

Kvartalsrapport

2. kvartal 2019

RESUME

Økonomiske udsigter

Handelskrigen mellem USA og Kina er begyndt at sætte dybere og dybere spor i verdensøkonomien, hvorfor de økonomiske udsigter for de fleste regioner er blevet forværret gennem 2. kvartal 2019. De forværede økonomiske udsigter er ”heldigvis” sket samtidig med, at det inflationære pres er aftaget, så de store centralbanker i verden har kunnet signalere, at de både har evnen og viljen til at lempe pengepolitikken yderligere, hvis det skulle blive nødvendigt. Det nuværende forventede niveau for den økonomiske vækst i verdensøkonomien på 3,2% p.a. er ikke nogen katastrofe, da det blot er 0,3%-point under det gennemsnitlige niveau på 3,5% p.a., der har været i de seneste 30 år, men det afgørende er selvfølgelig, at der kommer en snarlig stabilisering i udsigterne så det ikke ender med, at verdensøkonomien kastes ud i en recession.

De forværede økonomiske udsigter og handelskrigen mellem USA og Kina har resulteret i, at mange store globale porteføljeforvaltere har nedbragt deres risiko til et lavt niveau. Set i lyset af den udbredte skepsis er det bemærkelsesværdigt, at mange aktiemarkeder har formået at give et positivt afkast, om end beskedent, i løbet af 2. kvartal 2019. Det fortæller os, at aktiemarkedet underliggende er stærkt, og skulle der komme et snarligt gennembrud i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina med en efterfølgende forbedring i de økonomiske udsigter, kan udviklingen på aktiemarkedet gå hen og overraske til den positive side, da mange investorer pludselig så er blevet fanget på det forkerte ben med en for lav aktieandel og med en for høj obligationsandel. Vi ser dette scenarie som en sandsynlig mulighed, hvorfor vi anbefaler en aktieandel tæt på det niveau man langsigtet ønsker til trods for, at vi også anerkender, der er en forhøjet politisk risiko i øjeblikket.

Aktiemarkedet

I vores optik er der ikke noget som indikerer, at aktierne på nuværende tidspunkt skulle være overvurderet, hverken når vi ser på prisfastsættelsen ud fra den forventede indtjening i de kommende 12 måneder eller ud fra en sammenligning med 10-årige statsrenter.

Obligationsmarkedet

Den nuværende prisfastsættelse på de danske og tyske statsobligationer indikerer, at investorerne forventer, at vi skal leve med negative renter i mange år endnu! Det er i vores optik en meget pessimistisk antagelse, hvorfor man som investor bør være varsom med at have en stor andel af lange obligationer i sin portefølje. Indførsel af negative renter for private kan snart være en realitet.

Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2019

Udvikling i 2. kvartal 2019					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2019
	29.03.19	28.06.19			
OMX CGI	1.416,13	1.429,08	12,95	0,91%	14,70%
OMXC Cap. GI	1.621,41	1.650,77	29,36	1,81%	14,64%
MSCI World All Countries	2.337,65	2.392,03	54,38	2,33%	16,99%
MSCI USA*	17.950,63	18.385,55	434,92	2,42%	19,75%
MSCI Europa*	10.865,48	11.035,46	169,98	1,56%	15,26%
MSCI Japan*	20.609,80	20.514,15	-95,65	-0,46%	8,48%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2019
	29.03.19	28.06.19			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,33%
3% STAT 2021	-0,62	-0,74	-0,12	0,13%	0,30%
1,75% STAT 2025	-0,34	-0,54	-0,20	1,18%	3,28%
4,5% STAT 2039	0,32	0,02	-0,30	4,78%	11,21%
2,0% NYK 2050	1,75	1,77	0,02	0,01%	4,43%
BDEN15**				0,25%	0,70%
**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 2019
	29.03.19	28.06.19			
USD/DKK	6,64	6,56	-0,09	-1,30%	0,60%
EUR/DKK	7,47	7,46	0,00	-0,02%	-0,05%
JPY/DKK	0,060	0,061	0,001	1,67%	3,05%

Aktiemarkedet

Handelskrigen mellem USA og Kina har været det dominerende tema på de finansielle markeder i løbet af det forgangne kvartal. I starten af 2. kvartal var der stor tiltro til, at den amerikanske præsident Trump og den kinesiske præsident Xi inden for kort tid ville lave en handelsaftale mellem landene, hvorfor de fleste globale aktiemarkeder realiserede nogle pæne stigninger i starten af 2. kvartal 2019. Men som det så ofte er set før med Donald Trump, når man ellers lige tror man er sikker på, hvad der skal ske, blev parterne pludselig rygende uenige og gik hver til sit uden at lave den ventede aftale. Donald Trump fremsatte i stedet nye trusler omkring en forhøjet told på kinesiske varer og det store kinesiske it-selskab, Huawei, blev beskyldt for at kunne bruges til at spionere imod USA, hvorfor selskabet kom på en "Entity list" der betød, at amerikanske leverandører til Huawei kun må sælge komponenter og dele til selskabet, hvis det på forhånd er godkendt af det amerikanske Handelsministerium. Dermed var handelskrigen mellem USA og Kina pludselig gået fra at være på vej mod en afslutning til en yderligere eskalering. Dette var ikke lige det, man havde regnet med, hvorfor de globale aktiemarkeder gradvist faldt tilbage igen. Samtidig blev det mere og mere klart, at den verserende handelskrig var begyndt at sætte sine spor i verdensøkonomien med en lavere økonomisk vækst til følge. Dette fik de store centralbanker i verden til at indikere, at de var parate til at lempe pengepolitikken yderligere, og forventningen er nu, at den amerikanske centralbank allerede i juli måned nedsætter renten med 0,25%-point, og der i den resterende del af 2019 kommer yderligere 1-2 nedsættelser på 0,25%-point. Et lavere renteniveau er understøttende for aktieinvesteringer, hvorfor de globale aktiemarkeder rettede sig igen mod slutningen af 2. kvartal, og da Trump pludselig meddelte, at han skulle have et møde med Xi efter G20 mødet i Osaka i Japan den 28-29 juni, var der nu igen en mulighed for, at handelskrigen mellem USA og Kina kunne være på vej mod en afslutning og dermed bane vejen for lidt bedre økonomiske udsigter igen.

