

Markedskommentar december: 2018 blev et tabt aktieår – vi leverer dog stærk relativ performance!

- Moderat aftagende vækst jf. OECDs ledende indikatorer dog stadig over 3 % globalt.
- Aktier er blevet meget billigere ift. både indtjening og obligationer. Faldende renter pga. markedsuro.
- Trump indikerer en god dialog med kineserne. Handelskrigen ml. USA og Kina forventes afklaret inden 1/3.
- Afventende og tålmodig ECB – første rentestigning forventes efter sommeren 2019. Obligationsopkøbet for nye penge er nu afsluttet, mens obligationer, der udløber, bliver geninvesteret.
- FED er tættere på en neutral rente – inflationen under 2 % bl.a. pga. faldende oliepris. Der forventes kun få eller ingen rentestigninger i løbet af 2019.
- Kina afbøder den negative effekt af handelskrigen ved at føre en ekspansiv finans-og pengepolitik
- **Fokuspunkter:** Handelsaftale ml. USA og Kina, virksomhedernes regnskaber og forventninger og Brexitaftale og -afstemning i det britiske parlament

Vi må konstatere, at 2018 blev et år, som på ingen måde levede op til forventningerne. Vi startede året med skyfri himmel og et synkront globalt opsving, men siden har bl.a. vækstbekymringer, faldende tillidsindikatorer, handelskrig og strammere pengepolitik bevirket, at mange ledende aktieindeks er nede med mere end 10 pct. over året selvom virksomhederne leverede stærke indtjeningstal. Renterne på statsobligationer er til gengæld faldet ned på det laveste niveau siden begyndelsen af 2017, da investorerne har søgt tilflugt i sikre havne som bl.a. statsobligationer fra Tyskland og Danmark, japanske yen, schweizer franc og guld.

Samlet har det givet afkast på -2,2% i Stabil, -3,4% i VerdensIndex og -4,4% i Livscyklus 2030-40, mens Livscyklus 2040-50 har givet et afkast på -1,8% siden starten d. 14/2-18. Alle afdelinger har klaret sig meget stærkt i forhold til både danske konkurrenter og europæiske konkurrenter bl.a. pga. lavere omkostninger, færre omlægninger og transaktioner, en overvægt af danske realkreditobligationer, en undervægt af høj rente virksomhedsobligationer og en svag undervægt af aktier i det meste af 4. kvartal. Merafkastet ift. de respektive Morningstar investeringskategorier har været hhv. +2,5%, +3,4%, +3,8% og +2,7%. Så det vil vi i det mindste glæde os over.

Handelskrig, politisk usikkerhed i Europa og frygt for en aggressiv pengepolitisk stramning i USA for at imødegå et inflationært pres har været afgørende for udviklingen på finansmarkederne i år. Men heller ikke realøkonomien har kunne holde de høje vækstrater, og de fleste prognosemagere har løbende måttet nedjustere forventningerne til væksten i verdensøkonomien i år.

Den europæiske økonomi har skuffet, men også landene i Asien har måttet indse, at det kan koste at være en vigtig del af den globale værdikæde, når udsigterne bliver lidt mere afdæmpede. Det er faktisk kun i USA, at der endnu ikke er tegn på en alvorlig afmatning i økonomien, hvilket nok primært skyldes de markante skattelettelser til både erhverv og husholdninger, som præsident Trump har leveret. Effekterne heraf vil med stor sandsynlighed også virke gennem det meste af 2019, men de kan næppe forhindre, at den globale vækst kommer til at aftage lidt yderligere.

Afgørende for 2019 bliver en handelsaftale eller afklaring på handelskrigen mellem USA og Kina. Derudover vil det være afgørende, at den amerikanske centralbank stopper sine rentestigninger, da inflationen er lav og økonomien på vej lidt ned tempo.

En af de store ubekendte i ligningen for 2019 er også, hvordan slutspillet om brexit udvikler sig. For tiden er meget kaos i Storbritannien, og der er fortsat risiko for et hårdt og rodet farvel til EU. Det vil kunne føre til en dyb recession i britisk økonomi, som også vil få følger i EU. Hvis det derimod lykkes at få en aftale på plads, er der håb om, at det bliver uden markante negative konsekvenser for hverken EU eller Storbritannien. Og endelig bliver det i stigende udstrækning muligt, at briterne slet ikke forlader EU i denne omgang.

