

Kvartalsrapport

3. kvartal 2017

RESUME

Økonomiske udsigter

Der har i 3. kvartal 2017 været lidt mere gang i både den europæiske og japanske økonomi end hidtil antaget, mens den amerikanske økonomi sandsynligvis er vokset lidt mindre end forventet, primært pga. en negativ påvirkning fra orkanen Irma. I BRIK landene har både den russiske og kinesiske økonomi overrasket til den positive side, væksten i Brasilien har været som ventet og den økonomiske vækst i Indien har overrasket negativt i det forgangne kvartal. Inflationen har generelt været til den svage side i de fleste lande/regioner gennem 3. kvartal 2017. Samlet betyder dette, at verdensøkonomien i 3. kvartal 2017 har fortsat det beherskede økonomiske opsving, uden at opsvinget har resulteret i et højere inflationsniveau.

Det tyder på, at opsvinget i verdensøkonomien kan fortsætte og evt. tiltage lidt i styrke i 4. kvartal 2017. Dermed er der umiddelbart udsigt til, at de makroøkonomiske nøgletal vil være understøttende for specielt aktieinvesteringer i den resterende del af 2017. Kommer der ikke et stigende inflationspres, kan vi være på vej mod et ”goldielock scenarie”, hvor man som aktieinvestor får det bedste af begge verdener: Virksomhederne har stigende indtjening mens den effektive rente på alternativinvesteringen, obligationer, forbliver på et lavt niveau. I et sådant scenarie, vil aktierne givet vis blive handlet til en prisfastsættelse, der er betydeligt over det historiske gennemsnit, men vi er ikke blinde for, at der også er risici i horisonten

Aktiemarkedet

De forbedrede makroøkonomiske forhold har også resulteret i en stigende selskabsindtjening globalt set. Med udgangspunkt i en fortsat pæn indtjeningsfremgang samt et renteniveau vi forventer vil forblive på et strukturelt lavt niveau i en længere årrække, er vi af den opfattelse, at aktiemarkederne generelt set stadig indeholder et attraktivt potentiale.

Obligationsmarkedet

Vi er således af den overbevisning, at vi i den kommende periode vil få svagt stigende lange renter, men på lidt længere sigt vurderer vi, at vi er inde i en længere periode med et strukturelt lavere renteniveau, så vi frygter ikke, at renteniveauet pludselig stiger med 2-3% point eller mere. Emerging Markets statsobligationer i lokalvaluta, anser vi stadig for attraktive at medtage i sin obligationsportefølje.

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2017

Udvikling i 3. kvartal 2017					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2017
	30.06.17	29.09.17			
OMX CGI	1.308,76	1.361,20	52,44	4,01%	19,18%
OMXC Cap. GI	1.536,00	1.591,10	55,10	3,59%	19,40%
MSCI World All Countries	2.010,76	2.044,47	33,71	1,68%	5,17%
MSCI USA*	15.045,41	15.128,67	83,26	0,55%	0,74%
MSCI Europa*	10.838,38	11.115,97	277,59	2,56%	7,14%
MSCI Japan*	20.015,43	19.987,55	-27,88	-0,14%	0,46%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2017
	30.06.17	29.09.17			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,49%
4% STAT 2019	-0,45	-0,60	-0,15	0,21%	-0,24%
3% STAT 2021	-0,19	-0,35	-0,16	0,45%	-0,01%
4,5% STAT 2039	1,13	1,03	-0,10	1,80%	-1,00%
3,5% NYK 2044	2,95	2,78	-0,17	0,81%	2,81%
BDEN15**				0,31%	-0,09%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2017
	30.06.17	29.09.17			
USD/DKK	6,52	6,30	-0,21	-3,26%	-10,62%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,01	0,08%	0,11%
JPY/DKK	0,06	0,06	0,000	0,00%	0,00%

Aktiemarkedet

Til trods for flere missilaffyringer fra Nordkoreas side samt en til tider meget hård retorik mellem Nordkorea og USA, blev der generelt realiseret pæne afkast på de fleste aktiemarkeder i løbet af 3. kvartal 2017. Det danske aktiemarked steg med 3,59% målt ved OMXC cap. GI indekset, mens at verdensindekset for aktier, MSCI World all countries, steg med 1,68% målt i DKK i det forgangne kvartal. Baggrunden for den positive udvikling på de fleste aktiemarkeder kan sandsynligvis i høj grad tilskrives, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien fortsætter fremad i et behersket tempo. Virksomhederne har generelt leveret nogle gode regnskaber og fremtidsudsigter. Inflationen er fortsat lav, så centralbankerne kan fortsætte den lempelige pengepolitik. En rimelig økonomisk vækst i kombination med en lav inflation og lavt renteniveau er et ønskescenarie for risikofyldte aktiver, som aktier, og dette scenarie betegnes ofte som et "goldielock scenarie", da man som aktieinvestor får det bedste af begge verdener. Virksomhederne har stigende indtjening mens den effektive rente på alternativinvesteringen, obligationer, forbliver på et lavt niveau. I et sådant scenarie, vil aktierne givetvis blive handlet til en prisfastsættelse, der er betydeligt over det historiske gennemsnit. Spørgsmålet er som ofte – er vi på vej ind i et sådant scenarie eller ej? Dette vil vi uddybe nærmere senere i kvartalsrapporten.

