

Kvartalsrapport

4. kvartal 2018

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst synes at aftage i flere af de store regioner i løbet af 4. kvartal 2018, og verdensøkonomien er på vej ned i et lidt lavere gear. Handelskrigen mellem USA og Kina synes at have påvirket efterspørgslen positivt i starten af 2018, hvor virksomhederne har bygget lagre op for at mindske effekten af eventuelle stigende toldsætter, hvilket ikke længere synes tilfældet. Samtidig kan den 90 dages handelsmæssige våbenhvile mellem USA og Kina skabe et økonomisk vakuum, hvor investeringer bliver holdt tilbage, indtil man kender udfaldet af forhandlingerne. Dette betyder, at væksten i verdensøkonomien forventes at komme ned i et lidt lavere gear i både 4. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019, men det betyder ikke, at verdensøkonomien er på vej ind i en recession.

Der er ikke umiddelbart noget selskabsspecifikt eller makroøkonomisk, der kan forklare de dårlige afkast på aktiemarkederne i 2018. Selskaberne har generelt tjent gode penge, og der forventes en yderligere indtjeningsfremgang i 2019. Baggrunden for kursfaldene må således være, at investorerne nærer en stor frygt for, at selskabsindtjeningen i 2019 vil blive meget skuffende. Hvis man ser på indkøbschefernes forventninger (ISM indekset) eller OECD's seneste prognose for verdensøkonomien, er der intet som tyder på, at der kommer en hård økonomisk opbremsning. Der er dog stor usikkerhed omkring forventningerne som følge af handelsforhandlingerne mellem USA og Kina. De store kursfald på aktiemarkederne kan sandsynligvis henføres til, at nogle investorer har valgt at nedbringe deres risiko. Slutter handelsforhandlingerne positivt, kan det give en større positiv modreaktion på aktiemarkedet i 2019!

Aktiemarkedet

Med forventning om en indtjeningsfremgang på 5% hos de globale aktieselskaber i 2019, bør der være basis for, at en global aktieportefølje kan stige med 10% eller mere i 2019, forudsat der opnås en snarlig handelsaftale mellem USA og Kina. Hvis handelskrigen i stedet eskalerer, vil de globale aktiemarkeder sandsynligvis realisere negative afkast i 2019 i stedet for.

Obligationsmarkedet

Efter vores vurdering er det nuværende danske renteniveau for lavt, ud fra de fundamentale økonomiske forhold, om end at vi generelt vurderer, at renteniveauerne vil forblive strukturelt lave i mange år endnu i både USA og Europa. Derfor anbefaler vi en relativt lav varighed på obligationsporteføljen suppleret med en mindre andel af statsobligationer fra Emerging Markets.

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2018

Udvikling i 4. kvartal 2018					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2018
	28.09.18	31.12.18			
OMX CGI	1.385,98	1.245,98	-140,00	-10,10%	-7,89%
OMXC Cap. GI	1.629,00	1.439,97	-189,03	-11,60%	-7,50%
MSCI World All Countries	2.300,59	2.044,73	-255,86	-11,12%	-4,05%
MSCI USA*	17.878,15	15.353,17	-2524,98	-14,12%	-2,80%
MSCI Europa*	11.009,97	9.574,36	-1435,61	-13,04%	-14,15%
MSCI Japan*	22.091,35	18.909,85	-3181,50	-14,40%	-11,32%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2018
	28.09.18	31.12.18			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,65%
4% STAT 2019	-0,64	Udløbet	0,00	-0,17%	-0,58%
3% STAT 2021	-0,39	-0,48	-0,09	0,20%	0,30%
4,5% STAT 2039	0,82	0,69	-0,13	2,06%	5,38%
2,0% NYK 2050	2,05	2,06	0,01	0,61%	2,04%
BDEN15**				0,04%	-0,10%
**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 2018
	28.09.18	31.12.18			
USD/DKK	6,44	6,52	0,08	1,21%	5,02%
EUR/DKK	7,46	7,47	0,01	0,15%	0,30%
JPY/DKK	0,057	0,059	0,002	4,05%	7,18%