2. kvartal 2019 har således været noget af en rutsjebanetur for de globale aktiemarkeder, men som det ses af skemaet på den forgangne side, realiserede det danske, europæiske og amerikanske aktiemarked et positivt afkast i niveauet 1,0 til 2,5% p.a., målt i DKK, i løbet af det forgangne kvartal. Hvis man ser på afkastene opgjort i DKK på aktiemarkederne i BRIK landene i 2. kvartal 2019, har der været en større forskel i afkastene varierende fra -7% p.a. på de kinesiske aktier til 12,6% p.a. på de russiske aktier.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q2 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	Bovespa	6,65%	17,24%
Rusland	Micex	12,60%	30,14%
Indien	Sensex 30	0,70%	11,45%
Kina	Shanghai	-7,08%	20,29%

Obligationsmarkedet

Det burde måske ikke komme som den store overraskelse, set i lyset af at renterne nærmest af faldet fra kvartal til kvartal gennem længere tid, men ikke desto mindre finder vi det alligevel overraskende, at renteniveauet er blevet endnu lavere i løbet af 2. kvartal 2019. Som tidligere indikeret har de store centralbanker i verden været ude at sige, at de er parate til at lempe pengepolitikken yderligere, hvis det synes nødvendigt. Dette har den europæiske centralbank (ECB) også signaleret, hvilket har fået renterne til at falde yderligere i Euroland og Danmark. Det lavere renteniveau har ført til positive afkast på de danske obligationer, varierende fra 0,13% p.a. på 3% STAT 2021 til 4,78% p.a. på den 20-årige 4,5% STAT 2039.

Inflationen i Euroland har været aftagende i 2. kvartal 2019, hvor seneste måling for maj 2019 udviste en stigning på blot 1,2% p.a. og en kerneinflation på 0,8% p.a., hvilket er et godt stykke fra ECB's målsætning med en inflation i niveau 2,0% p.a. Dette giver ECB gode muligheder for at føre en meget lempelig pengepolitik, hvilket de givetvis også har tænkt sig at gøre. Betragtes det aktuelle renteniveau på de danske statsobligationer, hvor eksempelvis den 20-årige danske statsobligation 4,5% STAT 2039 nu handles til en effektiv forrentning på 0,02% p.a., forekommer renteniveauet alligevel som værende for lavt. Ved at investere i en 20-årig danske statsobligation, kan man således se frem til et forventet årligt afkast på blot 0,02% i de næste 20 år! Der er ikke noget som umiddelbart tyder på, at den økonomiske vækst i Danmark står over for en recession eller at der kommer deflation. Til trods for dette er investorerne villige til at acceptere et så lavt forventet afkast i de kommende 20 år, hvor de med stor sandsynlighed kan se frem til at købekraften af deres investering hvert år bliver forringet med det aktuelle inflationsniveau, der pt. er omkring 1,0% p.a. Det er tankevækkende, og det kan tyde på, at sammenhængene på de finansielle markeder måske ikke længere er, som de historisk har været.

Valutamarkedet

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q2 2019	Ændring i DKK i 2019
Brasilien	BRL	0,79%	2,05%
Rusland	RUB	1,66%	10,97%
Indien	INR	-1,14%	2,04%
Kina	CNY	-3,59%	0,71%

Den amerikanske dollar er blevet svækket med 1,3% over for euro og DKK i løbet af det forgangne kvartal, hvilket primært kan tilskrives, at den amerikanske centralbank har ændret sin retorik, så der nu forventes en række rentenedsættelser i de kommende måneder. Den japanske yen blevet styrket 1,7% over for DKK og euro i løbet af 2. kvartal 2019, da valutaen er blevet brugt som flugtvaluta i forbindelse med den forøgede usikkerhed omkring en handelsaftale mellem USA og Kina. Hvis man

ser på valutaerne i BRIK landene, er den kinesiske valuta blevet svækket med 3,59% over for euro og DKK i løbet af det forgangne kvartal, hvilket ligeledes primært kan henføres til handelskrigen.

