshed er den store tyske bilindustri, der er hårdt

ramt. De tyske indkøbschefer inden for fremstillingsindustrien har ikke udtrykt så lav optimisme siden 2009, og for hele Euroland er optimismen hos indkøbscheferne inden for fremstillingsindustrien faldet til laveste niveau siden 2012. ”Heldigvis” udgør fremstillingsindustrien i Euroland kun ca. 20% af det samlede BNP, og uden for fremstillingsøkonomien går det faktisk ganske godt i Euroland. Derfor er den samlede europæiske økonomi heller ikke på vej ind i en recession forudsat at pessimismen ikke breder sig.

### Euro area annual inflation and its components, %

	Weights (%)	Annual rate						
		2019	Sep 18	Apr 19	May 19	Jun 19	Jul 19	Aug 19
<b>All-items HICP</b>	1000.0	2.1	1.7	1.2	1.3	1.0	1.0	<b>0.9e</b>
All-items excluding:								
> energy	898.7	1.3	1.3	0.9	1.2	1.1	1.2	<b>1.2e</b>
> energy, unprocessed food	854.0	1.1	1.4	1.0	1.3	1.1	1.1	<b>1.2e</b>
> energy, food, alcohol & tobacco	708.5	1.0	1.3	0.8	1.1	0.9	0.9	<b>1.0e</b>
Food, alcohol & tobacco	190.1	2.6	1.5	1.5	1.6	1.9	2.1	<b>1.6e</b>
> processed food, alcohol & tobacco	145.4	2.1	1.7	1.9	1.9	2.0	1.9	<b>1.9e</b>
> unprocessed food	44.7	4.3	0.8	0.4	0.7	1.7	2.5	<b>0.7e</b>
Energy	101.3	9.6	5.3	3.8	1.7	0.5	-0.6	<b>-1.8e</b>
Non-energy industrial goods	263.8	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	<b>0.3e</b>
Services	444.7	1.4	1.9	1.0	1.6	1.2	1.3	<b>1.5e</b>

e estimate

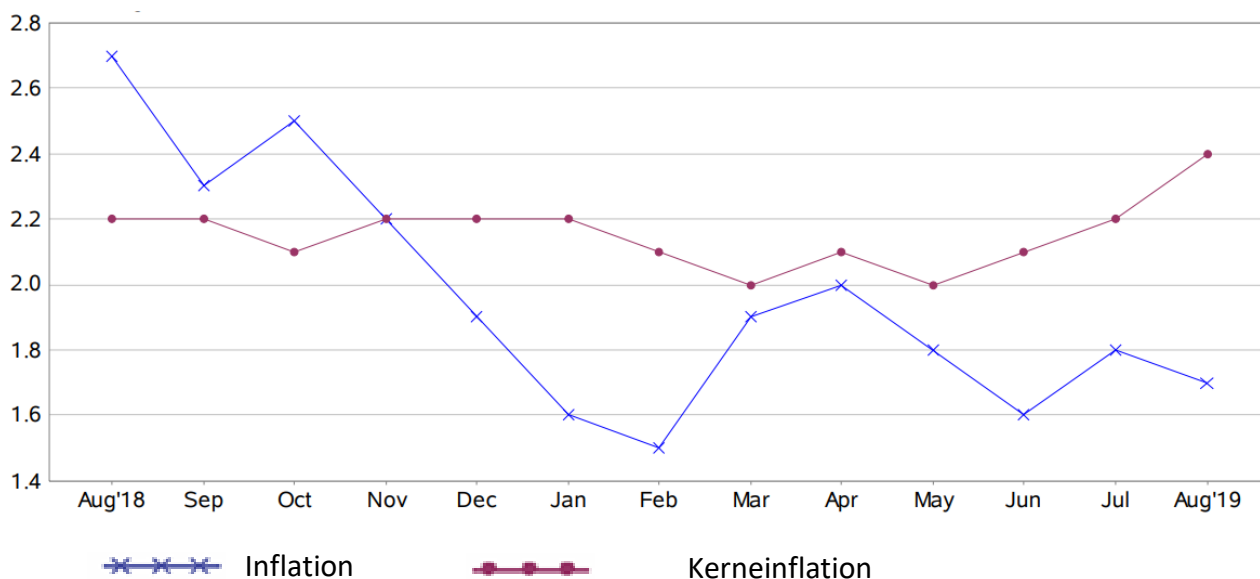
Kilde: Eurostat

Der er fortsat et meget behersket inflationspres i Euroland, hvor seneste måling for inflationen udviste en stigning på 0,9% p.a. for september 2019 sammenlignet med samme måned året før. Som nævnt tidligere i rapporten har ECB også nedjusteret deres inflationsforventninger for 2020, så der forventes en inflation på bare 1,0% p.a. Dermed er vejen banet for, at det nuværende meget lave renteniveau kan fortsætte i et godt stykke tid endnu.