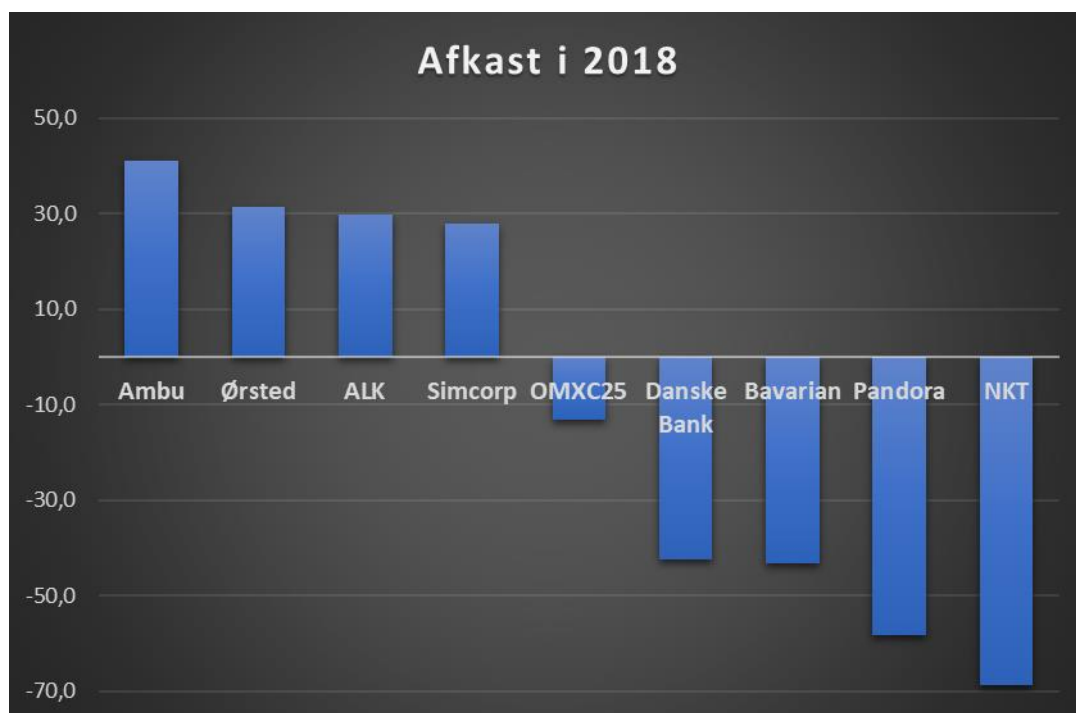
Aktiemarkedet

Der har hersket en meget negativ stemning på de finansielle markeder i 4. kvartal 2018, godt hjulpet frem af en stigende politisk usikkerhed. I Europa har der været problemer med at få Italien til at godkende et statsbudget, som også kunne godkendes af EU. Den engelske premierminister Theresa May måtte udskyde en afstemning i parlamentet til 3. uge i 2019, i stedet for den ellers planlagte afstemning den 11. december omkring godkendelse af Brexit-aftalen med EU, og det er endda højt usikkert om hun får flertal for den opnåede aftale.

I forbindelse med G20 mødet i starten af december, indgik den amerikanske præsident Trump og den kinesiske præsident Xi en aftale om, at de ikke vil indføre nye sanktioner imod hinanden, i løbet af de kommende 90 dage. Tiden skal bruges til at forhandle en handelsaftale på plads. Dette er naturligvis positivt, at landene nu er så meget på talefod, at de tror på en mulig aftale. Men rent økonomisk er der stor risiko for, at der opstår et vakuum, idet beslutninger omkring større investeringer fra virksomheder og finansielle investorer kan blive udskudt indtil der opstår en vished om, hvorvidt der kommer en aftale eller ej. Den amerikanske centralbank valgte, ikke uventet, at sætte renten op med 0,25%-point i december, så den ledende rente, Fed-Funds, nu er på 2,25%-2,50%. I dagene op til at centralbanken skulle have sit rentemøde, var den amerikanske præsident Donald Trump ude med flere stikpiller til centralbankchefen Jerome Powell om, at det var uforvarsligt at sætte renten op bl.a. med den nuværende politiske risiko in-mente. Den amerikanske centralbank er politisk uafhængig uanset det faktum, at det er præsidenten som udpeger centralbankchefen og Donald Trump selv har udpeget Jerome Powell! Dermed er Trump ude i endnu en konflikt; vil han nu også forsøge at styre den amerikanske pengepolitik? Og kan han finde på at få Jerome Powell til at tage sin afsked i løbet af 2019, hvis han stadig er utilfreds med pengepolitikken? Dette er endnu et usikkerhedsmoment, som investorerne har skullet forholde sig til i løbet af 4. kvartal 2018.

Den politiske usikkerhed har således sat sine dybe spor på de finansielle markeder i løbet af 4. kvartal 2018 i kombination med, at de økonomiske nøgletal i stigende grad har været til den skuffende side. Dette har ført til, at de globale aktiemarkeder har oplevet meget store fald, og som det ses af skemaet på den forgangne side, er alle de etablerede aktiemarkeder, målt i DKK, faldet med over 10% i løbet af 4. kvartal 2018!

Hvis man ser på aktieafkastene, er der negative afkast, opgjort i DKK, på alle de etablerede aktiemarkeder i 2018, hvor bedste aktiemarked har været det amerikanske med et afkast på -2,8% p.a. på MSCI USA, mens MSCI Europa har realiseret det dårligste afkast med -14,15% p.a. Hvis man ser på afkastet på de større danske aktieselskaber, har der været meget store forskelle på de realiserede afkast i 2018, som det kan ses af figuren nedenfor. Bedste aktie har været Ambu, der i 2018 har realiseret et afkast på 41%, mens bundskraberen har været NKT med et negativt afkast på næsten 69%! Indekset bestående af de 25 største danske aktieselskaber, OMXC25, er i 2018 faldet med over 13%. Dette illustrerer, at 2018 og i særdeleshed 4. kvartal 2018 har været en svær periode at være aktieinvestor i.



Hvis man se på afkastene, opgjort i DKK, på aktiemarkederne i BRIK landene i 4. kvartal 2018, har disse været meget uens. Der er realiseret negative afkast på både russiske og kinesiske aktier, mens de brasilianske og indiske aktier har realiseret et positivt afkast i løbet af det forgangne kvartal. Den store stigning på de brasilianske aktier i 4. kvartal 2018 kan i høj grad henføres til, at investorerne har fået fornyet tillid til den brasilianske økonomi efter at landet har fået valgt en ny præsident. For hele 2018, er de kinesiske aktier faldet med 25%, målt i DKK, hvilket i høj grad kan henføres til handelskrigen med USA, mens de øvrige 3 landes aktieindeks er tæt på et 0-afkast for hele 2018.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q4 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	Bovespa	15,24%	2,59%
Rusland	Micex	-8,59%	-2,17%
Indien	Sensex 30	4,26%	1,44%
Kina	Shanghai	-10,48%	-25,07%

Obligationsmarkedet

Den forøgede politiske risiko, samt generelt svagere økonomiske nøgletal fra den europæiske økonomi, og et kraftigt fald i olieprisen på næsten 40% på WTI olieindekset, har også sat sine præg på obligationsmarkedet, hvor investorerne har søgt ly i primært de sikre tyske og danske statsobligationer, mens investorerne er flygtet fra specielt de mest usikre virksomhedsobligationer. Hvis man ser på afkastet på det danske obligationsmarked i 4. kvartal 2018, har benchmarkindekset BDEN15 givet et afkast på 0,04% p.a., men det største afkast er opnået på den lange danske statsobligation 4,5% STAT 2039 med et afkast på 2,06% p.a. i det forgangne kvartal. 4,5% STAT 2039 handles nu på en effektiv rente på 0,69% p.a. Det vil sige, at køber man denne obligation på kursen pr. 28.12.2018 og holder man obligationen til udløb, vil man som investor have opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 0,69% p.a. over de næste 20 år før skat! Betaler man 50% i skat, vil man som investor have opnået et gennemsnitligt årligt afkast efter skat på 0,35% p.a. over 20 år. Der skal således ikke skabes megen inflation i de næste 20 år før, at en sådan investering har forringet købekraften af investors investering betydeligt.

Valutamarkedet

Euroen og DKK er generelt blevet svækket over for de fleste valutaer i løbet af 4. kvartal 2018 primært som følge af den usikre situation omkring både Italien og Brexit. Samtidig er den japanske yen blevet brugt som sikker havn i forbindelse med den generelt forhøjede politiske risiko globalt, hvilket har ført til en styrkelse på 4% af JPY over for både euro og DKK i 4. kvartal 2018. Den russiske valuta er svækket over for euro og DKK, idet det kraftige fald i olieprisen forværrer Ruslands vækstudsigter betydeligt.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q4 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	BRL	4,90%	-10,30%
Rusland	RUB	-4,09%	-12,49%
Indien	INR	4,72%	-4,22%
Kina	CNY	1,27%	-0,63%

Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2018

Europa

Efter at den økonomiske vækst i Euroland i både 1. og 2. kvartal 2018 har ligget over 2,0% p.a. sammenlignet med samme kvartaler året før, er den økonomiske vækst i Euroland aftaget til 1,7% p.a. i 3. kvartal 2018 og forventeligt 1,6% p.a. i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Flere økonomer mener, at det langsigtede potentielle væksthiveau i Euroland ligger omkring 1,0-1,5% p.a., så de aftagende væksthiveauer i den europæiske økonomi behøver ikke at være tegn på, at europæisk økonomi er på vej mod en recession, men det er nærmere et udtryk for, at den europæiske økonomi er vokset mere end forventet i en periode, og nu blot er på vej tilbage mod et mere afbalanceret væksthiveau omkring 1,5% p.a.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2018	Dec 2017	Jul 2018	Aug 2018	Sep 2018	Oct 2018	Nov 2018	Dec 2018
All-items HICP	1000.0	1.4	2.1	2.0	2.1	2.2	1.9	1.6e
All-items excluding:								
> energy	903.0	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1e
> energy, unprocessed food	828.2	1.1	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1e
> energy, food, alcohol & tobacco	707.3	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0e
Food, alcohol & tobacco	195.7	2.1	2.5	2.4	2.6	2.2	1.9	1.8e
> processed food, alcohol & tobacco	121.0	2.2	2.4	2.4	2.2	2.2	2.0	1.7e
> unprocessed food	74.8	1.9	2.6	2.5	3.2	2.1	1.8	1.9e
Energy	97.0	2.9	9.5	9.2	9.5	10.7	9.1	5.5e
Non-energy industrial goods	263.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4e
Services	443.9	1.2	1.4	1.3	1.3	1.5	1.3	1.3e

e = estimate

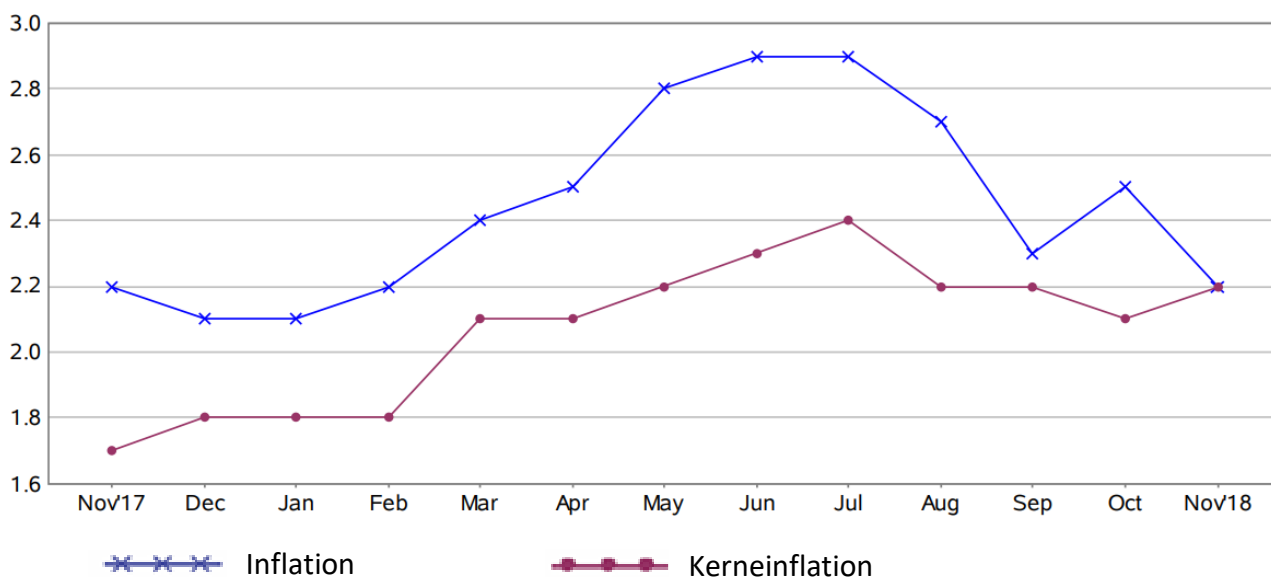
Kilde: Eurostat

Efter at inflationen i en periode har ligget omkring 2,0% p.a., hvilket er målsætningen for den europæiske centralbank, er inflationen faldet tilbage igen, idet seneste måling for december 2018 udviser en inflation på 1,6% p.a. sammenlignet med december 2017. Kerneinflationen har længe ligget stabilt omkring 1,0% p.a., og med udsigt til at energipriserne inden længe ikke bidrager positivt til det generelle inflationsniveau, kan det forventes, at det generelle inflationsniveau vil aftage mod niveauet for kerneinflationen på 1,0% p.a. Dette giver uden tvivl panderynker hos ECB, idet de havde håbet på at kunne foretage gradvise renteforhøjelser i løbet af 2. halvår af 2019, på samme måde som den amerikanske centralbank har gjort gennem 2017 og 2018. Med udsigt til et aftagende vækst- og inflationsbillede i den europæiske økonomi, kan vi dog forvente, at det nuværende meget lave renteniveau vil fortsætte i et godt stykke tid endnu, om end man som investor skal være opmærksom på, at renteniveauet burde være en del højere, selv med udsigt til et inflations- og væksthiveau omkring 1,0 – 1,5% p.a.!

