

Kvartalsrapport

4. kvartal 2017

RESUME

Økonomiske udsigter

Der har generelt været en pæn økonomisk vækst i de fleste lande/regioner gennem 4. kvartal 2017, hvilket kunne tyde på, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien får en god start i 2018.

Inflationsniveauet er fortsat meget lavt i mange lande, hvilket bevirker, at centralbankerne verden over kan fortsætte med en meget lempelig pengepolitik ind i 2018. En rimelig økonomisk vækst i kombination med lav inflation og lave renter, er et økonomisk ønskescenarie.

Som udgangspunkt forventes verdensøkonomien at fortsætte det moderate opsving, uden der forventes nogen mærkbar stigning i det globale inflationsniveau. Dermed er der stigende sandsynlighed for, at vi pt. befinder os i et økonomisk ønskescenarie med rimelig økonomisk vækst, stigende selskabsindtjening og et fortsat lavt renteniveau. Dette vil fortsat favorisere investeringer i risikofyldte aktiver så som aktier og ejendomme. Som investor skal man dog huske på ikke at blive fartblind og kaste al forsigtighed overbord, da historien har vist, at der med jævne mellemrum forekommer hændelser, der kan ændre vækst- og inflationsbilledet markant på den korte bane. Omvendt skal man heller ikke lade sig skræmme over, at det er gået godt i et stykke tid. Det bedste råd er som altid: Hav en god spredt investeringsportefølje bestående af både obligationer/kontanter, aktier og ejendomme, der er sammensat så porteføljen passer til den enkelte persons økonomiske behov og risikoprofil. Dette giver tryghed, og man kan som investor få gavn af en fortsat økonomisk fremgang, uden at man risikerer at sætte det hele over styr, hvis der pludselig sker en uforudset hændelse.

Aktiemarkedet

Med forventning om et fortsat moderat opsving i verdensøkonomien og en stigende selskabsindtjening, samt en prisfastsættelse på aktier, som vi ikke vurderer som anstrengt, anbefaler vi fortsat, at man som investor medtager en aktieandel i sin portefølje, som svarer til sit benchmark.

Obligationsmarkedet

Selv om der er meget, som tyder på, at vi er i en strukturel nedadgående trend for inflationen i verdensøkonomien, så virker det europæiske renteniveau i øjeblikket som kunstigt lavt. Det er ikke urealistisk, at den 10-årige tyske statsrente kan komme op i niveau 1,5% i løbet af 2018 eller 2019. Med forventning om moderat stigende europæiske lange renter, anbefaler vi primært at placere hovedparten af obligationsporteføljen i korte- og mellemlange obligationer eller kontanter. Desuden anbefaler vi fortsat at medtage en mindre andel af Emerging Markets statsobligationer i sin obligationsportefølje.

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2017

Udvikling i 4. kvartal 2017					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2017
	29.09.17	29.12.17			
OMX CGI	1.361,20	1.352,77	-8,43	-0,62%	18,44%
OMXC Cap. GI	1.591,10	1.556,67	-34,43	-2,16%	16,82%
MSCI World All Countries	2.044,47	2.131,03	86,55	4,23%	9,62%
MSCI USA*	15.128,67	15.795,99	667,32	4,41%	5,18%
MSCI Europa*	11.115,97	11.153,03	37,06	0,33%	7,50%
MSCI Japan*	19.987,55	21.324,19	1336,64	6,69%	7,18%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2017
	29.09.17	29.12.17			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,65%
4% STAT 2019	-0,60	-0,58	0,02	-0,20%	-0,44%
3% STAT 2021	-0,35	-0,29	0,06	-0,28%	-0,29%
4,5% STAT 2039	1,03	0,98	-0,05	1,05%	0,03%
3,5% NYK 2044	2,78	2,77	-0,01	-0,06%	2,75%
BDEN15**				-0,21%	-0,31%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2017
	29.09.17	29.12.17			
USD/DKK	6,30	6,21	-0,10	-1,52%	-11,98%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,03%	0,14%
JPY/DKK	0,056	0,055	-0,001	-1,59%	-8,47%

Aktiemarkedet

De danske aktier har generelt haft det svært i 4. kvartal 2017, hvor nogle skuffende regnskaber fra bl.a. Vestas og FLS resulterede i nogle større kursfald, der var en medvirkende årsag til, at de danske aktier har realiseret et negativt afkast i 4. kvartal 2017. OMXC Cap. GI indekset faldt således 2,16% i løbet af det forgangne kvartal. De europæiske aktier har generelt haft det svært i 4. kvartal 2017, hvor MSCI Europa blot har givet et afkast på 0,33% målt i DKK, mens de amerikanske aktier har realiseret et positivt afkast på 4,41%, målt i DKK, til trods for at den amerikanske dollar er blevet svækket med 1,5% over for DKK i løbet af det forgangne kvartal. De japanske aktier er steget med hele 6,69%, og verdensindekset målt ved MSCI World All Countries er steget med 4,23%, målt i DKK i løbet af 4. kvartal 2017. Der er således realiseret nogle pæne afkast på mange aktiemarkeder i løbet af det forgangne kvartal, hvis der ses bort fra de danske og europæiske aktiemarkeder generelt. De amerikanske aktier har været begunstiget af, at det lykkedes for Donald Trump at få gennemført en skattereform, der dels giver de fleste amerikanske aktieselskaber en lavere effektiv skattebetaling, dels giver en skattelettelse til de private amerikanske skatteydere. De europæiske aktier har derimod haft det mere svært, da en fortsat styrkelse af euroen har svækket de europæiske selskabers konkurrenceevne.