## USA

Den amerikanske økonomi har som den europæiske oplevet en gradvis opbremsning gennem 2019. Således udviste den amerikanske økonomi en imponerende vækstrate på 3,1% p.a. i 1. kvartal 2019, mens væksten faldt til 2,0% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have ligget omkring et niveau på 1,8% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. De noget lavere vækstrater i både 2. og 3. kvartal 2019 er et udtryk for, at den amerikanske fremstillingsindustri også lider af handelskrigen med Kina, samt at den amerikanske dollar er blevet styrket væsentligt over for flere store valutaer gennem 2019. Hvis man dykker ned i tallene, var privatforbruget i 2. kvartal det stærkeste i 4½ år, og til trods for dette blev væksten på ”blot” 2,0% p.a. Netop det faktum har i kombination med, at de økonomiske nøgletal generelt har været lidt til den svage side, sandsynligvis fået den amerikanske centralbank (Fed) til at nedsætte den ledende rente 2 gange med hver 0,25%-point i løbet af det forgangne kvartal.

Inflationen i USA viste for august en stigning på 1,7% p.a. mens kerneinflationen steg med 2,4% p.a. sammenlignet med august 2018. Som det ses af grafen nedenfor er kerneinflationen steget i de seneste måneder, hvilket dog ikke vækker bekymring, da stigningerne burde være af midlertidig karakter, så kerneinflationen forventeligt vil falde tilbage igen til et niveau omkring 2,0% p.a. Inflationen synes heller ikke at bekymre Fed, og de har endda indikeret, at de er villige til at acceptere en højere inflation end deres målsætning på omkring 2,0% p.a. i et stykke tid, hvis det skulle blive nødvendigt.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

## Japan

Væksten i den japanske økonomi var på 1,3% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have været på omkring 1,2% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Dermed synes den japanske økonomi at klare sig rimeligt, og den japanske regering har i slutningen af 3. kvartal lavet en delaftale på handelsområdet med USA, hvilket mindsker sandsynligheden for, at Japan og USA også ryger ud i en handelskrig.

Den japanske centralbank har som den europæiske et (urealistisk) mål om en inflation på 2,0% p.a. Seneste måling for august 2019 udviser en inflation på 0,3% p.a. og en kerneinflation på 0,5% p.a. sammenlignet med august 2018. Inflationspresset er således stadig meget beskedent i Japan, hvorfor den japanske centralbank fortsætter sin meget lempelige pengepolitik. Det skal dog nævnes, at den japanske centralbank er begyndt at ændre sit opkøbsprogram af japanske obligationer, da centralbanken nu har købt så mange obligationer i specielt de lange løbetider, at de nu har svært ved at skaffe flere obligationer!

## BRIK landene

### Brasilien

Den økonomiske vækst i den brasilianske økonomi fortsætter sit meget beskedne opsving. Således blev den økonomiske vækst 1,0% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før.

Inflationen i Brasilien var på 3,4% p.a. i august 2019 sammenlignet august 2018. Den brasilianske centralbank har nu en forventning om, at inflationsniveauet ved udgangen af 2019 vil være under centralbankens målsætning på 4,25% p.a. for 2019, hvorfor at centralbanken har valgt at sænke den ledende rente, Selic renten, med 2 x 0,5%-point i løbet af 3. kvartal 2019, så Selic renten nu er på 5,50% p.a. Der forventes yderligere en rentenedsættelse a 0,5%-point i løbet af 4. kvartal 2019, hvilket vil være understøttende for det gradvise økonomiske opsving i Brasilien.

### Rusland

Den russiske økonomi er også i gang med et beskedent økonomisk opsving. Efter en svag start på 2019, hvor den økonomiske vækst var på blot 0,5% p.a. i 1.kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018, realiserede den russiske økonomi en vækst på 0,9% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have realiseret en vækst på 1,0% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før.



Der er kommet mere styr på inflationen i Rusland, hvor seneste måling for august 2019 udviser en stigning på 4,3% p.a., og den russiske centralbank forventer nu, at inflationen ved årets udgang vil være mellem 4,0-4,5% p.a. mod tidligere en forventet inflation på 4,2-4,7% p.a. For at understøtte det beskedne økonomiske opsving har den russiske centralbank sænket den ledende rente 2 gange a 0,25%-point i løbet af 3. kvartal 2019.