USA

Den amerikanske økonomi oplevede også i 3. kvartal 2018 en meget pæn fremgang, idet den økonomiske vækst var på 3,5% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2017. Der er ingen tvivl om, at de finanspolitiske lempelser som Trump fik gennemført, har givet et godt løft til væksten i 2018, men usikkerheden omkring handelskrigen med Kina og evt. toldforhøjelser, har sandsynligvis også fået virksomhederne til at fremrykke indkøb og produktion i en periode. Dermed har den amerikanske økonomi også fået et løft fra lageropbygningen gennem de første 3 kvartaler af 2018. Lageropbygningen ser ud til at være stoppet, og i kombination med at de gradvise renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) begynder at få effekt på økonomien, forventes væksten i den amerikanske økonomi at være aftaget i 4. kvartal 2018 til en vækst omkring 2,5% p.a. Flere økonomer vurderer, at det langsigtede vækstpotentiale i den amerikanske økonomi er omkring 2,0% p.a., så det er forventeligt, at væksten i den amerikanske økonomi aftager yderligere i de kommende kvartaler, sandsynligvis forstærket af det økonomiske vakuum, der er skabt, mens Trump og Xi forhandler. Den aftagende økonomiske vækst i USA betyder ikke, at landet er på vej ind i en forestående recession, men sandsynligvis bare er på vej mod et mere stabilt langsigtet niveau.

Inflationen i den amerikanske økonomi er aftaget på det seneste, hvor inflationen i november var på 2,2% p.a. for både det generelle inflationsniveau og kerneinflationen. Med de kraftige prisfald på olieprisen i løbet af 4. kvartal 2018, kan inflationen forventes at aftage yderligere i den nærmeste fremtid. Med udsigt til både et faldende vækst- og inflationsniveau i USA i den nærmeste fremtid, er det vores forventning, at den amerikanske centralbank vil være meget afventende med yderligere renteforhøjelser i starten af 2019, og måske i hele 2019?



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Japan blev i 3. kvartal 2018 ramt af både jordskælv og tyfoner, hvilket satte sine spor i den japanske økonomi med en lavere vækst end ventet til følge. Således blev væksten i den japanske økonomi på 0,3% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med 3 kvartal 2017, mens væksten forventes at have været på 0,8% p.a. i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før. Handelskrigen mellem USA og Kina er nu begyndt at sætte sine spor i den japanske økonomi, idet eksporten til Kina er aftagende som følge af en lavere kinesisk efterspørgsel, men også en stigende JPY er med til at forværre konkurrenceevnen for de japanske firmaer.

Med en styrket JPY er det svært at skabe nogen nævneværdig inflation i den japanske økonomi. Således var inflationen på 0,8% p.a. og kerneinflationen på blot 0,3% p.a. i november 2018 sammenlignet med november 2017. Det kraftige fald i olieprisen i løbet af 4. kvartal 2018 vil lægge endnu et nedadgående pres på det nuværende allerede meget lave inflationsniveau.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst i den brasilianske økonomi var på 1,3% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med 3. kvartal 2017, og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme periode året før. Der har været præsidentvalg i Brasilien i løbet af 4. kvartal, hvor Bolsonaro blev valgt som ny præsident. Bolsonaro bliver kaldt for Brasiliens Donald Trump, og det har umiddelbart vakt glæde på de finansielle markeder, hvor både valuta og aktier er blevet styrket.

Inflationen i Brasilien var på 4,0% p.a. i november 2018 sammenlignet med november 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 er således lidt under centralbankens målsætning, men dog inden for udsvingsbåndet. Efter at præsidentvalget er overstået, og det ikke har resulteret i uro omkring den finansielle situation i Brasilien, har Centralbanken holdt den ledende rente, Selic renten, uændret på 6,50%, hvilket for Brasilien historisk er et meget lavt niveau. Det for Brasilien lave renteniveau, vil være med til at understøtte den økonomiske vækst i landet, men med den lave oliepris står Bolsonaro med en vis økonomisk udfordring, da Brasilien bl.a. er afhængig af olieindtægter. Bolsonaro skal givetvis forsøge at lave økonomiske reformer, bl.a. en pensionsreform, i den nærmeste fremtid, hvor det bliver spændende at se, hvorvidt befolkningen vil bakke op omkring hans tiltag. Der

er ingen tvivl om, at Brasilien går et spændende nyt år i møde, hvor den nye præsidents magt og popularitet nok skal blive testet af!

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi har været på 1,5% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med 3. kvartal 2017, og væksten forventes at have været omkring 1,6% p.a. i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før. Det er i særdeleshed en lavere høst i 2018 sammenlignet med 2017, der er med til at trække det økonomiske væksthiveau lidt ned i 2. halvår af 2018 sammenlignet med 1. halvår af 2017. Olieprisen er faldet en del i 4. kvartal 2018, hvilket vil lægge et nedadgående pres på den økonomiske aktivitet i Rusland fremadrettet.

Inflationen har været stigende i Rusland i de senere måneder, så inflationen i december 2018 var på 4,2% p.a. sammenlignet med december 2017. Inflationsniveauet er over centralbankens målsætning med en inflation omkring 4,0% p.a. Den svækkede russiske valuta i kombination med en momsforhøjelse pr. 1. januar 2019 vil betyde, at den russiske inflation forventes at stige kraftigt i starten af 2019, hvor den kan komme op imod 6,0% p.a. Dette har givetvis været en medvirkende årsag til, at den russiske centralbank hævede renten med 0,25%-point til 7,75% i december 2018.