Som investor må man i princippet forberede sig på mange scenarier, og 2019 tegner på forhånd til at blive lige så uforudsigeligt som det gamle år, når det gælder den økonomiske udvikling. Derfor er risikospredning, en passende risikoprofil ift. formål og tidshorisont samt den sikre gevinst, som lavere omkostninger giver, altid vigtigt. Aktier ser meget billige ud både i forhold til indtjening og obligationer, men de lavere tillidsindikatorer gør, at vi starter året med neutrale aktie- og obligationsvægte.

Til gengæld kan vi være sikre på, at verdens store centralbanker står klar på sidelinjen og følger udviklingen tæt. Så hvis væksten aftager yderligere og inflationen forbliver lav, vil den ventede pengepolitiske stramning blive afstemt i takt hermed. Der er derfor ikke megen grund til at frygte, at renterne kommer til at stige markant i hverken euroområdet eller USA i løbet af 2019.

Udmeldingerne fra Den Europæiske Centralbank er klare. Renten sættes tidligst op efter sommeren, og i lang tid derefter vil banken geninvestere afdrag på forfaldne statsobligationer for at undgå en dramatisk rentestigning, når det store opkøbsprogram af statsobligationer nu er afsluttet.

I USA er problemstillingen lidt anderledes, fordi centralbanken, Fed, nærmer sig afslutningen på den pengepolitiske cyklus. Banken har over de seneste tre år sat renten op ni gange, og hvis det var op til præsident Trump, ville det allerede være sket for sidste gang. I slutningen af november blandede præsidenten sig nemlig for alvor i den pengepolitiske debat, da han i et interview med Washington Post erklærede, at han på ingen måde var tilfreds med sit valg af Jerome Powell som direktør for Fed, fordi de højere renter virker mod præsidentens bestræbelser på at øge væksten i den amerikanske økonomi. Fed har et dobbeltmandat, hvor banken både skal sikre fuld beskæftigelse og en stabil inflationsudvikling.

Givet den aktuelle konjunktursituation er der tale om en behersket og fint afstemt stramning af pengepolitikken, som vil bidrage til at sikre en blød landing i verdens største økonomi efter næsten 10 års kontinuerligt opsving. Dertil skal lægges, at arbejdsmarkedet fortsat er stærke, og at der er udsigt til en lempelse af finanspolitikken i mange andre lande. Det burde være tilstrækkeligt til, at verdensøkonomien holder sig oven vande, og der i løbet af 2019 kommer mere ro på de finansielle markeder.

Prissætning af aktier og obligationer

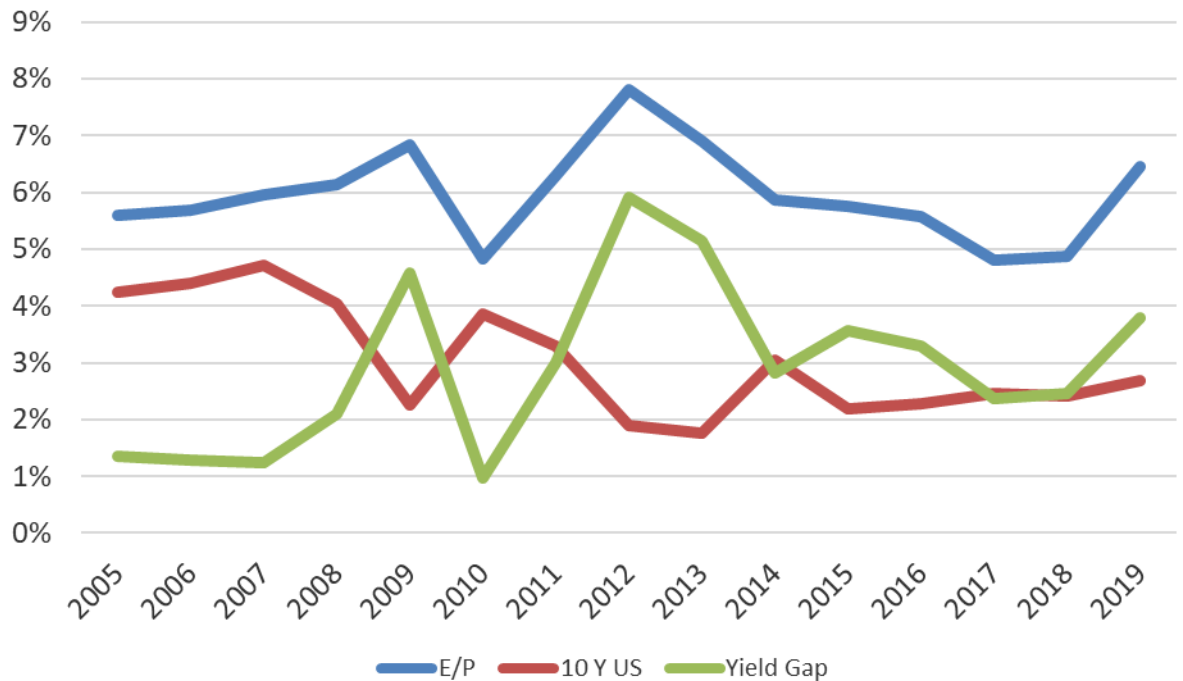
Globale aktier er endnu en gang blevet billigere i prissætning i december i takt med generelt fornuftige regnskaber og indtjening samt faldende aktiekurser. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 15,47 mod 16,78 i slutningen af november, hvilket nu er under niveauet for den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	15,47	-1,31
Nordamerika:	18,20	-1,82
Europa	14,08	-0,81
Pacific:	11,99	-0,91
Emerging Markets	12,00	-0,51
Danmark	18,64	-1,04