### *Indien*

Der har været en for Indien skuffende økonomisk vækst gennem 2019. Den økonomiske vækst var på 5,8% p.a. i 1. kvartal 2019, 5,0% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have været omkring 5,5% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Skuffende investeringslyst og i særdeleshed et skuffende privatforbrug har været en stærk medvirkende årsag til, at den økonomiske vækst ikke har været så stærk som ønsket i Indien gennem 2019. Den indiske regering har iværksat en række initiativer, herunder en nedsættelse af selskabsskatten fra 30% til 22%, for at fremme den økonomiske vækst i landet.

Inflationen i Indien var i august 2019 på 3,2% p.a. sammenlignet med august 2018. Den indiske centralbank har et inflationsmål på 4,0% p.a., og set i lyset at det moderate inflationspres og skuffende økonomiske vækst har den indiske centralbank nedsat den ledende rente med 0,35%-point i løbet af 3. kvartal 2019 til nu 5,4% p.a.

### *Kina*

Væksten i den kinesiske økonomi har udvist et aftagende vækstmomentum gennem 2019. Således blev den økonomiske vækst på 6,4% p.a. i 1.kvartal 2019, 6,2% p.a. i 2. kvartal 2019 og forventes at have været i niveau 6,0% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Der er ingen tvivl om, at den kinesiske økonomi lider under handelskrigen, og den kinesiske regering og centralbank har også i 3. kvartal 2019 forsøgt at mindske de negative påvirkninger bedst muligt gennem flere tiltag, herunder at sænke reservekravene til bankerne, så de kan låne flere penge ud til gavn for forbrug og investeringer.

Der udbrød svinepest i Kina i august 2018, men udbruddet er blevet kraftigt forværret gennem 2019, og landets griseproduktion er blevet hårdt ramt. Det har fået svinepriserne til at stige gennem 2019 og svineprisen steg med 46,7% p.a. i august 2019 sammenlignet med august 2018. Svinekød er en meget udbredt bestanddel i det kinesiske køkken, og de kraftigt stigende priser på svin er en stor årsag til, at inflationsniveauet i Kina har været tiltagende på det seneste, hvor inflationen for august 2019 udviser en stigning på 2,8% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Til sammenligning var inflationsniveauet i Kina på blot 1,5% p.a. i februar 2019 sammenlignet med samme måned året før. Det aktuelle inflationsniveau er dog stadig under målsætningen på 3,0% p.a.

## **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2019**

Fremstillingsindustrien i de store økonomier i verden er nu for alvor ramt af handelskrigen mellem USA og Kina, hvor Europa er særdeles hårdt ramt. Heldigvis udgør fremstillingsindustrien kun en mindre andel af de vestlige landes økonomiers BNP, eksempelvis ca. 20% i Euroland, og da den øvrige økonomi fortsat har det rimeligt, er det fortsat mest sandsynligt, at det vi oplever er et behersket opsving i verdensøkonomien og ikke en recession i den nærmeste fremtid. Både den europæiske og amerikanske centralbank samt flere centralbanker i Emerging Markets har reageret på de lavere vækstudsigter med rentenedsættelser, hvilket i særdeleshed vil virke understøttende for privatforbruget. Der er dog heller ingen tvivl om, at jo længere tid der går med, at Donald Trump holder verdensøkonomien som gidsel i sit politiske spil, desto større risiko er der for, at den dårlige stemning for alvor kan sprede sig fra fremstillingsindustrien til andre dele af økonomien også, herunder servicesektoren og privatforbruget, men indtil videre er dette ikke tilfældet.