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2019

Europa

Den økonomiske vækst i Euroland var på 1,2% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartal året før og forventes at være faldet til omkring 1,0% i 2. kvartal 2019 sammenlignet med 2. kvartal 2018. Det er i særdeleshed den europæiske fremstillingsindustri, der har det svært, hvilket uden tvivl er en af følgevirkningerne af handelskrigen mellem USA og Kina, da de europæiske fremstillingsvirksomheder, herunder bilproducenterne, har en forholdsvis stor eksport til Kina.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weight (%) 2019	May 2018	Dec 2018	Jan 2019	Feb 2019	Mar 2019	Apr 2019	May 2019
All-items HICP	1000.0	2.0	1.5	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2e
All-items excluding:								
> energy	898.7	1.5	1.1	1.3	1.3	1.0	1.3	1.0e
> energy, unprocessed food	854.0	1.4	1.1	1.2	1.2	1.0	1.4	1.0e
> energy, food, alcohol & tobacco	708.5	1.2	0.9	1.1	1.0	0.8	1.3	0.8e
Food, alcohol & tobacco	190.1	2.5	1.8	1.8	2.3	1.8	1.5	1.6e
> processed food, alcohol & tobacco	145.4	2.2	1.7	1.8	2.1	2.0	1.7	1.9e
> unprocessed food	44.7	3.6	1.8	1.8	2.9	1.1	0.8	0.4e
Energy	101.3	6.2	5.5	2.7	3.6	5.3	5.3	3.8e
Non-energy industrial goods	263.8	0.2	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3e
Services	444.7	1.9	1.3	1.6	1.4	1.1	1.9	1.1e

e estimate

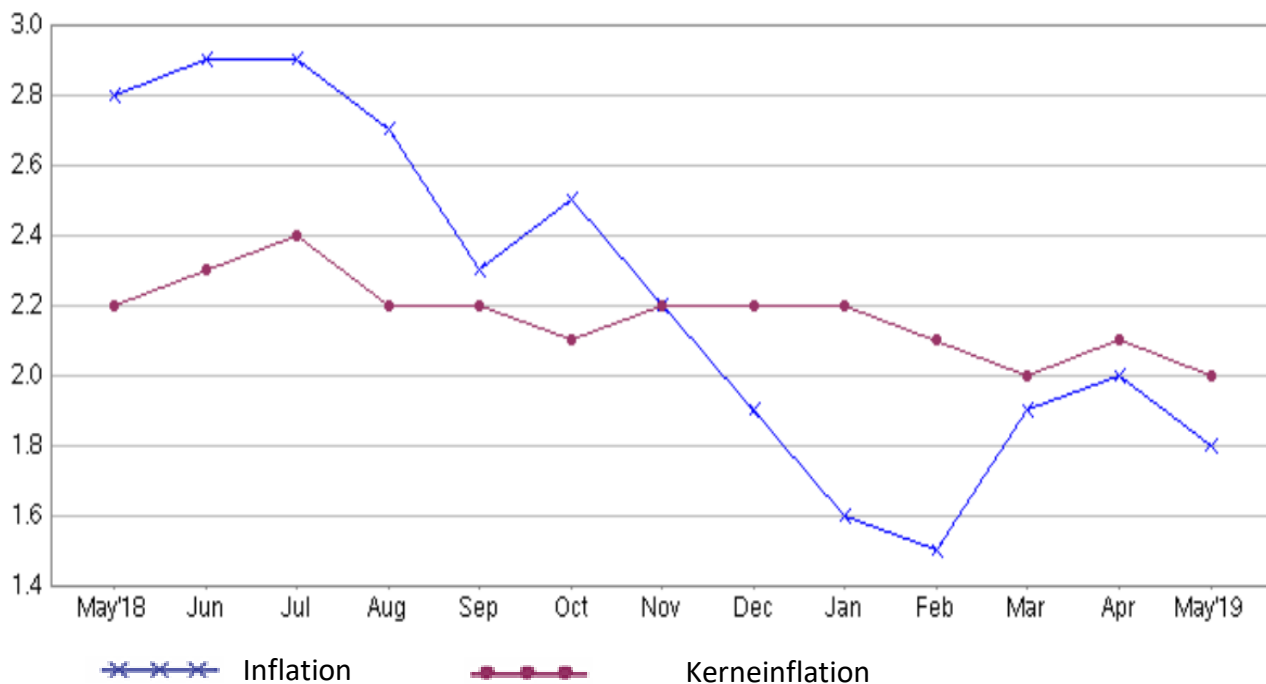
Kilde: Eurostat

Inflationen i Euroland er fortsat et godt stykke under ECB's målsætning med en inflation omkring 2,0% p.a. Som det ses af skemaet ovenfor, var seneste måling for inflationen for maj 2019 på blot 1,2% p.a. og kerneinflationen på 0,8% p.a. sammenlignet med maj 2018. Som det ses af skemaet var der en lidt større stigning i april og så et større fald i maj, dette afledt af nogle ekstraordinære forhold så som prisen på rejser, og hvornår påsken faldt i det respektive år, men i de kommende måneder forventes tallene at være mere retvisende igen. Inflationen forventes at ligge på et niveau omkring 1,5% p.a. og 1,0% p.a. for kerneinflationen, hvilket indikerer, at inflationen underliggende er relativt stabil og til den lave side i Euroland. Dermed er der mulighed for, at ECB fortsat kan føre en meget lempelig pengepolitik i et godt stykke tid endnu. ECB har senest indikeret, at de ikke forventer at sætte renten op før tidligst i 2. halvår af 2020, og skulle den økonomiske situation blive forværret, er de klar med yderligere lempelser.

USA

Den amerikanske økonomi har i starten af 2019 udvist en imponerende styrke, hvor den økonomiske vækst i 1. kvartal 2019 var på 3,1% p.a. sammenlignet med samme kvartal 2018, og det forventes at den økonomiske vækst i 2. kvartal 2019 har ligget i et niveau omkring 2,5% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2018. De økonomiske nøgletal er imidlertid begyndt at vise en vis svaghed i løbet af 2. kvartal, så der nu forventes en aftagende økonomisk vækst i USA i de kommende kvartaler, bl.a. afledt af den verserende handelskrig med Kina.

