

Kvartalsrapport

2. kvartal 2018

RESUME

Økonomiske udsigter

Det ser fortsat ud til, at vi har været vidne til et fortsat pænt opsving i verdensøkonomien i løbet af 2. kvartal 2018, om end at væksthøjden har været mere uens. Den amerikanske økonomi har oplevet et forstærket opsving, mens at væksten i både Euroland og Kina forventes at være aftaget lidt i styrke. Den japanske økonomi forventes at være kommet tilbage til positive vækstrater igen i løbet af 2. kvartal 2018, mens at væksten i den brasilianske økonomi synes at stagnere. Effekten af den tiltagende handelskrig mellem USA og resten af verden har hidtil været begrænset, men kommer der ikke en snarlig løsning, vil vi sandsynligvis kunne begynde at mærke de økonomiske konsekvenser i form af lidt lavere vækstforventninger i verdensøkonomien i løbet af det kommende kvartal.

Der er således ingen tvivl om, at den største risiko på de finansielle markeder i øjeblikket er den verserende handelskrig, og hvilken dagsorden at Trump reelt har. Skal vi have en længerevarende og meget skadelig handelskrig eller får vi en snarlig politisk løsning, så de negative effekter på verdensøkonomien bliver begrænset? Det er svært at spå om, og ikke mindst at investere efter, for hvem tør spå om Trumps næste politiske træk? Det gør vi ikke, så vi har i den nuværende situation valgt at lægge os tæt på benchmark risikomæssigt, da de økonomiske nøgletal stadig ser fornuftige ud. 'It's all about Trump' er dagsordenen i den nærmeste fremtid på de finansielle markeder!

Aktiemarkedet

Vi er af den opfattelse, at aktierne ikke virker dyrt priseniveau, og forudsat at den nuværende handelskrig ikke eskaleres yderligere og blive langvarig, bør der fortsat være gode muligheder for, at en global aktieportefølje kan slutte 2018 med et afkast i niveau 5-10%, målt i DKK.

Obligationsmarkedet

Set i lyset af de aktuelle vækst- og inflationsforventninger virker den aktuelle 10-årige tyske statsrente i niveau 0,30% at være alt for lav! Hvis handelskrigen bliver løst og der ikke kommer andre utilsigtede hændelser, er det vores forventning, at vi kan se en tysk 10-årig rente, som kan bevæge sig op imod 1,0% i løbet af det kommende halve års tid. Med det nuværende meget lave renteniveau in mente, 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.

Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2018

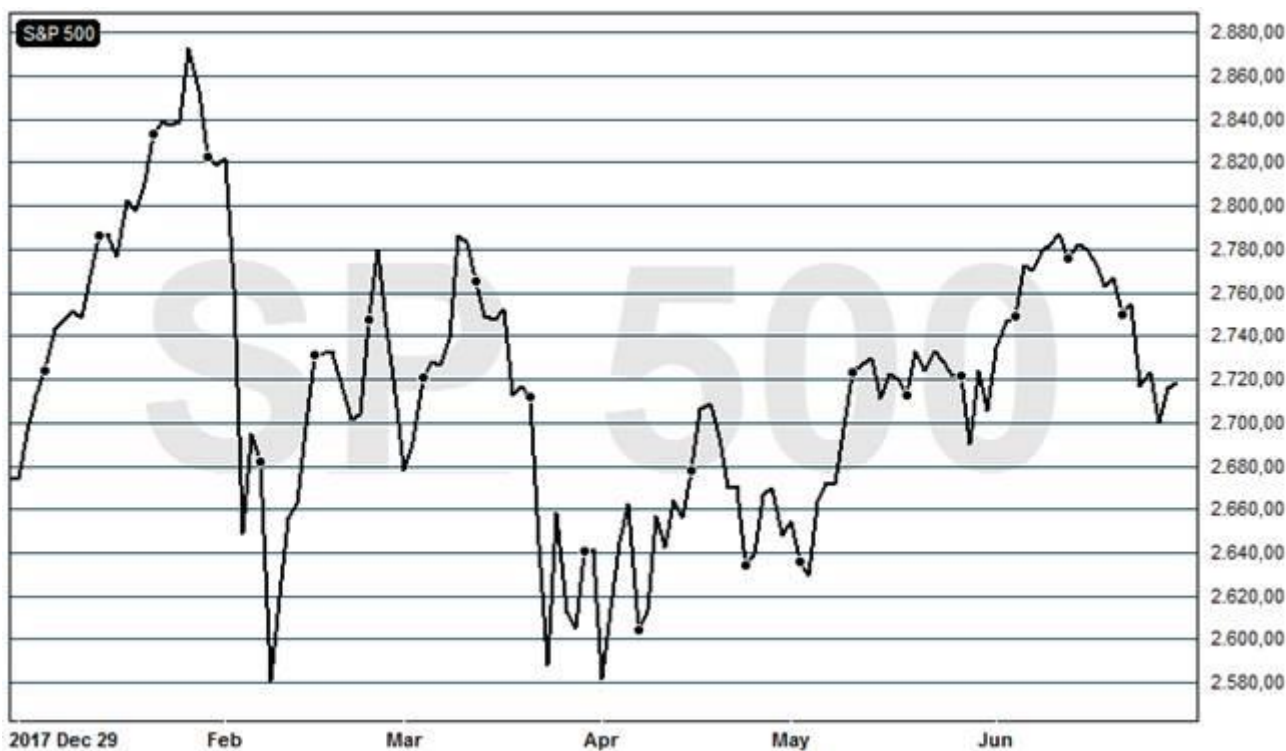
Udvikling i 2. kvartal 2018					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2018
	30.03.18	29.06.18			
OMX CGI	1.330,84	1.356,98	26,14	1,96%	0,31%
OMXC Cap. GI	1.559,50	1.598,00	38,50	2,47%	2,66%
MSCI World All Countries	2.064,96	2.191,09	126,13	6,11%	2,82%
MSCI USA*	15.127,02	16.581,54	1454,52	9,62%	4,97%
MSCI Europa*	10.520,93	10.884,12	363,19	3,45%	-2,41%
MSCI Japan*	20.648,34	21.301,22	652,88	3,16%	-0,11%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2018
	30.03.18	29.06.18			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,32%
4% STAT 2019	-0,58	-0,64	-0,06	-0,30%	-0,21%
3% STAT 2021	-0,31	-0,46	-0,15	0,40%	0,42%
4,5% STAT 2039	0,99	0,83	-0,16	2,84%	2,89%
2,0% NYK 2050	2,10	2,04	-0,06	0,89%	1,05%
BDEN15**				0,16%	0,09%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2018
	30.03.18	29.06.18			
USD/DKK	6,01	6,39	0,38	6,36%	2,98%
EUR/DKK	7,45	7,45	0,00	0,02%	0,10%
JPY/DKK	0,057	0,058	0,001	2,08%	4,82%

Aktiemarkedet

'It's all about Trump' er nok det udtryk, som kan karakterisere udviklingen bedst på de finansielle markeder i både 2. kvartal 2018 og hele 1. halvår af 2018. Den amerikanske præsident Donald Trump har med sin uforudsigelige politik været med til at skabe en forøget usikkerhed på de finansielle markeder. Pludselig formår Trump at få en aftale i hus med Nordkorea, og den tidligere ellers så hårde retorik mellem de to landes præsidenter Kim Jong-un og Donald Trump, blev pludselig afløst af meget forsonende toner og en aftale omkring nedrustning fra Nordkoreas side samt økonomisk hjælp til Nordkorea fra USA. I løbet af kvartalet var der også positive toner mellem Kinas statsleder Xi Jinping, som blev kaldt en ven af Donald Trump. Derfor kom det også som en stor overraskelse, for både de finansielle markeder og uden tvivl også de kinesiske ledere, da USA pludselig i juni annoncerede planer om yderligere told på kinesiske varer samt tiltag der begrænser kinesiske virksomheders direkte investeringer i USA. Nu var det nyligt opståede venskab mellem de to statsledere pludselig et fjendskab igen! Xi Jinping gjorde det meget klart, hvad hans og Kinas holdning var til den nu eskalerende handelskrig ved følgende udtalelse "Det kan godt være, at man i Vesten har den holdning, at når man får et slag på den ene kind, så vender man den anden kind til, men i Kina har vi den holdning, at vi slår igen". Kina planlægger derfor at indføre yderligere told på amerikanske varer i starten af juli, og Trump har meddelt, at så svarer han igen-igen. Det er ikke kun Kina, som Trump har eskaleret handelskrigen mod i løbet af 2. kvartal 2018. Trump har meddelt, at der kan komme en 20% told på biler og bildele fra EU. Trump har udtalt, at hans mål er at få de udenlandske bilproducenter til at producere en større andel af deres biler i USA. Men når eksempelvis EU så svarer igen med toldsatser på udvalgte amerikanske varer, så rammer det også amerikanske selskaber med høj eksportandel til EU af de pågældende varer. De ramte selskaber står så i en situation, hvor deres konkurrencesituation pludselig

er kraftigt forværret og for at modvirke denne, kan de overveje at flytte en del af deres produktion til EU. Dette har Harley Davidson meddelt, da en stor del af deres salg af motorcykler netop går til EU. En langvarig handelskrig kan derfor resultere i, at en stor del af de globale virksomheders produktion bliver flyttet rundt mellem landene, hvilket givetvis både vil betyde en lavere selskabsindtjening hos de pågældende virksomheder end hvad der ellers var muligt, samt en højere pris på produkterne og dermed både et forhøjet inflationsniveau samt en forringet købekraft hos forbrugerne. Det er svært at få øje på rationalet i en langvarig handelskrig, da der umiddelbart ikke er nogen vindere i en sådan, men kun tabere. Det ved Trump uden tvivl også, og det mest realistiske er sandsynligvis, at han pludselig vender rundt igen, hvis han får nogle "sejre", som han kan bruge politisk for at styrke sin popularitet og partiet frem mod midtvejsvalget senere på året.

Investorerne har således skulle forholde sig til denne politiske uforudsigelighed i løbet af det forgangne kvartal, mens de økonomiske udsigter og ikke mindst selskabsindtjeningen generelt har været ganske fornuftig. Aktierne viste således en stigende tendens gennem det meste af 2. kvartal lige indtil, at Trump kom med sine hårde udmeldinger i starten af juni måned, hvorefter aktierne er faldet noget tilbage igen. Som det ses af nedenstående graf for S&P 500 indekset, de 500 største børsnoterede amerikanske selskaber, har indekset både i 2. kvartal samt i hele 2018 været meget svingende, og for 1. halvår af 2018 er indekset steget behersket med 1,7% målt i USD.