## Forventninger

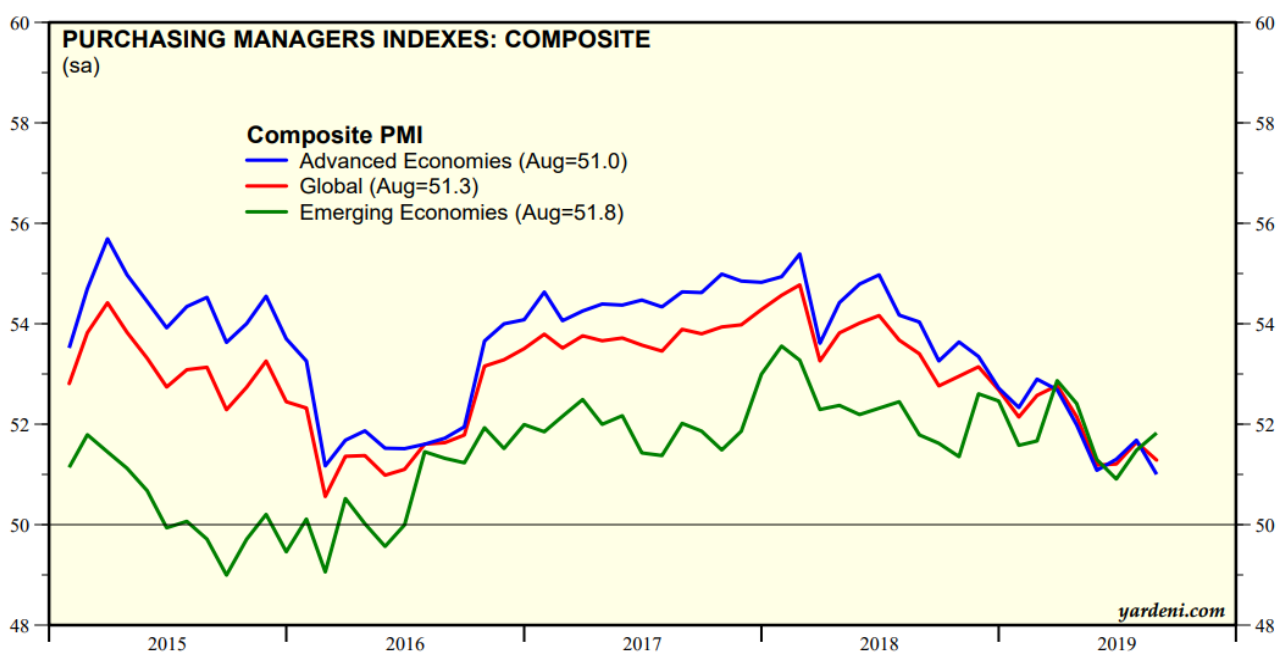
Økonomiske nøgletal						
	2018r		2019e		2020e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,90%	2,40%	2,30%	1,80%	2,00%	1,80%
Euroland	1,90%	1,80%	1,10%	1,20%	1,20%	1,20%
Japan	0,80%	0,90%	0,90%	1,00%	0,80%	1,00%
Danmark	1,50%	0,80%	1,00%	0,90%	1,20%	1,20%
Brasilien	1,10%	3,70%	0,80%	3,80%	1,40%	4,00%
Rusland	2,20%	2,90%	1,00%	4,20%	1,50%	4,00%
Indien	7,00%	4,80%	6,00%	3,30%	6,50%	4,00%
Kina	6,60%	2,20%	6,20%	2,60%	6,00%	2,20%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Da vi skrev Kvartalsrapport for 3 måneder siden, kunne vi berette, at OECD i maj havde nedjusteret deres forventninger til den økonomiske vækst i verdensøkonomien. Dette er sket endnu en gang, hvor OECD i september 2019 nedjusterede deres forventninger til væksten i verdensøkonomien fra før en vækst på 3,2% p.a. i 2019 og 3,4% p.a. i 2020 til nu en økonomisk vækst på 2,9% p.a. i 2019 og 3,0% p.a. i 2020. OECD skønner at de nuværende indførte toldsats og varslede toldsats pr. medio september 2019 vil reducere den økonomiske vækst i verdensøkonomien med 0,3-0,4%-point i 2020. OECD's prognose antager, at de indførte og varslede toldsats forbliver sådan, så en eskalering af handelskrigen vil givet vis føre til endnu lavere vækst og modsat, hvis Kina og USA laver en aftale og fjerner toldsats igen.