Hvis man betragter afkastene på de forskellige aktiemarkeder i skemaet overfor, er der generelt realiseret meget pæne afkast. De danske aktier har givet et afkast på hele 16,82% målt ved OMXC Cap. GI indekset. De amerikanske aktier har umiddelbart givet et mere beskedent afkast på 5,18% på MSCI USA indekset, målt i DKK, men korrigeres der for, at den amerikanske dollar er faldet med 12% over for DKK i løbet af 2017, har de amerikanske aktier således givet et afkast på niveau med de danske

aktier, når der måles i lokalvaluta. Den kraftige styrkelse af euroen over for mange valutaer i 2017, har været med til at reducere det realiserede afkast betydeligt, når det er blevet omregnet til DKK.

Hvis vi ser på udviklingen på aktiemarkederne i 4. kvartal 2017 målt i DKK i BRIK landene, er der ikke sket det store på det russiske og kinesiske aktiemarked. Det brasilianske aktiemarked er faldet med omkring 2,4%, mens kvartalets vinder har været de indiske aktier, som har oplevet en stigning på 9,5%, hvilket i høj grad kan henføres til, at investorerne har fået en fornyet tiltro til, at den økonomiske vækst er på vej op i et højere gear igen.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q4 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	Bovespa	-2,42%	10,33%
Rusland	Micex	-0,01%	-12,29%
Indien	Sensex 30	9,54%	19,78%
Kina	Shanghai	-0,60%	0,08%

Obligationsmarkedet

Der er ikke sket så meget på obligationsmarkedet i løbet af det forgangne kvartal. Således er der realiseret et negativt afkast på 0,20% på den korte danske statsobligation 4% STAT 2019, mens den lange danske statsobligation 4,50% STAT 2039 har givet et afkast på 1,05% i 4. kvartal 2017. Hvis vi betragter afkastene på obligationsmarkedet i hele 2017, ses det, at de fleste danske statsobligationer i skemaet på den forgangne side har givet et negativt afkast i løbet af 2017, mens realkreditobligationen 3,5% NYK 2044 har givet et afkast på 2,75% i løbet af 2017. Generelt har de danske realkreditobligationer oplevet en pæn efterspørgsel fra specielt udenlandske investorer i løbet af 2017, hvilket har resulteret i, at de danske realkreditobligationer er steget i kurs, og dermed er det blevet endnu billigere for de danske boligejere at optage lån i deres bolig. Den store udenlandske interesse for de danske realkreditobligationer er sandsynligvis en afledt effekt af både den europæiske og japanske centralbanks opkøb af "lokale" obligationer, der får de "lokale" investorer til at lede efter investeringsmuligheder andetsteds, og her har man fundet de danske realkreditobligationer interessante. Men både som investor og boligejer skal man være opmærksom på, at denne ekstraordinære interesse sandsynligvis kun er på lånt tid, og der kan komme en modsat reaktion, hvis disse investorer pludselig ønsker at trække deres investeringer hjem igen, evt. i forbindelse med at centralbankerne begynder at neddrøse deres opkøbsprogrammer.

Valutamarkedet

Til trods for, at det lykkedes for Donald Trump at få gennemført en skattereform i løbet af 4. kvartal 2017, og den amerikanske centralbank hævede renten med 0,25% point, er den amerikanske dollar blevet svækket med omkring 1,5% over for euroen i løbet af det forgangne kvartal. Den japanske yen er også blevet svækket med lidt over 1,5% i løbet af 4. kvartal 2017 over for euroen. BRIK landenes valutaer har oplevet en uens tendens, hvor den brasilianske og russiske valuta er blevet svækket, mens både den kinesiske og indiske valuta er styrket over for euroen i løbet af det forgangne kvartal. Hvis vi ser på hele 2017, er euroen blevet styrket pænt over for alle BRIK landenes valutaer samt både USD og Yen.