Der har været nogle markante forskelle på afkastene i BRIK landene i løbet af 3. kvartal 2017, hvor det i høj grad har været indenlandske forhold, der har bidraget til forskellene. Det højeste afkast er blevet realiseret på brasilianske aktier på Bovespa indekset, der er steget med hele 18,1%, målt i DKK, i løbet af det forgangne kvartal. Dette skyldes i høj grad, at den økonomiske udvikling i Brasilien er forbedret gennem 2017 i kombination med, at centralbanken har kunnet nedsætte den ledende rente, Selic renten,

med 2% point i løbet af 3. kvartal 2017. I Indien er den økonomiske udvikling gået den modsatte vej, idet den økonomiske vækst har været lavere end forventet, hvilket har været en medvirkende årsag til, at de indiske aktier er faldet med 3%, målt i DKK, i det forgangne kvartal. Den forskellige udvikling i afkastene i BRIK landene er et tydeligt bevis på, at disse lande forventeligt vil udvikle sig meget forskelligt, og at de ikke kan ses som én region, men man som investor skal være selektiv i sin bedømmelse og udvælgelse.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q3 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	Bovespa	18,10%	12,56%
Rusland	Micex	9,41%	-12,28%
Indien	Sensex 30	-3,04%	9,34%
Kina	Shanghai	3,45%	0,69%

Obligationsmarkedet

Til trods for at den økonomiske udvikling har overrasket positivt i Euroland i det seneste kvartal, er renterne alligevel faldet lidt på de danske stats- og realkreditobligationer, så der er realiseret et positivt afkast på mellem 0,20% p.a. på den korte danske statsobligation 4% STAT 2019 til 1,80% p.a. på den lange danske statsobligation 4,5% STAT 2039 i 3. kvartal 2017. Baggrunden for rentefaldet er sandsynligvis en delvis en konsekvens af den europæiske centralbanks massive opkøb af stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer i Eurozonen, som er med til at presse renten ned, samt at inflationen i Eurozonen er faldet på det seneste.

Valutamarkedet

Den amerikanske dollar fortsatte sin svækkelse over for euroen og den danske krone i 3. kvartal 2017, hvor den amerikanske dollar faldt 3,26% målt i DKK. Som det ses af skemaet nedenfor faldt de fleste af BRIK landenes valutaer også over for DKK i det forgangne kvartal, så euroen og danske kroner er generelt blevet styrket i løbet af 3. kvartal 2017, hvilket i høj grad skyldes, at det er gået bedre end ventet med den økonomiske udvikling i Europa.

Hvis man ser på udviklingen i hele 2017 på den amerikanske dollar, er denne i årets første 9 måneder faldet med hele 10,6% over for euro og danske kroner. Dermed er den amerikanske dollar nu på et lavere niveau over for euroen og danske kroner end før det amerikanske præsidentvalg, og Trump effekten er således helt priset ud af valutamarkedet, da man nu tvivler på, om han formår at få noget af sin politik gennemført. Dette markante dollarfald er således en stærk medvirkende årsag til, at de amerikanske aktier målt ved MSCI USA kun er steget 0,55% målt i DKK i årets første 9 måneder.

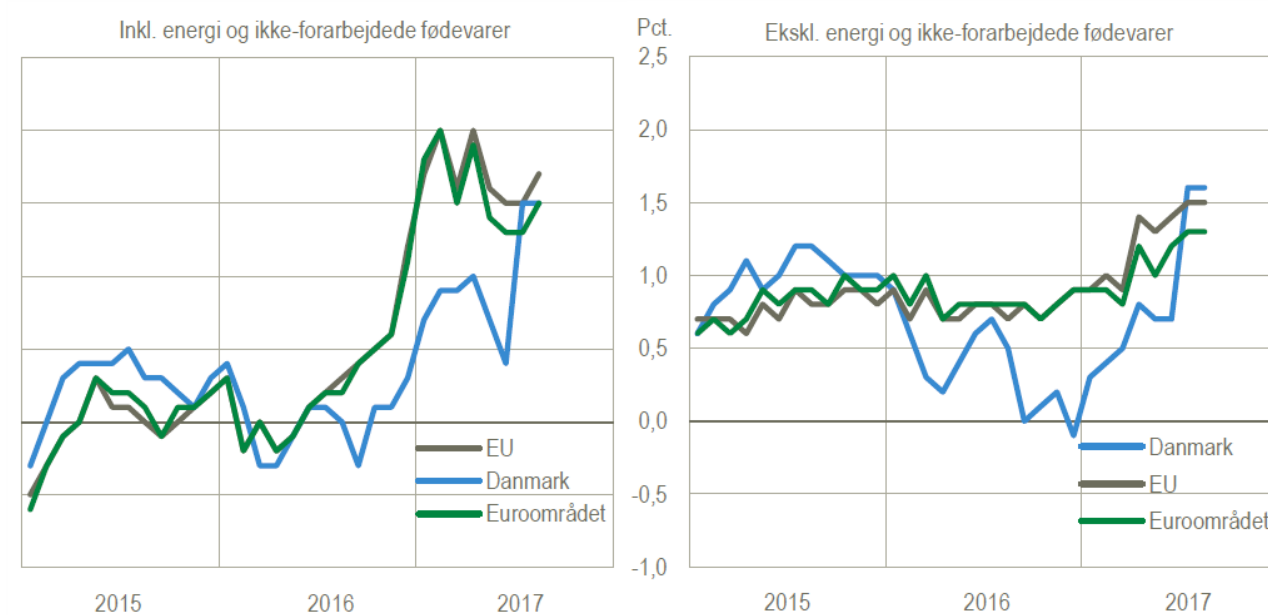
Land	Valuta	Ændring i DKK i Q3 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	BRL	0,00%	-8,75%
Rusland	RUB	-1,00%	-5,71%
Indien	INR	-4,17%	-6,94%
Kina	CNY	-1,38%	-6,69%

