

Kvartalsrapport 1. kvartal 2019

RESUME

Økonomiske udsigter

De økonomiske nøgletal har i store dele af 1. kvartal 2019 været til den svage side, hvor en kombination af en generel lagerreduktion hos virksomhederne sammen med de negative effekter fra handelskrigen mellem USA og Kina har sat sine spor i verdensøkonomien med et lidt lavere vækstmomentum i stort set alle regioner i verden, hvor nedgangen har været særdeles udbredt i Euroland. Mod slutningen af kvartalet synes de økonomiske nøgletal at stabilisere sig i Europa, mens nøgletal fra den kinesiske økonomi kunne tyde på, at bunden er nået og økonomien kan være på vej mod en lidt stærkere vækst igen. Det hele afhænger dog af, hvorvidt der snart kommer en handelsaftale mellem USA og Kina ellers kan optimismen hurtigt blive afløst af sortsyn igen.

Det er påfaldende, at udsvingene i den økonomiske vækst i verdensøkonomien har været så små i perioden siden 2012, og som investor bør man hele tiden have dette i baghovedet. Samtidig er det dog også en stor fordel, da det skaber en vis stabilitet, hvilket også er ønskværdigt i kombination med, at inflationen forbliver på et meget lavt niveau. En tilpas økonomisk vækst, der hverken er for høj eller for lav, i kombination med en beskeden inflation, og dermed et lavt renteniveau, det er netop den betegnelse, der kaldes ”Goldielock” scenariet på aktiemarkedet, da virksomhederne i et sådant scenarie forventes at opleve en stabil indtjeningsfremgang, uden at renteniveauet stiger nævneværdigt. Er vi på vej hen imod dette scenarie eller befinder vi os rent faktisk ikke allerede i dette? Havde det ikke været for usikkerheden omkring handelskrigen mellem USA og Kina, ville det være nærliggende at konkludere, at vi allerede er i et ønskescenarie for aktieinvestorerne.

Aktiemarkedet

Der er således ikke noget, der aktuelt tyder på, at aktierne er overvurderet, hverken når vi ser på forward P/E eller i forhold til det aktuelle renteniveau. Tværtimod synes aktierne at være prisfastsat på et realistisk indtjeningsniveau for de kommende 12 måneder, men det hele forudsætter naturligvis, at der indgås en snarlig handelsaftale mellem USA og Kina.

Obligationsmarkedet

Vi anbefaler 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 1. kvartal 2019

Udvikling i 1. kvartal 2019					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.18	29.03.19			
OMX CGI	1.245,98	1.416,13	170,15	13,66%	13,66%
OMXC Cap. GI	1.439,97	1.621,41	181,44	12,60%	12,60%
MSCI World All Countries	2.044,73	2.337,65	292,92	14,33%	14,33%
MSCI USA*	15.353,17	17.950,63	2597,46	16,92%	16,92%
MSCI Europa*	9.574,36	10.865,48	1291,12	13,49%	13,49%
MSCI Japan*	18.909,85	20.609,80	1699,95	8,99%	8,99%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.18	29.03.19			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,16%
3% STAT 2021	-0,48	-0,62	-0,14	0,17%	0,17%
1,75% STAT 2025	-0,03	-0,34	-0,32	2,07%	2,07%
4,5% STAT 2039	0,69	0,32	-0,37	6,13%	6,13%
2,0% NYK 2050	2,06	1,75	-0,31	4,42%	4,42%
BDEN15**				0,44%	0,44%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.18	29.03.19			
USD/DKK	6,52	6,64	0,13	1,92%	1,92%
EUR/DKK	7,47	7,47	0,00	-0,03%	-0,03%
JPY/DKK	0,059	0,060	0,001	1,35%	1,35%

Aktiemarkedet

Først den ene vej og så den anden vej det er en meget god beskrivelse af, hvad der er sket på de globale aktiemarkeder i henholdsvis 4. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019. Hvor de fleste aktiemarkeder i verden faldt over 10% i 4. kvartal 2018, er det modsatte nu tilfældet, idet de fleste aktiemarkeder er steget med over 10%, målt i DKK i løbet af 1. kvartal 2019. Således udviser de danske aktier i OMXC Cap. GI indekset en stigning på 12,6% p.a., mens de globale aktier i MSCI World All Countries er steget med 14,3%, målt i DKK, i løbet af 1. kvartal 2019.

Som vi beskrev i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2018 var det efter vores vurdering i høj grad den forhøjede politiske usikkerhed, både i form af handelskrigen mellem USA og Kina men også at den amerikanske centralbank meldte en mere hård linje ud omkring renteforhøjelser efter Donald Trump havde forsøgt at blande sig i deres pengepolitik. Det var hovedårsagen til de kraftige kursfald i slutningen af 2018. I løbet af 1. kvartal 2019 er den politiske usikkerhed aftaget, idet der har været positive udmeldinger omkring, at USA og Kina er på vej mod en snarlig handelsaftale, samt at den amerikanske centralbank er vendt 180% grader rundt og nu er blevet meget afventende med yderligere renteforhøjelser. Den europæiske centralbank har i 1. kvartal 2019 også signaleret, at der kommer til at gå endnu længere tid, før de begynder på at hæve renten. Samtidig har de økonomiske nøgletal fra den kinesiske økonomi udvist en bedring i slutningen af 1. kvartal 2019, hvilket også har været understøttende for kursudviklingen på de globale aktiemarkeder i det forgangne kvartal.

Hvis man ser på afkastene opgjort i DKK på aktiemarkedene i BRIK landene i 1. kvartal 2019, har der også været stigning på +10%, målt i DKK, hvor det kinesiske aktiemarked ikke overraskende har udvist den største stigning med en fremgang på næsten 30%, hvilket skyldes både en forventning om en handelsaftale med USA, samt forbedrede økonomiske udsigter.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q1 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	Bovespa	9,93%	9,93%
Rusland	Micex	15,57%	15,57%
Indien	Sensex 30	10,68%	10,68%
Kina	Shanghai	29,45%	29,45%

Hvis man skal drage en lære af kursudviklingen på aktiemarkederne i både 4. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019, er det, at man skal passe på med ikke at blive skræmt af kortvarige kursudsving på aktiemarkederne, samt at det er svært at investere efter politiske udmeldinger, da de hurtigt kan skifte. Som langsigtet investor skal man kunne se igennem denne kortvarige støj, og sørge for at man har en risikoprofil der tilsiger, at man kan leve med sådanne kursudsving på den korte bane.

Obligationsmarkedet

How low can you go? Det spørgsmål har investorer og økonomer længe forsøgt at finde ud af for renteniveauet. Vi har i flere år hørt, at nu kan renten da ikke falde mere og forskellige nye realkreditlån er blevet kaldt henholdsvis super- og drømmelånet for husejerne, men renten er bare faldet yderligere. Det har ligeledes været tilfældet i 1. kvartal 2019, hvor det i forvejen meget lave renteniveau er blevet endnu lavere, og der nu er åbnet et 30-årigt realkreditlån med en nominal rente på bare 1,0%! Rentefaldet har betydet, at de lange danske realkredit- og statsobligationer har realiseret nogle pæne afkast i 1. kvartal 2019, hvor 4,5% STAT 2039 har realiseret et afkast på 6,13%. En væsentlig årsag til at renteniveauet er faldet yderligere i 1. kvartal 2019 skyldes sandsynligvis, at den europæiske centralbank (ECB) har været ude at sænke vækstforventningerne i euroområdet for 2019 fra tidligere en økonomisk vækst på 1,7% p.a. til nu 1,1% p.a. Desuden har den europæiske centralbank (ECB) meldt ud, at man ville fastholde renten på det nuværende meget lave niveau gennem hele 2019.

Den lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039, handles på kursen pr. 29.03.2019 til en effektiv rente på 0,32%. Det betyder, at man som investor kan forvente at få et gennemsnitligt årligt afkast på 0,32% før skat de næste knap 20 år, ved at købe denne obligation. Køber man i stedet en 10-årig tysk statsobligation, handles denne til en effektiv rente på -0,06% pr. 29.03.2019. Hvis man ser på det europæiske inflationsniveau, har kerneinflationen, det vil sige inflationsniveauet renset for prisudviklingen på fødevarer og energi, vist et stabilt niveau omkring 1,0% p.a. gennem de seneste år. Ved en investering i de før omtalte obligationer, har man som investor således udsigt til, at man får udhulet sin købekraft hvert år, medmindre der kommer deflation, hvilket der ikke er noget, der umiddelbart tyder på. Vi er således stadig af den holdning, at det nuværende renteniveau i Danmark og Euroområdet forekommer for lavt. Det er svært at retfærdiggøre en investering i lange danske og tyske stats- og realkreditobligationer medmindre man tror på en kraftig forværring i de økonomiske udsigter.

Valutamarkedet

Euroen og DKK er generelt blevet svækket over for de fleste valutaer i løbet af 1. kvartal 2019 primært som følge af de forringe vækstudsigter for Euroområdet. Den russiske valuta er styrket betydeligt over for euro og DKK, idet olieprisen er steget i det forgangne kvartal.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q1 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	BRL	1,26%	1,26%
Rusland	RUB	9,16%	9,16%
Indien	INR	3,22%	3,22%
Kina	CNY	4,49%	4,49%

Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2019

Europa

De økonomiske nøgletal i Euroland og specielt fra den tyske økonomi har generelt udvist en skuffende udvikling gennem det meste af 1. kvartal 2019. Flere af de store europæiske eksportorienterede virksomheder og i særdeleshed inden for bilsektoren har været ramt af den kinesiske afmatning, hvilket har fået ECB til at nedjusterede den økonomiske vækst i Euroland i 2019 fra før en forventelig vækst på 1,7% p.a. til nu 1,1% p.a. Den økonomiske vækst i Euroland forventes at have været omkring 1,0% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartal året før.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2019	Mar 2018	Oct 2018	Nov 2018	Dec 2018	Jan 2019	Feb 2019	Mar 2019
All-items HICP	1000.0	1.4	2.3	1.9	1.5	1.4	1.5	1.4e
All-items excluding:								
> energy	898.7	1.3	1.4	1.2	1.1	1.3	1.3	1.0e
> energy, unprocessed food	854.0	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.0e
> energy, food, alcohol & tobacco	708.5	1.1	1.2	0.9	0.9	1.1	1.0	0.8e
Food, alcohol & tobacco	190.1	2.1	2.2	1.9	1.8	1.8	2.3	1.8e
> processed food, alcohol & tobacco	145.4	2.4	2.1	2.0	1.7	1.8	2.1	2.0e
> unprocessed food	44.7	1.2	2.4	1.8	1.8	1.8	2.9	1.2e
Energy	101.3	2.1	10.8	9.1	5.5	2.7	3.6	5.3e
Non-energy industrial goods	263.8	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2e
Services	444.7	1.7	1.7	1.4	1.3	1.6	1.4	1.1e

e = estimate

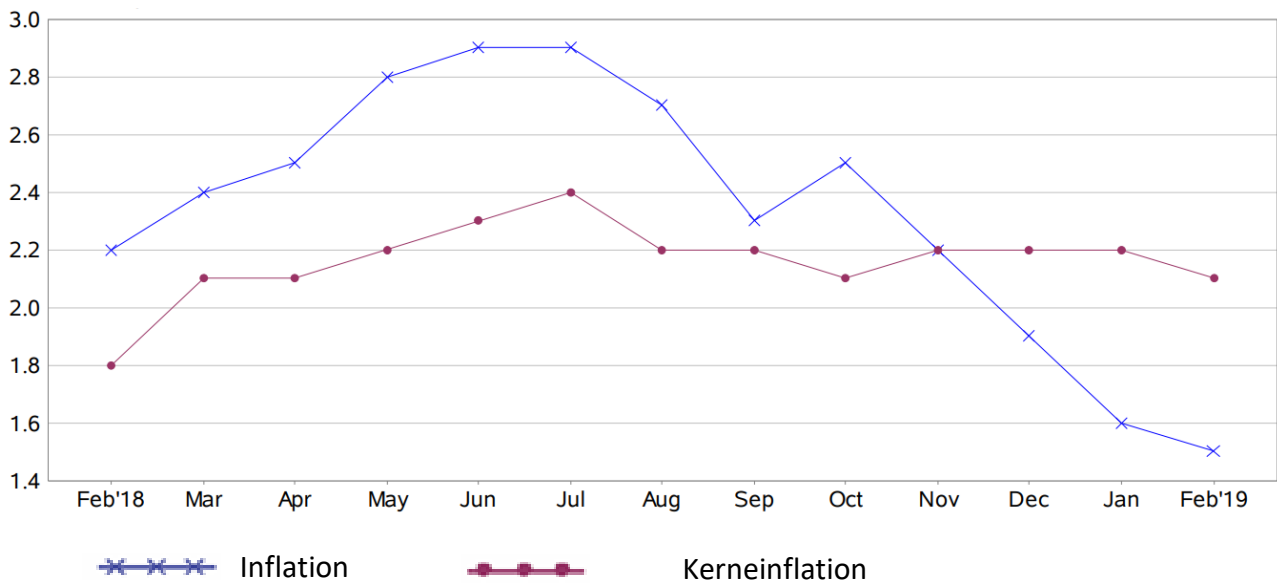
Kilde: Eurostat

Som det ses af skemaet overfor, har inflationen i Euroland gennem 1. kvartal 2019 ligget relativt stabilt omkring 1,4-1,5% p.a. sammenlignet med samme måneder året før. Kerneinflationen er derimod faldet en anelse, så denne for marts 2019 nu blot udviser en stigning på 0,8% p.a. sammenlignet med marts 2018. Med det stadig lave inflationsniveau i forhold til ECB's målsætning med en inflation i niveau 2,0% p.a., samt svage økonomiske nøgletal i starten af 2019 var ECB's udmelding om, at de vil holde renten uændret gennem hele 2019 ikke så overraskende.

USA

Den amerikanske økonomi synes nu i stigende grad at opleve konsekvenserne af handelskrigen med Kina, idet flere af de økonomiske nøgletal indikerer, at tempoet er gået et gear ned i den amerikanske økonomi i løbet af 1. kvartal 2019, hvor den økonomiske vækst forventes at have været omkring 1,6% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2018. Til sammenligning kan nævnes, at den økonomiske vækst i USA i hele 2018 var på 2,9% p.a. sammenlignet med 2017.

Inflationen i den amerikanske økonomi er aftaget yderligere ind i 2019, hvor inflationen i februar 2019 var på 1,5% p.a. og kerneinflationen var på 2,1% p.a. begge sammenlignet med februar 2018. Inflationspresset er således meget moderat i USA. Den amerikanske centralbank signalerede i løbet af 1. kvartal en mere lempelig pengepolitik på baggrund af det moderate inflationspres samt vigende økonomiske nøgletal.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Efter en økonomisk vækst i den japanske økonomi i 4. kvartal 2018 på 1,9% p.a. sammenlignet med samme kvartal 2017, forventes den økonomiske vækst at være aftaget til et niveau omkring 1,0% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018, bl.a. som følge af opbremsningen i den kinesiske økonomi.

Inflationen i den japanske økonomi er aftaget til blot 0,2% p.a. for februar 2019 sammenlignet med samme måned året før. Dette er det laveste niveau, der er registreret i de seneste 15 måneder, og dermed er den japanske økonomi igen tæt på et deflationært niveau. Måling for kerneinflationen var en anelse højere i februar 2019, idet niveauet var på 0,7% p.a. sammenlignet med februar 2018, men dette er stadig langt fra centralbankens mål omkring 2,0% p.a. Det bliver mere og mere tydeligt, at det opstillede mål fra centralbankens side er et urealistisk mål. Den japanske centralbank har allerede en meget lempelig pengepolitik, så vi forventer ikke yderligere tiltag herfra, medmindre at den japanske økonomi forværres betydeligt.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst i den brasilianske økonomi var på 1,1% i 4. kvartal 2018 sammenlignet med samme kvartal året før, og hele 2018 endte også med en samlet fremgang på 1,1% p.a. sammenlignet med 2017. Dermed kører det brasilianske opsving stadig i et relativt lavt gear, hvilket også forventes at have været tilfældet i 1. kvartal 2019, hvor den økonomiske vækst forventes at være fortsat omkring et niveau på 1,1% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2018. Brasilien er relativt afhængig af udviklingen i den globale økonomi og i særdeleshed den kinesiske. Da der synes at spores en bedring for den kinesiske økonomi, samt Brasiliens nye præsident, Jair Bolsonaro, kan være på vej med en reform af landets pensions- og velfærdssystem, som givet vis vil forøge de internationale investorers tillid til landet, bør der være god mulighed for, at landet kan opleve et højere væksth niveau i 2. halvdel af 2019.

Inflationen i Brasilien var på 3,9% p.a. i februar 2019 sammenlignet med samme måned året før. Den brasilianske centralbank forventer, at inflationen vil være relativt stabil gennem 2019 omkring det nuværende niveau, hvorfor centralbanken har signaleret, at de forventes at holde renten uforandret gennem 2019. Dette vil være med til at understøtte den økonomiske vækst gennem 2019.

Rusland

Den russiske økonomi forventes at have oplevet en fremgang på 1,7% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018. Efter at olieprisen udtrykt ved Brent olie i USD faldt i 4. kvartal 2018 fra ca. 80 USD pr. tønde til 50 USD pr. tønde, er olieprisen i løbet af 1. kvartal 2019 steget til knap 70 USD pr. tønde. Rusland er en stor eksportør af olie, og en høj oliepris påvirker landets økonomiske forhold i positiv retning og omvendt. Derfor er de økonomiske udsigter for Rusland blevet gradvist forbedret gennem 1. kvartal 2019.

Rusland har indført en momsforhøjelse pr. 1. januar af 2019. Momsforhøjelsen påvirker inflationsniveauet i opadgående retning, hvor seneste måling for inflation i februar 2019 udviste en stigning på 5,2% p.a. sammenlignet med februar 2018. Dette var mindre end frygtet, og i kombination med, at den russiske valuta er styrket betydeligt gennem 1. kvartal 2019, har den russiske centralbank kunnet holde den ledende rente, Selic renten, uændret på 7,75%.

Indien

Gassen gik lidt ud af ballonen i den indiske økonomi i slutningen af 2018, hvor den økonomiske vækst i 4. kvartal 2018 faldt til 6,6% p.a. sammenlignet med 4. kvartal 2017, hvor væksten i de forgange kvartaler i 2018 havde været på 7,0% p.a. eller over sammenlignet med de tilsvarende kvartaler i 2017. Den økonomiske vækst forventes at være steget til 6,8% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartal året før.

Inflationen i Indien har fortsat været på et for landet historisk lavt niveau, idet seneste inflationsmåling for februar 2019 udviser en stigning på 2,6% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Det beherskede inflationspres har ført til, at den indiske centralbank har nedsat den ledende rente med 0,25%-point til 6,25% i løbet af 1. kvartal 2019.

Kina

De økonomiske nøgletal fra den kinesiske økonomi har i store del af 1. kvartal 2019 været til den svage side, og den økonomiske vækst forventes at have været omkring 6,2% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018. Handelskrigen med USA har sat sine spor i den kinesiske økonomi, hvor myndighederne har forsøgt at imødegå eftervirkningerne ved både at lempe finans- og pengepolitikken, hvor der bl.a. er sket skattelettelser pr. 1. april 2019. Mod slutningen af kvartalet er der kommet lidt bedre økonomiske nøgletal fra Kina, hvor bl.a. de kinesiske indkøbschefer er begyndt at se mere positivt på fremtiden, hvilket i kombination med positive udmeldinger fra handelsforhandlingerne med USA tyder på, at de kinesiske økonomiske udsigter for resten af 2019 kan blive mere lyse.

Inflationen i Kina er aftaget yderligere ind i 2019, hvor inflationen i februar 2019 er faldet til 1,5% p.a. sammenlignet med februar 2018. Til sammenligning kan nævnes, at inflationen for bare 6 måneder siden var omkring 2,5% p.a.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2019

De økonomiske nøgletal har i store dele af 1. kvartal 2019 været til den svage side, hvor en kombination af en generel lagerreduktion hos virksomhederne sammen med de negative effekter fra handelskrigen mellem USA og Kina har sat sine spor i verdensøkonomien med et lidt lavere vækstmomentum i stort set alle regioner i verden, hvor nedgangen har været særdeles udbredt i Euroland. Mod slutningen af kvartalet synes de økonomiske nøgletal at stabilisere sig i Europa, mens nøgletal fra den kinesiske økonomi kunne tyde på, at bunden er nået og økonomien kan være på vej mod en lidt stærkere vækst igen. Det hele afhænger dog af, hvorvidt der snart kommer en handelsaftale mellem USA og Kina ellers kan optimismen hurtigt blive afløst af sortsyn igen.

Forventninger

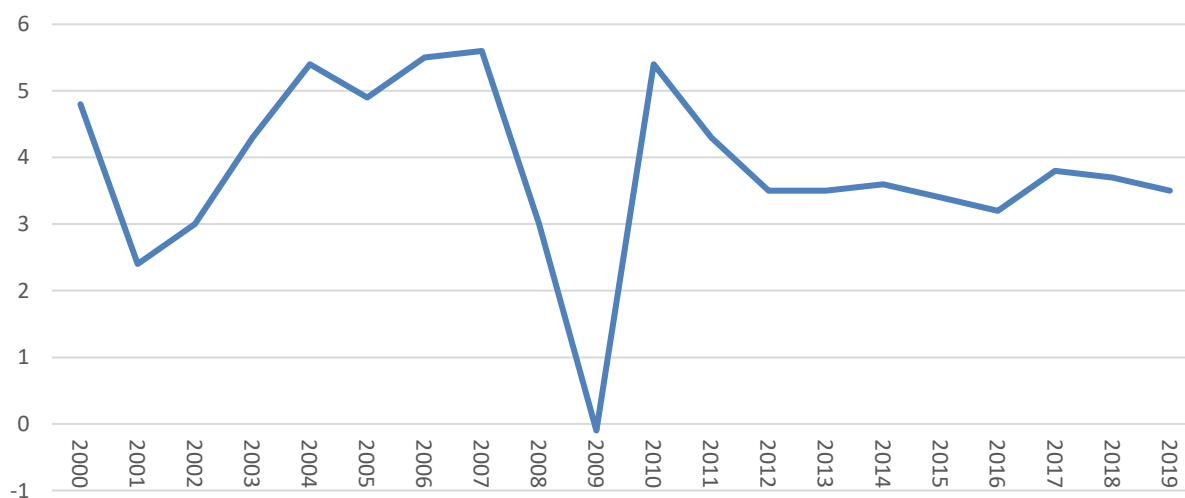
Økonomiske nøgletal						
	2018r		2019e		2020e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,90%	2,30%	2,40%	1,80%	2,00%	2,00%
Euroland	1,80%	1,80%	1,30%	1,40%	1,50%	1,40%
Japan	1,00%	0,90%	0,80%	1,00%	0,80%	1,00%
Danmark	1,20%	0,80%	1,50%	1,20%	1,60%	1,40%
Brasilien	1,10%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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Vi har i løbet af 1. kvartal 2019 set nogle relativt svage økonomiske nøgletal fra de store regioner i Verden, og vi har fået nedjusteringer af den forventelige vækst i verdensøkonomien fra bl.a. OECD og IMF. Hvis man ser på væksten i verdensøkonomien i de seneste 20 år i grafen nedenfor, er det bemærkelsesværdigt, hvor stabil væksten har været siden 2012. Den økonomiske vækst har siden 2012 ligget meget tæt på en årlig økonomisk vækst i niveau 3,5% p.a. og der er nu ”blot” tale om, at verdensøkonomien forventes at vokse omkring dette niveau i 2019. Da der var ”tryk” på verdensøkonomien i 2017 voksede denne med 3,8% p.a., hvilket stadig er tæt på niveauet i 2019, men stadig langt fra niveauet i de glade dage før Finanskrisen, hvor den økonomiske vækst i flere år lå på 5% p.a. og derover. Efterfølgende har det også vist sig, at dette niveau for den økonomiske vækst var skabt på en uholdbar måde og resulterede i en dramatisk nedtur i verdensøkonomien i efteråret 2008 og 2009.

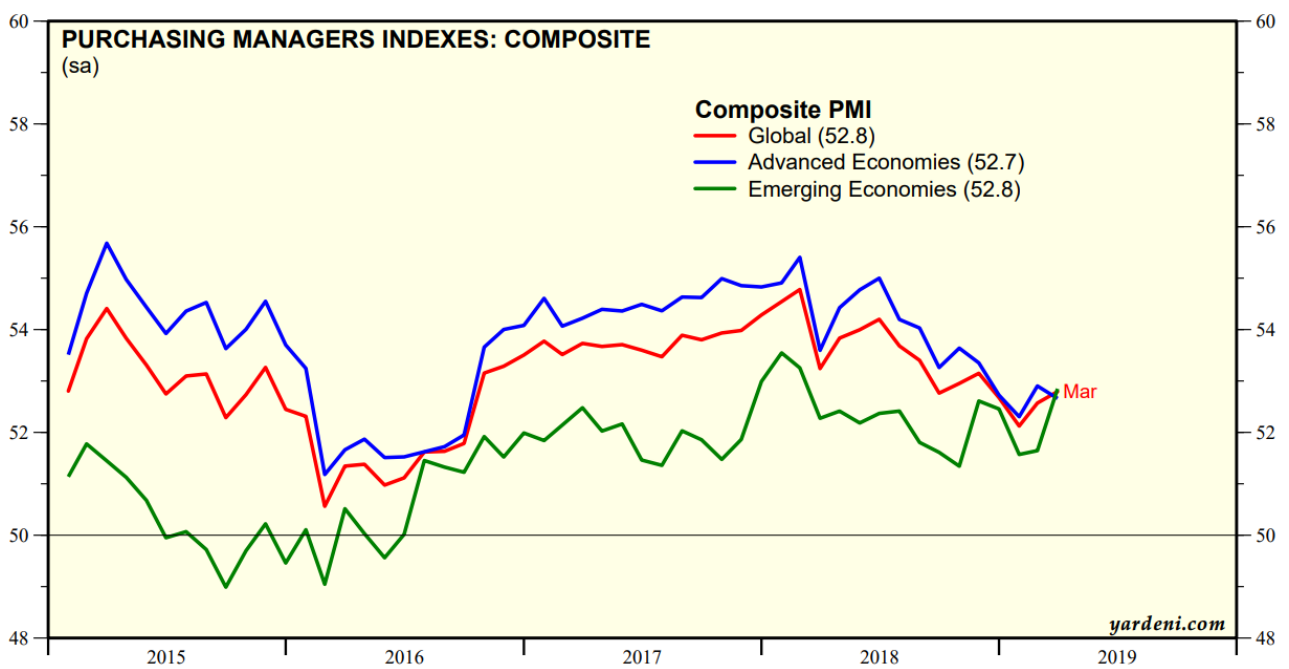
Årlig BNP vækst i % i verdensøkonomien



Kilde: IMF

Det nuværende niveau for den økonomiske vækst i verdensøkonomien på 3,5% p.a. er kendetegnet ved, at det svarer til det gennemsnitlige niveau, der har været i de seneste 30 år. Det kunne tyde på, at det nuværende niveau for den økonomiske vækst er godt i tråd med, hvad der svarer til et mere bæredygtigt niveau, der ikke skaber usunde balancer i økonomien. Måske kan det være med til at forlænge det økonomiske opsving, men det kan måske også være med til at mindske en kommende økonomisk nedtur, da der ikke er skabt så store ubalancer? Eller også er det økonomiske opsvings umiddelbare stabilitet et resultat af de store centralbankers meget lempelige pengepolitik og tætte styring af denne? Der er flere muligheder. Det er påfaldende, at udsvingene i den økonomiske vækst i verdensøkonomien har været så små i perioden siden 2012, og som investor bør man hele tiden have dette i baghovedet. Samtidig er det dog også en stor fordel, da det skaber en vis stabilitet, hvilket også er ønskværdigt i kombination med, at inflationen forbliver på et meget lavt niveau. En tilpas økonomisk vækst, der hverken er for høj eller for lav, i kombination med en beskeden inflation og dermed et lavt renteniveau, det er netop den betegnelse, der kaldes ”Goldielock” scenariet på aktiemarkedet, da virksomhederne i et sådant scenarie forventes at opleve en stabil indtjeningsfremgang, uden at renteniveauet stiger nævneværdigt. Er vi på vej hen imod dette scenarie eller befinder vi os rent faktisk ikke allerede i dette? Havde det ikke været for usikkerheden omkring handelskrigen mellem USA og Kina, ville det være nærliggende at konkludere, at vi allerede er i et ønskescenarie for aktieinvestorerne.

Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

Hvis man betragter ovenstående graf for indkøbschefernes forventninger til fremtiden kan man se, at optimismen generelt har været aftagende siden begyndelsen af 2018. Det skal dog nævnes, at et tal over 50 indikerer fremgang i den økonomiske udvikling, mens et tal under 50 indikerer tilbagegang. De nuværende niveauer indikerer således fortsat en rimelig økonomisk fremgang, og det man skal være opmærksom på er, hvis der pludselig er tegn på, at forventningerne er på vej til at dykke ned tæt på et niveau omkring 50 eller under. Som det ses af grafen, er indkøbscheferne i Emerging Markets blevet en del mere optimistiske i marts, mens indkøbscheferne i de udviklede økonomier synes at have nogenlunde samme positive syn på den økonomiske udvikling som i de forgangne måneder. Den pæne stigning på Emerging Markets grafen skyldes i høj grad, at de kinesiske indkøbschefer er blevet mere positive på den økonomiske udvikling i de seneste 2 måneder, bl.a. godt hjulpet af både penge- og finanspolitiske lempelser i landet. Underliggende indikerer indkøbscheferne således, at det faktisk går rimeligt i øjeblikket. Medmindre deres syn på fremtiden skulle forværres, er der umiddelbart ingen

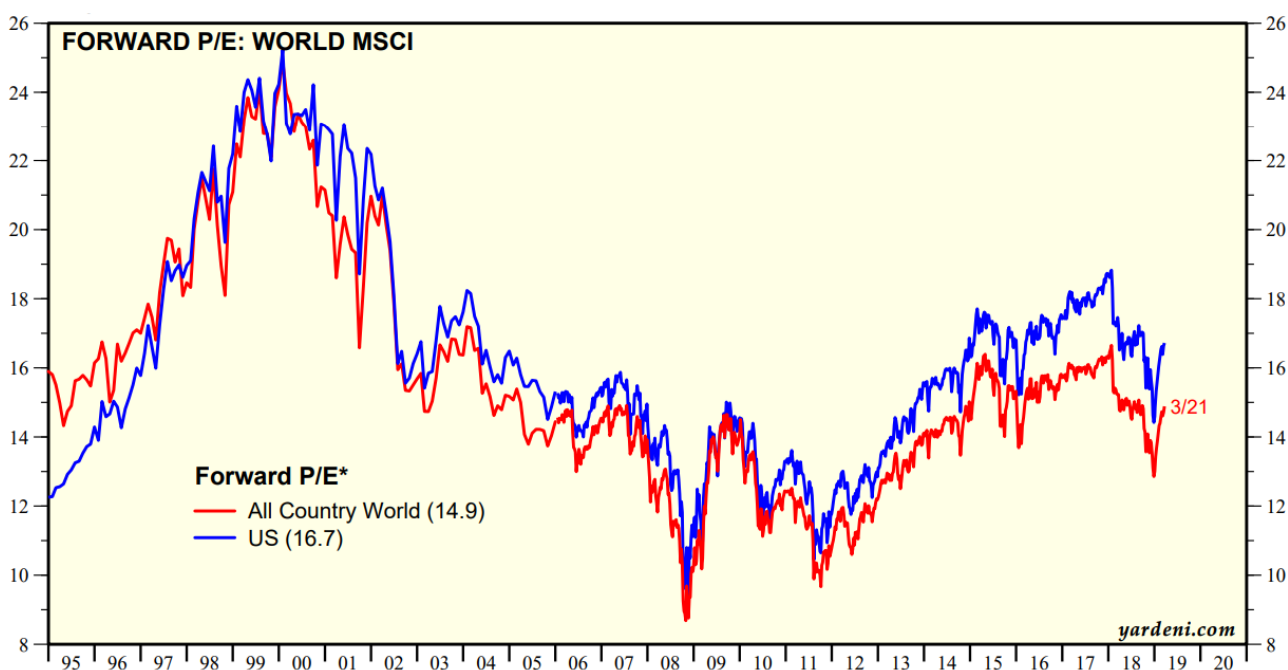
grund til nogen større bekymring på den økonomiske side, hvis ikke det havde været for usikkerheden omkring handelskrigen mellem USA og Kina.

Usikkerheden omkring handelskrigen mellem USA og Kina er stadig den største risiko for den økonomiske udvikling på den korte bane. På det seneste er der kommet flere indikationer af, at forhandlingerne går i den rigtige retning, og der måske allerede i løbet af april kan skabes basis for en aftale. De finansielle markeder har allerede taget forskud på en del af glæderne ved en handelsaftale, ved at handle aktiemarkederne op i løbet af det forgangne kvartal, men der vil givet vis stadig komme en positiv reaktion på udmelding om en formel aftale og i særdeleshed, hvis den også indebærer, at indførte toldsats bliver tilbagerullet. Men som den amerikanske handelsrådgiver Peter Navarro for nylig udtalte, så er de sidste kilometer af et maraton ofte de længste og hårdeste, hvilket indikerer, at man stadig ikke tager noget for givet fra amerikansk side endnu. Det skal man heller ikke som investor, men man skal heller ikke lade sig overraske af de store kursstigninger, der har været på aktiemarkederne i starten af 2019, da de dels kommer efter nogle store kursfald i kvartalet før, dels går det som tidligere nævnt faktisk meget godt økonomisk set, og vi er måske allerede i et ønskescenarie for aktieinvestorerne? Så for nærværende er vi af den holdning, at man som aktieinvestor bør have en aktieandel tæt på det langsigtede niveau man ønsker.

Aktier

Hvis man ser på, hvordan aktiemarkederne er prisfastsat, er der efter vores overbevisning ikke noget som tyder på, at aktierne skulle være overvurderet på nuværende tidspunkt. Dette vil vi forsøge at illustrere i det følgende.

Forward P/E er et udtryk for, hvilken pris pr. indtjeningskrone at man som investor betaler for at købe den pågældende aktie. Det er den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, der er anvendt i grafen nedenfor. Jo mere man som investor betaler pr. indtjeningskrone, desto dyrere er aktien, alt andet lige, og vice versa. Hvis vi forudsætter at selskaberne kan levere den forventede indtjeningsfremgang i de kommende 12 måneder, kan man af nedenstående graf se, at verdensmarkedet handles til en forward P/E på 14,9 og de amerikanske aktier til en forward P/E værdi på 16,7. De tilsvarende værdier i årene op til IT-boblen brast i år 2000 var niveauer omkring 22-25, så aktiemarkedet er ikke i nærheden af at være så dyrt prisfastsat som den gang.