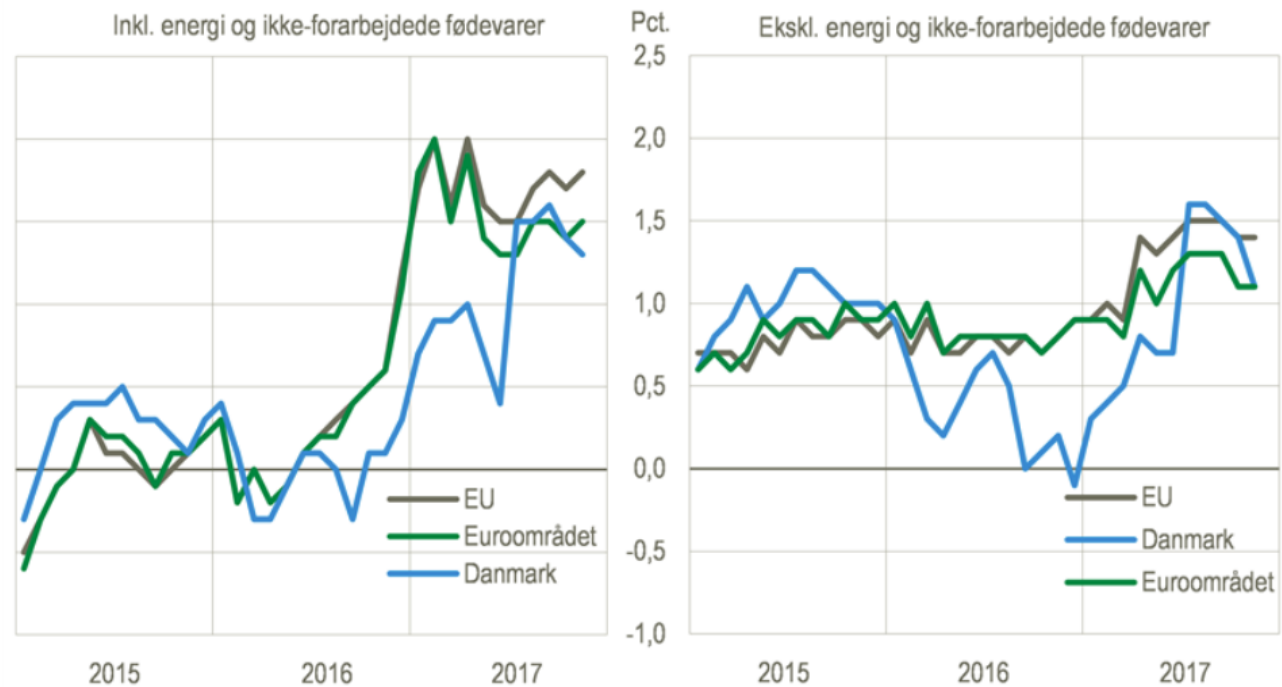
Land	Valuta	Ændring i DKK i Q4 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	BRL	-5,24%	-13,53%
Rusland	RUB	-1,56%	-7,18%
Indien	INR	0,62%	-6,36%
Kina	CNY	0,65%	-6,08%

Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2017

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland blev på 2,6% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før, og væksten forventes at have været i niveau 2,4% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med 4. kvartal 2016. Der er fortsat tale om, at alle landene i Euroland oplever en fremgang, men der er stadig store forskelle på, hvor stor at fremgangen er fra land til land. Tyskland har godt gang i den økonomiske vækst, mens vækstraterne er væsentligt mere beskedne i Italien. Hvis man ser på den realiserede økonomiske vækst for hele 2017 i Euroland, er der meget som tyder på, at denne lander på 2,3% p.a., hvilket er knap 1%-point højere, end de fleste økonomer havde spået i begyndelsen af året. Den europæiske økonomi har således overrasket til den positive side i løbet af 2017, hvilket ellers har været en sjældenhed i de senere år.

Inflationen i Danmark, Euroområdet og EU



Kilde: Danmarks Statistik

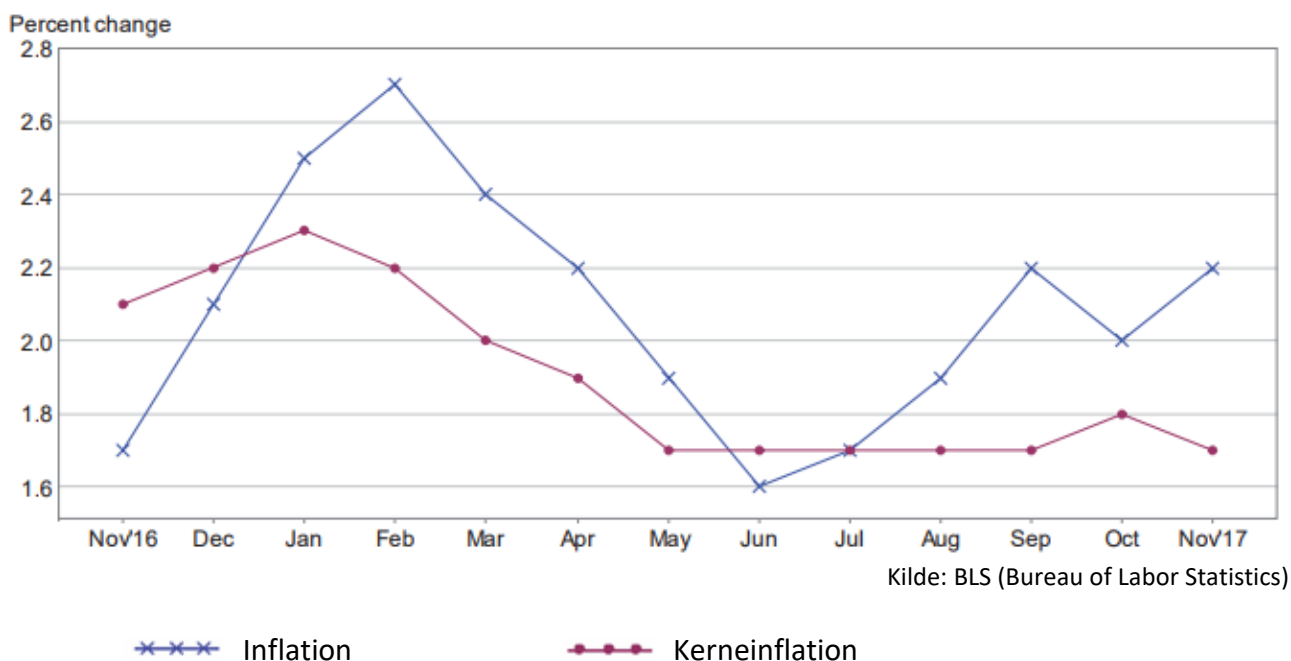
Til trods for at den økonomiske vækst er steget en del mere end ventet i løbet af 2017, har dette ikke ført til noget nævneværdigt inflationspres. Således viste seneste inflationsmåling fra eurozonen en inflation på 1,5% p.a. for november 2017 sammenlignet med samme måned året før, og kerneinflationen (inflationen uden prisudviklingen på fødevarer og energi) viste en stigning på blot 0,9% p.a. i samme periode. Dermed er der fortsat et stykke op til den europæiske centralbanks (ECB) mål om en inflation omkring 2,0% p.a., og dermed er der lagt op til, at renterne vil forblive meget lave i Euroland i et godt stykke tid endnu i kombination med, at ECB vil fortsætte deres månedlige obligationsopkøb igennem det meste af 2018 om end med et lavere månedligt beløb end tilfældet var i 2017.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi blev på hele 3,3% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med 3. kvartal 2016, men når man ser på detaljerne i vækstbilledet, var det knap så opmuntrende, idet

privatforbruget blot udviste en vækst på 2,3% p.a., mens det var produktion til lager, som var en væsentlig bidrager til den høje vækst. Da produktion til lager ikke forventes at holde et så højt niveau i 4. kvartal 2017, forventes den økonomiske vækst at have været omkring 2,5% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før.

Inflationen i USA steg en anelse i november til 2,2% p.a. sammenlignet med november 2016. Stigningen i inflationen kan i høj grad henføres til stigende energipriser, og ser man i stedet på kerneinflationen, viste denne blot en stigning på 1,7% p.a. i samme periode. Dermed er der stadig ikke udsigt til nogen mærkbar stigning i den amerikanske inflation, hvorfor den amerikanske centralbank kan fortsætte med at hæve renten i et meget behersket tempo. Vedtagelsen af den amerikanske skattereform forventes ikke at ændre hverken vækst- eller inflationsbilledet mærkbart.



Japan

Der var mere gang i den japanske økonomi i 3. kvartal 2017 end ventet, idet den økonomiske vækst for 3. kvartal 2017 er blevet opjusteret fra en vækst på 1,4% p.a. til 2,5% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2016. Hvis man ser på de underliggende komponenter i vækstrapporten, var det i høj grad investeringer og produktion til lager, der trak væksten op. Det forventes ikke, at der har været et lige så højt investerings- og lageropbygningsbehov i 4. kvartal 2017, hvorfor den økonomiske vækst forventes at være faldet tilbage til et niveau omkring 1,8% p.a. sammenlignet med 4. kvartal 2017.

Inflationen er steget gradvist i Japan i de senere måneder, og seneste måling af inflationen for november 2017 udviser en stigning på 0,6% p.a. samt en stigning på 0,9% p.a. for kerneinflationen sammenlignet med november 2016. Den japanske centralbank har et inflationsmål på 2,0% p.a., hvilket man stadig er langt fra at nå, hvorfor den japanske centralbank forventes at fortsætte den meget lempelige pengepolitik i et godt stykke tid endnu. Dog skal man være opmærksom på, at kommer vækst- og inflationsforventningerne yderligere op i Japan, kan det være, at den japanske centralbank begynder at nedtrappe deres massive obligationsopkøb, hvilket som tidligere nævnt også kan påvirke renteniveauet på de danske realkreditobligationer. Som boligejer eller investor i lange danske realkreditobligationer, er det således også vigtigt at holde et vågent øje med, hvordan den japanske økonomi udvikler sig! Verden er blevet mere integreret, og der er skabt nye sammenhænge på de

finansielle markeder, bla. som følge af centralbankernes eksperiment med at opkøbe lokale obligationer, hvilket gør, at man ikke bare kan henholde sig ukritisk til tidligere tiders sammenhænge.

BRIK landene

Brasilien

Den brasilianske økonomi realiserede en økonomisk vækst på 1,4% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Det var i høj grad eksport og privatforbruget, som trak væksten op i 3. kvartal 2017. Den økonomiske vækst forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 4. kvartal 2017. Den brasilianske økonomi har nydt godt af, at både inflation og renteniveau er faldet markant i det seneste års tid, hvilket har givet forbrugerne en pæn købekraftsforbedring.

Det ser umiddelbart ud som om, inflationen er bundet i Brasilien, idet inflationen er steget fra et niveau på 2,5% p.a. i september 2017 til 2,8% p.a. i november 2017 sammenlignet med samme måneder året før. Inflationsniveauet er imidlertid stadig pænt under centralbankens målsætning med et niveau omkring 4,5% p.a., hvorfor centralbanken har nedsat den ledende rente, Selic renten, med yderligere 1,25% point i løbet af 4. kvartal 2017, så Selic renten aktuelt er på 7,0%. Ved årets begyndelse var Selic renten på 13,75%, så Selic renten er blevet nedsat med hele 6,75% point i løbet af 2017! Dette har som tidligere nævnt givet et pænt bidrag til, at den økonomiske vækst i Brasilien igen er blevet positiv i løbet af 2017, og det for Brasilien lave renteniveau, vil også påvirke væksten positivt i de kommende kvartaler. Hvorvidt renten kan få endnu et lille nøk nedad er svært at vurdere, men så længe inflationsforventningerne ikke ændres markant, eller der kommer fornyet politisk uro, vil det være meget positivt for den brasilianske økonomi, hvis bare det nuværende renteniveau kan opretholdes i et stykke tid endnu.

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi blev på 1,8% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med 3. kvartal 2016, og væksten forventes at være steget en anelse til 2,0% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før.

Inflationen i Rusland er faldet yderligere gennem 4. kvartal 2017, og seneste måling for november 2017 udviste et fald i inflationen til 2,5% p.a., hvilket er et stykke under centralbankens målsætning omkring en inflation omkring 4,0% p.a. Derfor var det heller ingen overraskelse, at den russiske centralbank valgte at sænke den ledende rente med 0,5% point i december til nu 7,75%. Den russiske centralbank har åbnet op for, at renten kan blive sat yderligere ned i løbet af 1. halvår af 2018, hvis ikke der kommer en uventet stigning i inflations- og vækstniveauet.

Indien

Den økonomiske vækst tiltog i 3. kvartal 2017, hvor væksten blev på 6,3% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før, hvilket var en pæn fremgang i forhold til de 5,7% p.a. vækst der blev realiseret i 2. kvartal 2017 sammenlignet med 2. kvartal 2016. Hvis man ser på detaljerne i vækstrapporten, var denne knap så opmuntrende, idet det i høj grad var køb af guld, der var skyld i vækstfremgangen, mens væksten i privatforbruget aftog yderligere. Det virker stadig som om, den indiske økonomi er ramt af påvirkningerne fra pengeombytningen sidste år. Den økonomiske vækst forventes at have været i niveau 6,0% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før.

Inflationen er fortsat opad i Indien på det seneste, hvor inflationsmålingen for november 2017 udviste en stigning på 4,9% p.a. sammenlignet med november 2016. Det var i høj grad stigende fødevarer- og energipriser, der var skyld i, at inflationen i det seneste halve år er steget fra et niveau omkring 2% til nu i underkanten af 5%. Dette mindsker den indiske centralbanks mulighed for at lempe pengepolitikken, hvis ikke den økonomiske vækst tiltager til et højere niveau i løbet af de kommende kvartaler.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi blev på 6,8% p.a. i 3. kvartal 2017 og forventes at have været på 6,7% p.a. i 4. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartaler året før. Kina har i løbet af oktober 2017 afholdt sin 5-årige partikongres, hvor styrets ledelse vælges, og hovedlinjer udstikkes for de kommende 5 år. I november 2017 afholdtes desuden en 3 dages konference, hvor der er blevet offentliggjort en række økonomiske mål for de næste 3 år. Det er blevet besluttet, at den kinesiske vækst som minimum skal udgøre 6,3% p.a. i gennemsnit for årene, 2018, 2019 og 2020, hvor ledelsen vil forsøge at kontrollere den økonomiske vækst under hensyntagen til de finansielle risici, der kan opstå i den kinesiske økonomi. For 2018 er der specifikt sat et mål med en økonomisk vækst i niveau 6,5% p.a. Dette viser, at Kina forsøger at opnå en kontrolleret vækststopbremsning over de næste mange år.

Inflationen i den kinesiske økonomi var i november 2017 på blot 1,7% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Dette er en del under centralbankens målsætning med en inflation omkring 3,0% p.a. Imidlertid forventes inflationen at tiltage i starten af 2018, da fødevarepriserne forventes at få et nøk opad, men inflationen forventes stadig ikke at nå de 3,0% p.a.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2017

Der har generelt været en pæn økonomisk vækst i de fleste lande/regioner gennem 4. kvartal 2017, hvilket kunne tyde på, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien får en god start i 2018. Inflationsniveauet er fortsat meget lavt i mange lande, hvilket bevirker, at centralbankerne verden over kan fortsætte med en meget lempelig pengepolitik ind i 2018. En rimelig økonomisk vækst i kombination med lav inflation og lave renter, er et økonomisk ønskescenarie.

Forventninger

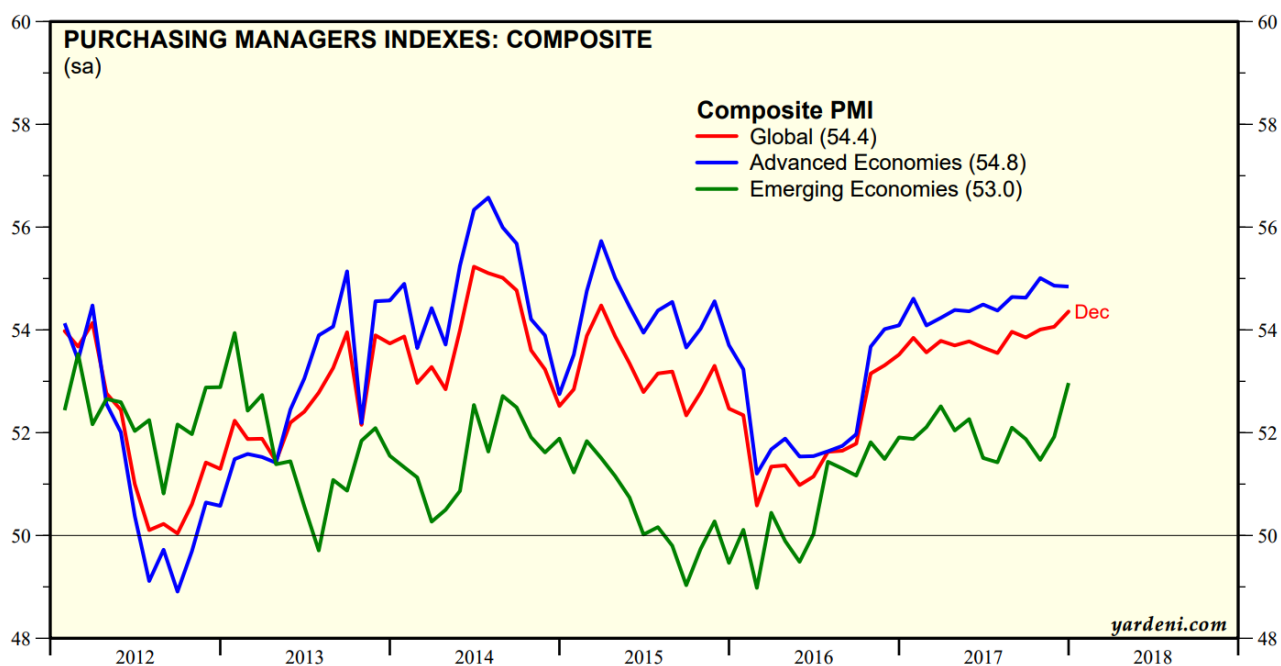
Økonomiske nøgletal						
	2016r		2017e		2018e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,50%	1,30%	2,20%	2,10%	2,20%	2,20%
Euroland	1,80%	0,20%	2,30%	1,60%	2,10%	1,40%
Japan	1,00%	-0,20%	1,90%	0,50%	1,00%	0,70%
Danmark	2,00%	0,30%	2,20%	1,10%	2,00%	1,20%
Brasilien	-3,60%	8,70%	0,70%	3,50%	1,50%	4,00%
Rusland	-0,20%	7,00%	1,90%	4,00%	2,00%	4,00%
Indien	7,10%	4,50%	6,80%	4,50%	7,20%	5,00%
Kina	6,70%	2,10%	6,80%	2,00%	6,50%	2,00%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Væksten i verdensøkonomien har gradvist tiltaget igennem 2017, og det virker som om vækstfremgangen vil fortsætte ind i 2018. OECD har i deres seneste prognose fra september 2017 spået, at væksten i verdensøkonomien ville blive på 3,5% p.a. i 2017 stigende til 3,7% p.a. i 2018. Umiddelbart vil det ikke overraske, hvis OECD kommer til at opjustere deres prognose for både 2017 og 2018 med 0,1-0,2% point, hvilket stadig vil være marginalt under det niveau på knap 4,0% p.a., der i gennemsnit blev realiseret i en 20-årig periode op til Finanskrisen.

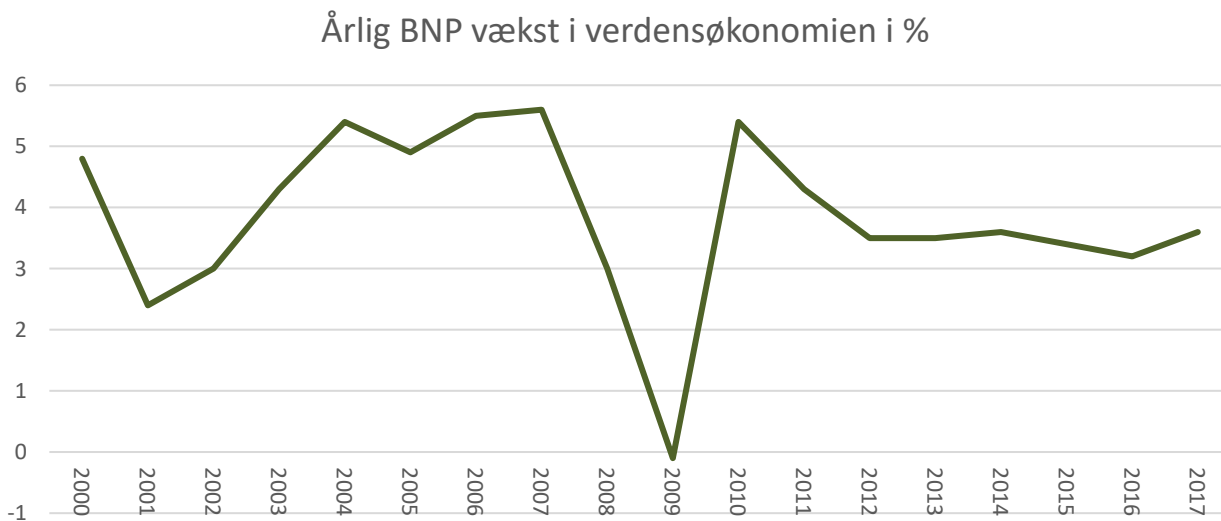
Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

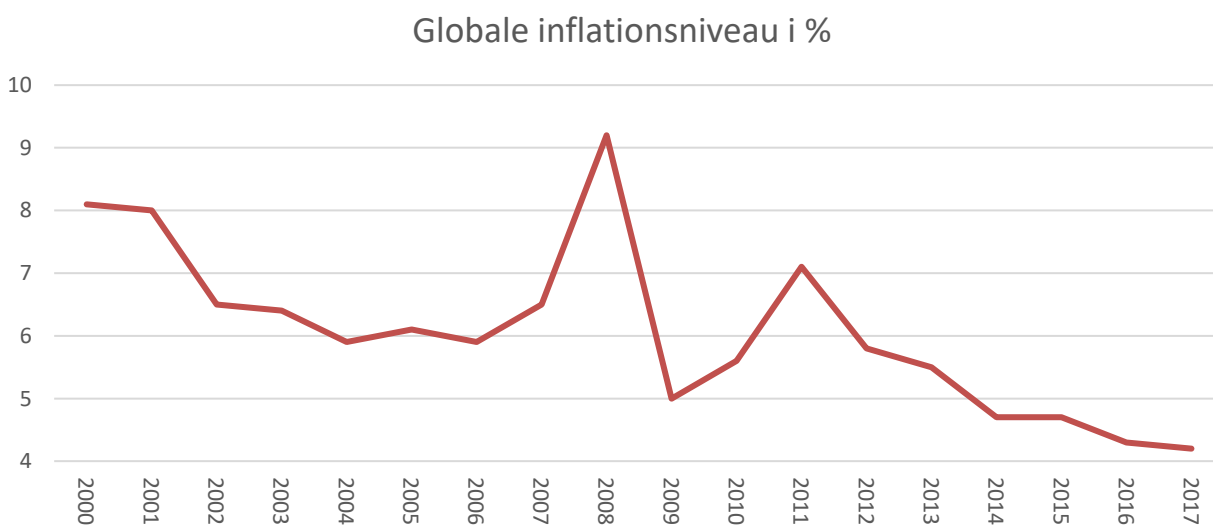
Hvis man ser de globale indkøbschefers forventninger til fremtiden på grafen på side 8, kan man tydeligt se, at indeksene for både de udviklede økonomier og Emerging Markets siden medio 2016 og frem til primo 2017 var stigende, hvorefter indeksene var gennem en stabiliseringsperiode. På det seneste har de udviklede økonomier udvist en svag stigende tendens, mens at Emerging Markets har oplevet en pæn fremgang. Dette underbygger, at væksten i verdensøkonomien fortsætter med yderligere fremgang ind i 2018.

Som det ses af nedenstående graf fra IMF, har den økonomiske vækst i verdensøkonomien siden 2012 bevæget sig meget tæt på et årligt vækstniveau omkring 3,5% p.a., og det har været forholdsvist stabilt, specielt når der sammenlignes med, hvordan væksten har svinget betydeligt fra år 2000 til 2012.



Kilde: IMF

Der er således meget der taler for, at vi pt. er inde i et moderat økonomisk opsving i verdensøkonomien. Opsvinget har hidtil ikke været videre inflationsskabende, end ikke i USA, hvor økonomien har nået et niveau, hvor der tales om fuld beskæftigelse. Et lavt inflationsniveau er en vigtig forudsætning for, at centralbankerne kan føre en lempelig pengepolitik og der generelt kan opretholdes et lavt renteniveau. En moderat økonomisk vækst i kombination med et lavt rente- og inflationsniveau er et økonomisk ønskescenarie, specielt for investering i risikofyldte aktiver som aktier og ejendomme. Det helt store spørgsmål er imidlertid, om inflationen pludselig kommer tilbage?



Kilde: IMF

Hvis vi ser på det globale inflationsniveau siden år 2000, se grafen på side 9, virker det som om, at inflationen er i en strukturel faldende trend, kun afbrudt af kortvarige perioder med setbacks. Der er meget, der tyder på, at de nuværende globale handelsmønstre i kombination med en stadig stigende automatisering af produktions- og servicekoncepter har været en stærk medvirkende årsag til at skabe det strukturelle nedadgående fald i det globale inflationsniveau. Der er umiddelbart ikke noget, der tyder på, at denne proces står over for en afslutning, for robotter i fremstillingsindustrier vinder stadig frem. Kunstig intelligens er først i sin spæde start og forventes at vinde frem i betydeligt omfang i mange industrier i de kommende år, solenergi bliver stadig mere effektivt i kombination med, at fremstillingsprisen falder. Der er således meget, der taler for, at den underliggende deflationære trend i verdensøkonomien vil fortsætte i årene fremover. Dog skal man være opmærksom på, at der i perioder kan forekomme hændelser, der kan give en kraftig reaktion i modsat retning; eksempelvis i 2008, hvor en meget kraftig stigning i olieprisen betød en markant stigning i inflationsniveauet. Derfor skal man som investor altid være opmærksom på, at der kan ske uforudsete hændelser, der kan forrykke vækst- og inflationsbilledet markant på den korte bane. Som eksempel kan nævnes, at skulle Donald Trump pludselig gøre brug af sine trusler under valgkampen om at stemple Kina som valutamanipulator og indføre handelssanktioner mod landet, kan det pludselig ændre de globale handelsmønstre markant, og så kan det vise sig, at de globale deflationære tendenser i verdensøkonomien pludselig ændres til det modsatte! Eller kommer der store ufinansierede skattelettelser i USA på et tidspunkt, hvor økonomien kører på fuldt tryk, kan dette betyde en overophedning af verdens største økonomi, hvilket givetvis også vil ændre inflationsbilledet markant på den korte bane. Politiske fejltagelser er absolut en af de største risici, der er til at få øje på i øjeblikket.

Som udgangspunkt forventes verdensøkonomien at fortsætte det moderate opsving, uden der forventes nogen mærkbar stigning i det globale inflationsniveau. Dermed er der stigende sandsynlighed for, at vi pt. befinder os i et økonomisk ønskescenarie med rimelig økonomisk vækst, stigende selskabsindtjening og et fortsat lavt renteniveau. Dette vil fortsat favorisere investeringer i risikofyldte aktiver så som aktier og ejendomme. Som investor skal man dog huske på ikke at blive fartblind og kaste al forsigtighed overbord, da historien har vist, at der med jævne mellemrum forekommer hændelser, der kan ændre vækst- og inflationsbilledet markant på den korte bane. Omvendt skal man heller ikke lade sig skræmme over, at det er gået godt i et stykke tid. Det bedste råd er som altid: Hav en god spredt investeringsportefølje bestående af både obligationer/kontanter, aktier og ejendomme, der er sammensat så porteføljen passer til den enkelte persons økonomiske behov og risikoprofil. Dette giver trykthed, og man kan som investor få gavn af en fortsat økonomisk fremgang, uden at man risikerer at sætte det hele over styr, hvis der pludselig sker en uforudset hændelse.

Aktier

2017 har givet nogle pæne tocifrede stigninger på de fleste aktiemarkeder, når afkastene måles i lokalvaluta. Med så store stigninger kan man med rette spørge, om aktiemarkederne nu er blevet for dyre? Vi erkender, at aktiemarkederne nu er prisfastsat til den høje side, når dette ses i et historisk perspektiv, men denne prisfastsættelse kan vi godt forsvare. Dels forventes aktieselskaberne i de fleste regioner at udvise en tocifret vækst i indtjening pr. aktie, som omtalt i Kvartalsrapporten for 3. kvartal 2017, hvor vi bl.a. skrev at MSCI World All Countries forventes at realisere en indtjeningsvækst på 13,5% i 2017 målt i lokalvaluta ifølge analyseudbyderen Macrobond Financials. I 2018 forventes selskabsindtjeningen at blive knap så høj men stadig tæt på en tocifret fremgang i MSCI World All Countries indekset. Så en stor del af kursstigningerne i 2017 kan således alene henføres til en underliggende fremgang i selskabsindtjeningen i 2017, og der er endda forventning om en yderligere pæn indtjeningsfremgang i 2018. Desuden er vi af den opfattelse, at man skal passe på at sammenligne den historiske prisfastsættelse på aktier med den nuværende prisfastsættelse, da der er meget, der tyder på, at vi nu har et strukturelt lavere rente- og inflationsniveau end for blot 10-20 år siden. Investering i obligationer betragtes som det naturlige alternativ til aktier, og jo lavere alternativafkastet til aktier er,

desto højere en pris er investorerne som udgangspunkt villige til at betale for aktierne, alt andet lige. Hvis vi ser på udviklingen i den 10-årige tyske statsrente siden år 2000 i grafen nedenfor, ses det tydeligt, at der er sket et markant fald i det forventede afkast på en sådan investering. Hvor man omkring år 2000-2003 kunne forvente et gennemsnitligt årligt afkast i niveau 5% p.a. ved at købe en 10-årig tysk statsobligation, kan man primo 2018 blot forvente et gennemsnitligt årligt afkast på knap 0,5% p.a. over en 10-årig periode, hvis man investerer i en 10-årig tysk statsobligation på nuværende tidspunkt. Det årlige forventede afkast ved at købe en 10-årig tysk statsobligation er primo 2018 nu blot 1/10 af, hvad det var i starten af 00'erne. Uanset om det tyske 10-årige renteniveau skulle stige med 1% point til 1,5%, er der stadig tale om, at det forventede afkast ved at købe en tysk 10-årig statsobligation blot vil være 3/10 af, hvad det var for 15-18 år siden. Derfor mener vi, at man skal være varsom med at sammenligne den nuværende prisfastsættelse på aktier ukritisk med den historiske prisfastsættelse på aktier, da der også er tale om, at alternativ-afkastet på obligationer er markant lavere.



Med forventning om et fortsat moderat opsving i verdensøkonomien og en stigende selskabsindtjening, samt en prisfastsættelse på aktier, som vi ikke vurderer som anstrengt, anbefaler vi fortsat, at man som investor medtager en aktieandel i sin portefølje, som svarer til sit benchmark.

Obligationer

Selv om der er meget som tyder på, at vi er i en strukturel nedadgående trend for inflationen i verdensøkonomien, så virker det europæiske renteniveau i øjeblikket som kunstigt lavt. Væksten i Eurozonen forventes at blive i niveau 2,3% p.a. i 2017 og en spids lavere i 2018 sammenlignet med året før. Inflationen er pt. omkring 1,5% p.a., og kerneinflationen er ca. 1% p.a. I et sådan økonomisk scenarie forekommer både negative korte renter og en tysk 10-årig rente i niveau 0,5% som værende for lavt! Det er således ikke urealistisk, at den 10-årige tyske statsrente kan komme op i niveau 1,5% i løbet af 2018 eller 2019, men selv et sådant renteniveau er stadig at betragte som værende meget lavt. Med forventning om moderat stigende europæiske lange renter gennem 2018, anbefaler vi primært at placere hovedparten af obligationsporteføljen i korte- og mellemlange obligationer alternativt kontanter i starten af 2018. Desuden anbefaler vi fortsat at medtage en mindre andel af Emerging Markets statsobligationer i sin obligationsportefølje.

Hvis man ser på den merrente (se graf på næste side), man kan forvente at få ved en investering i Emerging Markets statsobligationer i lokalvaluta, handles disse obligationer pt. til en forventet merrente

på 4,0%-point i forhold til en 5-årig amerikansk statsobligation. Vi vurderer, at dette niveau er attraktivt.

Spænd: Lokalvaluta rente - US 5 år stat



Kilde: BankInvest

6. januar 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