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2017

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland blev på 2,2% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før, og væksten forventes at have været i niveau 2,1% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med 3. kvartal 2016. Det positive ved fremgangen i den europæiske økonomi er, at der er tale om et bredt funderet økonomisk opsving, og det ikke bare er Tyskland, der trækker fremgangen. Således oplevede Italien en fremgang på 1,5% p.a. i 2. kvartal 2017, den franske økonomi voksede med 1,8% p.a. i samme kvartal, og Spanien realiserede en fremgang på 3,1% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med 2. kvartal 2016. De realiserede vækstrater i Euroland er noget bedre end hidtil forventet, hvilket bl.a. har fået OECD til at opjustere den økonomiske vækst i Euroland i 2017 fra hidtil en forventet vækst på 1,8% p.a. i 2017 til nu 2,1% p.a. Den tidligere prognose var lavet i juni 2017, mens den nye prognose stammer fra september, så på blot 3 måneder har OECD lavet denne opjustering. Den bedre økonomiske udvikling i Euroland er en væsentlig del af forklaringen på, hvorfor at euroen og danske kroner er styrket med hele 10,6% over for den amerikanske dollar og mellem 5-9% over for BRIC landenes valutaer i løbet af de første 9 måneder af 2017.

Prisstigning over 12 måneder i Danmark, Euroområdet og EU



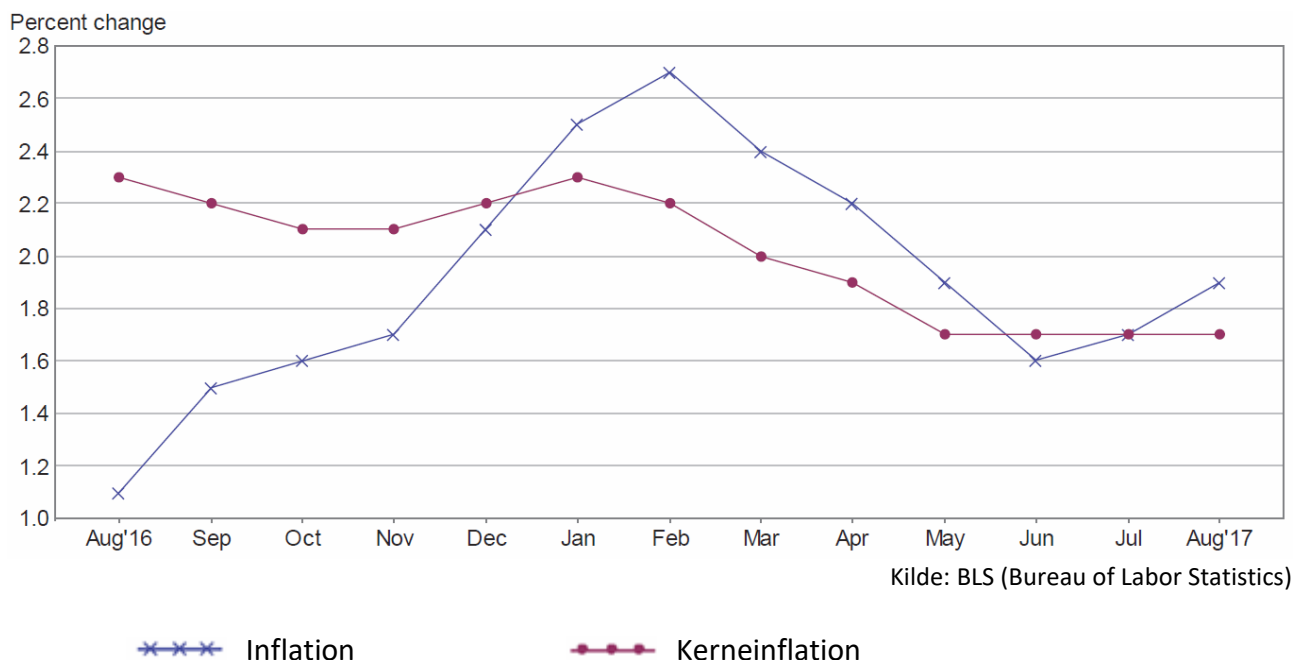
Kilde: Danmarks Statistik

Som det ses af ovenstående figur steg inflationen op imod de 2,0% p.a. og kerneinflationen op imod de 1,5% p.a. i starten af 2017, men inflationen er på det seneste faldet tilbage igen og seneste måling for Euroland for september 2017 viser en kerneinflation på blot 1,1% p.a., hvilket er et godt stykke fra den europæiske centralbanks (ECB) målsætning om en inflation i niveau 2,0% p.a. Med den markante styrkelse af euroen i løbet af 2017, vil dette også være med til at holde inflationen nede. Derfor er det heller ikke den store overraskelse, at den markante styrkelse af euroen bekymrer ECB, da det både vil forringe europæiske virksomheders konkurrenceevne og dermed mindske den økonomiske vækst i Euroland samt holde inflationen nede på et uønsket lavt niveau. For at imødegå yderligere styrkelse af euroen på nuværende tidspunkt, undlod ECB på sidste rentemøde i september 2017 at kommentere på, hvornår man har tænkt sig at neddroge den lempelige pengepolitik. Dermed er renterne forblevet meget lave i Euroland til trods for, at den økonomiske vækst har overrasket til den positive side.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi blev på 2,2% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med 2. kvartal 2016, hvilket var det samme niveau, som den økonomiske vækst i Euroland i samme kvartal. I 3. kvartal 2017 er det lidt mere usikkert, hvad den økonomiske vækst har været, idet orkanen Irma der hærgede den sydøstlige del af USA i starten af september, vil have en negativ indvirkning på den samlede økonomiske vækst i 3. kvartal 2017. Derfor forventes den økonomiske vækst i den amerikanske økonomi i 3. kvartal 2017 at have været lidt lavere end de 2,2% p.a., der blev realiseret i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Til gengæld vil orkanen påvirke væksten positivt i de kommende kvartaler, når der skal rettes op på skaderne.

