

Kvartalsrapport

4. kvartal 2019

RESUME

Økonomiske udsigter

2019 har generelt været et lærerigt år for investorerne. Der har været flere perioder, hvor frygt og nervøsitet har været meget udbredt, og man som investor har kunnet lade sig rive med af den dårlige stemning og sælge alle sine aktier, og dermed glemme én af de vigtigste investeringsmæssige læresætninger: ”Der er større risiko ved at være ude af aktiemarkedet end være i aktiemarkedet”. Dette skyldes, at aktiemarkedet afspejler den værditilvækst der generelt sker i samfundet, og derfor vil aktiemarkedet stige over tid. 2019 har således været et år, der typisk har belønnet den tålmodige og langsigtede investor, hvilket vores kunder har fået glæde af.

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien har i 4. kvartal 2019 stadig befundet sig på et forholdsvis beskedent niveau, men flere økonomiske indikatorer i flere af de store økonomier herunder de fremadrettede indikatorer, så som indkøbschefernes forventninger (PMI), har i løbet af 4. kvartal enten stabiliseret sig eller udvist en stigende tendens. Der er således ikke noget der umiddelbart tyder på, at verdensøkonomien skulle være på vej ind i en ny økonomisk recession. Tværtimod tyder det på, at verdensøkonomien er på vej op i et lidt højere økonomisk væksttempo ind i 2020, specielt hvis første del af handelsaftalen mellem USA og Kina som planlagt underskrives den 15. januar 2020, og de videre forhandlinger ikke går i hårdknude. Behersket økonomisk vækst i kombination med et fortsat lavt renteniveau bør grundlæggende favorisere risikofyldte aktiver i 2020.

Aktiemarkedet

Vi er således af den opfattelse, at investorerne ved indgangen til 2020 bør have en aktieandel, der er tæt på investors langsigtede målsætning, da aktier i vores optik ikke forekommer dyrt prisfastsat, og der er udsigt til en fortsat fremgang i verdensøkonomien i 2020. Den politiske risiko er steget siden handelskrigens begyndelse, hvilket kan give nogle større udsving på de finansielle markeder gennem 2020, ligesom vi oplevede i 2019, men det er vores vurdering, at den langsigtede og tålmodige investor kan se frem til at blive belønnet med positive aktieafkast i 2020 i niveau 5-10% p.a., hvis der ikke indtræffer en større uventet hændelse.

Obligationsmarkedet

Selv om obligationer umiddelbart virker som en trist investeringsmulighed, er det fortsat vigtigt, at investorer ikke påtager sig en uhensigtsmæssig risiko i jagten på afkast, da investering i aktier og andre mere risikofyldte aktiver skal betragtes som en langsigtet investering.

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2019

Udvikling i 4. kvartal 2019					
Aktieindeks	Værdi 30.09.19	Værdi 31.12.2019	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
OMX CGI	1.462,59	1.604,33	141,74	9,69%	28,76%
OMXC Cap. GI	1.665,10	1.823,88	158,78	9,54%	26,66%
MSCI World All Countries	2.502,04	2.651,63	149,59	5,98%	29,68%
MSCI USA*	19.424,15	20.538,33	1114,18	5,74%	33,77%
MSCI Europa*	11.277,76	11.910,90	633,14	5,61%	24,40%
MSCI Japan*	21.926,03	22.879,50	953,47	4,35%	20,99%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente 30.09.19	Rente 31.12.2019	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
Rente på indskudsbeviser	-0,75	-0,75	0,00	-0,17%	-0,70%
3% STAT 2021	-0,85	-0,69	0,16	-0,39%	-0,10%
1,75% STAT 2025	-0,76	-0,46	0,30	-1,82%	2,50%
4,5% STAT 2039	-0,36	0,02	0,38	-5,78%	11,20%
1,5% NYK 2050	1,32	1,36	0,04	-0,35%	8,50%
BDEN15**				-0,83%	-0,03%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi 30.09.19	Værdi 31.12.2019	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
USD/DKK	6,86	6,68	-0,18	-2,64%	2,40%
EUR/DKK	7,47	7,47	0,00	0,05%	0,03%
JPY/DKK	0,063	0,061	-0,002	-3,71%	3,44%

Aktiemarkedet

Når man ser på afkastene i 4. kvartal 2019 og for hele 2019 er den første indskyldelse, at det har været et både nemt og fantastisk år at være aktieinvestor i, da man jo næsten ikke kan have ”undgået” at have opnået nogle høje afkast. Hvis man husker tilbage til slutningen af 3. kvartal 2019 og starten af 4. kvartal 2019 var der stigende spændinger i handelskrigen mellem USA og Kina, og de økonomiske nøgletal var generelt til den svage side, hvilket førte til mange avisoverskrifter om, at verdensøkonomien var på vej ind i en ny recession, hvilket fik aktiekurserne til at falde. Som vi skrev i Kvartalsrapporten for 3. kvartal 2019, var vi ikke af den opfattelse, at verdensøkonomien var på vej ind

i en forestående recession, men de dårlige økonomiske nøgletal var et resultat af lagernedbringelse i den globale lagercyklus, som fremstillingsindustrien gennemgår, tillagt effekterne af handelskrigen. I takt med at investorerne blev mere og mere overbeviste om, at verdensøkonomien ikke var på vej ind i en ny recession, samt mange centralbanker verden over, også den amerikanske, reagerede med at lempe pengepolitikken yderligere ved nedsættelse af renten i det forgangne kvartal, kom tiltroen til både den økonomiske udvikling og aktiemarkedet gradvist tilbage igen med stigende aktiekurser til følge. I december fortalte Donald Trump, at USA og Kina var blevet enige om fase 1 i en handelsaftale mellem landene, hvorfor planlagte toldforhøjelser den 15. december 2019 blev taget af bordet. Dette forstærkede den positive stemning på aktiemarkedet, hvilket betød, at globale aktier gav et afkast på knap 6,0% p.a. i 4. kvartal 2019, og danske aktier udviste en stigning på knap 10,0% i det forgangne kvartal.

Hvis man ser på afkastet på aktiemarkedet for hele 2019, har det brede danske aktieindeks OMXC cap GI givet et afkast på 26,7% p.a. mens globale aktier målt ved MSCI World All Countries i DKK har givet et afkast på 29,7% p.a., så 2019 har givet meget høje aktieafkast, men man skal også huske på, at det kommer efter et 4. kvartal 2018, hvor aktiekurserne globalt set faldt med over 10% p.a. Den gang herskede der også stor frygt hos investorerne omkring den økonomiske udvikling, og tilliden til aktieinvesteringer var generelt på et meget lavt niveau.

Hvis man ser på afkastene i BRIK landene i 4. kvartal 2019 og hele 2019, så har disse fulgt tendenserne på de globale aktiemarkeder, hvor dog lokale forhold, som eksempelvis en skuffende økonomisk vækst i Indien, har ført til lavere afkast på aktier her, mens det modsatte har været gældende for Rusland og russiske aktier, hvor den økonomiske vækst har overrasket til den positive side.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q4 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	Bovespa	11,21%	30,00%
Rusland	Micex	12,87%	47,71%
Indien	Sensex 30	2,83%	14,62%
Kina	Shanghai	4,70%	23,56%

2019 har generelt været et lærerigt år for investorerne. Der har været flere perioder, hvor frygt og nervøsitet har været meget udbredt, og man som investor har kunnet lade sig rive med af den dårlige stemning og sælge alle sine aktier, og dermed glemme én af de vigtigste investeringsmæssige læresætninger: ”Der er større risiko ved at være ude af aktiemarkedet end være i aktiemarkedet”. Dette skyldes, at aktiemarkedet afspejler den værditilvækst der generelt sker i samfundet, og derfor vil aktiemarkedet stige over tid. 2019 har således været et år, der typisk har belønnet den tålmodige og langsigtede investor, hvilket vores kunder har fået glæde af.

Obligationsmarkedet

I takt med at frygten for at verdensøkonomien var på vej ind i en forestående økonomisk recession er aftaget gennem 4. kvartal 2019, er specielt de længere renter steget gennem det forgangne kvartal, hvilket har ført til negative afkast på obligationsmarkedet i perioden. Det danske benchmarkindeks BDEN1-5, der afspejler afkastet på danske statsobligationer med en løbetid på 1 til 5 år, har realiseret et afkast på -0,83% p.a. i 4. kvartal 2019, mens den lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039 har givet et afkast på -5,78% p.a. i det forgangne kvartal. Det er dog værd at bemærke, at trods rentestigningen i 4. kvartal 2019, har BDEN1-5 for hele 2019 realiseret et afkast tæt på 0, mens 4,5% STAT 2039 har realiseret et afkast på 11,2% p.a. for hele 2019, hvilket vidner om, at den stigning i renterne der har fundet sted i 4. kvartal 2019 har været af mere moderat karakter. Dette illustreres også

af, at 4,5% STAT 2039 pr. 31.12.2019 blev handlet til en effektiv forrentning på 0,02% p.a., hvilket stadig er en meget lille effektiv forrentning set i lyset af, at den årlige kerneinflation i Euroområdet er omkring 1,4% p.a.

Valutamarkedet

Den amerikanske dollar er blevet svækket med 2,6% p.a. og den japanske Yen er blevet svækket med 3,7% p.a. over for både euro og DKK i løbet af det forgangne kvartal. Som det ses af skemaet nedenfor er den indiske valuta svækket med 3,6% over for euroen, mens både den russiske og brasilianske valuta er styrket lidt over for euroen i det forgangne kvartal.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q4 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	BRL	0,73%	-1,20%
Rusland	RUB	1,80%	14,38%
Indien	INR	-3,62%	0,21%
Kina	CNY	-0,30%	0,96%

Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2019

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland overraskede lidt til den positive side i 3. kvartal 2019, hvor væksten blev på 1,2% p.a. mod forventelig 1,0% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2018. I 4. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst i Euroland også at have været på 1,2% p.a. sammenlignet med samme kvartal 2018. De økonomiske nøgletal for Euroland har gennem 4. kvartal 2019 generelt vist tegn på en stabilisering, hvor den økonomiske vækst synes at fortsætte omkring det nuværende væksthiveau.

Euro area inflation rate (%), selected aggregates

	Weights (%)	Annual rate						
	2019	Nov 18	Jun 19	Jul 19	Aug 19	Sep 19	Oct 19	Nov 19
All-items HICP	1000.0	1.9	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0
All-items excluding:								
> energy	898.7	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.4
> energy, unprocessed food	854.0	1.1	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4
> energy, food, alcohol & tobacco	708.5	0.9	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
> energy, seasonal food	873.5	1.1	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4
> tobacco	977.4	1.8	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	0.9
Food, alcohol & tobacco	190.1	1.9	1.6	1.9	2.1	1.6	1.5	1.9
> processed food, alcohol & tobacco	145.4	2.0	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8	2.0
> unprocessed food	44.7	1.8	0.7	1.7	2.5	0.7	0.7	1.8
Energy	101.3	9.1	1.7	0.5	-0.6	-1.8	-3.1	-3.2
Non-energy industrial goods	263.8	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
Services	444.7	1.4	1.6	1.2	1.3	1.5	1.5	1.9

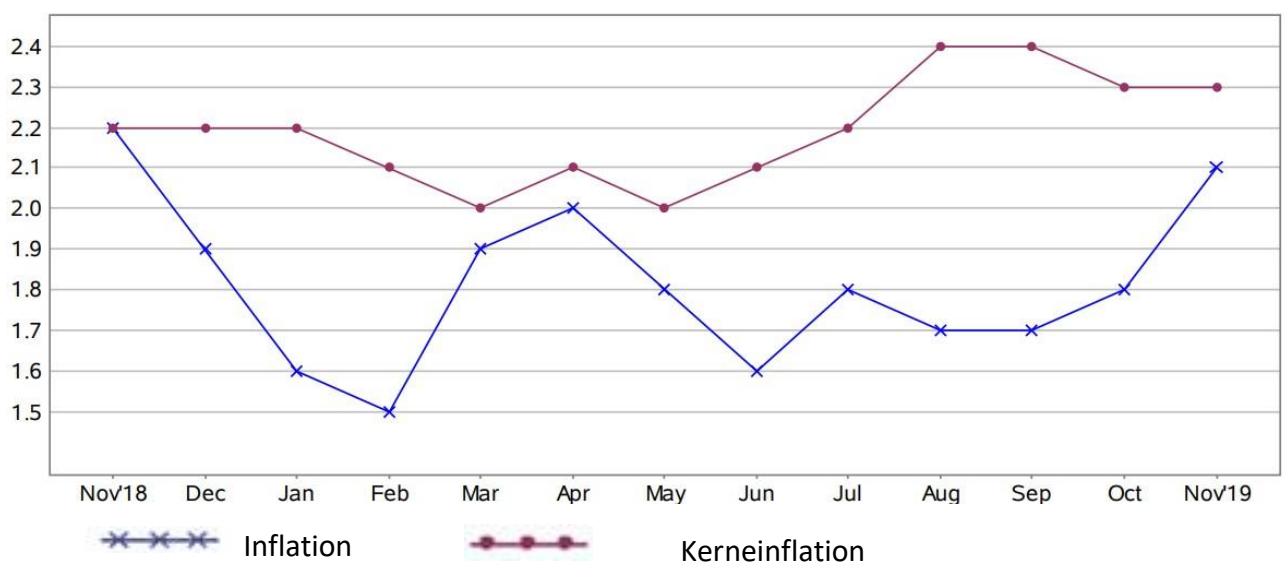
Kilde: Eurostat

Som det ses af skemaet ovenfor er både inflationen og kerneinflationen i Euroområdet steget i de senere måneder, men med et inflationsniveau for november 2019 på 1,0% p.a. og en kerneinflation i niveau 1,4% p.a. sammenlignet med november 2018, er dette stadig et stykke væk fra den europæiske centralbanks (ECB) målsætning med en inflation i niveauet 2,0% p.a. Inflationspresset er stadig beskedent i Euroland, og den seneste stigning i inflationen er givet vis kærkommen set fra ECB's side. Inflationen forventes at stige yderligere på den korte bane, da energipriser ikke længere vil bidrage negativt til inflationsmålingen i de kommende måneder, men dette vil også blive set som særdeles kærkommen fra ECB's side og det vil forventeligt ikke ændre deres meget lempelige pengepolitik.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi blev på 1,9% p.a. i 3. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartal i 2018, og i 4. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst at have været på 1,8% p.a. sammenlignet med 4. kvartal 2019. Disse vækstrater anses som værende til den beskedne side i USA, hvilket også har været en medvirkende årsag til, at den amerikanske centralbank har nedsat renten med 0,25%-point i det forgangne kvartal.

Inflationen i USA viste for november 2019 en stigning på 2,1% p.a. mens kerneinflationen steg med 2,3% p.a. sammenlignet med november 2018. Som det ses af grafen nedenfor er inflationen steget i de seneste måneder, mens kerneinflationen har ligget stabilt. Det er stadig ikke bekymrende inflationsniveauer for den amerikanske centralbank (Fed), som ydermere har udtalt, at de er villige til at acceptere en højere inflation end deres målsætning på omkring 2,0% p.a. i et stykke tid for at kompensere for den tid, hvor inflationen har ligget under deres målsætning.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Den økonomiske vækst i den japanske økonomi skuffede i 3. kvartal 2019 med en vækst på bare 0,2% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2018. I 4. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst at have været på 0,4% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. For at styrke den økonomiske vækst har den japanske regering i december 2019 lanceret en hjælpepakke på 800 mia. DKK, der over de kommende 15 måneder forventes at bidrage med en vækst svarende til 1,9% af BNP! Pengene skal bruges på 3 hovedområder. De skal reparere skader efter en nylig tyfon, infrastrukturen i landet skal forbedres og der skal investeres i den nye 5G-mobiltelefoni og andre teknologier.

Der er fortsat ikke meget inflationspres i den japanske økonomi, idet seneste inflationsmåling udviste en inflation på 0,5% p.a. for november 2019 sammenlignet med november 2018. Dette endda til trods for, at momsens i landet blev hævet fra 8,0% til 10,0% pr. 1. oktober 2019.

BRIK landene

Brasilien

Det går lidt bedre end ventet i den brasilianske økonomi. Således blev den økonomiske vækst i 3. kvartal 2019 på 1,2% p.a. og forventelig 1,9% p.a. i 4. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Der var forventet lidt lavere væksthiveauer, og den brasilianske centralbank har i december 2019 opjusterede deres vækstforventninger for den brasilianske økonomi fra før en vækst på 0,9% p.a. i 2019 til nu 1,2% p.a., og vækstforventningerne for 2020 blev ligeledes løftet fra tidligere en økonomisk vækst på 1,8% p.a. til nu 2,2% p.a. Den brasilianske præsident Bolsonaro, har i løbet af 4. kvartal 2019 fået gennemført en pensionsreform i landet, og der forventes yderligere reformtiltag i løbet af 2020, hvilket er med til at styrke tilliden til den økonomiske udvikling i landet.

Inflationen i Brasilien var i november 2019 på 3,3% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Centralbanken har en målsætning om et inflationsniveau på 4,0% p.a. i 2019, så inflationspresset er set i lyset af denne målsætning til den svage side. For at understøtte den økonomiske vækst i Brasilien har centralbanken nedsat renten med 1,0%-point i løbet af 4. kvartal 2019 og med i alt 2,0%-point i løbet af 2019. Den kraftige nedsættelse af renten gennem 2019 er sandsynligvis en del af forklaringen på, hvorfor den økonomiske vækst i landet er på vej mod bedre tider.

Rusland

Den russiske økonomi voksede med 1,7% p.a. i 3. kvartal 2019 og forventes at være vokset med 1,8% p.a. i 4. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler i 2018. Det er lidt højere vækstrater end tidligere forventet, og det dækker over en lidt større fremgang i både industrien og privatforbruget end tidligere ventet.

Inflationen i den russiske økonomi var på 3,0% p.a. i december 2019 sammenlignet med december 2018 og inflationen forventes at falde yderligere i starten af 2020 ifølge den russiske centralbank. Det faldende inflationsniveau har ført til, at den russiske centralbank har sænket renten med 0,75%-point i løbet af 4. kvartal 2019 og med i alt 1,5%-point i løbet af 2019, hvilket givetvis er en medvirkende årsag til, at privatforbruget har udviklet sig bedre end ventet. Centralbanken har indikeret, at de er parat til at sænke renterne yderligere, hvis den økonomiske udvikling tilsiger det, men med udsigten til lidt højere økonomisk vækst i Rusland i 2020 end i 2019, er det mest sandsynligt, at den russiske centralbank vil se tiden an og være på hold med renten i den nærmeste fremtid.

Indien

Den økonomiske vækst i Indien har gennem store dele af 2019 udviklet sig skuffende, og den økonomiske vækst var i 3. kvartal 2019 på 4,5% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2018, hvor væksten i de senere år ellers typisk har ligget på et niveau mellem 6 og 8% p.a. I 4. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst at være steget til et niveau omkring 5,0% p.a., hvilket fortsat er et for Indien skuffende niveau. Den indiske regering har fortsat de vækstoffremmende tiltag i 4. kvartal 2019, hvilket bl.a. har resulteret i, at bankernes reservekrav er blevet nedsat, så de kan låne flere penge ud.

Den indiske inflation har udviklet sig uhensigtsmæssigt på det seneste og er steget til 5,5% p.a. i november 2019 sammenlignet med november 2018, hvilket er et stykke over centralbankens mål om en inflation i niveau 4,0% p.a. Det er i høj grad stigende fødevarerpriser, der har trukket inflationen op, og det stigende inflationsniveau er en medvirkende årsag til, at den indiske centralbank kun har nedsat renten 1 gang i 4. kvartal 2019 med 0,25%-point. For at mindske inflationspresset på især grøntsager, har Indien åbnet op for en større andel importerede grøntsager, hvilket bør lægge et nedadgående pres på disse priser i løbet af 1. kvartal 2020.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi blev på 6,0% p.a. i 3. kvartal 2019 og forventes at have været omkring 6,1% p.a. i 4. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Handelskrigen mellem USA og Kina lægger en dæmper på den økonomiske vækst i Kina og for at gøre ondt værre, har udbrud af svinepest i Kina ført til kraftigt stigende priser på svinekød, der er en meget stor bestanddel i det kinesiske køkken. Dermed skal kineserne bruge flere penge på at anskaffe sig svinekød, hvilket giver færre penge til øvrigt forbrug. I løbet af 4. kvartal 2019 har tilliden hos de kinesiske virksomheder været stigende, og de kinesiske indkøbschefers optimisme steg i december 2019 til det højeste niveau i 3 år. Når første del af handelsaftalen mellem USA og Kina forventeligt underskrives den 15. januar, bør det ligeledes være understøttende for den økonomiske udvikling i landet. De kinesiske myndigheder fortsætter med vækstoffremmende tiltag i landet, og de har bl.a. igen sænket reservekravene til bankerne med virkning fra 2. januar 2020, hvilket bør betyde mere udlån til de kinesiske virksomheder.

Inflationen i Kina er steget voldsomt i de seneste måneder, hvor inflationen er steget fra 2,8% p.a. i august 2019 til 4,5% p.a. i november 2019 sammenlignet med samme måneder året før. Det er i høj grad stigende priser på svinekød der trækker op, idet prisen på svinekød steg med hele 110% p.a. i november 2019 sammenlignet med samme måned året før. Den kinesiske centralbank har en målsætning om en inflation i niveau 3,0% p.a., og seneste måling for inflationen ligger nu klart over målsætningen, men da stigningen i inflationen i høj grad kan henføres til en enkeltstående begivenhed, udbrud af svinepest, forventes centralbanken ikke at stramme pengepolitikken af den ene grund.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2019

Den økonomiske vækst i verdensøkonomien har i 4. kvartal 2019 stadig befundet sig på et forholdsvis beskedent niveau, men flere økonomiske indikatorer i flere af de store økonomier herunder de fremadrettede indikatorer, så som indkøbschefernes forventninger (PMI), har i løbet af 4. kvartal enten stabiliseret sig eller udvist en stigende tendens. Der er således ikke noget der umiddelbart tyder på, at verdensøkonomien skulle være på vej ind i en ny økonomisk recession. Tværtimod tyder det på, at verdensøkonomien er på vej op i et lidt højere økonomisk væksttempo ind i 2020, specielt hvis første del af handelsaftalen mellem USA og Kina som planlagt underskrives den 15. januar 2020, og de videre forhandlinger ikke går i hårdknude.

Forventninger

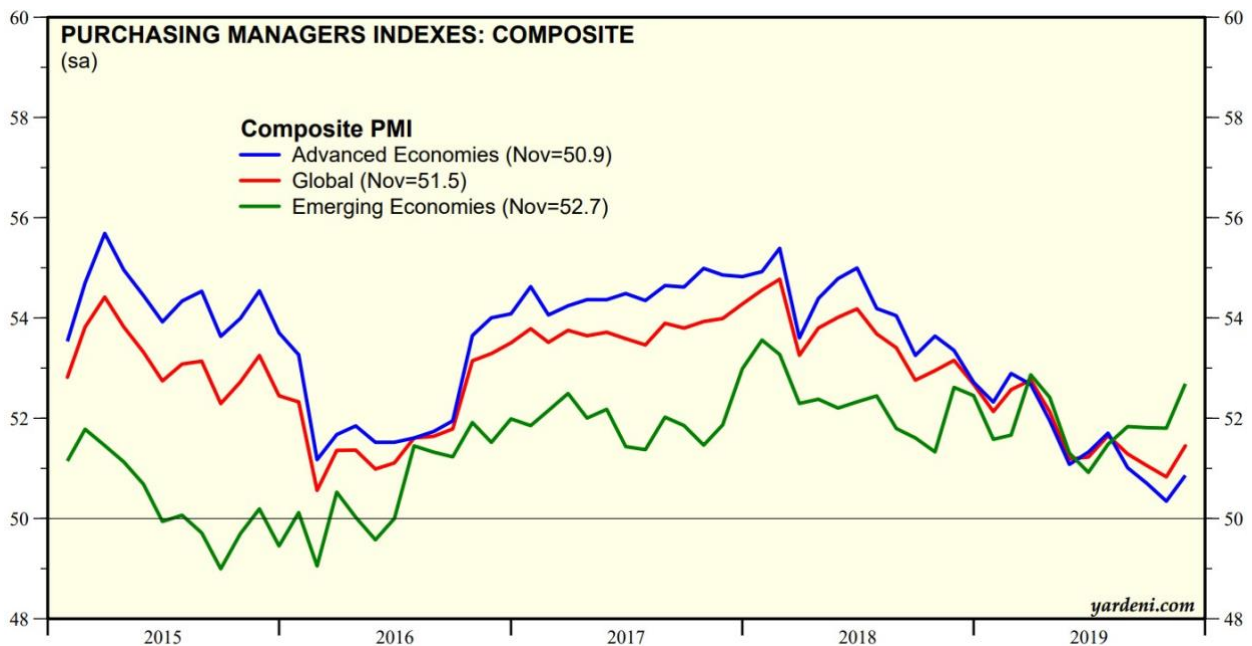
Økonomiske nøgletal						
	2018r		2019e		2020e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,90%	2,40%	2,30%	1,90%	1,80%	2,00%
Euroland	1,90%	1,80%	1,20%	1,20%	1,40%	1,20%
Japan	0,80%	0,90%	0,90%	0,60%	1,20%	0,80%
Danmark	1,50%	0,80%	2,20%	0,70%	1,80%	1,00%
Brasilien	1,10%	3,70%	1,20%	3,70%	2,00%	3,60%
Rusland	2,20%	2,90%	1,20%	3,20%	1,80%	3,50%
Indien	7,00%	4,80%	6,00%	3,30%	5,10%	5,00%
Kina	6,60%	2,20%	6,10%	3,50%	6,00%	4,50%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Hvis man betragter de globale indkøbschefers forventninger til fremtiden i grafen på næste side, kan man se, at indkøbscheferne er blevet lidt mere optimistiske i både de udviklede økonomier og i Emerging Markets på det seneste. Seneste måling er fra november 2019 og er således inden, at Kina og USA meldte ud, at de formelt var blevet enige om første del af en handelsaftale. Som vi har skrevet om i de seneste kvartalsrapporter, bevæger økonomien og i særdeleshed fremstillingsindustrien sig i nogle økonomiske cykler, hvor vi på det seneste har været vidne til, at lagrene er blevet nedbragt til et lavt niveau i fremstillingsindustrien, som vi sidst var vidne til i slutningen af 2015 og starten af 2016. Lagernedbringelsen synes at være stoppet i løbet af 4. kvartal 2019. Dette kan bane vejen for lidt højere økonomiske vækstrater i verdensøkonomien igen, medmindre der kommer et chok udefra så som en forværring i handelskrigen eller en anden uforudset hændelse. USA's likvidering af den næst mest indflydelsesrige person i Iran, er i vores optik ikke en sådan hændelse, medmindre situationen i Mellemøsten eskalerer markant, men det er sandsynligvis en begivenhed, der kun kortsigtet kan skabe uro på de finansielle markeder.

Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

Handelskrigen mellem USA og Kina er ikke løst, men der er indgået en foreløbig aftale om, at man den 15. januar 2020 underskriver fase 1 af handelsaftalen mellem landene, og at man efterfølgende fortsætter forhandlingerne. Hvad der konkret er aftalt, er der indtil videre meget sparsomme meldinger om, men det har for amerikanerne været nok til, at de har sløjft de planlagte toldforhøjelser på udvalgte kinesiske varer i december 2019. Dermed er der sket en vis opblødning i handelskonflikten mellem landene, men der er stadig ingen varig løsning på plads, så handelskrigen vil uden tvivl stadig være et dominerende tema på de finansielle markeder gennem 2020. Som investor skal man ligeledes være opmærksom på, at uanset hvilken/hvilke aftaler der opnås mellem landene, er der sket et i bedste fald langvarigt skade og i værste fald permanent skade på forholdet mellem USA og Kina. Der er ingen tvivl om, at Kina direkte har udfordret USA's nuværende position med sine langsigtede planer. I 2025 vil landet være førende inden for en række brancher og i 2035 vil Kina være et af de mest innovative lande generelt. I 2050 skal landets militær være i verdensklasse, og Kina vil gradvis øge sin globale indflydelse. Handelskrigen mellem landene er i langt højere grad en kamp om det globale verdensherredømme på lang sigt, end det er stridigheder om todsatser eller ej på den korte bane. Denne kamp mellem de to største økonomier i verden, vil givet vis føre til andre og nye alliancer mellem forskellige lande på sigt, og det vil skabe en anden global forsyningskæde end den, som vi kender i øjeblikket. Vi kommer givetvis til at leve med mere politisk risiko i årene fremover, end det var tilfældet i årene efter Finanskrisen på de finansielle markeder, men det bør ikke afskrække den langsigtede investor, da politisk risiko og skabelse af nye alliancer både økonomisk og militært set har været dagligdagen på de finansielle markeder i lang tid set i et historisk perspektiv.

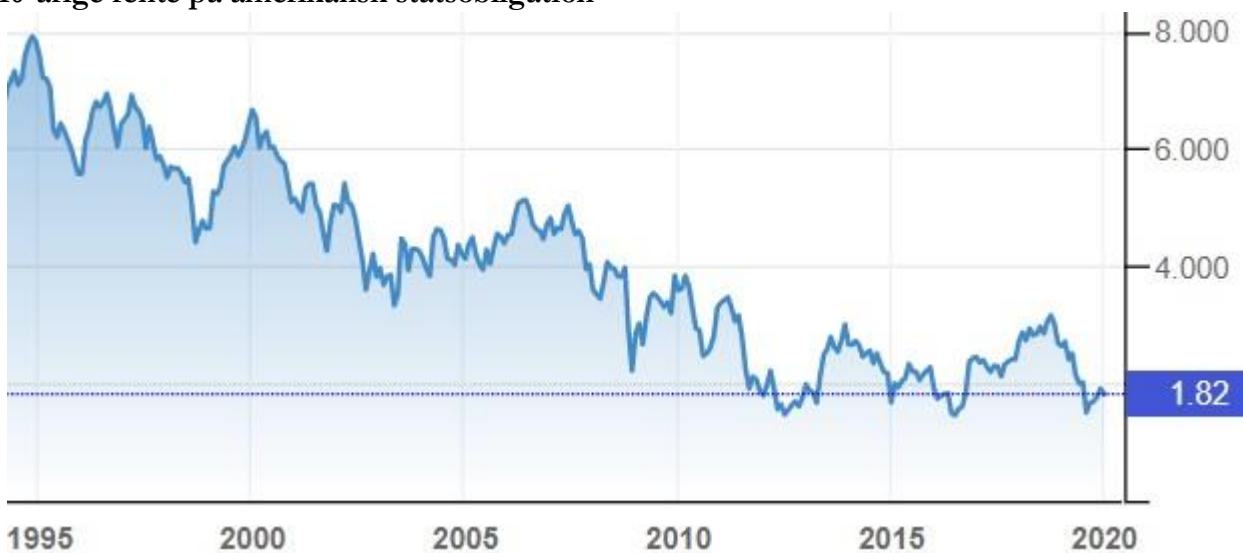
Hvis man ser på renteutviklingen, har mange økonomer i mange år sagt, at nu kan renten ikke falde yderligere, og renten er på vej til at stige, om end flere økonomer i det seneste års tid er vendt rundt og ikke længere tror på stigende renter i den nærmeste fremtid. Hvis man betragter udviklingen på henholdsvis den tyske og amerikanske 10-årige statsrente siden 1995 i graferne nedenfor, er der ingen tvivl om, at tendensen i disse 25 år har været et stort rentefald, fra et niveau omkring 8,0% i både den tyske og amerikanske 10-årige statsrente til nu et niveau omkring -0,29% i Tyskland og 1,82% i USA. Rentefaldet har ikke været en lige lang tur ned, men det er sket i ryk, hvor der også i perioder har været stigende renter, men perioder med stigende renter er efterfølgende blevet afløst af yderligere rentefald.

Renteudviklingen i USA har dog været mere sideværts end ned i de senere år, så måske er rentefaldet ved at stoppe i USA, men der er ingen tvivl om, at der i både USA og Tyskland nu er et markant strukturelt lavere renteniveau end tidligere.

10-årige rente på tysk statsobligation



10-årige rente på amerikansk statsobligation

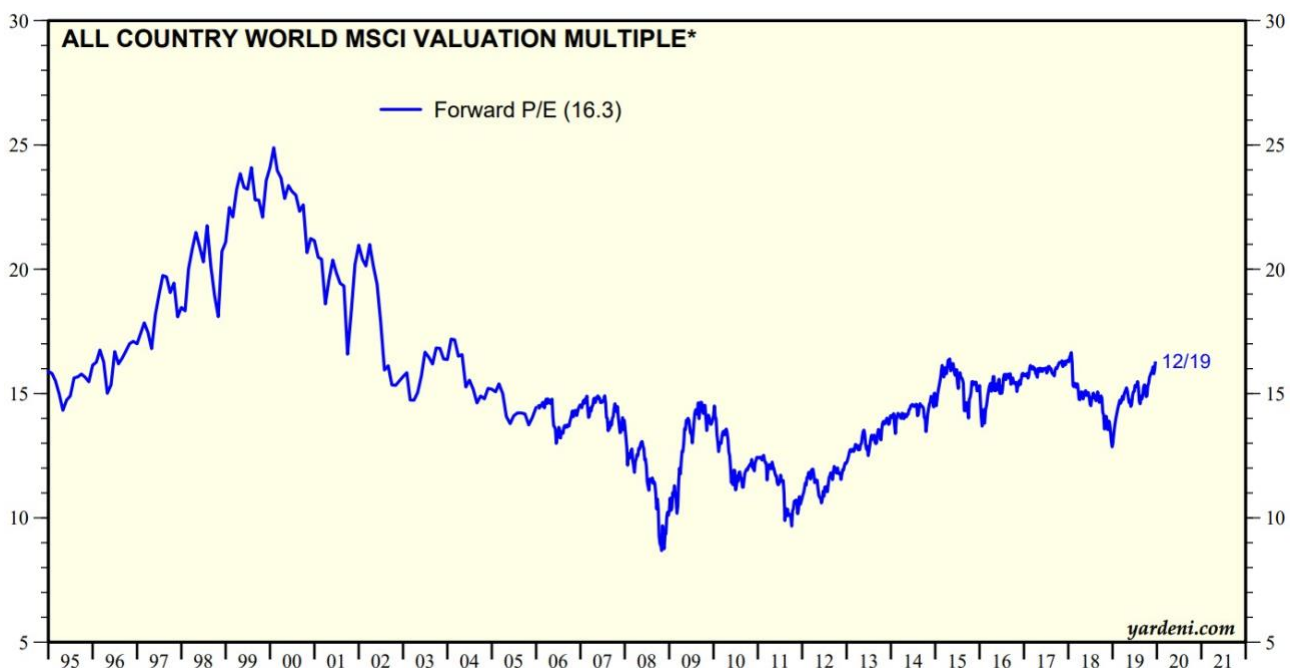


Hvis vi ser på udsigterne for verdensøkonomien, er det mest sandsynlige scenarie, at den økonomiske vækst vil fortsætte i 2020, men i et fortsat relativt behersket tempo. Der er således ikke noget der tilsiger, at der skabes økonomiske flaskehalse med en kraftig stigende inflation til følge, hvorfor renteniveauet bør forblive på et relativt lavt niveau gennem 2020, om end at de europæiske renter synes at befinde sig på nogle meget lave niveauer. Behersket økonomisk vækst i kombination med et fortsat lavt renteniveau bør grundlæggende favorisere risikofyldte aktiver i 2020, som det var tilfældet i 2019,

da det økonomisk går fremad i et tempo, der ikke umiddelbart synes at skabe problemer for det økonomiske opsvings holdbarhed.

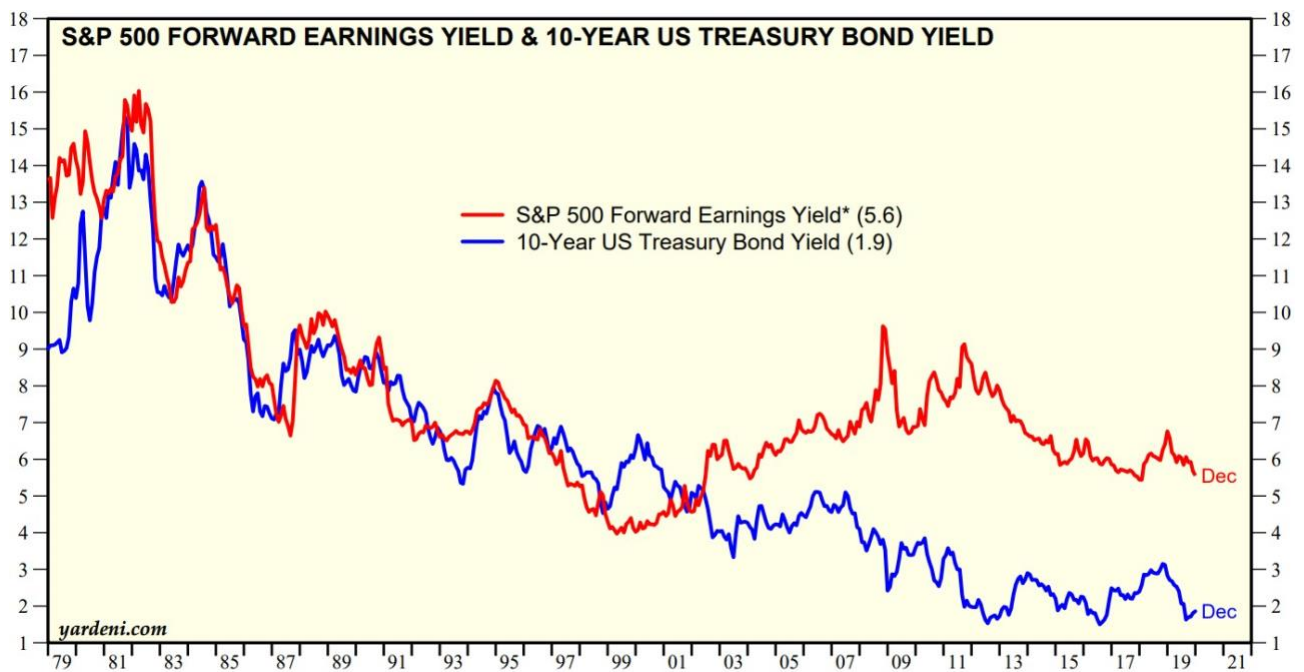
Aktier

Når vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af nedenstående graf se, at verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, handles til en forventet P/E værdi på 16,3. Forventet P/E værdi er et nøgletal, der viser, hvad man som investor skal betale for en forventet overskudskrone for en aktie. I eksemplet nedenfor, er der tale om verdensindekset på aktier MSCI World All. Countries, hvor kursen på indekset (P) sættes i forhold til, hvad aktieanalytikerne forventer, at de underliggende selskaber vil levere af indtjening i de kommende 12 måneder. Jo lavere forventet P/E værdi desto billigere er aktierne og omvendt, alt andet lige. Hvis man ser på nedenstående graf over prisfastsættelsen af aktier siden 1995, kan vi se, at aktierne i slutningen af 1990'erne og starten af 2000'erne blev handlet til højere forventet P/E værdier end aktuelt, mens at aktierne siden 2003 nu er oppe i den øvre del af prisfastsættelsen. Den lidt højere prisfastsættelse på aktierne giver os ikke anledning til nogen bekymring, da vi er af den opfattelse, at investorerne på aktiemarkedet endnu ikke har taget fuldt højde for det strukturelt lavere renteniveau. Som det ses af renteutviklingen på den 10-årige rente på både de tyske og amerikanske statsobligationer, er disse faldet markant siden 1995, hvilket bør tilsige en højere prisfastsættelse på aktier.



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 ikke noget som tyder på, at aktier skulle være dyre, tværtimod ser de meget billige ud relativt til placeringsalternativet obligationer.



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

Vi er således af den opfattelse, at investorerne ved indgangen til 2020 bør have en aktieandel, der er tæt på investors langsigtede målsætning, da aktier i vores optik ikke forekommer dyrt prisfastsat, og der er udsigt til en fortsat fremgang i verdensøkonomien i 2020. Den politiske risiko er steget siden handelskrigens begyndelse, hvilket kan give nogle større udsving på de finansielle markeder gennem 2020, ligesom vi oplevede i 2019, men det er vores vurdering, at den langsigtede og tålmodige investor kan se frem til at blive belønnet med positive aktieafkast i 2020 i niveau 5-10% p.a., hvis der ikke indtræffer en større uventet hændelse.

Obligationer

Det nuværende renteniveau i Danmark og de stærke økonomier i Euroland som Tyskland, gør det ikke synderligt interessant at være obligationsinvestor. Den effektive forrentning på en 10-årig tysk statsobligation er i niveau -0,29% p.a., mens kerneinflationen i Euroland i november 2019 var på 1,4% p.a. Der er således stadig udsigt til en pæn årlig forringelse af investorers købekraft ved investering i 10årige tyske statsobligationer, medmindre inflationen falder drastisk, hvilket vi ikke anser for realistisk. Selv om vi har et strukturelt lavere renteniveau og vores forventning om, at renteniveauet forbliver på et lavt niveau i den nærmeste fremtid, er det vores vurdering, at renteniveauet i både Euroland og Danmark er for lavt, hvorfor vi kun anbefaler at placere en mindre andel af sine obligationsinvesteringer i lange- og mellemlange obligationer. Desuden kan en mindre andel af obligationsinvesteringerne placeres i statsobligationer fra Emerging Markets i lokalvaluta.

Selv om obligationer umiddelbart virker som en trist investeringsmulighed, er det fortsat vigtigt, at investorer ikke påtager sig en u hensigtsmæssig risiko i jagten på afkast, da investering i aktier og andre mere risikofyldte aktiver skal betragtes som en langsigtet investering. Vores formuerådgivere er naturligvis behjælpelige, hvis du ønsker en drøftelse af din risikoprofil.

7. januar 2020

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