Der er fortsat ikke det store inflationære pres i USA, hvor seneste måling for inflationen i maj 2019 udviste en stigning i inflationen på 1,8% p.a. og en kerneinflation på 2,0% p.a. sammenlignet med maj 2018. Som det ses af nedenstående graf har kerneinflationen i USA bevæget sig mellem 2,0 og 2,4% p.a. i det seneste års tid, og aktuelt er kerneinflationen således på det laveste niveau for det seneste år. Som følge af den beherskede inflation i USA samt forværrede økonomiske udsigter, har den amerikanske centralbank (Fed) signaleret, at de er parate til at sænke renten igen i takt med at de økonomiske nøgletal tilsiger dette.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Den japanske økonomi har som den amerikanske økonomi fået en forbausende god start på 2019, hvor den økonomiske vækst i 1. kvartal 2019 viste en stigning på 2,1% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2018. De økonomiske nøgletal er imidlertid gradvist blevet forværret i løbet af 2. kvartal 2019, så den japanske vækst forventes at have været omkring 1,5% p.a. i 2. kvartal 2019 sammenlignet med samme periode året før og med en tendens til yderligere svækkelse i 2. halvår af 2019.

Der er fortsat en yderst beskeden inflation i Japan, hvor inflationen i maj 2019 var på blot 0,8% p.a. sammenlignet med maj 2018. Dette er stadig langt fra centralbankens mål omkring 2,0% p.a., og det bliver endnu mere tydeligt, at det opstillede mål fra centralbankens side er urealistisk. Den japanske centralbank har i april 2019 signaleret, at de som minimum vil holde renten på et ekstremt lavt niveau frem til foråret 2020.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst i den brasilianske økonomi var på blot 0,5% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartal året før, og væksten forventes at have været omkring 0,8% p.a. i 2. kvartal 2019 sammenlignet med 2. kvartal 2018. Dermed er fremgangen i den brasilianske økonomi fortsat relativt beskeden. Brasiliens nye præsident, Jair Bolsonaro, er i gang med at reformere pensionssystemet i Brasilien, hvor brasilianerne i dag kan gå på pension fra man er fyldt 65 år som mand og 60 år som kvinde, eller når man har indbetalt til sin pension i henholdsvis 35 år som mand og 30 år som kvinde. For visse offentlige ansatte gælder endnu mere lempelige vilkår, så nogle kvinder allerede kan gå på pension, når de er i 40'erne og dette endda med fuld løn svarende til deres sidste lønseddel. Dette for

brasilianerne meget fordelagtige pensionssystem, er der naturligvis ikke råd til i længden, specielt når der gradvist bliver flere ældre som lever længere. Derfor er en reform af pensionssystemet helt afgørende for, at de internationale investorer tør investere langsigtet i Brasilien.

Inflationen i Brasilien var på 4,7% p.a. i maj 2019 sammenlignet med samme måned året før. Forventningen er at inflationen vil aftage yderligere gennem 2019, så denne ved årsskiftet vil være omkring 3,8% p.a. Den brasilianske centralbank har holdt den ledende rente, Selic renten, konstant på 6,5% p.a. gennem 2. kvartal 2019, men det er forventningen, at denne gradvist kan blive sat ned igennem 2. halvår af 2019, hvis inflationen fortsat aftager, samt der ikke opstår en politisk uro, f.eks. hvis pensionsreformen skulle vise sig ikke at blive godkendt.

Rusland

Den russiske økonomi havde en noget skuffende start på året, hvor den økonomiske vækst blev på blot 0,5% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018. I 2. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst at være steget til 1,0% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. Der blev indført en momsforhøjelse på 2,0% pr. 1. januar 2019, hvilket sandsynligvis har fremrykket noget af det russiske forbrug fra 1. kvartal 2019 til 4. kvartal 2018, hvorfor væksten i den russiske økonomi reelt er lidt bedre, end der umiddelbart blev realiseret i 1. kvartal 2019.

Momsforhøjelsen har påvirket inflationsniveauet i opadgående retning i Rusland. Seneste måling for inflation i maj 2019 udviste en stigning på 5,1% p.a. sammenlignet med maj 2018. Den russiske valuta er styrket betydeligt gennem 1. halvår 2019, hvilket har fået den russiske centralbank til at nedjustere deres inflationsforventninger for 2019 med 0,5%-point, så inflationen forventes at aftage til et niveau omkring 4,2% - 4,7% p.a. i løbet af 2. halvår af 2019. Dette har dannet baggrund for, at centralbanken har sænket den ledende rente med 0,25%-point i juni 2019 til nu 7,50%.

Indien

Den indiske økonomi realiserede en for Indien beskedent økonomisk vækst på 5,8% p.a. i 1. kvartal 2019 sammenlignet med 1. kvartal 2018. I 2. kvartal 2019 forventes den økonomiske vækst at være steget til omkring 6,6% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. En kombination af et lavere privatforbrug og investeringer end ventet har ført til en lavere økonomisk vækst i Indien. Der har været præsidentvalg i Indien i det forgangne kvartal, hvor den nuværende præsident, Modi, blev genvalgt som præsident. Der har været en vis usikkerhed omkring, hvorvidt Modi ville genvinde præsidentposten, hvilket kan have lagt en dæmper på investeringslysten i Indien. Investeringslysten vil derfor sandsynligvis tiltage igen i løbet af 2. halvår af 2019.