Inflationen i USA er gennem det seneste halve år faldet lidt tilbage, og seneste måling for inflationen for august 2017 viser en stigning på 1,9% p.a. og en kerneinflation på 1,7% p.a. sammenlignet med august 2016. Til trods for at den amerikanske økonomi vokser med +2% og arbejdsløsheden var på blot 4,4% i august 2017, samt en fortsat meget lempelig pengepolitik fra den amerikanske centralbanks (Fed) side, har dette ikke skabt nogen inflationsbekymringer i USA. Dermed kan Fed fortsætte med at hæve renten gradvist og i et afmålt tempo.



Den amerikanske præsident Trump bebudede i sin valgkamp, at han gerne så en amerikansk økonomi, der voksede med mindst 3,0% p.a., og han ville forfølge en politik, der kunne leve op til denne målsætning. Trump har endnu ikke kunnet få flertal med at få sin politik ført ud i livet, hvorfor han har måttet droppe at få gennemført en ny sundhedsreform, der skulle afløse Obamacare. Nu har han i stedet sat fokus på at få indført en ny skattereform, og i slutningen af september kom der et udkast til en sådan. Der er i reformen lagt op til en nedsættelse af selskabsskatten fra 35% til 20%, men dette gøres på bekostning af en række fradrag, der skal skæres bort. Den nuværende effektive skattesats vurderes at være omkring 19%, så på selskabssiden tyder det på, at der i vid udstrækning er tale om at reformere skattesystemet og ikke foretage store ufinansierede skattelettelser. Hvis man ser på udspillet på personsiden, er der til gengæld lagt op til ufinansierede skattelettelser. Mange republikanere er imod at forøge USA's budgetunderskud, så der er stærkt tvivlsomt om Trump kan få dette forslag igennem i sin nuværende form, når realitetsforhandlingerne skal foregå i de kommende måneder. Både Trump og republikanerne er under et stigende pres for at få noget af deres politik ført ud i livet, så mon ikke de

ender ud med et kompromis, hvor der også på personskatteområdet i langt højere grad bliver tale om en skattereform evt. med en tvist af skattelettelser til mellemindkomsterne?

Den amerikanske centralbank vil uden tvivl følge forhandlingerne om en skattereform meget nøje, da dette kan få betydning for, hvornår og i hvilket tempo, at de skal neddrosle deres lempelige pengepolitik. I øjeblikket tyder alt på endnu en renteforhøjelse på 0,25% point i december og en fortsat meget lempelig pengepolitik i et godt stykke tid endnu.

Japan

Væksten i den japanske økonomi overraskede i 2. kvartal 2017, hvor denne blev på 2,0% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2016, hvor der ellers var ventet et lidt lavere niveau. Den økonomiske vækst i 3. kvartal 2017 forventes at have været i niveau 1,8% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Den japanske økonomi har på det seneste oplevet en højere vækst i privatforbruget, og i 2. kvartal 2017 oplevede privatforbruget den kraftigste fremgang i over 3 år. Netop privatforbruget har været akilleshælen i den japanske økonomi gennem flere år, så det bliver spændende at følge, om dette blot var en enlig svale, eller om privatforbruget kan komme op i et lidt højere gear.

Der er fortsat en meget beskeden inflation i den japanske økonomi, hvor seneste inflationsmåling for august 2017 viste en stigning i inflationen på 0,7% p.a. og en stigning i kerneinflationen på 0,2% p.a. sammenlignet med august 2016. Med det fortsat lave inflationsniveau og den beskedne økonomiske vækst, forventes den japanske centralbank at fortsætte den meget lempelige pengepolitik i et godt stykke tid endnu.

Den japanske premierminister Abe har udskrevet valg til afholdelse den 22. oktober, men det forventes ikke, at det resulterer i de store økonomiske ændringer for landet.

BRIK landene

Brasilien

Brasilien oplevede en positiv vækst i 2. kvartal 2017, hvor økonomien voksede med 0,3% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2016. I 3. kvartal 2017 forventes væksten at være steget til et niveau omkring 0,5% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. Der er således meget der tyder på, at Brasilien langt om længe er ude af den dybe recession, der har præget landet i de senere år. Privatforbruget er begyndt at gå frem igen efter at have været faldende siden sidste kvartal af 2014. Privatforbruget understøttes af, at der har været et markant rentefald i Brasilien i det seneste års tid, samt at reallønningerne igen er begyndt at stige. Den politiske usikkerhed er som altid høj i Brasilien, da den fungerende præsident Temer, nu også er under korruptionsbeskyldninger, men uanset udfaldet af disse anklager og det næste præsidentvalg der afholdes i efteråret 2018, er det vurderingen, at den reformationsproces der er sat i gang i Brasilien, vil fortsætte i de kommende år.

Inflationen har taget endnu et markant dyk i Brasilien i den seneste tid, og seneste måling for inflationen udviser blot en stigning på 2,5% p.a. for august 2017 sammenlignet med august 2016. Den Brasilianske Centralbank (BCB) har et inflationsmål på 4,50% p.a. for 2017 og 2018 samt 4,25% p.a. for 2019 og 4,0% p.a. for 2020, hvor det nuværende udsvingsbånd på +/- 1,5% point er blevet bibeholdt. Det betyder, at det nuværende inflationsniveau nu er på det laveste niveau, som centralbanken har sat som mål i 2020! BCB har derfor fortsat med at sænke den ledende rente (Selic renten), så denne nu er 8,25%, hvilket er et fald på hele 2% point i 3. kvartal 2017. Dermed er renten blevet nedsat med hele 4% point i de seneste 2 kvartaler. BCB har indikeret, at de forventer at nedsætte renten yderligere med 1% point i løbet af 4. kvartal 2017, hvis den økonomiske og politiske situation udvikler sig som forventet. De markante rentenedsættelser forventes at styrke privatforbruget yderligere i den nærmeste fremtid og dermed være med til at trække den økonomiske vækst yderligere op i landet.

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi blev på 2,5% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med 2. kvartal 2016, og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 3. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal i 2016. En højere oliepris end forventet samt et stigende privatforbrug der steg med 4,4% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal 2016, har været en stærk medvirkende årsag til, at det er gået bedre for den russiske økonomi end hidtil antaget.

Inflationen i Rusland har været aftagende, så denne i august 2017 var på 3,3% p.a. sammenlignet med august 2016. Inflationen er nu under den russiske centralbanks målsætning om en inflation på 4,0% p.a., hvorfor det ikke var den store overraskelse, da centralbanken nedsatte den ledende rente med 0,5% point i september til 8,50%. Udvikler økonomien sig som forventet, vil renten sandsynligvis blive sat yderligere ned med 0,5% point i løbet af 4. kvartal 2017.

Indien

Det var ventet, at den pengepolitiske ombytning af 500 og 1.000 rupee pengesedlerne, der blev foretaget i efteråret 2016 ikke ville påvirke den økonomiske vækst nævneværdigt i 2. og 3. kvartal 2017, men der er meget, der tyder på, at dette fortsat er tilfældet. Således blev den økonomiske vækst på blot 5,6% p.a. i 2. kvartal 2017 og væksten forventes at være tiltaget en smule til omkring 6,0% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med tilsvarende kvartaler året før. Det forventes, at Indien igen vil realisere vækstrater over de 7% p.a. hen imod slutningen af 2017 eller i begyndelsen af 2018, men pengeombytningen og en reformering af momssystemet i Indien pr. 01.07.2017 kan stadig påvirke de kvartalsvise vækstrater på den korte bane.

Inflationen i Indien er steget på det seneste, hvor inflationen for august 2017 udviste en stigning på 3,4% p.a. sammenlignet med august 2016. Dette er en stigning på 1% point i forhold til juli, hvor inflationen var på blot 2,4% sammenlignet med juli 2016. Dette er dog ikke nogen alarmerende høj inflation for Indiens vedkommende, og den indiske centralbank forventer, at inflationen i de næste 6 måneder vil befinde sig i et interval mellem 3,5% til 4,5% p.a.

Kina

Den kinesiske økonomi har indtil videre haft en pæn økonomisk fremgang i 2017, hvor den økonomiske vækst har været på 6,9% p.a. i henholdsvis både 1. og 2. kvartal 2017 og forventeligt omkring 6,8% p.a. i 3. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartaler året før. Det officielle vækst mål for den kinesiske regerings side er en vækst omkring 6,5% p.a. i 2017, så når Kina i oktober afholder sin 5 årlige partikongres, er det således med en god økonomisk fremgang i ryggen.

Inflationen i den kinesiske økonomi steg i august 2017 til 1,8% p.a. fra 1,4% p.a. i juli 2017 sammenlignet med samme måneder året før. Til sammenligning kan nævnes, at den kinesiske centralbank har en målsætning om en inflation omkring 3,0% p.a., så det nuværende inflationsniveau er stadig meget lavt i Kina.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2017

Der har i 3. kvartal 2017 været lidt mere gang i både den europæiske og japanske økonomi end hidtil antaget, mens den amerikanske økonomi sandsynligvis er vokset lidt mindre end forventet, primært pga. en negativ påvirkning fra orkanen Irma. I BRIK landene har både den russiske og kinesiske økonomi overrasket til den positive side, væksten i Brasilien har været som ventet og den økonomiske vækst i Indien har overrasket negativt i det forgangne kvartal. Inflationen har generelt været til den svage side i de fleste lande/regioner gennem 3. kvartal 2017. Samlet betyder dette, at verdensøkonomien i 3. kvartal 2017 har fortsat det beherskede økonomiske opsving, uden at opsvinget har resulteret i et højere inflationsniveau.

Forventninger

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

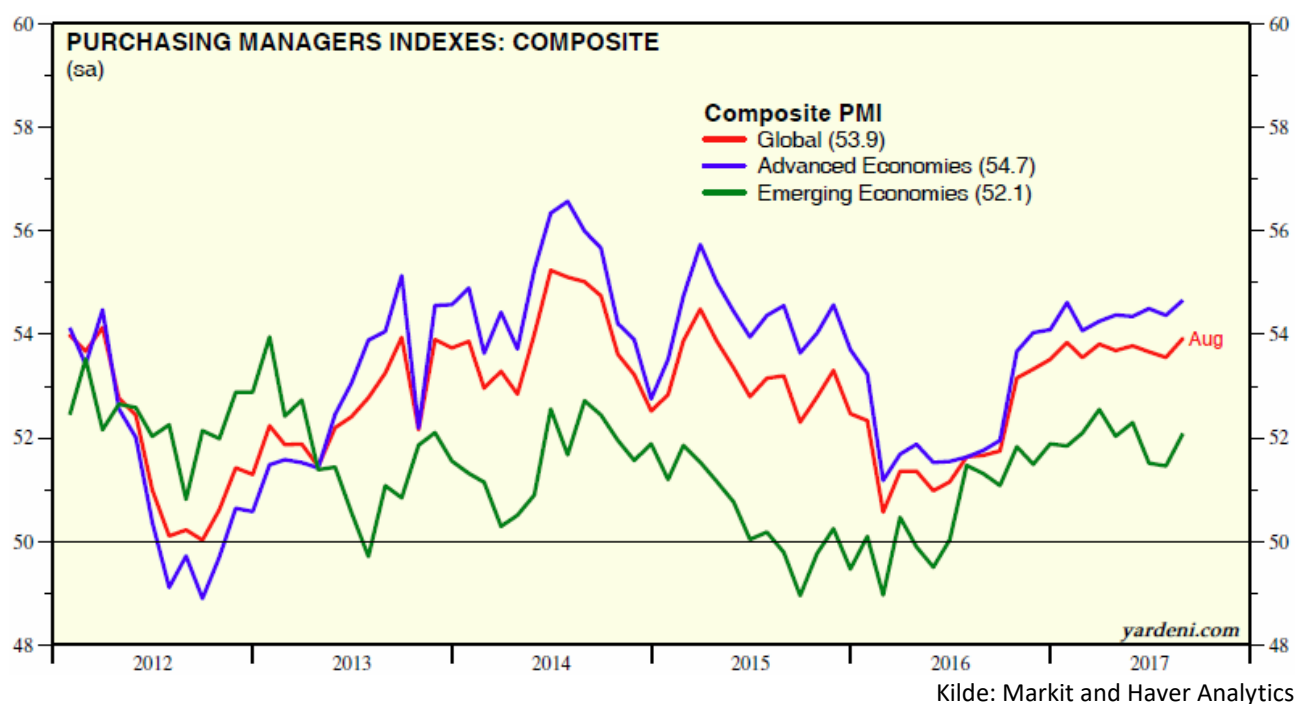
Kilde: Dansk FI

Økonomi

Hvis man ser på vækstforventningerne i skemaet ovenfor, kan man se, at de fleste lande på nær Indien forventes at realisere en økonomisk vækst i 2017, der er højere end i 2016. OECD har i deres seneste prognose omkring den økonomiske udvikling i verdensøkonomien fra september 2017 også konkluderet, at vi er vidne til et synkront opsving i de fleste store økonomier i verden, og den samlede økonomiske vækst i verdensøkonomien i 2017 forventes at blive på 3,5% p.a. mens verdensøkonomien blot voksede med 3,0% i 2016 sammenlignet med året før. Selv om der lægges 0,5% point til den økonomiske vækstrate i 2017, er dette stadig under de knap 4,0% p.a., der var gennemsnittet i den 20 årige periode op til Finanskrisen. Derfor konkluderer OECD, at der fortsat vil være behov for både en lempelig pengepolitik dog under hensyntagen til, at der ikke må skabes finansielle ubalancer, samt at der er behov for strukturelle reformer i specielt Emerging Markets, og et højere investeringsniveau, der kan sikre en større produktivitet.

Hvis man ser de globale indkøbschefers forventninger til fremtiden på grafen på næste side, 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 at indeksene har stabiliseret sig nogenlunde på samme niveau. På det seneste kan det dog se ud som om, at indkøbscheferne er ved at blive lidt mere optimistiske. De globale indkøbschefers forventninger er vigtige at følge, da indkøbscheferne køber ind for at dække den forventede efterspørgsel, hvorfor disse er en god indikator for, hvordan den økonomiske vækst vil udvikle sig i den kommende periode. Indeksene er med til at underbygge, at opsvinget forventes at fortsætte evt. med lidt større kraft, hvis den seneste udvikling i indeksene bekræftes i den kommende periode.

Global PMI



Det tyder således på, at opsvinget i verdensøkonomien kan fortsætte og evt. tiltage lidt i styrke i 4. kvartal 2017. Dermed er der umiddelbart udsigt til, at de makroøkonomiske nøgletal vil være understøttende for specielt aktieinvesteringer i den resterende del af 2017. Kommer der ikke et stigende inflationspres, kan vi være på vej mod det ”goldielock scenarie”, som vi indledningsvis nævnte. Der er selvfølgelig altid risici forbundet med udviklingen, og tager vi udgangspunkt i de 3 faktorer, der i augustmålingen i en undersøgelse fra Bank of America Merrill Lynch bekymrer de Globale Fund Managers mest, er det i prioriteret rækkefølge:

1. At enten den amerikanske eller europæiske centralbank fejler med deres lempelige pengepolitik
2. Obligationskurserne falder drastisk
3. Konflikten med Nordkorea eskalere

Hvis man ser på de to første og største risici i undersøgelsen hos de globale porteføljemanagere, er det tydeligt, at det de frygter mest er kraftigt stigende renter. Vi er meget enige i deres betragtning, og det man som investor skal være særdeles opmærksom på er, hvis der pludselig kommer nogle ting der gør, at det nuværende vækst- og inflationsbillede ændrer sig radikalt. Det kan f.eks. være:

- *En ekspansiv amerikansk finanspolitik* som fører til en overophedning af den amerikanske økonomi. Hvis Trump får gennemført massive ufinansierede skattelettelser, kan det føre til, at den amerikanske økonomi vokser for hurtigt og dette på et tidspunkt, hvor arbejdsløsheden er i bund, hvilket givet vis vil føre til kraftigt stigende lønninger og dermed et højere inflationsniveau. Dette er absolut en mulighed, men vi vurderer ikke sandsynligheden for overhængende, da Trump skal have sin politik godkendt af sine partifæller, der traditionelt er meget imod et større amerikansk budgetunderskud.
- *Trump får sat gang i en handelskrig med Kina*, som fører til protektionisme og dermed en tilbagerulning af globaliseringen. Hvis dette bliver tilfældet, vil det givet vis lægge pres på prisudviklingen, da man ikke bare kan flytte produktionen hen, hvor det er mest rentabelt. Dette scenarie vurderer vi heller ikke som meget sandsynligt, da republikanerne traditionelt er tilhænger af frihandel, samt Trump sandsynligvis i forbindelse med konflikten med Nordkorea har erkendt nødvendigheden af at have et godt forhold til Kina.

- *Ny formand for den amerikanske centralbank.* Det er meget sandsynligt, at den nuværende formand for den amerikanske centralbank, Janet Yellen, ikke får lov til at blive i formandsposten i en ny 4 årig periode. Donald Trump har mulighed for at nominere en ny formand eller at anbefale, at Janet Yellen får en ny 4 årig periode i formandsposten. Janet Yellen har i valgkampen udtalt sig meget pro Hillary Clinton, så Trump vælger sandsynligt at udskifte hende, når hendes embedsperiode udløber i marts 2018. Trump vil sandsynligvis i løbet af den kommende måned offentliggøre sin indstilling, der herefter skal godkendes i Senatet. Der er flere kandidater i spil, og det kan efter vores vurdering godt skabe lidt uro på den korte bane, men der skal også her skabes politisk konsensus om en kandidat. Det er vores vurdering, at der også her være pres fra de øvrige republikanere for at indstille en kandidat, der forfølger en ansvarlig økonomisk politik.

På den politiske side i Europa, har der i september været afholdt valg i Tyskland, hvor Merkel ser ud til at fortsætte på regeringsposten, men hun skal sandsynligvis ud og sikre sig et flertal gennem et bredt politisk samarbejde med både det liberale FDP og De Grønne. Denne koalition er blevet døbt Jamaica koalitionen efter deres respektive partifarver, der matcher med Jamaicas flag. Der er derfor en risiko for, at der kan komme nye politiske toner fra Merkel, men mon ikke også, at hun fortsat vil være indstillet på et tættere samarbejde med Frankrig om at reformere EU, som den franske præsident Macron har gjort til en af hans store mærkesager?

Vi er således af den overbevisning, at der er meget der taler for, at vi i den kommende periode fortsat vil opleve en rimelig vækst i verdensøkonomien uden der er udsigt til et markant højere inflationsniveau. Dette taler for, at risikofyldte aktiver så som aktier, ejendomme og højrenteobligationer fortsat kan realisere fornuftige afkast, men vi er ikke blinde for, at der også er risici i horisonten.

Aktier

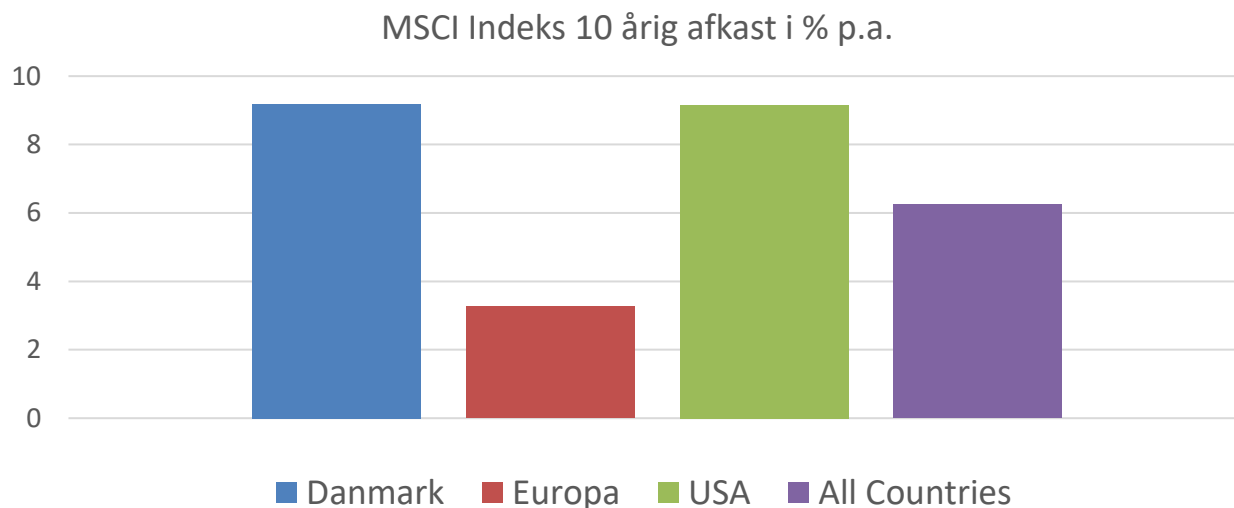
De forbedrede makroøkonomiske forhold har også resulteret i en stigende selskabsindtjening globalt set. Hvis man ser på, hvilken vækst i indtjening pr. aktie (benævnes ofte EPS vækst), der forventes realiseret i 2017, forventes der på baggrund af de aktieindeks som Morgan Stanley beregner og data fra analyseudbyderen Macrobond Financial følgende EPS vækst i 2017:

MSCI World All Countries:	13,5%
MSCI USA:	10,7%
MSCI Europa:	12,7%
MSCI Emerging Markets:	20,6%

Som det ses af ovenstående, forventes det at nettoindtjeningen pr. aktie i alle regioner stiger med en to cifret fremgang i 2017, hvilket tydeligt illustrerer, at vi er vidne til et synkront økonomisk opsving i alle regioner i verden. Der forventes også en pæn indtjeningsfremgang i 2018 i alle regioner. Hvis man ser på prisfastsættelsen, handles MSCI World All Countries til ca. 17 gange den forventede indtjeningen i de kommende 12 måneder (benævnes ofte at P/E 12 måneders forward er lig 17), hvilket er over det historiske gennemsnit, men det skal ses i sammenhæng med, at renteniveauet globalt set også er noget nær historisk lavt. Med udgangspunkt i en fortsat pæn indtjeningsfremgang samt et renteniveau vi forventer vil forblive på et strukturelt lavt niveau i en længere årrække, er vi af den opfattelse, at aktiemarkederne generelt set stadig indeholder et attraktivt potentiale.

Hvis vi ser på afkastet på de danske aktier i 2017, er OMXC cap. GI indekset steget med 19,4% i årets første 9 måneder og MSCI World All. Countries steget med 5,2% i samme periode målt i DKK. Danske aktier har således outperformat markant i 2017. Hvis vi ser på det gennemsnitlige årlige afkast

på danske aktier og udenlandske aktier over en 10 årig periode frem til 31.08.2017, målt ved MSCI indeksene opgjort i euro for henholdsvis Danmark, Europa, USA og All Countries, kan vi se, at danske aktier har outperformat både de europæiske og verdensmarkedet markant i denne periode. Efter denne outperformance, skal man som investor nu være nervøse for, at danske aktier er blevet for dyre?



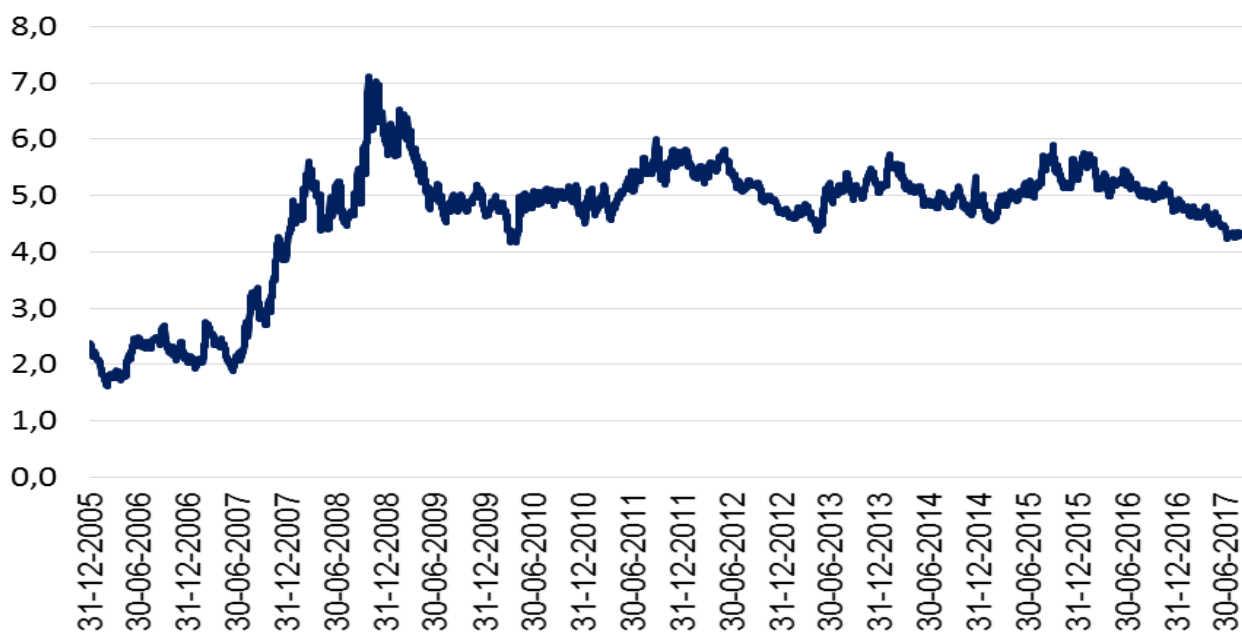
Hvis vi ser på udlandets ejerandel af danske aktier, var denne ifølge Nationalbanken på 27% i 2007, mens at udlandets ejerandel af de danske aktier var steget til hele 53% i 2016. Det er for os et godt bevis på, at danske aktier stadig er attraktive at investere i, da udenlandske investorer kun køber op i danske aktier, hvis disse vurderes attraktive. Derfor frygter vi ikke, at danske aktier er blevet for dyre, og vi forventer stadig at opretholde en pæn andel af danske aktier i vores kunders portefølje, som historisk har udgjort mellem 35-40% af aktieporteføljen.

Obligationer

De forbedrede økonomiske konjunkturer i verdensøkonomien og i særdeleshed i Europa, burde få de europæiske renter til at stige. Hvis man antager at væksten i Eurozonen vokser med 1,5 – 2,0% p.a. i de kommende år, samt at inflationen vil være mellem 1,0 – 1,5% p.a. i samme periode, forekommer det uholdbart, at der skal være negative korte renter og den tyske 10-årige rente kun er omkring 0,5%. Renteniveauet burde nok ligge mindst 1% point højere, men så længe ECB og andre centralbanker i verden stadig køber markant op i obligationsmarkedet, forventes rentestigningen at blive af mindre karakter. Selv om den 10 årige rente skulle stige med 1% point, vil dette i et historisk perspektiv stadig være en meget lav rente. Vi er således af den overbevisning, at vi i den kommende periode vil få svagt stigende lange renter, men på lidt længere sigt er vi af den overbevisning, at vi er inde i en længere periode med et strukturelt lavere renteniveau, så vi frygter ikke, at renteniveauet pludselig stiger med 2-3% point eller mere.

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% i forhold til en 5 årig amerikansk statsobligation. Som det ses af grafen, er merrenten gennem de seneste 2 år gradvist faldet fra et niveau på 5,5-6,0% til nu 4,0%. Selv om merrenten er faldet på denne type obligationer, vurderer vi stadigt, at niveauet er attraktivt, hvorfor vi stadig vil medtage en andel af disse i obligationsporteføljen.

Spænd: Lokalvaluta rente - US 5 år stat



Kilde: BankInvest

4. oktober 2017

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