Alle regioner er blevet billigere i prissætning i forhold til indtjening. En indtjeningskrone i globale aktier er faldet fra 20,55 til 15,47 eller 25 %. Pacific, Europa og Emerging Market ser billige ud. En afmatning i virksomhedernes indtjening er nu priset ind i de aktuelle aktiekurser. En indtjeningskrone i Danmark koster pt. 20 % mere end i de globale aktier, hvilket er 4 % højere end i sidste måned, hvorved det pt. ser attraktivt ud at sprede sine investeringer væk fra en evt. alt for høj andel i danske aktier. Det er første gang i lang tid, at danske aktier er dyrere prisfastsat end amerikanske.

I forhold til den aktuelle indtjening har globale aktier ikke været billigere siden starten af 2014 jf. den blå graf på næste side.

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på ”afkast” på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10-årige amerikanske statsrente, er de globale aktier blevet voldsomt meget billigere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 3,78 % mod 2,80 % i sidste måned. Spændet er dermed langt over det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved aktier historisk set er meget attraktivt prisfastsatte i forhold til amerikanske obligationer (de er meget billige i forhold til tyske og danske obligationer, hvor renten er ca. 2,5 % lavere end i USA). Vi skal tilbage til starten af 2014 for at finde i tidspunkt, hvor aktier har fremstået mere attraktive i forhold til obligationer jf. den grønne graf på næste side.



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10-årige amerikanske statsrente. Kilde Infront og MSCI.

Sådan læses grafen:

Blå linje: Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 % er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

Rød linje: Måler den 10-årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativ korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