Kilde: Infront

Hvis man ser på afkastene på aktiemarkederne i skemaet på den forgange side, er de amerikanske aktier højdespringeren med en stigning på hele 9,62% i 2. kvartal 2018, målt i DKK, men hovedparten af denne stigning skydes, at den amerikanske dollar er steget med 6,36% over for DKK i samme periode. MSCI Europa er steget med 3,45% i løbet af 2. kvartal 2018, men indekset har udvist et negativt afkast på -2,41% i 1. halvår af 2018, målt i DKK. De amerikanske aktier er i 1. halvår af 2018 steget med knap 5%, målt i DKK, men heraf skyldes de knap 3% point en styrkelse af USD over for DKK.

Der har været en noget uens udvikling på afkastene på aktierne i BRIK landene i løbet af både 2. kvartal 2018 og 1. halvår af 2018. Den eskalerende handelskrig mellem USA og resten af verden er generelt skidt nyt for de fleste Emerging Markets, og den direkte konfrontation mellem Kina og USA

har ramt de kinesiske aktier ekstra hårdt med et fald på 9,2%, målt i DKK, i løbet af det forgangne kvartal. De brasilianske aktier er faldet med hele 21,88%, målt i DKK, i løbet af 2. kvartal 2018, hvilket foruden førnævnte også skyldes en stigende politisk usikkerhed i landet.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q2 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	Bovespa	-21,88%	-16,08%
Rusland	Micex	-2,04%	3,35%
Indien	Sensex 30	8,84%	-0,06%
Kina	Shanghai	-9,20%	-12,84%

Obligationsmarkedet

Den eskalerende handelskrig har også sat sit præg på obligationsmarkedet i løbet af det forgangne kvartal, hvilket har resulteret i et faldende renteniveau. Som det ses af nedenstående graf for den 10-årige tyske statsrente, så var denne omkring 0,5% ved kvartalets begyndelse, men denne er faldet til et niveau omkring 0,3% i slutningen af 2. kvartal 2018.



De danske stats- og realkreditrenter har fulgt samme tendens, hvilket har resulteret i positive afkast på de lange og mellemlange danske obligationer i løbet af 2. kvartal 2018. Således har benchmarkindekset for danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1 og 5 år, BDEN15, givet et afkast på 0,16% i løbet af det forgangne kvartal, mens den lange danske statsobligation 4,5% STAT 2039 har realiseret et afkast på 2,84% i samme periode.

Renteniveauet i de stærke lande i Europa så som Tyskland og Danmark, er også blevet holdt nede af, at landene igen er blevet brugt som sikker havn i forbindelse med den mini eurokrise der opstod i kølvandet på det italienske valg, hvor de to vindende partier som dannede regering, pludselig begyndte at snakke omkring at Italien burde forlade eurosamarbejdet og få gældssanering, men dette har heldigvis ikke vist sig at være tilfældet. Men den politiske usikkerhed i Italien er fortsat forhøjet, hvorfor investorerne stadig forlanger en højere risikopræmie for at investere i italienske statsobligationer og modsat stadig har en forkærlighed for både de tyske og danske obligationer. Samtidig har den europæiske centralbank (ECB) udtalt, at de først vil afslutte deres opkøbsprogram af europæiske obligationer ved udgangen af 2018, samt at de tidligst forventer at sætte renten op efter sommeren 2019. Dette er også med til at fastholde de europæiske renter i de stærke lande på et meget lavt niveau.

Valutamarkedet

Mens den amerikanske centralbank har sat renten op med 0,25% point i det forgangne kvartal og har indikeret, at der sandsynligvis kommer to renteforhøjelser mere a 0,25% point i løbet af 2018, så har ECB, som tidligere nævnt, været mere tøvende i sine udtalelser omkring stramningen af den europæiske pengepolitik. Dette har været en medvirkende årsag til, at den amerikanske dollar er steget med lidt over 6% over for euro og DKK i løbet af det forgangne kvartal. Den japanske yen er styrket med lidt over 2% over for både euro og DKK i løbet af 2. kvartal 2018, mens at både den indiske og kinesiske valuta er styrket med lidt over 1% i samme periode. Kun den russiske og brasilianske valuta er faldet i løbet af det forgangne kvartal over for euro og DKK.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q2 2018	Ændring i DKK i 2018
Brasilien	BRL	-8,04%	-11,38%
Rusland	RUB	-2,49%	-5,03%
Indien	INR	1,30%	-3,91%
Kina	CNY	1,05%	1,24%

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2018

Europa

Væksten i den europæiske økonomi har vist en faldende tendens siden 4. kvartal 2017, hvor den økonomiske vækst var på 2,8% p.a. sammenlignet med 4. kvartal 2017. Således blev den økonomiske vækst på 2,5% p.a. i 1. kvartal 2018 og væksten forventes at have været i niveau 2,2% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Dette er fortsat et pænt niveau for den europæiske økonomi, hvor mange økonomer forventer, at det langsigtede væksth niveau er omkring 1,5% p.a. Frygten for en handelskrig mellem USA og EU har endnu ikke sat nævneværdige spor i den europæiske økonomi, men ser handelskrigen ud til både at eskalere og blive længerevarende, vil den økonomiske vækst aftage yderligere i de kommende kvartaler.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2018	Jun 2017	Jan 2018	Feb 2018	Mar 2018	Apr 2018	May 2018	Jun 2018
All-items HICP	1000.0	1.3	1.3	1.1	1.3	1.3	1.9	2.0e
All-items excluding:								
> energy	903.0	1.2	1.2	1.0	1.3	1.1	1.4	1.4e
> energy, unprocessed food	828.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	1.3	1.2e
> energy, food, alcohol & tobacco	707.3	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	1.1	1.0e
Food, alcohol & tobacco	195.7	1.4	1.9	1.0	2.1	2.4	2.5	2.8e
> processed food, alcohol & tobacco	121.0	1.6	2.5	2.3	2.9	3.0	2.6	2.7e
> unprocessed food	74.8	1.0	1.1	-0.9	0.8	1.5	2.4	3.0e
Energy	97.0	1.9	2.2	2.1	2.0	2.6	6.1	8.0e
Non-energy industrial goods	263.3	0.4	0.6	0.6	0.2	0.3	0.3	0.4e
Services	443.9	1.6	1.2	1.3	1.5	1.0	1.6	1.3e