Inflationen i Indien var i maj 2019 på 3,0% p.a. sammenlignet med maj 2018. Den indiske centralbank har et inflationsmål 4,0% p.a., hvorfor den indiske centralbank har valgt at nedsætte den ledende rente med 2 x 0,25%-point til 5,75% i løbet af 2. kvartal 2019 for at understøtte den økonomiske vækst.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi har holdt sig forholdsvis pænt i 1. halvår af 2019 set i relation til den verserende handelskrig. Den kinesiske økonomi voksede med 6,4% p.a. i 1. kvartal 2019 og forventes at være vokset med 6,2% p.a. i 2. kvartal 2019 sammenlignet med samme kvartaler året før. Den kinesiske centralbank har fortsat sine lempelser af pengepolitikken i løbet af 2. kvartal, hvilket bl.a. har resulteret i lavere reservekrav for små- og mellemstore banker, så de kan låne flere penge ud. Regeringen har desuden givet de lokale provinser lov til at optage lån målrettet infrastrukturinvesteringer. Det skønnes, at de samlede finansielle stimuli fra kinesisk side i 2019 vil det skønsmæssigt svare til en stigning i BNP på hele 4,25% i 2019!

Inflationen i Kina var i maj 2019 på 2,7% p.a. sammenlignet med maj 2018. Dermed er inflationen umiddelbart steget fra et niveau omkring 1,7% p.a. i starten af året til senest 2,7% p.a. Kerneinflationen er fortsat blot 1,6% p.a. i maj 2019 sammenlignet med maj 2018, hvilket indikerer et fortsat svagt

inflationært pres i Kina, hvorfor den kinesiske centralbank fortsat kan køre en meget lempelig pengepolitik så længe at handelskrigen sætter sine spor i den kinesiske økonomi.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2019

Handelskrigen mellem USA og Kina er begyndt at sætte dybere og dybere spor i verdensøkonomien, hvorfor de økonomiske udsigter for de fleste regioner er blevet forværret gennem 2. kvartal 2019. De forværrede økonomiske udsigter er "heldigvis" sket samtidig med, at det inflationære pres er aftaget, så de store centralbanker i verden har kunnet signalere, at de både har evnen og viljen til at lempe pengepolitikken yderligere, hvis det skulle blive nødvendigt.

Forventninger

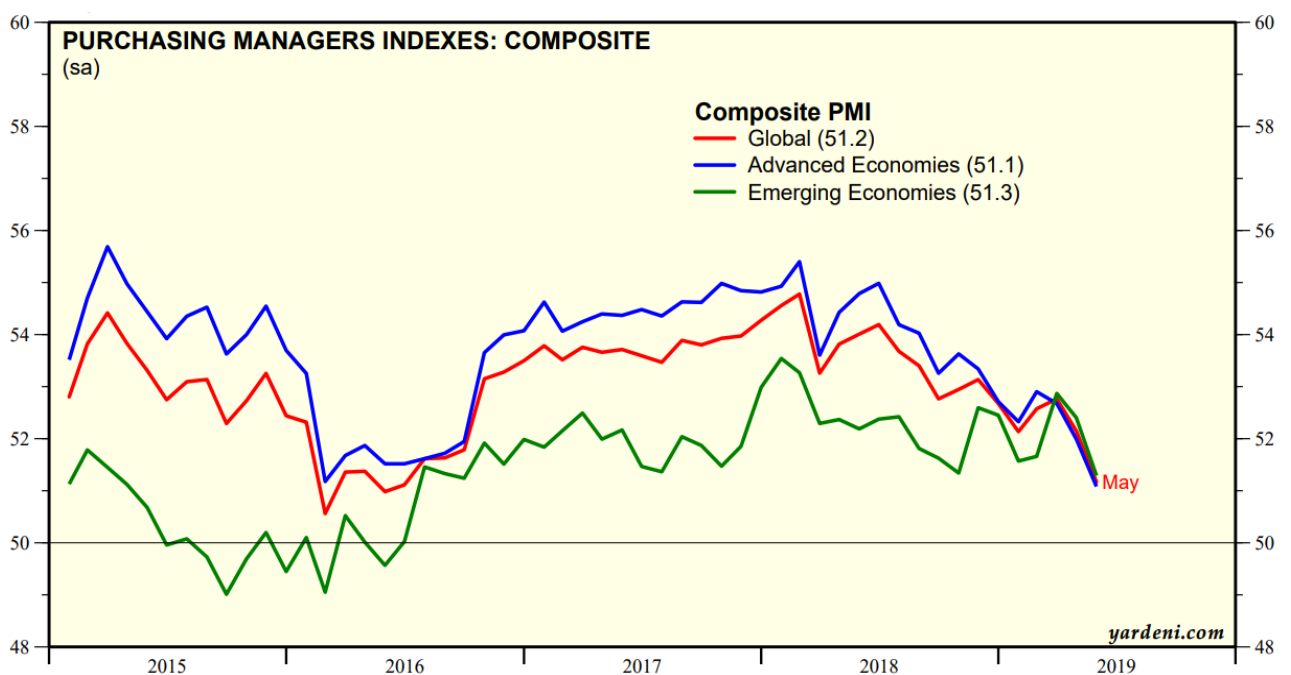
Økonomiske nøgletal						
	2018r		2019e		2020e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,90%	2,40%	2,40%	1,90%	2,00%	2,00%
Euroland	1,90%	1,80%	1,20%	1,40%	1,50%	1,40%
Japan	0,80%	0,90%	0,90%	1,00%	0,80%	1,00%
Danmark	1,50%	0,80%	1,60%	1,10%	1,60%	1,40%
Brasilien	1,10%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

Kilde: Dansk FI

Økonomi

OECD nedjusterede i maj 2019 forventningerne til den økonomiske vækst i verdensøkonomien i 2019 med 0,1%-point til nu en forventet økonomisk vækst på 3,2% p.a. i 2019 sammenlignet med 2018, og advarede samtidig om, at den nuværende økonomiske vækst er skrøbelig og risikoen er fortsat, at væksten kan blive endnu lavere. Det nuværende forventede niveau for den økonomiske vækst i verdensøkonomien på 3,2% p.a. er ikke nogen katastrofe, da det blot er 0,3%-point under det gennemsnitlige niveau på 3,5% p.a., der har været i de seneste 30 år, men det afgørende er selvfølgelig, at der kommer en snarlig stabilisering i udsigterne så det ikke ender med, at verdensøkonomien kastes ud i en recession.

Global PMI



Kilde: Markit and Haver Analytics

Hvis man betragter ovenstående graf for indkøbschefernes forventninger til fremtiden kan man tydeligt se, at der har været tale om en pæn nedgang i optimismen i de seneste 2 måneder både i Emerging Markets og i de udviklede økonomier. Det skal siges, at et tal over 50 indikerer fremgang, så der er fortsat tale om optimistiske indkøbschefer. Nedgangen i optimismen minder en del omkring den nedgang, som vi også så igennem 2015 og starten af 2016, hvor den økonomiske vækst i verdensøkonomien også var nede i niveau 3,1-3,2% p.a.

Det store spørgsmål er nu, hvorvidt at vi er tæt på en stabilisering i de økonomiske udsigter, eller om vi er på vej ind i en recession? Som vi tidligere har nævnt, er der ingen tvivl om, at den verserende handelskrig mellem USA og Kina spiller en stor rolle i besvarelse af dette spørgsmål. I forbindelse med det netop afholdte G20 møde i Japan, blev der afholdt møder mellem både USA og Kinas handelsdelegationer samt efterfølgende mellem de 2 landes præsidenter, hvor det blev aftalt, at sætter handelskrigen på "pause" i form af, at de genoptager handelsforhandlingerne og der ikke indføres nye toldsatser eller andre former for handelsrestriktioner. Fra begge lande forlyder det nu, at man har gjort store fremskridt, og de ser frem til at lave en god fælles aftale. Denne retorik er hørt før, så det bliver spændende at se, hvorvidt de formår at lave en aftale denne gang. Med de generelt forværrede økonomiske udsigter for begge lande, har de begge en stor interesse i at få lavet en aftale nu, så der burde være en god chance for, at det sker denne gang.

Bank of America Merrill Lynch foretager hver måned en forespørgsel til 200 globale porteføljeformidlere omkring, hvordan de er investeret. Denne undersøgelse er en god indikator for, hvor optimistiske/pessimistiske de store porteføljeformidlere er i verden. Hvis der enten er en høj grad af pessimisme eller optimisme, kan man som investor bruge undersøgelsen som en indikator for, at der ikke skal ske ret meget i modsat retning for udviklingen på de finansielle markeder kan gå i den modsatte retning af, hvad de store investorer i høj grad ellers havde forventet og investeret efter.



Kilde: Bank of America Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

Hvis man ser på den sorte graf ovenfor angiver den, hvor stor en andel af investorerne der har overvægtet deres aktieandel i forhold til, hvor stor en andel af investorerne, der har overvægtet obligationsandelen. Seneste undersøgelse der er foretaget i 2. uge af juni 2019 viser, at optimismen for aktieinvesteringer ikke har været så lav siden Finanskrisen. Hvis man dykker ned i detaljerne i undersøgelsen, er den mest foretrukne investering en investering i amerikanske statsobligationer, og mange porteføljeformidlere har enten nedbragt deres aktieinvesteringer eller købt beskyttelse mod kursfald på aktierne på det seneste.

De forværrede økonomiske udsigter og handelskrigen mellem USA og Kina har således resulteret i, at de store porteføljeforvaltere har nedbragt deres risiko til et lavt niveau. Set i lyset af den udbredte skepsis er det bemærkelsesværdigt, at mange aktiemarkeder har formået at give et positivt afkast, om end beskedent, i løbet af det forgangne kvartal! Det fortæller os, at aktiemarkedet underliggende er stærkt, og skulle der komme et snarligt gennembrud i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina med en efterfølgende forbedring i de økonomiske udsigter, kan udviklingen på aktiemarkedet gå hen og overraske til den positive side, da mange investorer pludselig så er blevet fanget på det forkerte ben med en for lav aktieandel og med en for høj obligationsandel. Vi ser dette scenarie som en sandsynlig mulighed, hvorfor vi anbefaler en aktieandel tæt på det niveau man langsigtet ønsker til trods for, at vi også anerkender, der er en forhøjet politisk risiko i øjeblikket.