### Global PMI

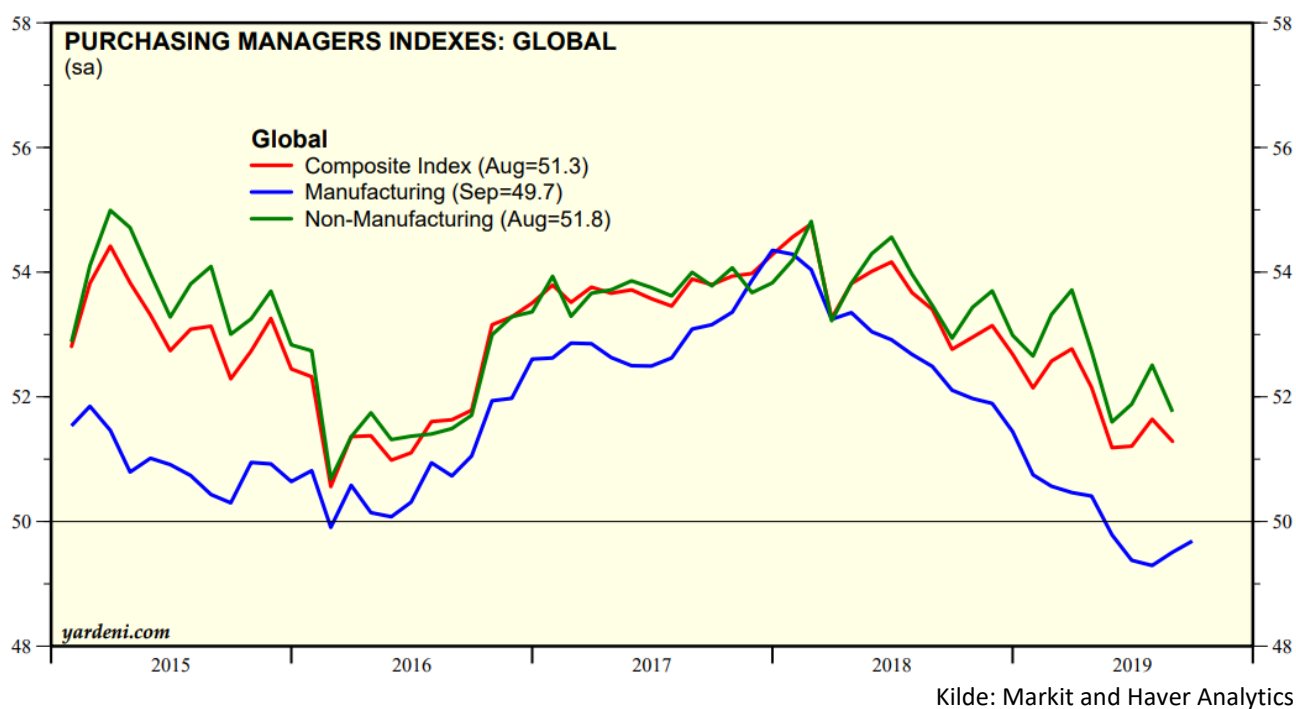


Kilde: Markit and Haver Analytics



Hvis man betragter de globale indkøbscheferes forventninger til fremtiden i grafen ovenfor, kan vi umiddelbart se, at indkøbscheferne optimisme i både Emerging Markets og udviklede økonomier er nogenlunde ens. Det er desuden værd at bemærke, at da vi sidste gang for alvor havde en økonomisk vækstforskrækkelse i slutningen af 2015 og begyndelsen af 2016, da bundede det samlede indeks ud omkring de nuværende niveauer, hvor dog optimismen var noget lavere i Emerging Markets end det nu er tilfældet.

Hvis vi ser på en opdeling af indkøbscheferne i henholdsvis fremstillingsindustri og ikke-fremstillingsindustri, kan vi af grafen nedenfor se, at fremstillingsindustrien denne gang er særdeles hårdt ramt, mens at ikke-fremstillingsindustrien har det noget bedre end ved sidste vækstforskrækkelse. Det er også værd at bemærke, at pilen faktisk er begyndt at pege opad for fremstillingsindustrien igen, så måske er det værste ved at være overstået?



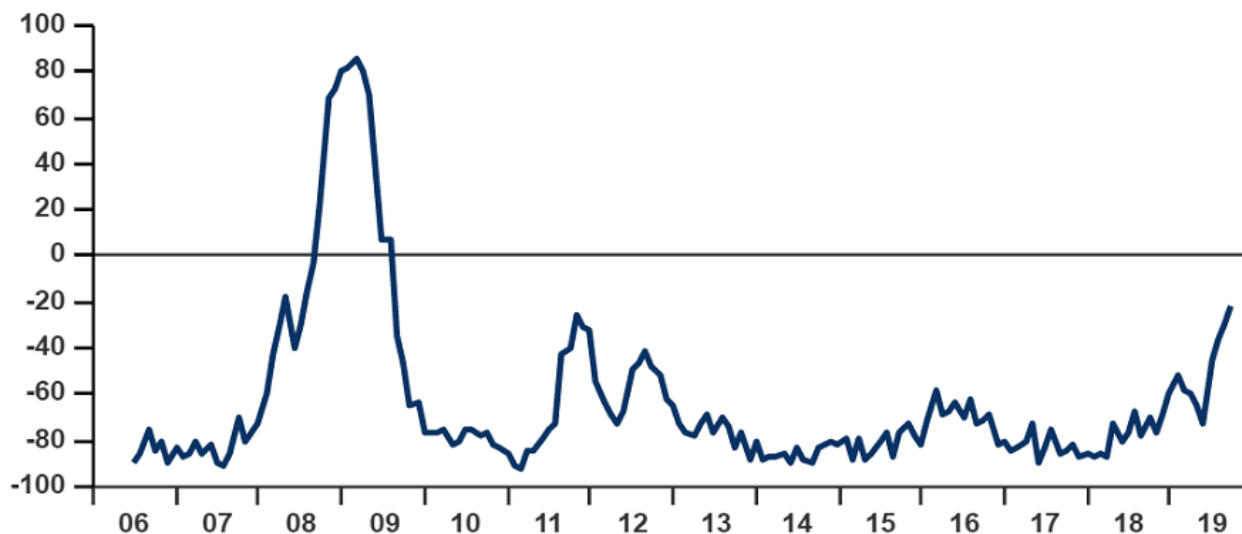
Der er ingen tvivl om, at den verserende handelskrig mellem USA og Kina vil sætte dagsordenen for både den økonomiske vækst og udviklingen på de finansielle markeder i den nærmeste fremtid. Ovenstående grafer viser, at der grundlæggende ikke er grund til større bekymring end det vi var vidne til i 2015/16, hvilket den gang viste sig bare at være en lagerkorrektion i fremstillingssektorens cyklus, og det kan meget vel være den samme udvikling, som vi også er vidne til i øjeblikket blot med den ekstra usikkerhed og påvirkning, som handelskrigen giver.

Investorerne har uden tvivl nerverne siddende ude på tøjet i denne tid, da de økonomiske nøgletal ikke indikerer nogen entydig retning, hvilket er helt normalt, når man befinder sig i en stabiliseringsperiode inden nøgletallene igen bliver bedre, men medierne er hurtige til at bruge udsagn som ”økonomisk nedtur forude” og ”recessionen lurer”, når der kommer et skuffende nøgletal.

Bank of America Merrill Lynch foretager hver måned en forespørgsel til 200 globale porteføljeformere omkring, hvordan de er investeret, og hvad deres forventninger er. Denne undersøgelse er en god indikator for, hvor optimistiske/pessimistiske de store porteføljeformere er i verden. Hvis der enten er en høj grad af pessimisme eller optimisme, kan man som investor bruge undersøgelsen som en indikator for, at der ikke skal ske ret meget i modsat retning før udviklingen på de finansielle markeder kan gå i den modsatte retning af, hvad de store investorer i høj grad ellers havde forventet og investeret efter. Hvis man ser på seneste undersøgelse for september 2019, var andelen

som troede på, der kom en økonomisk recession i løbet af de kommende 12 måneder steget til det højeste niveau siden Finanskrisen!

Net per cent saying recession is likely within the next 12 months



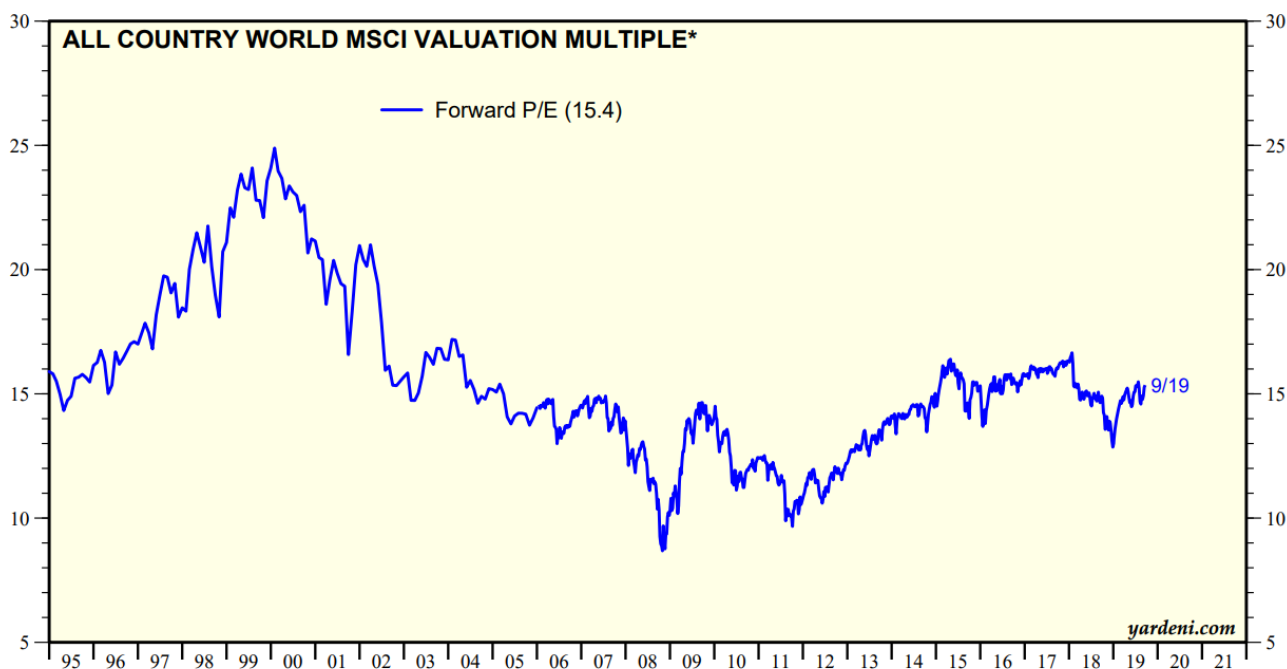
Kilde: Bank of America Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

Undersøgelsen viser, at investorerne er meget nervøse i øjeblikket, og der skal heller ikke meget til før vi kan få større kursbevægelser på de finansielle markeder. I skrivende stund er de fleste aktiemarkeder faldet omkring 3-5% i starten af oktober, da vi den 1. oktober fik en skuffende ISM-rapport for september for den amerikanske fremstillingsindustri. ISM-rapporten er en rundspørge blandt amerikanske indkøbschefer, men dette er primært i de store virksomheder, mens den undersøgelse der indgår i PMI indekset fra Markit, som vi bruger i vores rapport, er en rundspørge til alle typer virksomheder. Desuden vægtes forventningsdelen højere i PMI-rapporten end i ISM-rapporten. Markit PMI overraskede positivt for USA i september målingen mens ISM skuffede. Går man bag om tallene kan det tyde på, at PMI indekset i et stykke tid har ligget over det niveau, det rent faktisk burde ligge på. De nuværende niveauer for både PMI og ISM er nu meget tæt på de niveauer, som de respektive indeks bundede ud i sidste gang, der var en vækstforskrækkelse i 2015/16.

Som investor skal man være opmærksom på, at investorerne generelt nu er meget skeptiske. Er der igen blot tale om, at den nuværende vækststopbremsning i verdensøkonomien grundlæggende skyldes en lagerkorrektions i fremstillingsindustrien, som i 2015/16, tillagt en påvirkning fra handelskrigen mellem USA og Kina? Kan USA og Kina blive enige omkring en handelsaftale inden længe, kan det blive dyrt for de skeptiske investorer, da reaktionen i givet fald vil blive en større stigning i både de lange obligationsrenter og aktiemarkedet. I vores optik er investorerne blevet for pessimistiske. Derfor anbefaler vi fortsat, at man som investor har en aktieandel tæt på sit langsigtede benchmark samt en forholdsvis lav varighed på sin obligationsportefølje.

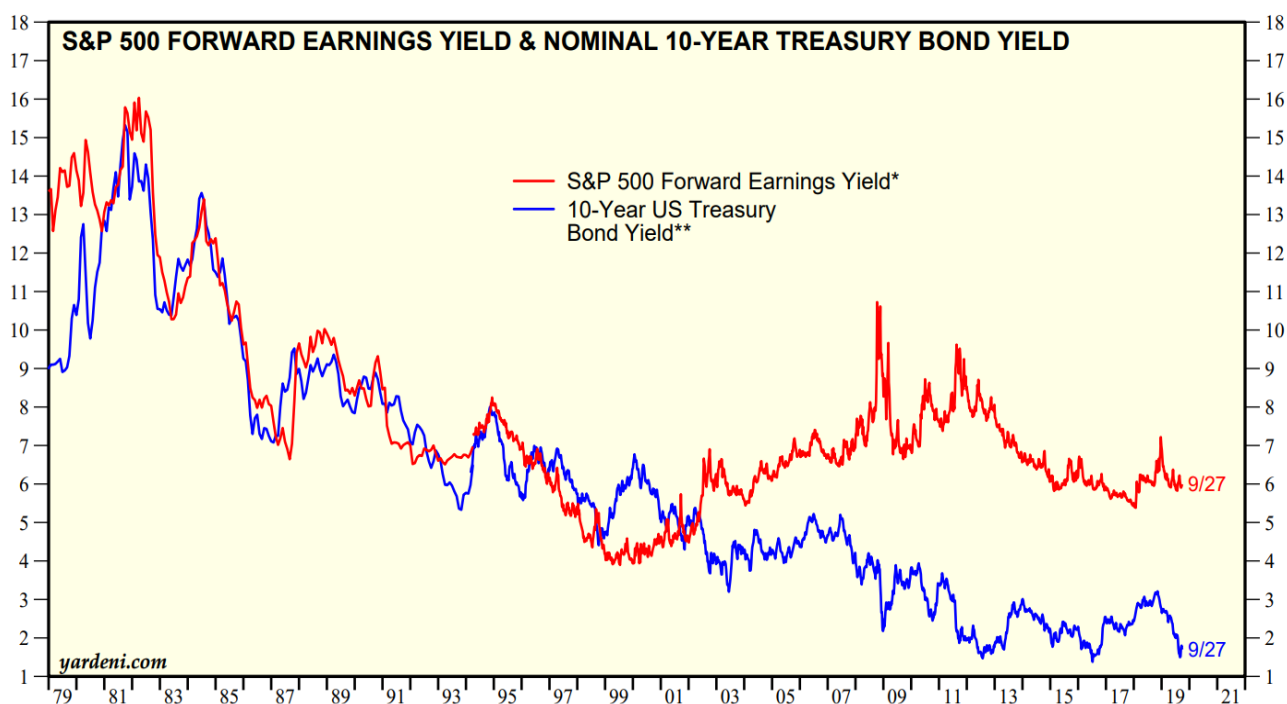
## Aktier

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktier, er der efter vores vurdering ikke noget som tyder på, at aktierne skulle være overvurderet i øjeblikket. Som det ses af nedenstående graf, handles verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, på en P/E værdi på 15,4, hvilket nogenlunde svarer til gennemsnittet for de seneste 5 år. Hvis man ser på grafen kan man se, at aktierne i slutningen af 1990'erne var oppe og handle omkring en P/E værdi på 25, hvilket senere er blevet betegnet som værende et bobniveau.



Kilde: Yardeni Research

Sammenligner vi den aktuelle prisfastsættelse på aktiemarkedet med den 10-årige rente, her på det amerikanske marked hvor både renten og P/E niveauer er højere end i Europa, er der heller ikke noget som tyder på, at aktier skulle være dyre, tværtimod ser de meget billige ud.



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

## Obligationer

Det er svært at være obligationsinvestor i øjeblikket. De danske statsobligationer giver en negativ effektiv forrentning så langt øjet rækker. Ser man i stedet hen mod danske realkreditobligationer, er der heller ikke mange lyspunkter, hvor man nu skal ud over en løbetid på 10 år for at kunne opnå blot en mindre positiv forrentning! Derfor kom de heller ikke som nogen stor overraskelse, at langt de fleste banker nu har indført negative renter i niveau -0,50 til -0,75% p.a. for virksomheder samt for større

kontantindestående hos private personer som pt. typisk er vurderet til at være over 750.000 kr. Som obligationsinvestor er man presset ud i en situation, hvor man enten skal acceptere at få et afkast i niveau -0,4% til -0,75% p.a. på sine obligationer med under 5 års løbetid, eller også må man løbe en større kredit- og eller renterisiko på sine investeringer. Det aktuelle inflationsniveau i Euroland er omkring 1,0% p.a., og har man en ambition om at opnå et afkast i dette niveau uden den store kreditrisiko på sine obligationer, skal man som investor købe en 30-årig 1% realkreditobligation, der i skrivende stund endda handles over kurs 100, så den effektive forrentning vil være lige under 1,0% p.a.

Som investor skal man være tro mod sin risikoprofil, hvilket vi absolut er enig i, men man skal også vurdere, hvad man som investor opfatter som risiko? Forstår man risiko som risiko for, at man ikke bevarer sin købekraft på sin formue eller opfatter man risiko som risikoen for et større formuetab på den korte bane? Denne problemstilling er yderst relevant at diskutere i øjeblikket, da man som investor må påregne et mindre formuetab, hvis man vil investere sikkert i obligationer, da de fleste meget sikre obligationer handles til negative effektive forrentninger. Med udsigt til en fortsat positiv inflation vil købekraften være forringet endnu mere. Er man som investor langsigtet med en tidshorisont på omkring 20 år, og vil man foretage en så godt som 100% sikker investering i form af en dansk statsobligation, 4,5% STAT 2039, må man pr. 30.09.2019 acceptere at gøre dette til en effektiv forrentning på -0,36% p.a. I dette tilfælde er man sikker på at tabe penge på sin investering med 0,36% p.a., hvis denne holdes til udløb. Forbliver inflationen på et niveau omkring 1,0% p.a. i de næste 20 år, kan man se frem til at købekraften af sin investering er faldet med hele 31% efter 20 år! Måske er en investering i meget sikre lange og mellemlange obligationer for den langsigtede investor ikke længere noget godt alternativ selv for den forsigtige investor? Dette er nogle væsentlige betragtninger, man som investor skal have med i sine investeringsovervejelser i fremtiden, når man skal fastlægge sin investeringsprofil. Vores formuerådgivere er naturligvis behjælpelige, hvis du ønsker en drøftelse af din risikoprofil.

4. oktober 2019

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](http://www.danskfi.dk)**

**Roskilde - Vejle - Aarhus**