e = estimate

Kilde: Eurostat

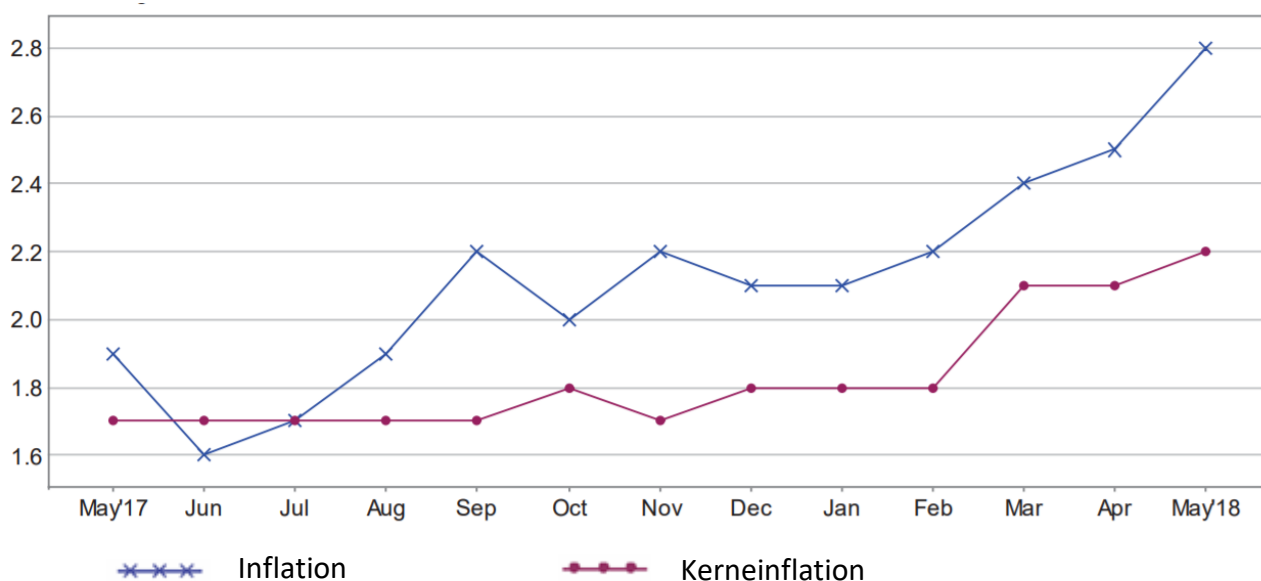
Som det ses af ovenstående tabel for inflationsudviklingen i euroområdet, hvor øverste linje angiver inflationsudviklingen for hele euroområdet, var inflationen i juni måned på 2,0% p.a., hvilket er på linje med målet for ECB. Men som det ses af skemaet ovenfor, steg energipriserne med hele 8,0% p.a. i juni måned og uforarbejdede fødevarer med 3,0% p.a. sammenlignet med juni 2017. Ser man i stedet på kerneinflationen, dvs. inflationen uden prisudviklingen på energi, fødevarer samt alkohol og tobak, så

steg kerneinflationen med beskedne 1,0% p.a. i juni 2018 sammenlignet med samme måned året før. Som det ses af skemaet, har kerneinflationen ligget meget tæt på 1,0% p.a. igennem det seneste års tid. Dermed er det reelle inflationspres i Euroland fortsat meget behersket, hvilket muliggør at ECB kan fastholde sin meget lempelige pengepolitik i et godt stykke tid endnu, hvilket de også senest har signaleret.

USA

Den økonomiske vækst i den amerikanske økonomi blev på 2,2% p.a. i 1. kvartal 2018, men det forventes at væksten er tiltaget til et niveau omkring 3,2% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. De økonomiske vækstindikatorer for den amerikanske økonomi ser fortsat pæne ud, så den tiltagende handelskrig har endnu ikke sat sine spor i økonomien. De økonomiske vækstudsigter ser umiddelbart lyse ud for de kommende kvartaler også, medmindre at handelskrigen eskalerer.