Grøn linje: Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

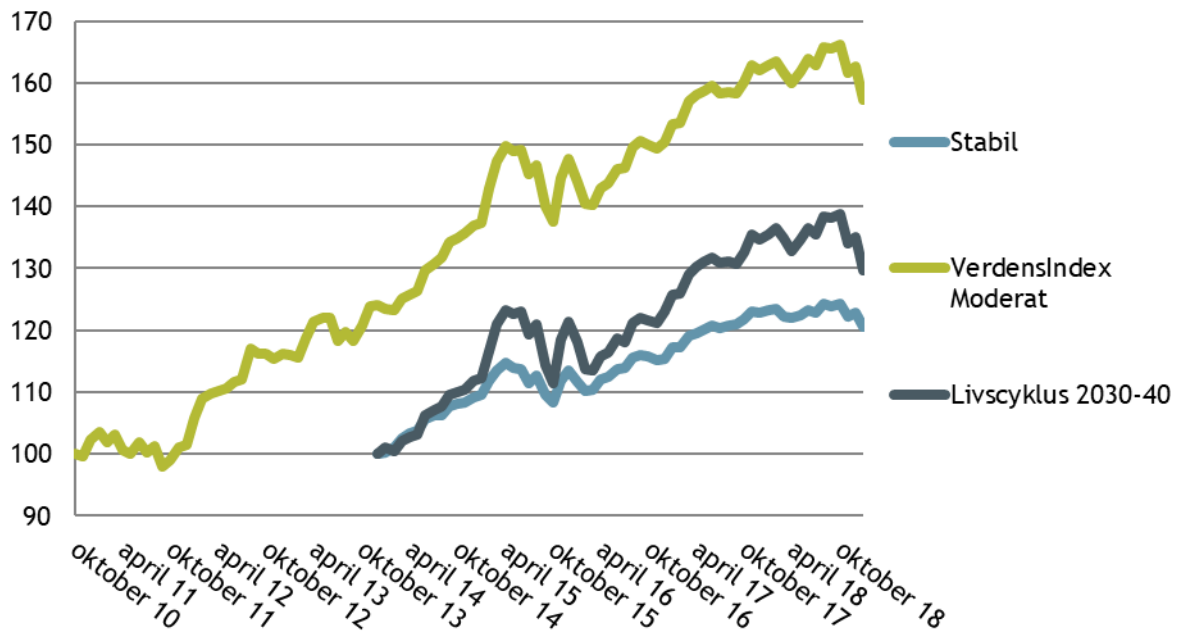
Afkast:	Dec	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Nordamerikanske aktier:	-9,4%	-0,5%	7,2%	14,6%	13,0%	30,1%	26,3%
Europæiske aktier:	-6,9%	-11,1%	11,2%	0,7%	10,6%	7,7%	20,6%
Pacific aktier:	-6,3%	-10,3%	9,5%	6,8%	15,7%	8,9%	12,9%
Emerging Markets aktier:	-3,8%	-10,8%	20,6%	13,6%	-5,4%	9,4%	-7,8%
Danske aktier:	-4,0%	-11,5%	14,6%	-0,1%	30,9%	19,1%	33,5%
Ejendomme Europa ex. UK	-5,2%	-6,8%	17,0%	4,9%	16,9%	21,2%	4,2%
Erhv. obligationer, dollar:	-0,7%	-0,5%	-6,7%	10,2%	10,4%	22,0%	-6,5%
Erhv. obligationer, euro:	-0,2%	-1,1%	2,3%	4,2%	-0,7%	8,1%	2,0%
Erhv.obl., High Yield euro:	-0,7%	-3,1%	4,7%	7,5%	-0,8%	3,5%	6,3%
Realkreditobl., euro:	0,2%	0,4%	0,8%	1,5%	0,3%	7,5%	2,7%
Statsobligationer, G7:	1,2%	4,3%	-6,7%	4,7%	8,6%	12,5%	-9,6%
Statsobligationer, euro:	1,1%	1,1%	0,0%	2,8%	1,6%	12,8%	1,9%
Statsinflationsobl. Globale:	0,1%	0,8%	-4,7%	6,9%	6,1%	17,9%	-9,7%
Emerging Markets obl.	0,6%	-2,5%	-0,3%	11,2%	-4,7%	7,7%	-14,4%
Nykredit Realkreditindeks:	0,2%	1,5%	4,0%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%

Afkast:	Dec	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Dollar:	-1,2%	5,0%	-12,2%	2,5%	11,7%	13,6%	-4,3%
Yen:	2,4%	7,8%	-8,8%	5,5%	11,3%	-0,3%	-21,3%
Pund:	-1,1%	-0,9%	-3,9%	-14,2%	5,7%	6,8%	-2,4%

Afkast:	Dec	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Optimal Stabil	-1,9%	-2,2%	5,1%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*
Optimal VerdensIndex	-3,3%	-3,4%	6,2%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%
Optimal Livscyklus 2030-40	-4,0%	-4,4%	7,8%	6,6%	5,1%	11,1%	11,6%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark.

Optimal Livscyklus 2040-50 har givet -1,8% i afkast de første 10 ½ måneder.



Note: Historiske udvikling i vores afdelinger siden deres start (hvad er 100 kr. blevet til)

Alle aktiemarkeder blev hårdt ramt i december specielt amerikanske. IT sektoren, der har trukket et stort afkastmæssigt læs gennem flere år, ser ud til at have toppet på den korte bane, hvilket rammer amerikanske aktier hårdere end andre regioner. Sikre obligationer som stats- og realkreditobligationer var de eneste sikre havne i 2018, mens mere risikofyldte obligationer som High Yield og Emerging Markets statsobligationer også blev ramt af markedsuroen og kreditspændsudvidelser. Vi har i 2018 haft en lavere andel af High Yield obligationer, end mange af vores konkurrenters private banking aftaler og bankpuljer mv. Vi øger netop nu andelen på High Yield obligationer svagt på bekostning af mere sikre danske realkreditobligationer. Vi forventer større politik og økonomisk klarhed og mindre markedsuro i løbet af 1. kvartal. Afkastet for 2019 forventes at være ml. 3,5 % - 6 % i vores afdelinger.

Kommer der rentestigninger i Europa? Tjah.... det har mange iagttagere forventet i lang tid. Risikoen er dog efter vores bedste overbevisning asymmetrisk, hvorved vi fortsat gerne vil fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Vores rentefølsomhed er derfor stadig lav, da renterne stadig er historisk lave specielt i Europa. Derfor er vores rentefølsomhed fortsat lavere end benchmark, så vi er mere robuste ved evt. stigende renter.

Med venlig hilsen og godt nytår til alle!

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest