

4. kvartal 2017

KontoInvest 75



Kære Investor

Indledningsvist gør vi opmærksom på, at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Kurserne på globale aktier steg 4,1% i kvartalet, primært trukket op af amerikanske aktier i kølvandet på den amerikanske skattereform. Reformen er især positiv for de amerikanske selskaber, mens aktiemarkedene i resten af verden ikke i samme grad påvirkes direkte. Der forventes dog at være en afsmittende effekt, fra øget velstand og flere investeringer, på resten af verden. Blandt andet derfor så vi også en stigning i råvarepriserne, som trak porteføljens Emerging Markets-aktier op. Til gengæld stod aktiemarkedene i Europa stille, efter politisk usikkerhed kom tilbage på den finansielle radar. Men også en styrkelse af euroen overfor en række valutaer tog toppen af de europæiske markeder, hvor virksomhederne efter betydelig styrkelse af euroen i 2017 står noget svagere i den internationale konkurrence. Afdæmpede bevægelser i de længere obligationsrenter betød, at aktiemarkedene generelt ikke oplevede modvind fra denne front.

Obligationsinvesteringerne i danske realkredit-obligationer trak afkastet op, da der blev leveret et noget højere afkast end på traditionelle statsobligationer. Afkastet på porteføljens globale aktieportefølje kunne ikke helt følge med afkastet på sammenligningsindekset, hvilket trak merafkastet ned.

Vi har i løbet af 4. kvartal øget investeringerne i Emerging Markets-obligationer, som er blevet købt på bekostning af primært korte danske obligationer. I aktieporteføljen har vi udnyttet den positive medvind til at reducere risikoen lidt, ved at købe Højt Udbytte Aktier frem for Globale Aktier. I tillæg hertil har vi købt en mindre andel New Emerging Markets Aktier, som typisk er mindre afhængige af de globale konturer, og mere afhængige af demografisk, politisk og økonomisk velstand i en række mindre bemidlede lande.

Positive globale vinde

Økonomiske nøgletal har i 4. kvartal peget mod fortsat positiv vækst i alle større økonomier, og fortsætter dermed den tendens som har præget 2017. For første gang siden 2007 er der tale om et synkront globalt opsving, og det har været en betydelig årsag til aktiekursstigningerne i 2017. I USA trak udsigterne til en skattereform og øget

økonomisk aktivitet virksomhedernes tillidsindeks op, samtidig med at forbrugertilliden ligger meget højt. Der er blandt husholdningerne i USA en klar forventning om at lønningerne vil være stigende i 2018, og det er naturligvis med til at trække tilliden op. Men også kraftige stigninger i boligpriser og aktiekurser har givet privatpersoner i USA en opfattelse af øget velstand.

Amerikansk skattereform

Fra de finansielle markeder var der betydeligt fokus på den amerikanske skattereform, som efter lange forhandlinger endelig faldt på plads ved udgangen af december. Selskabsskatten sættes ned fra 35% til 21%, og en større del af virksomhedernes overskud vil dermed være til rådighed for aktionærene fremover. Derfor er aktiemarkederne i særligt USA steget i løbet af kvartalet, i takt med at sandsynligheden pegede i retning af en vedtagelse. I reformen bliver der også plads til midlertidige skattelettelser til privatpersoner, om end uafhængige beregninger viser, at de mest velbærgede får langt størstedelen af skattelettelserne. Reformen kommer primært amerikanske selskaber til gode, mens virksomheder i andre lande primært begunstiges af "andenordens effekter" i form af stigende forbrug i USA. Reformen indeholder langt mere end blot nedsættelse af satser: Fordi republikanerne har vedtaget den med et snævert flertal, er der "kun" råd til en samlet skattelettelse på 1500 mia. \$, og den resterende nedsættelse af satserne finansieres ved at ændre en række fradragsmuligheder for private og virksomheder. Derfor er skattereformen ikke entydigt positiv, og blandt andet estimerer Moody's at omkring 25% af amerikanske virksomheder med lav kreditvurdering vil være dårligere stillet efter reformen end før. Ikke desto mindre er reformen samlet set positiv for de amerikanske aktiemarkeder, og en betydelig årsag til stigningerne i 4. kvartal. Reformen kommer dog på et tidspunkt hvor amerikansk økonomi i forvejen kører i højt gear, og truer med at overophede økonomien.

Den amerikanske centralbank (Fed) satte i december renten op for 3. gang i 2017 og for 5. gang i dette økonomiske opsving. Renteforhøjelsen var ventet, da bedre konjunkturer og ikke mindst udsigten til en skattereform forventes at lægge et

opadgående pres på inflationsudviklingen. Problemet er, at reformen ikke øger det langsigtede vækstpotentiale, men giver cyklisk medvind til en økonomi som i forvejen bevæger sig hurtigere end den naturlige hastighed. Derfor kan Fed på kort sigt blive tvunget til at sætte renten op, men herefter vil behovet for yderligere renteforhøjelser ebbe ud. Vi har derfor set en betydelig stigning i de 2-årige renter, men kun et begrænset løft i de længere renter – også i Danmark.

Politisk uro ulmer i Europa

I Europa ligger tillidsindikatorerne ligeledes højere, om end Europa anno 2017 ikke er en homogen størrelse. Tysk økonomi nyder godt af en relativt billig euro, som giver god konkurrenceevne overfor udlandet, og dermed trækker nettoeksporten kraftigt i vejret. Ifo indekset for tysk økonomi ramte i november måned det højeste niveau nogensinde, som et tydeligt tegn på, at økonomien er glødende varm. Noget langsommere går det i Grækenland og Italien, som halter efter resten af Europa. Mens Frankrig i kølvandet på jordskredssejren til præsident Macron gennemgår en række (til tider upopulære) reformer, så kniber det med at gennemføre reformer i eksempelvis den italienske økonomi. Truslen fra de populistiske partier betyder, at ingen partier ønsker at gennemføre reformer, som vil reducere sandsynligheden for genvalg betydeligt. Der er valg i Italien til foråret, og markederne afventer med spænding udfaldet. Den politiske usikkerhed i Europa – ikke blot i Italien – har ligget som en dyne over aktiemarkederne, der trods positiv økonomisk udvikling har stået næsten stille i kvartalet. I Spanien har der været store uroligheder relateret til Catalonien, i Tyskland har Merkel haft svært ved at få momentum i regeringsforhandlingerne og i Storbritannien har man 1½ år efter Brexit først lige fået hul på de egentlige forhandlinger med EU.

De kommende kvartaler

Efter snart 9 års opsving er store dele af de finansielle markeder prisfestsat særdeles dyrt. Derudover står den globale økonomi sandsynligvis på en cyklisk top, da alle større lande oplever fremgang. Det sker vel at mærke på et tidspunkt, hvor den globale gældsætning er øget drastisk, og

hvor det pengepolitiske pendul vil dreje i strammere retning. Det er en cocktail, der ikke er særlig komfortskabende set fra et investorsperspektiv. Sandsynligheden for, at aktie- og obligationsmarkederne kan levere ligeså gode afkast i 2018, som i 2017, er lav. Vi kommer sandsynligvis til at se midlertidige korrektioner på de store aktiemarkeder, muligvis op mod 10% i løbet af 2018. Vi er i den sidste fase af en aktiefest, der har skabt et globalt afkast på hele 16% p.a. i DKK siden bunden i 2009. Det tempo er ikke holdbart, for kursstigningerne har overhalet indtjeningsfremgangen markant, hvilket har skabt høje kursniveauer ift. indtjeningen for mange selskaber.

Renterne forventes at være let stigende i de kommende kvartaler, hvor renten sandsynligvis vil blive sat op i USA, mens ECBs løbende opkøb vil være lavere end i 2017. Relativt lave inflationsudsigter og ikke mindst lavere trendmæssig vækst betyder dog, at der med stor sandsynlighed vil være et naturligt loft over rentestigningerne. Vi forventer at kunne levere positivt afkast, men ikke samme grad af stabilitet som i 2017.

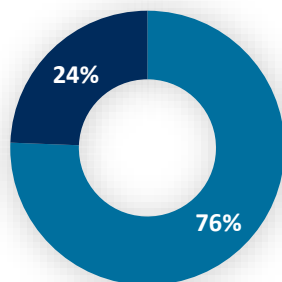
Med venlig hilsen

Nicolas Tousgaard

Redaktionen afsluttet den 31. december 2017.

Aktivfordeling pr. 31. december 2017:

- Aktier
- Obligationer inkl. kontanter

**Investeringsunivers**

KontoInvest 75 investerer i de globale aktie- og obligationsmarkeder via kapitalforeningsandele i Optima-fondene, som er betegnelsen for en familie af blandede fonde fra BankInvest, der er kendetegnet ved at investere i aktier og obligationer via investeringsforeninger. Den brede fordeling af investeringer på tværs af aktieselskaber og obligationstyper sikrer en høj grad af risikospredning. Aktieandelen udgør som udgangspunkt 75 %, men der er mulighed for at andelen kan svinge mellem 70% og 80%. Fonden er velegnet til investorer med ønske om en høj aktiespecifik risiko.

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S ("BankInvest")
Sundkrogsgade 7
2100 København Ø

Tlf.: 77 30 90 00
E-mail: info@bankinvest.dk

www.bankinvest.dk

Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen i afdelingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller unladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Tegning af andele i afdelingen bør ske på baggrund af prospekt og central investorinformation. Informationerne findes på www.bankinvest.dk