Arbejdsløsheden fortsætter med at falde i USA, så denne nu blot er på 3,8%, hvilket er et historisk meget lavt niveau. Løninflationen er begyndt at tiltage om end dette fortsat er relativt beskedent. Det generelle inflationsniveau er også steget, som det kan ses af nedenstående graf. Således viste seneste måling for juni 2018 en inflation på 2,8% p.a. og en kerneinflation på 2,2% p.a. Inflationsniveauet på 2,8% p.a. er det højeste niveau siden 2011, og dette er med til at underbygge en fortsat gradvis stramning af den amerikanske pengepolitik i løbet af den nærmeste fremtid. Det kom heller ikke som nogen overraskelse, da den amerikanske centralbank valgte at hæve renten med 0,25% point i juni måned. Centralbanken har signaleret yderligere 2 renteforhøjelser a 0,25% point i 2018 samt yderligere 3 i løbet af 2019, hvilket vil bringe Fed Funds renten op i et niveau omkring 3,0% p.a. i slutningen af 2019 forudsat at den amerikanske økonomi fortsat udvikler sig som forventet, men en eskalerende handelskrig kan ændre dette billede ganske betydeligt. Og skulle den ledende amerikanske rente Fed Funds toppe ud omkring 3,0% i denne omgang, vil dette stadig være på et historisk meget lavt niveau, idet Fed Funds renten i 2007 toppede i 5,25% og på endnu højere niveauer i et længere historisk perspektiv.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Efter et fald i den økonomiske vækst på 0,6% p.a. i 1. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før, forventes den japanske økonomi at være vendt tilbage til en positiv vækst omkring 1,0% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med 2. kvartal 2017.

Inflationen i Japan er fortsat kun beskedent positiv, og seneste måling for maj 2018 udviser en stigning på 0,7% p.a. i både det generelle inflationsniveau og kerneinflationen sammenlignet med maj 2017. Centralbankens målsætning med et inflationsniveau omkring 2,0% p.a. ser mere og mere uopnåeligt ud til trods for, at den japanske centralbank har ført en meget lempelig pengepolitik gennem lang tid.

BRIK landene

Brasilien

Væksten i den brasilianske økonomi blev på 1,2% p.a. i 1. kvartal 2018 og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 2. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Det er nogle lavere vækstrater end hidtil forventet, og et tegn på at den stigende politiske uro frem mod præsidentvalget i oktober 2018 nu begynder at påvirke økonomien negativt. En omfattende strejke i maj i transportsektoren har heller ikke været gunstigt for den økonomiske udvikling i landet.

Inflationen er begyndt at stige i Brasilien så denne i maj 2018 var på 2,9% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Dette er imidlertid et for Brasilien meget lavt niveau, og den brasilianske centralbank har et mål om en inflation i 2018 på 4,5% p.a. med et udsvingsbånd på 1,5%-point, så inflationen er stadig uden for det laveste udsvingsbånd. Inflationen forventes at tiltage i de kommende måneder, bl.a. som følge af den kraftige svækkelse af landets valuta, der er sket i løbet af 2018. Den brasilianske centralbank har valgt at holde den ledende rente, Selic renten, uændret på 6,5% p.a. gennem kvartalet til trods for at landets valuta er svækket betydeligt. Centralbanken har i stedet intervereret i valutamarkedet i et forsøg på at stabilisere den brasilianske real. Tiltager den politiske uro og kommer der yderligere pres på valutaen, vil renteforhøjelser sandsynligvis blive næste skridt fra centralbankens side.

Rusland

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi blev på 1,3% p.a. i 1. kvartal 2018 og forventes at have været på 1,5% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med tilsvarende kvartaler i 2017. En stigende oliepris bør kunne resultere i et højere vækstniveau i 2. halvår af 2018 end i 1. halvår af 2018, hvis olieprisen kan fastholde det nuværende niveau.

Inflationen i Rusland var i maj 2018 på 2,4% p.a. sammenlignet med maj 2017. Den russiske centralbank har en målsætning om en inflation på 4,0% p.a., så det aktuelle inflationsniveau i Rusland er således et stykke under centralbankens målsætning. Dog forventes inflationen at tiltage gennem 2018 og ind i 2019, bl.a. som følge af at den russiske valuta er svækket over for mange valutaer i 2018, samt at regeringen har vedtaget en momsforhøjelse for 2019. Den ledende russiske rente er på 7,25% p.a., og den russiske centralbank har indikeret, at den anser det neutrale renteniveau for at være på mellem 6,0 – 7,0% p.a., så der er plads til at sætte renten lidt ned, hvis centralbanken ønsker det og forudsat at den russiske valuta ikke svækkes yderligere.

Indien

Den økonomiske vækst i Indien steg i 1. kvartal 2018 til 7,3% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før, og væksten forventes at være steget yderligere til omkring 7,5% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med 2. kvartal 2018.

Inflationen i Indien udviste en stigning på 4,9% p.a. i maj 2018 sammenlignet med maj 2017. Stigende energi og fødevarerpriser er med til at trække inflationen op i Indien. Den indiske centralbank har et mål om en inflation i niveau 4,0% p.a. med et udsvingsbånd på 2,0%-point. Da inflationen i Indien nu er på vej mod den høje ende af udsvingsbåndet, valgte den indiske centralbank at forhøje den ledende rente med 0,25%-point til 6,25% på seneste møde i juni måned. Stiger inflationen yderligere, kan der forventes yderligere renteforhøjelser, hvis den økonomiske vækst samtidig også tiltager i styrke som ventet.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi blev på 6,8% p.a. i 1. kvartal 2018, men væksten forventes at være aftaget til et niveau omkring 6,6% p.a. i 2. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartaler året før. Nøgletallene for den kinesiske økonomi er blevet lidt blandet på det seneste, hvor servicesektoren fastholder en pæn fremgang mens at industrisektoren udviser tilbagegang. Usikkerheden omkring en eskalerende handelskrig med USA er så småt begyndt at spøge i tallene for den kinesiske økonomi, og det er sandsynligvis også derfor, at den kinesiske centralbank er begyndt at lempe pengepolitikken lidt ved bl.a. at nedsætte reservekravene til bankerne, så de kan låne mere ud.

Der er fortsat en meget beskeden inflation i den kinesiske økonomi, hvor seneste måling for maj 2018 udviste en inflationsstigning på 1,8% p.a. og en kerneinflation på 2,1% p.a. sammenlignet med maj 2017. Den kinesiske centralbank har et inflationsmål på 3,0% p.a. for 2018, så der er fortsat plads til at lempe pengepolitikken mere, hvis centralbanken vil understøtte økonomien yderligere.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2018

Det ser fortsat ud til, at vi har været vidne til et fortsat pænt opsving i verdensøkonomien i løbet af 2. kvartal 2018, om end at væksthøjden har været mere uens. Den amerikanske økonomi har oplevet et forstærket opsving, mens at væksten i både Euroland og Kina forventes at være aftaget lidt i styrke. Den japanske økonomi forventes at være kommet tilbage til positive vækstrater igen i løbet af 2. kvartal 2018, mens at væksten i den brasilianske økonomi synes at stagnere. Effekten af den tiltagende handelskrig mellem USA og resten af verden har hidtil været begrænset, men kommer der ikke en snarlig løsning, vil vi sandsynligvis kunne begynde at mærke de økonomiske konsekvenser i form af lidt lavere vækstforventninger i verdensøkonomien i løbet af det kommende kvartal.

Forventninger

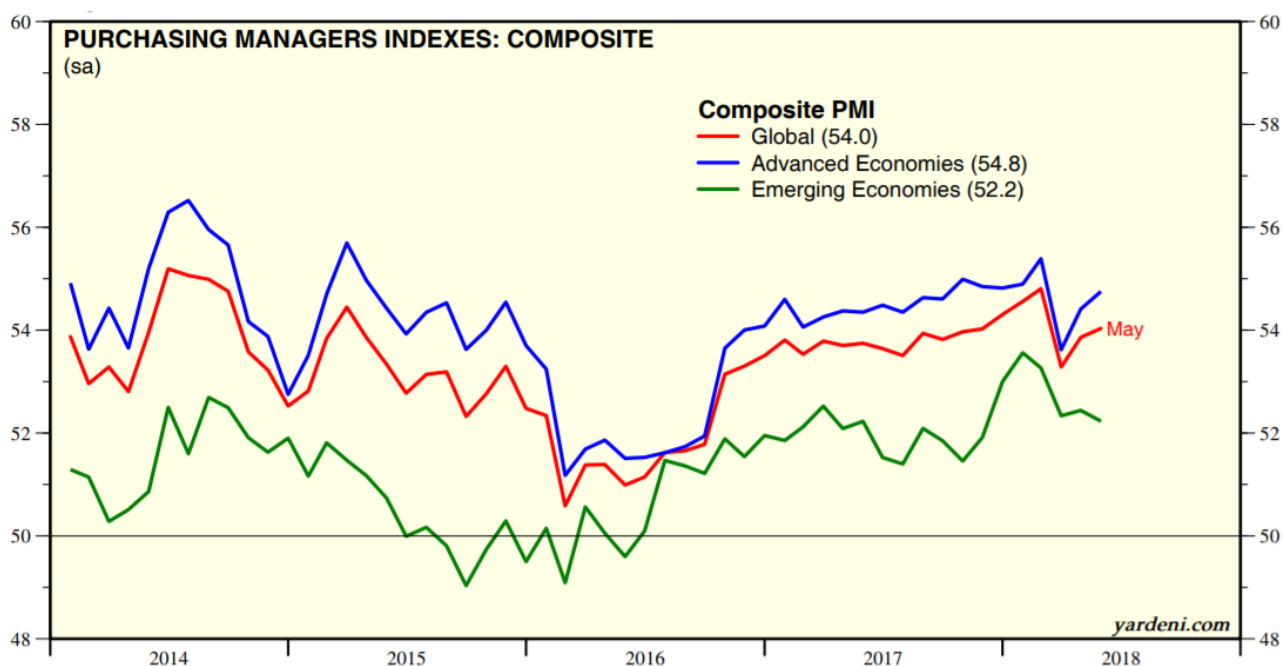
Økonomiske nøgletal						
	2017r		2018e		2019e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,30%	2,10%	2,40%	2,40%	2,10%	2,00%
Euroland	2,50%	1,50%	2,10%	1,40%	2,00%	1,40%
Japan	1,90%	0,50%	1,00%	0,70%	1,00%	0,70%
Danmark	2,10%	1,10%	2,00%	1,10%	1,90%	1,20%
Brasilien	1,00%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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Verdensøkonomien er kommet godt fra start i 1. halvår af 2018, om end at væksthiveauet synes at aftage i nogle regioner/lande så som Europa og Kina, mens at væksten har tiltaget i andre regioner/lande som USA og Indien. Men generelt har væksten i verdensøkonomien været i en god gænge i 1. halvår af 2018 og meget tyder på, verdensøkonomien i 2018 vil vokse med nogenlunde samme fart som i 2017.

Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

Hvis man betragter de globale indkøbschefers forventninger til fremtiden i grafen ovenfor, kan man se, at efter et dyk i forventningerne i marts 2018, har den røde linje (både udviklede økonomier og

Emerging Markets) vist en stigende tendens i både april og maj, men det er udelukkende de udviklede økonomier med USA i spidsen, som har vist fremgang, mens at Emerging Markets forventningerne er faldet i maj måned. Den eskalerende handelskrig og et stigende renteniveau i USA ser ud til at lægge en dæmper på vækstforventningerne i flere Emerging Markets lande, hvor også en stigende politisk usikkerhed i Brasilien er med til at dæmpe forventningerne til Emerging Markets generelt. Det skal dog bemærkes, at de nuværende niveauer både for udviklede økonomier og Emerging Markets stadig indikerer en pæn økonomisk fremgang og er tæt på de gennemsnitlige niveauer for 2017 som helhed. Så der er ikke noget som tyder på, at vi umiddelbart står over for en større vækststopbremsning i verdensøkonomien medmindre at handelskrigen eskaleres voldsomt og bliver længerevarende.

Der er således ingen tvivl om, at den største risiko på de finansielle markeder i øjeblikket er den verserende handelskrig, og hvilken dagsorden at Trump reelt har. Som investor er det særdeles frustrerende at være vidne til, på den ene side går det økonomisk meget godt, verdensøkonomien vokser i et pænt tempo, virksomhedernes indtjening steg med to cifrede vækstrater i 2017 i alle de større regioner og der forventes også to cifret indtjeningsvækst i de fleste regioner i 2018, alt imens at inflationen globalt kun er svagt stigende, men på den anden side er der Trump, som har helt sin egen uforudsigelige dagsorden. Skal vi have en længerevarende og meget skadelig handelskrig eller får vi en snarlig politisk løsning, så de negative effekter på verdensøkonomien bliver begrænset? Det er svært at spå om, og ikke mindst at investere efter, for hvem tør spå om Trumps næste politiske træk? Det gør vi ikke, så vi har i den nuværende situation valgt at lægge os tæt på benchmark risikomæssigt, da de økonomiske nøgletal stadig ser fornuftige ud. 'It's all about Trump' er dagsordenen i den nærmeste fremtid på de finansielle markeder!

Aktier

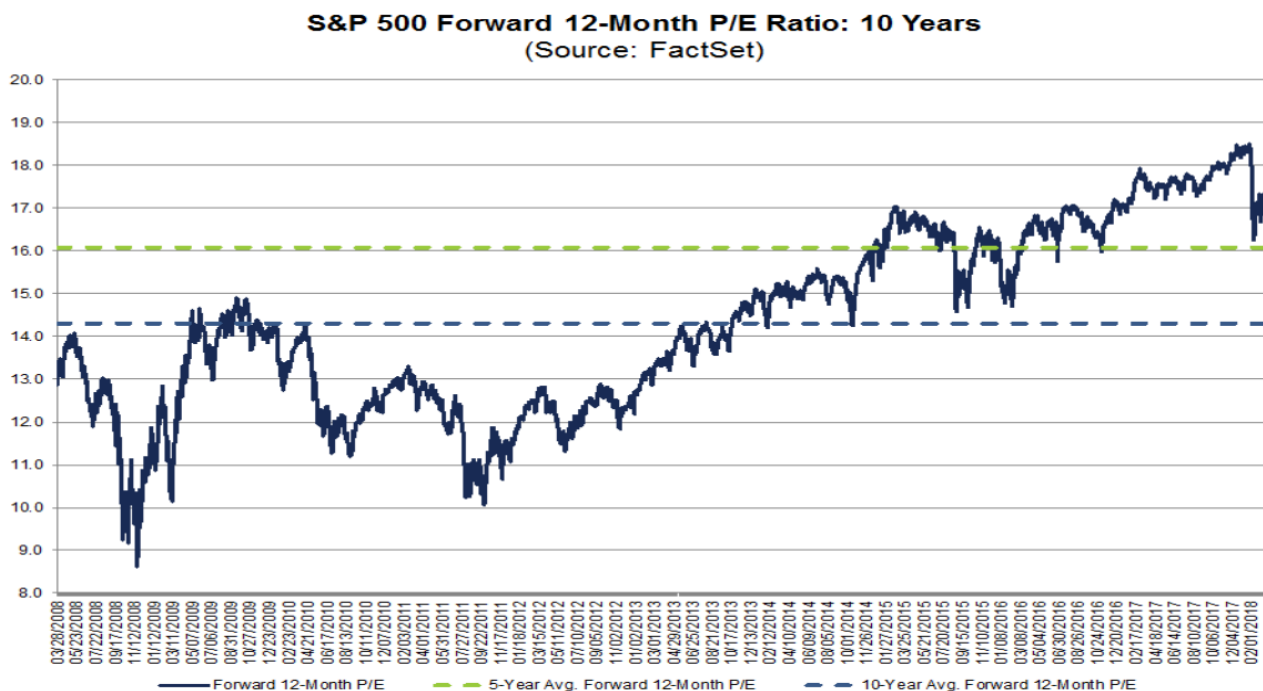
Det næsten synkrone økonomiske opsving i verdensøkonomien har ført til en mærkbar fremgang med to cifrede stigninger i virksomhedsindtjeningen i stort set alle regioner i 2017, og der forventes også en pæn indtjeningsfremgang i både 2018 og 2019.

Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie			
	2017r	2018e	2019e
MSCI World	17,2	15,5	9,5
MSCI USA	11,9	22,6	10,2
MSCI Europa	15,3	9,3	8,3
MSCI Emerging Markets	22,2	15,9	11,6
Kilde: Yardeni.com rapport af 21.06.18			

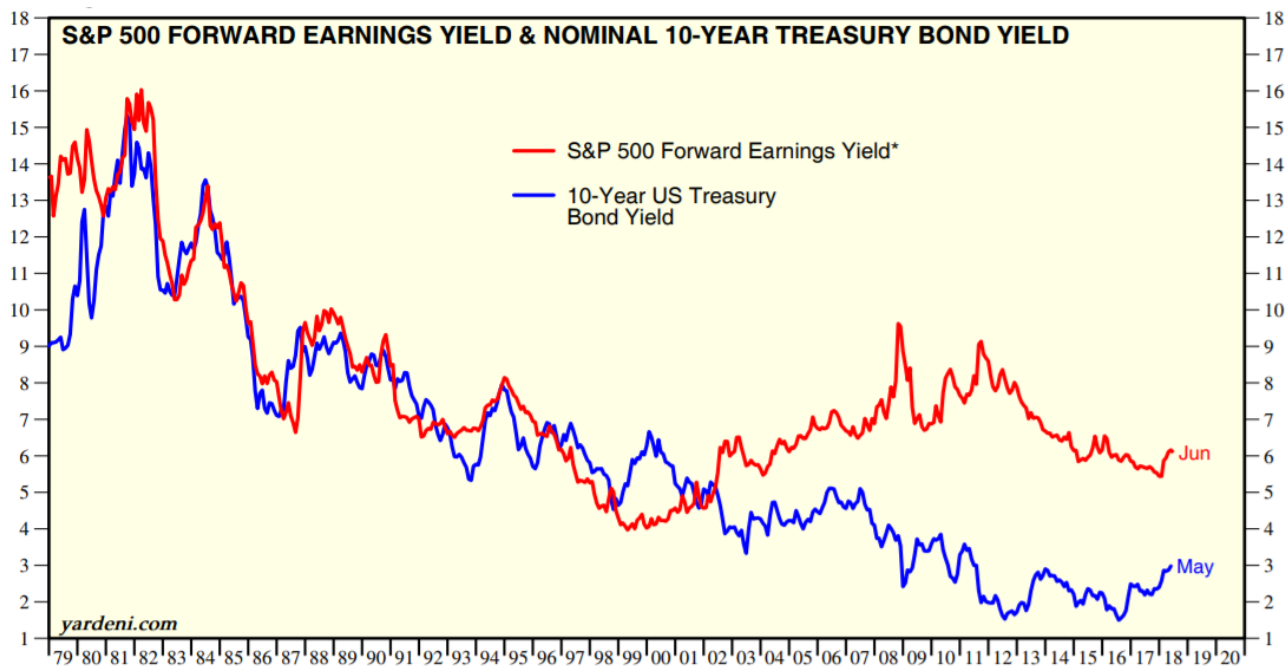
Ovenstående indtjeningsforventninger er indsamlet før at handelskrigen eskalerede i juni måned, så forventningerne til 2018 og 2019 skal derfor tages med et vist forbehold, men det viser, at virksomhederne globalt set var inde i en meget positiv udvikling før eskaleringen af handelskrigen om end at estimerterne for 2018 og 2019 synes lidt for optimistiske. Stigende selskabsindtjening er på lang sigt den væsentligste driver for kursudviklingen på aktiemarkedet, så en stigende indtjeningsudvikling vil være med til at lægge en vis bund under kursudviklingen på aktiemarkedet.

Hvis man ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet ud fra 12 måneders P/E niveau (prisen set i forhold til hvilken indtjening selskaberne forventes at realisere i de kommende 12 måneder), kan man i nedenstående figur se, at de amerikanske aktier i S&P 500 indekset i øjeblikket handles omkring gennemsnittet for de seneste 5 år og lidt over gennemsnittet for de seneste 10 år. Ud fra dette nøgletal

ser aktierne således ud til at være tæt på en fair prisfastsættelse, forudsat at selskaberne kan levere den forventede indtjeningsfremgang.



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), ser de amerikanske aktier meget billige ud i forhold til den aktuelle 10 årige amerikanske statsrente.



Vi er således af den opfattelse, at aktierne ikke virker dyrt prisfastsat, og forudsat at den nuværende handelskrig ikke eskaleres yderligere og blive langvarig, bør der fortsat være gode muligheder for, at en global aktieportefølje kan slutte 2018 med et afkast i niveau 5-10%, målt i DKK.

Obligationer

Den økonomiske vækst forventes at blive i niveau 2,1% p.a. i Euroland i 2018, mens at inflationen forventes at være omkring 1,5% p.a. og en kerneinflation i niveau 1,0% p.a. Set i lyset af de aktuelle vækst- og inflationsforventninger virker den aktuelle 10-årige tyske statsrente i niveau 0,30% at være alt for lav! Hvis handelskrigen bliver løst og der ikke kommer andre utilsigtede hændelser, er det vores forventning, at vi kan se en tysk 10-årig rente, som kan bevæge sig op imod 1,0% i løbet af det kommende halve års tid. Men i perioder med stigende økonomisk usikkerhed, vil både de tyske og danske statsobligationer fortsat blive brugt som sikker havn, hvilket man som investor skal være opmærksom på.

Med det nuværende meget lave renteniveau in mente, 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.

4. juli 2018

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S,
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle - Aarhus