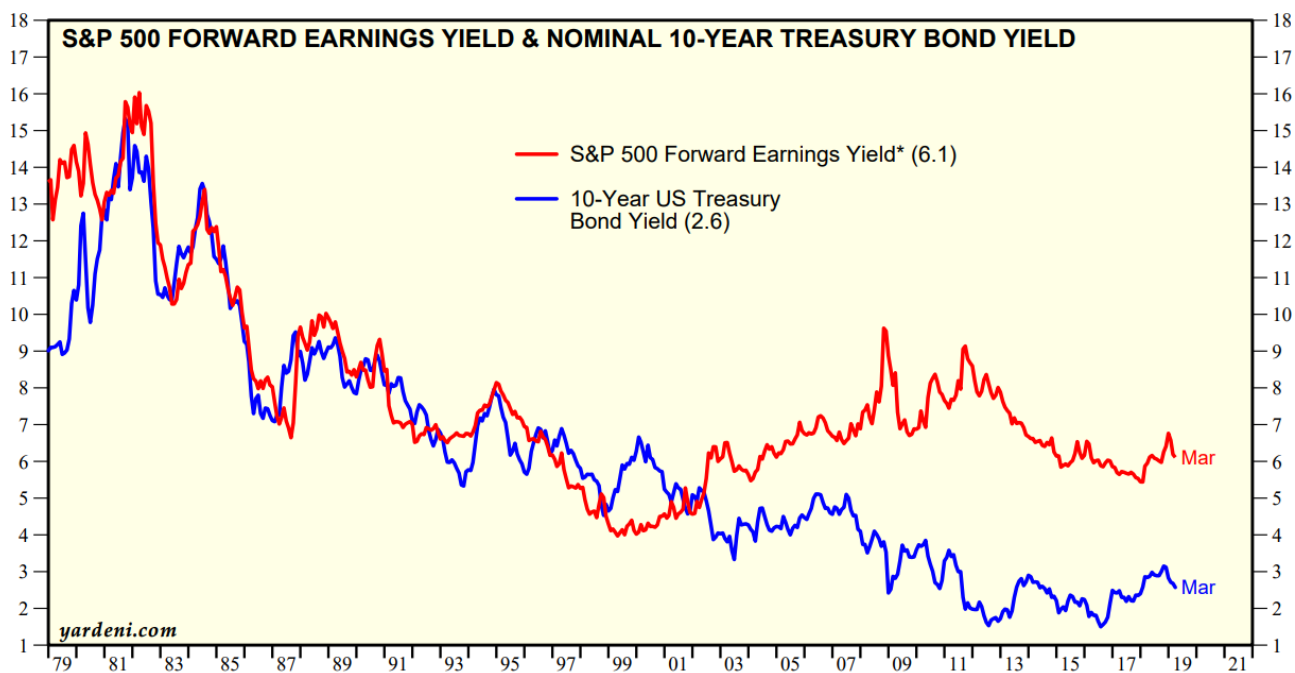
Kilde: Yardeni Research

Som aktieinvestor køber man en andel i et selskab og dermed i et selskabs fremtidige indtjening. Der er ingen tvivl om, at det er et selskabs indtjeningsevne, der kan forklare den største del af en akties kursudvikling på lang sigt. Hvis vi ser på selskabernes indtjening i 2017 og 2018, kan vi af tabellen nedenfor se, at selskaberne globalt set har realiseret en høj indtjeningsvækst i både 2017 og 2018, mens at indtjeningsfremgangen i 2019 ser ud til at blive mere moderat i niveau 4-5% p.a. Tabellen skal læses således, at selskaberne i MSCI World oplevede en indtjeningsfremgang på 17,5% p.a. i vægtet gennemsnit i 2017, en yderligere fremgang på 13,7% p.a. i 2018 og der forventes en yderligere stigning på 4,7% p.a. i 2019. De to forgangne års pæne indtjeningsfremgang er med til at lægge en god bund under aktiemarkedet, og for 2019 virker indtjeningsfremgangen meget realistisk. Derfor er det vores holdning, at den forgangne graf omkring prisfastsættelsen via forward P/E niveauer er sket på baggrund af realistiske forventninger til selskabernes fremtidige indtjeningsevne i de kommende 12 måneder, og dermed viser et retvisende billede af prisfastsættelse på aktiemarkedet.

Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie			
	2017r	2018r	2019e
MSCI World	17,5	13,7	4,7
MSCI USA	11,9	24,3	3,9
MSCI Europa	15,9	7,4	4,8
MSCI Emerging Markets	24,0	7,3	7,0

Kilde: Yardeni Research

Det mest oplagte alternativ til aktier er obligationer, og ønsker man et alternativ med lav kreditrisiko, bliver amerikanske, eller tyske, 10-årige statsobligationer ofte brugt som referencegrundlag. 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 meget billige ud.



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

Hvis vi havde foretaget sammenligningen med tyske 10-årige statsobligationer, der aktuelt handles til en effektiv rente på -0,06% p.a., ville sammenligningen have faldet endnu mere gunstigt ud i aktiers favør.

Der er således ikke noget, der aktuelt tyder på, at aktierne er overvurderet, hverken når vi ser på forward P/E eller i forhold til det aktuelle renteniveau. Tværtimod synes aktierne at være prisfastsat på et realistisk indtjeningsniveau for de kommende 12 måneder, men det hele forudsætter naturligvis, at der indgås en snarlig handelsaftale mellem USA og Kina, der bygger på frihandel i stedet for protektionistiske tiltag. Hvis dette indtræffer, og der ikke sker utilsigtede hændelser i den resterende del af 2019, kan aktieinvestorerne sandsynligvis se frem til yderligere afkast i niveau 5-10% i den resterende del af 2019 så det samlede afkast på en global aktieportefølje kan lande i niveau 20-25% for hele 2019. Omvendt kan en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina betyde, at dette års hidtil opnåede aktieafkast kan forsvinde som dug for solen.

Obligationer

Som nævnte tidligere i kvartalsrapporten er det svært at se, hvilket potentiale der er ved at købe lange stats- og realkreditobligationer i Tyskland og Danmark. De 10-årige tyske statsrenter handles aktuelt til en effektiv rente på -0,06% p.a. og den lange danske statsobligation 4,5% 2039 handles til en effektiv rente på blot 0,32% p.a. – alt sammen før skat. Og de danske realkreditrenter sætter som tidligere nævnt den ene lave rekord efter den anden. Til trods for det lave renteniveau er udenlandske investorer, og i særdeleshed de japanske, vilde med de danske realkreditobligationer. I en opgørelse opgjort af Nationalbanken pr. 28. februar 2019, ejede de udenlandske investorer eksempelvis 32,7% af samtlige konverterbare realkreditobligationer og over 50% af de udstedte 2% realkreditobligationer uden afdrag med udløb i 2050. Denne massive efterspørgsel fra udenlandske investorer er en stærk medvirkende årsag til, at vi i Danmark har så lave renter på vores boliglån. Hvis efterspørgslen pludselig vender og der i stedet sker et massivt tilbagefald, kan det betyde en større stigning i de danske realkreditrenter. Derfor er det både som investor og låntager vigtigt, at man holder et vågent øje med de udenlandske investorers ageren på det danske realkreditmarked. For nærværende er efterspørgslen stadig stor, men en ændring af de pengepolitiske tiltag i eksempelvis Japan, kan således få stor betydning for det danske realkreditmarked. Som låntager på boligmarkedet i Danmark kan man i øjeblikket glæde sig over de meget lave renter, men man skal også huske på, at det nuværende renteniveau synes for lavt i forhold til, at der trods alt både er en økonomisk vækst og inflationsniveau omkring 1,0-1,5% p.a. i Euroland.

Den europæiske centralbank har et mål om at inflationen gerne skal være omkring 2,0% p.a. Dette niveau har man i de senere år kun opnået, når olieprisen er steget betydeligt. Kerneinflationen har i længere tid ligget relativt stabilt i et niveau omkring 0,8 – 1,2% p.a. og det afspejler nok nærmere et realistisk inflationsniveau i Euroland. Måske den europæiske centralbank skulle justere sit inflationsmål til et niveau omkring 1,0 – 1,5% p.a. i stedet for omkring 2,0% p.a., der mere og mere forekommer som en urealistisk målsætning? Hvis dette sker, kan ECB få en kærkommen undskyldning til at hæve den korte rente så den kommer væk fra et negativt niveau, hvilket man givet vis gerne ønsker, og måske dette kan ske i starten af 2020?

Vi anbefaler en relativt lav varighed på obligationsporteføljen suppleret med en mindre andel af statsobligationer fra Emerging Markets. Som husejer og låntager kan man overveje en lang fastforrentet finansiering af sin bolig, hvis det passer med planerne for boligen.

7. april 2019

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S,
Fondsmæglerselskab

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

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle - Aarhus