Indien

Væksten i den indiske økonomi aftog til 7,1% p.a. i 3. kvartal 2018 sammenlignet med 3. kvartal 2017, og den økonomiske vækst forventes at have været på 7,3% p.a. i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme periode året før. Væksthiveauerne er under de 7,7% og 8,2% p.a. der blev realiseret i året første 2 kvartaler sammenlignet med samme kvartaler året før, men med en økonomisk vækst over 7,0% p.a. er den økonomiske vækst i Indien stadig på et højt niveau.

Inflationen i Indien har vist en aftagende tendens på det seneste, hvor inflationen for november var på 2,3% p.a. og kerneinflationen var på 5,8% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Det aftagende inflationspres har betydet, at den indiske centralbank har holdt renten uforandret på 6,5% gennem 4. kvartal 2018.

Kina

Den økonomiske vækst i Kina er begyndt at mærke effekten af handelskrigen med USA. Væksten var på 6,5% p.a. i 3. kvartal 2018 og forventes at have været omkring 6,4% p.a. i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Den økonomiske vækst skal aftage i Kina over de næste mange år, men i øjeblikket aftager økonomien i et lidt stærkere tempo end ønsket fra myndighedernes side, stærkt påvirket af handelskrigen med USA. De kinesiske myndigheder har således varslet, at der vil komme yderligere både finans- og pengepolitiske lempelser i løbet af 2019 for at understøtte den økonomiske vækst, men en snarlig aftale med USA vil uden tvivl være ønskværdig.

Inflationen i Kina er fortsat på et lavt niveau, idet seneste måling for november 2018 udviste en inflation på 2,1% p.a. sammenlignet med november 2017. Den kinesiske centralbanks mål var en inflation på 3,0% p.a. for 2018, så inflationen står ikke i vejen for yderligere økonomiske lempelser.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2018

Den økonomiske vækst synes at aftage i flere af de store regioner i løbet af 4. kvartal 2018, og verdensøkonomien er på vej ned i et lidt lavere gear. Handelskrigen mellem USA og Kina synes at have påvirket efterspørgslen positivt i starten af 2018, hvor virksomhederne har bygget lagre op for at mindske effekten af eventuelle stigende toldsats, hvilket ikke længere synes tilfældet. Samtidig kan den 90 dages handelsmæssige våbenhvile mellem USA og Kina skabe et økonomisk vakuum, hvor investeringer bliver holdt tilbage indtil man kender udfaldet af forhandlingerne. Dette betyder, at væksten i verdensøkonomien forventes at komme ned i et lidt lavere gear i både 4. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019, men det betyder ikke, at verdensøkonomien er på vej ind i en recession!

Forventninger

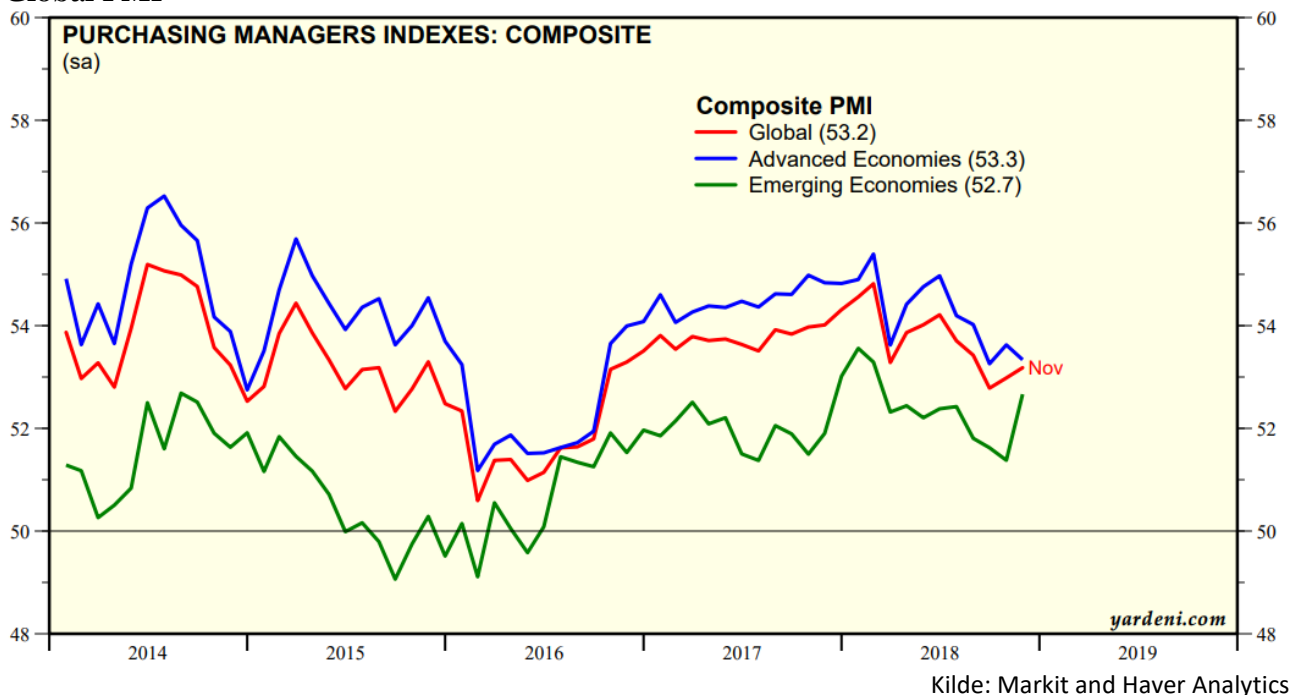
Økonomiske nøgletal						
	2017r		2018e		2019e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,90%	2,20%	2,40%	1,80%
Euroland	2,50%	1,50%	1,80%	1,70%	1,50%	1,40%
Japan	1,90%	0,50%	1,20%	0,60%	0,80%	0,60%
Danmark	2,30%	1,10%	1,60%	0,90%	1,60%	1,10%
Brasilien	1,00%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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

OECD har i deres seneste prognose for væksten i verdensøkonomien spået, at væksttempoet i verdensøkonomien har toppet i denne omgang, hvor væksten forventes at have været på 3,7% p.a. i 2018 faldende til et niveau omkring 3,5% p.a. i både 2019 og 2020. OECD advarer om, at den økonomiske vækst kan blive endnu lavere, hvis handelskrigen mellem USA og Kina ikke formår at blive løst snarligt. Der er dog ikke umiddelbar udsigt til, at der er en forestående økonomisk recession på trapperne, hverken for hele verdensøkonomien eller i de større økonomier i Verden, men tempoet er bare blevet sat lidt ned. Verdensøkonomien forventes i både 2019 og 2020 at vokse tæt på det gennemsnitlige niveau for de seneste 30 år.

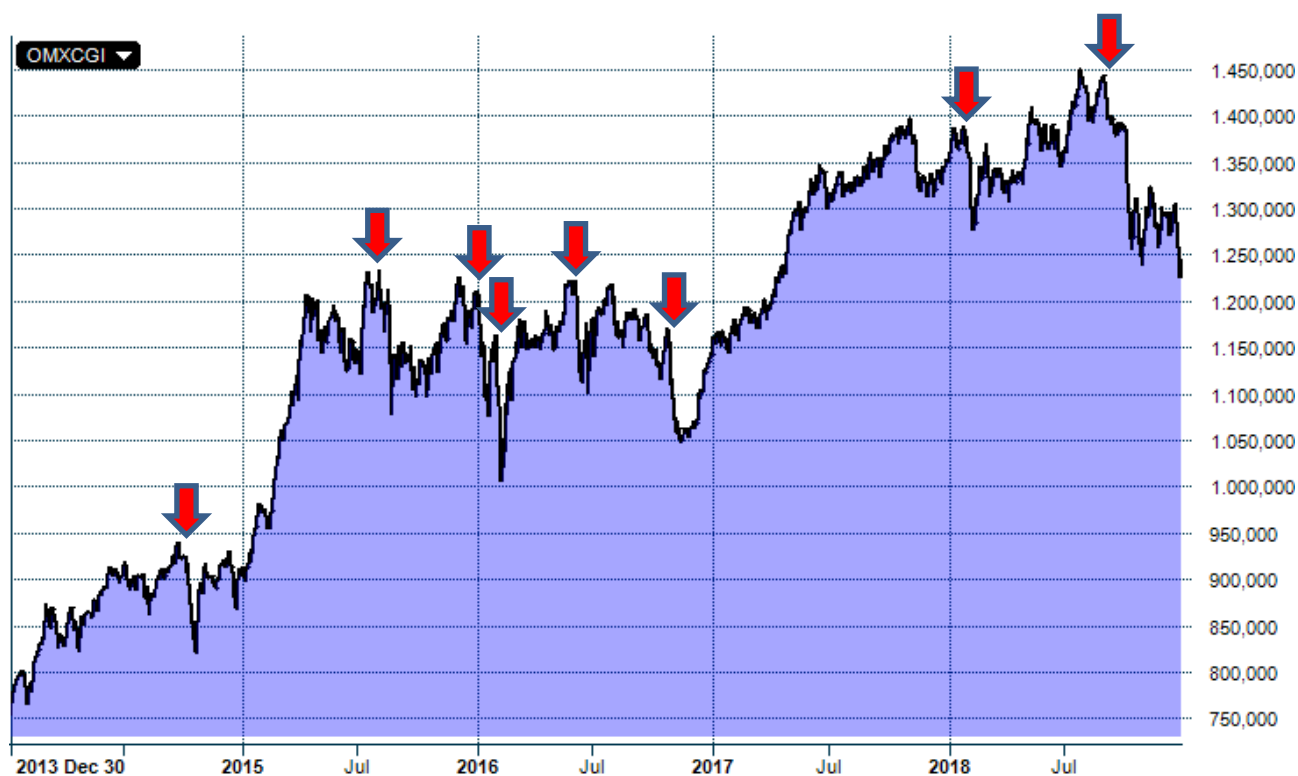
Global PMI



Hvis man ser på indkøbschefernes forventning til den økonomiske udvikling, kan man af ovenstående graf se, at indkøbscheferne siden medio 2016 og frem til primo 2018 blev mere og mere optimistiske, mens udviklingen er gået den modsatte vej gennem 2018. Hvis tallet er over 50, vidner det om en

økonomisk fremgang. Som det ses af grafen, er forventningsindekset stadig et godt stykke over 50. Dette stemmer meget godt overens med, at tempoet i verdensøkonomien blot aftager en anelse, men der er stadig udsigt til en rimelig økonomisk vækst i 2019.

Hvis man betragter afkastene på aktiemarkedene i 4. kvartal 2018, er de fleste indeks nede med 10% eller mere. Dette vidner om, at investorerne generelt har været meget nervøse i det forgangne kvartal. Hvis man ser på kursudviklingen på de danske aktier, målt ved det danske aktieindeks OMXCGI, har dette indeks oplevet 8 kortvarige perioder i de seneste 5 år, hvor indekset er faldet 8% eller mere. Det er således ikke unormalt, at der kan forekomme forholdsvis store kursfald på aktiemarkedet, hvilket man som investor skal være forberedt på.



USA og Kina har givet hinanden en periode frem til ultimo februar 2019, hvor de skal forsøge at forhandle en handelsaftale på plads. I denne periode er der uden tvivl mange investorer og virksomheder, som sidder og venter spændt på, hvad udfaldet bliver, før man igen træffer beslutninger omkring større investeringer. Det betyder dels, at mange langsigtede investorer kan forventes at stå på sidelinjen på aktiemarkedet, hvilket kan forøge kursudsvingene i denne periode, men det kan også skabe et økonomisk vakuum på virksomhedernes investeringer og dermed en generel lavere økonomisk vækst i verdensøkonomien, mens forhandlingerne står på. Modsat har mange virksomheder, hvor der var fremsat trusler omkring nye og højere toldsatser, sandsynligvis opbygget lagre af disse varer i en periode sidste år, så den økonomiske vækst i verdensøkonomien måske har været lidt stærkere end ventet igennem de første 2-3 kvartaler af 2018, og nu skal disse lagre så nedbringes igen. Derfor forventer vi, at de økonomiske nøgletal generelt kan være til den svage side i starten af 2019, mens forhandlingerne står på og lagre nedbringes. Formår USA og Kina at lave en aftale i løbet af de kommende måneder, som vi forventer, bør der være grobund for, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien også kan vokse med en tilfredsstillende vækstrate gennem 2019, som OECD har spået. Men ingen tvivl om, at den politiske usikkerhed er forøget i øjeblikket, for slår forhandlingerne mellem USA og Kina fejl, og bliver der i stedet tale om en eskalerende handelskrig mellem landene, vil væksten i verdensøkonomien blive markant negativt påvirket, og risikofyldte aktiver så som aktier og virksomhedsobligationer vil i den situation gå en svær tid i møde. Den økonomiske udvikling i både verdensøkonomien og på de finansielle markeder står i øjeblikket ved en skillevej. Det er ikke uden grund, at mange aktører vælger at stå på sidelinjen. Det betyder imidlertid ikke, at man som investor skal sælge ud af alle sine risikofyldte

aktiver og stå kontant, for så kan man risikere at miste en optur. Det betyder, at vi anbefaler investorer at have en andel i risikofyldte aktiver, som er tæt på det langsigtede benchmark, man har valgt.

Aktier

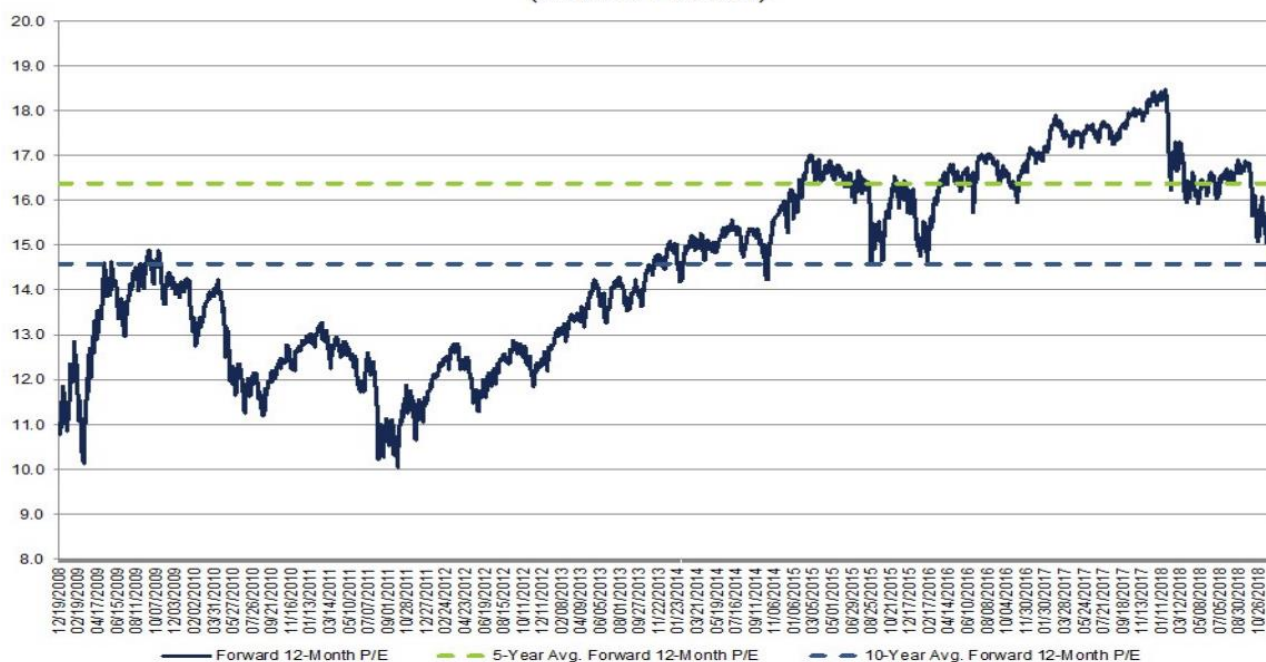
2018 var et svært år at være aktieinvestor i. Som nævnt tidligere faldt alle de etablerede aktiemarkeder i værdi i løbet af det forgangne år både målt i lokalvaluta og opgjort i DKK. Eksempelvis var der i 2018 et negativt afkast på det europæiske aktieindeks MSCI Europa på 14,15%. Med et så stort negativt afkast, var det nærliggende at tro, at de underliggende selskaber burde have klaret sig økonomisk dårligt igennem 2018, men som det ses af skemaet nedenfor, er det absolut ikke tilfældet! Nedenstående skema viser, hvor stor en indtjeningsvækst, der har været og forventes at være i de underliggende selskaber i årene 2017, 2018 og 2019. Der er tale om stigninger fra år til år, så selskaberne i MSCI Europa indekset har samlet set oplevet en indtjeningsfremgang på 15,9% i 2017 og forventes at have oplevet en yderligere indtjeningsfremgang på 8,1% i 2018. En forventelig indtjeningsfremgang på 8,1% i 2018 på MSCI Europa står i stærk kontrast til et negativt afkast på 14,15% i 2018. Og der forventes endda yderligere indtjeningsfremgang i 2019 lydende på yderligere 8,1%.

Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie			
	2017r	2018e	2019e
MSCI World	17,5	15,3	7,7
MSCI USA	11,9	24,0	7,9
MSCI Europa	15,9	8,1	8,1
MSCI Emerging Markets	24,0	12,2	9,3

Kilde: Yardeni.com rapport af 20.12.18

Hvis man ser på prisfastsættelse af de amerikanske aktier ved at betragte S&P 500 indekset, kan man af nedenstående figur se, at aktierne målt på 12 måneders forward P/E niveau, handles under både det gennemsnitlige niveau for de seneste 5 og 10 år.

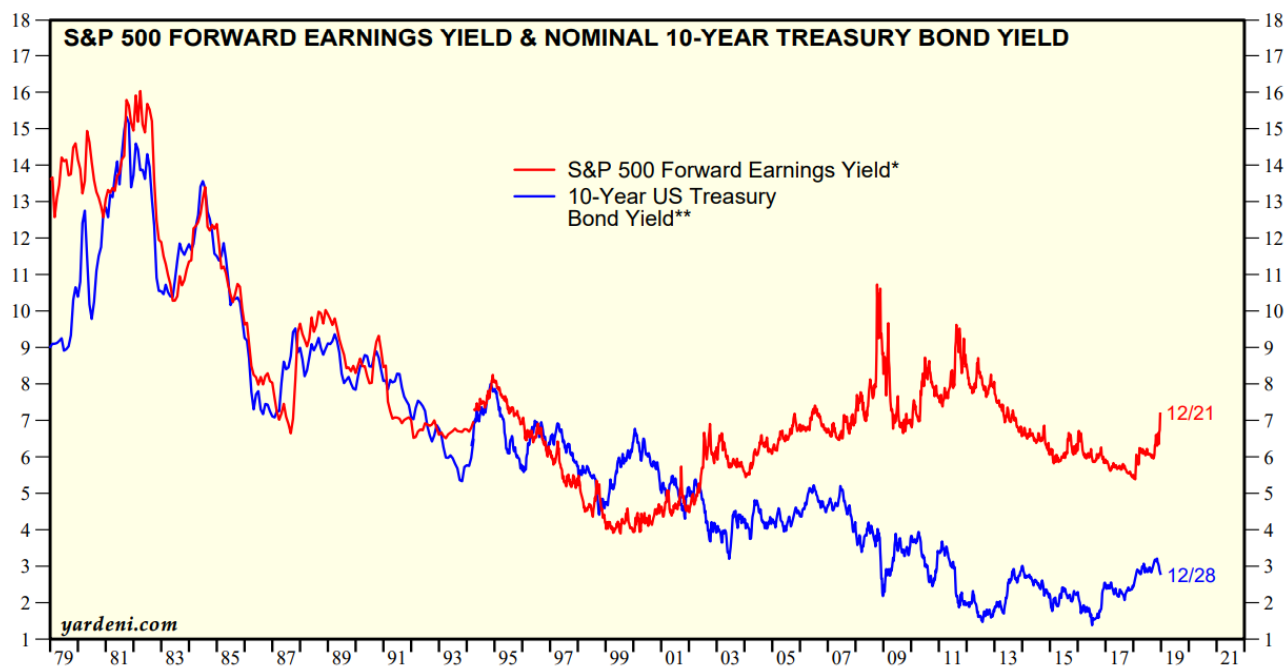
S&P 500 Forward 12-Month P/E Ratio: 10 Years
(Source: FactSet)



Kilde: Factset

Forward P/E er et udtryk for, hvilken pris pr. indtjeningskrone at man som investor betaler for at købe den pågældende aktie. Det er den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, der er anvendt i grafen. Jo mere man som investor betaler pr. indtjeningskrone, desto dyrere er aktien, alt andet lige, og modsat. Forudsat at selskaberne kan levere den forventede indtjeningsfremgang i de kommende 12 måneder, er de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset således prisfast til den lave side ud fra de seneste 5 og 10 års gennemsnit.

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), også ser meget billige ud.



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

Der er således ikke umiddelbart noget selskabsspecifikt, der kan forklare de dårlige afkast på aktiemarkedene i 2018. Selskaberne har generelt tjent gode penge, og der forventes en yderligere indtjeningsfremgang i 2019. Baggrunden for kursfaldene må således være, at investorerne nærer en stor frygt for, at 2019 selskabsindtjeningen vil blive meget skuffende. Hvis man ser på indkøbschefernes forventninger (ISM indekset) eller OECD's seneste prognose for verdensøkonomien, er der intet som tyder på, at der kommer en hård økonomisk opbremsning. Der er dog stor usikkerhed omkring forventningerne som følge af handelsforhandlingerne mellem USA og Kina. De store kursfald på aktiemarkedene kan sandsynligvis henføres til, at nogle investorer har valgt at nedbringe deres risiko op til forhandlingerne. Sluttes forhandlingerne mellem USA og Kina med et positivt resultat, kan det i stedet give en større positiv modreaktion på aktiemarkedet i 2019! Det skal dog nævnes, at vi anser indtjeningsforventningerne for 2019 som værende lidt til den positive side, og det nok er mere realistisk, at indtjeningen "kun" vil stige med omkring 5% i 2019 frem for de forventelige 7,7% for MSCI World, idet den økonomiske udvikling forventes at være til den svage side i starten af 2019. Men selv med en indtjeningsfremgang på 5% i 2019, bør der være basis for, at en global aktieportefølje kan stige med 10% eller mere i 2019, forudsat der opnås en snarlig handelsaftale mellem USA og Kina. Hvis handelskrigen i stedet eskaleres, vil de globale aktiemarkeder sandsynligvis realisere negative afkast i 2019 i stedet for.

Obligationer

Den forøgede politiske risiko i slutningen af 2018 har været en stærk medvirkende årsag til, at de i forvejen meget lave danske stats- og realkreditrenter er faldet yderligere. Samtidig er inflationsudsigterne for Euroland for 2019 blevet nedjusteret som følge af det kraftige fald i olieprisen. Dermed er det fristende at droppe al snak omkring renteforhøjelser fra den europæiske centralbank (ECB) i løbet af 2. halvår af 2019. Men som investor skal man huske på, at selv med en beskeden økonomisk vækst og inflation i Euroland i niveau 1,0-1,5% p.a. for 2019, forekommer det nuværende europæiske renteniveau at være for lavt med negative korte renter og en 10-årig tysk statsrente på blot 0,20%. I USA er inflationen pt. omkring 2,2% p.a. og den korte rente er nu lidt over inflationen, mens den 10-årige amerikanske statsrente er på 2,62% efter at have været et stykke over 3,0% tidligere på året. Risikoen for de europæiske renter er således på stigningssiden, om end at vi generelt vurderer, at renteniveauerne vil forblive strukturelt lave i mange år endnu i både USA og Europa.

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.

7. januar 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

Roskilde – Vejle - Aarhus