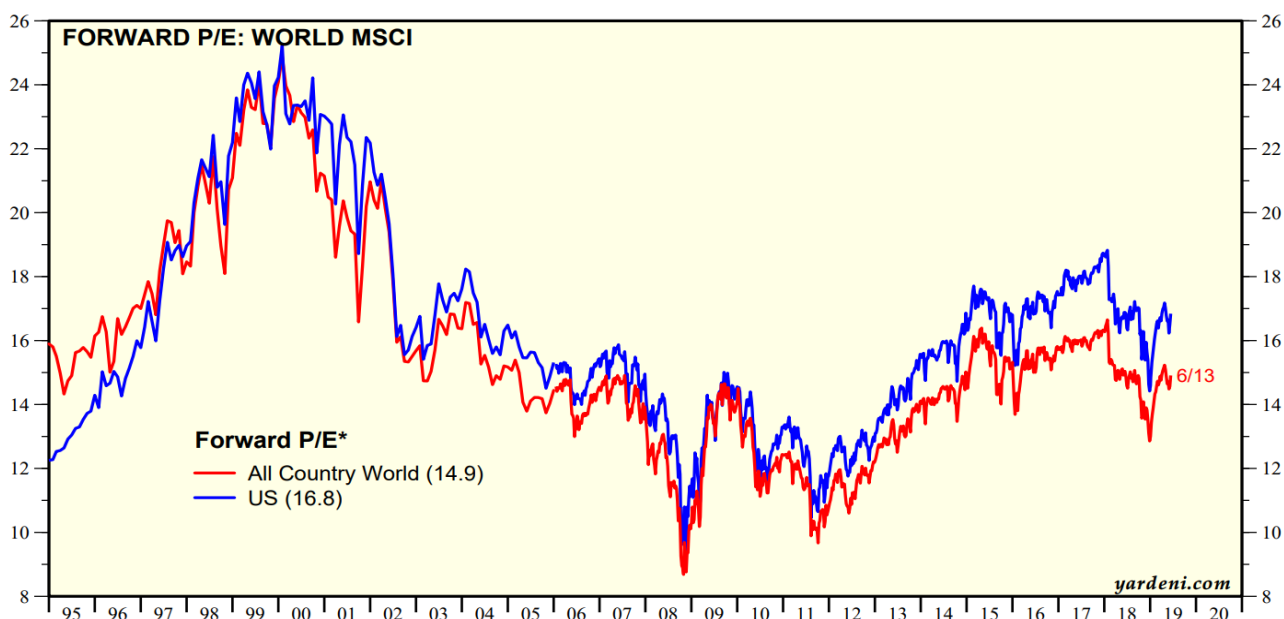
Aktier

Den forventede lavere økonomiske vækst i verdensøkonomien i 2019 har også sat sine spor til, hvilken indtjeningsvækst der nu kan forventes i aktieselskaberne. Hvis man ser på nedenstående graf, kan man se, at aktieselskaberne i MSCI World indekset i 2017 oplevede en indtjeningsfremgang på hele 17,5% p.a. og indtjeningen steg yderligere med 13,5% p.a. i 2018. For 2019 er forventningen nu, at der blot bliver tale om en indtjeningsfremgang på 3,8% p.a. set i forhold til indtjeningsniveauet for 2018. Forventningen til væksten i indtjeningen er således på et væsentligt lavere niveau i forhold til, hvad der er realiseret i de to foregående år, hvilket er godt i tråd med de generelt mindre optimistiske vækstforventninger for verdensøkonomien.

Årlig indtjeningsvækst i % pr. aktie			
	2017r	2018r	2019e
MSCI World	17,5	13,5	3,8
MSCI USA	11,9	24,3	3,1
MSCI Europa	15,9	8,1	3,6
MSCI Emerging Markets	24,0	7,4	5,2

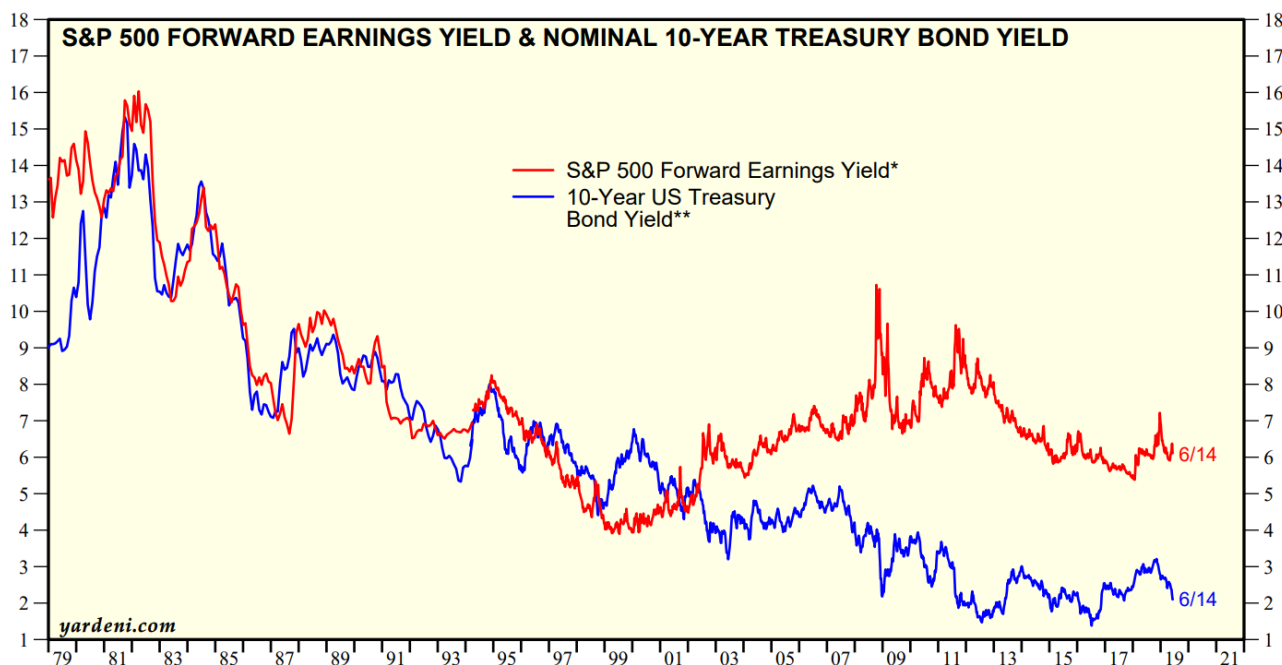
Kilde: Yardeni Research

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, er der efter vores vurdering ikke noget som umiddelbart tyder på, at aktierne skulle være prisfastsat for dyrt i øjeblikket. Ser vi på, hvilken pris man som investor betaler for en forventet indtjeningskrone i de kommende 12 måneder (benævnes forward P/E, og jo lavere dette tal er, desto billigere er en aktie umiddelbart, alt andet lige, og omvendt).



Hvis vi ser på ovenstående graf for den historiske prisfastsættelse af aktiemarkedet ud fra forward P/E niveauer, kan man se, at MSCI World pt. handles til en forward P/E værdi omkring 15, hvilket ligger godt på linje med det gennemsnitlige niveau for de seneste 5 år.

Hvis vi sammenligner prisfastsættelsen på aktier med den mest foretrukne investering blandt porteføljemanagerne i Bank og Americas Merrill Lynch seneste undersøgelse, amerikanske statsobligationer, og her en 10-årig amerikansk statsobligation, kan vi af nedenstående graf se den 10-årige amerikanske statsobligation aktuelt handles til en effektiv rente i niveau 2,0% p.a., mens de amerikanske aktier i S&P 500 indekset aktuelt til en forventet "earnings yield" i niveau 6,0% p.a.. dette svarer til en præmie på 4,0% p.a. for at investere i aktier frem for i 10-årige amerikanske statsobligationer. Som det ses af nedenstående graf, virker denne forskel meget høj i et historisk perspektiv. Set i forhold til obligationer virker aktier således på nuværende tidspunkt at være prisfastsat til den lave side. Den 10-årige tyske statsrente er aktuelt omkring -0,36% p.a. og den 20-årige danske statsrente er aktuelt omkring 0% p.a., så her er forskellen endnu mere udpræget i aktiers favør.



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

Obligationer

Udviklingen på obligationsmarkedet overrasker gang på gang, og det i forvejen lave renteniveau er fortsat med at blive endnu lavere. I skrivende stund handles en tysk 10-årig statsobligation til en effektiv rente på -0,36% p.a. og den 20-årige danske statsobligation handles til en effektiv forrentning omkring 0% p.a. Det er svært at forklare de meget lave effektive renter, medmindre investorerne virkelig frygter, at den europæiske økonomi er på vej ind i en dyb recession, og/eller der kommer deflation i Europa. Pt. er der ikke noget som tyder på hverken recession eller deflation, blot at den europæiske økonomi forventes at vokse i et niveau omkring 1,2% p.a. i 2019, mens kerneinflationen forventes at forblive på et niveau omkring 1,0% p.a. gennem 2019. Den europæiske centralbank, ECB, har dog signaleret, at de er parate til at lempe pengepolitikken yderligere, hvis der bliver behov for dette, og de har udskudt en forventet renteforhøjelse til tidligst i 2. halvår af 2020. Den nuværende prisfastsættelse på de danske og tyske statsobligationer indikerer, at investorerne forventer, at vi skal leve med negative renter i mange år endnu! Det er i vores optik en meget pessimistisk antagelse,

hvorfor man som investor bør være varsom med at have en stor andel af lange obligationer i sin portefølje.

Der har i medierne været en del fokus på, at man som investor skal betragte at få 0% på sin bankkonto som et attraktivt alternativ til korte obligationer. Dette har Finanstilsynet også fastslået. Vi er umiddelbart enige i den betragtning, hvis man ikke kommer i karambolage med Indskydergarantien. Som investor skal man dog være opmærksom på, at rentesatsen selvfølgelig kan ændres. Det forekommer mere og mere sandsynligt, at bankerne vil også indføre negative renter på kontantindestående over for privatkunder inden for en overskuelig fremtid, da det ud fra et forretningsmæssigt perspektiv ikke giver nogen mening, at bankerne får en rente på -0,65% p.a. når de indsætter overskudslikviditet over en vis grænse i Nationalbanken for efterfølgende at give kunden en forrentning på 0,0% for de samme penge. Bankerne taber således umiddelbart 0,65% p.a. på denne øvelse endda før afholdelse af omkostninger i banken. Dette er det svært at se den gode forretning i, set fra bankernes side, mens det for indskyderne er en glimrende forretning! Vi forventer, at indlånsprodukter i fremtiden i stigende grad vil afspejle de markedsmæssige renter i kombination med det enkelte pengeinstituts funding situation. Som privatkunde og investor betyder dette, at man sandsynligvis må indstille sig på, at der også snart kommer negative indlånsrenter, som det allerede er tilfældet for de fleste erhvervskunder.

4. juli 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

