

Investeringskommentar

Februar 2018

2. februar 2018

Meltup!

Globale aktiemarkeder kom flyvende ud af startblokkene i januar med en stigning på 4,1% målt i lokal valuta. USA var som i 2017 dominerende blandt de store lande med en stigning på 5,7%, ligesom emerging markets fortsatte den fine performance med en stigning på næsten 7%. Indenfor emerging markets skiftede førertrøjen hænder fra Asien til Latinamerika, der steg med hele 14%.

På sektorniveau dominerede IT, finans og cyklisk forbrug, mens forsyning, telecom og stabilt forbrug underperformede. Dette betyder igen at cykliske aktier er kommet langt bedre ind i 2018 end defensive aktier.

Den generelt fornemme afkastudvikling har medført at ordet *meltup* (som i modsætning til *melt-down*) optræder oftere og oftere i markedsbeskrivelser, og at markedspsykologien har bevæget sig fra "there is no alternative" (TINA) til "fear of missing out" (FOMO).

Ikke alt er dog grønt, og ikke mindst danske aktier – og til dels tyske – er startet året i rødt. Endvidere betyder en fortsat svækkelse af dollaren, at afkast målt i danske kroner ligger et par procent lavere end angivet ovenfor.

Fremgang drevet af indtjening

Den positive afkastudvikling har indtil videre fundet støtte i virksomhedernes regnskaber for fjerde kvartal. I USA har 42% af S&P500 selskaberne i skrivende stund rapporteret. Af disse har 81% slået markedsestimaterne, hvilket er det højeste tal i syv år, og rapporteret indtjeningsvækst på 12% å/å. Hele 75% – et rekordhøjt antal – har løftet guidance for 2018, bl.a. som direkte følge af den nyligt vedtagne skattereform.

I Europa har endnu blot 20% af Stoxx600 selskaberne rapporteret, hvoraf 52% har slået forventningerne, og rapporteret en samlet indtjeningsvækst på 15% å/å. I Japan er tallene for Topix at 38% har rapporteret, 61% har slået estimerne og indtjeningsvæksten ligger på 14% å/å.

I alle tre regioner er der altså tale om positive overraskelser og to cifret indtjeningsvækst. Ikke uvæsentligt drives kursstigningerne i år således af indtjeningsvækst, snarere end multipel-ekspansion. Indtjeningsvæksten er ligeledes højere for cykliske end for defensive sektorer, hvilket om ikke andet medvirker til at bestyrke forventningerne om et økonomisk baseret markedsopsving.

Amazon vs Novo

Hvad der ikke har ændret sig ved årsskiftet er teknologisektorens totale dominans, bedst illustreret ved de amerikanske FANG-aktier og de kinesiske BAT-aktier. Facebook, Amazon, Netflix og Google steg som gruppe med 20% i januar, mens Baidu, Alibaba og Tencent steg med 13%. Markedet tog bl.a. godt i mod meldingen fra Amazon om et samarbejde med JP Morgan og Berkshire Hathaway om sundhedsforsikringer, og tolkede det som endnu et skridt mod en egentlig *disruption* af sundhedssektoren. Ikke underligt satte udmeldingen sig negativt i health care selskaber verden over, bl.a. danske Novo Nordisk.

Hold øje med farten

Inden man helt beruser sig i afkast er der samtidigt grund til at holde øje med ting, der udvikler sig mindre gunstigt. På obligationsmarkederne er renterne fortsat med at stige i år, og bl.a. tyske statsrenter er steget til det højeste i mere end to år,

mens vi i USA skal tilbage til 2014 for at finde et tilsvarende højt niveau for 10-årige renter. På råvaremarkederne er S&P GSCI-indekset ligeledes steget til det højeste siden 2014. Begge tendenser udtrykker at vi er sent i den økonomiske cyklus, og selvom den økonomiske fremgang kom bag på mange i 2017, så er den allerede nu fremskrevet og ikke længere hverken jomfruelig eller overraskende.

Dette gælder ikke mindst i USA, hvor den økonomiske ekspansion med en længde på 103 måneder er blandt de længste nogensinde. Ikke underligt ser vi nu flere og flere tegn på et stigende prispres, der uundgåeligt vil lede til yderligere rentestigninger fra den amerikanske centralbank. Vi kan forvente den næste i marts, og mindst to yderligere i år. I

Når vi ser på den kortsigtede økonomiske udvikling er billedet fortsat for det meste positivt, hvor ikke mindst arbejdsmarkeder og forbrugertillid udvikler sig stærkt. Ikke desto mindre bør man orientere sig i forhold til hvad der ligner en opbremsning af de tidligere industriindikatorer. Dette kan resultere i en de-acceleration i den samlede vækst i løbet af året, og ligeledes til at markedsforventningerne til den økonomiske vækst ikke længere vil blive løftet. Som jeg har skrevet om ved tidligere lejligheder, så er det min vurdering, at vi er i et *sweet spot* hvad angår både økonomi og inflation, hvor kombinationen nok vil opleves som værende ringere i takt med at året skrider frem.

I sidste måneds kommentar konkluderede jeg at:

Samlet set taler en stærk økonomisk udvikling, lav inflation, tålmodige og aktivistiske centralbanker, stigende indtjening også i 2018 for en positiv udvikling for generelt rimeligt prissatte aktiemarkeder. Relativt til obligationer ser det forventede afkast på aktier meget attraktivt ud. Men i respekt for skiftende vinde i 2018 og det generelle fravær af korrektioner i 2017, taler meget samtidigt for at tage lidt risiko af bordet: Vi er sent i

både den finansielle og den økonomiske cyklus.

Dette er fortsat min holdning, og den generelle nyhedsstrøm i løbet af den seneste måned har blot bekræftet mit syn på det kommende investeringsår. I modsætning til ved indgangen til januar, synes risikoen for en korrektion så meget desto større nu.

Farvel og på gensyn!

Denne investeringskommentar er den sidste fra min hånd i dette format, idet jeg fratræder min stilling som investeringsdirektør i Saxo Privatbank. Mere end 60 kommentarer er det blevet til siden november 2012. Det har – for mig i det mindste – været en fornøjelse. Jeg ønsker alle læsere et godt investeringsår.

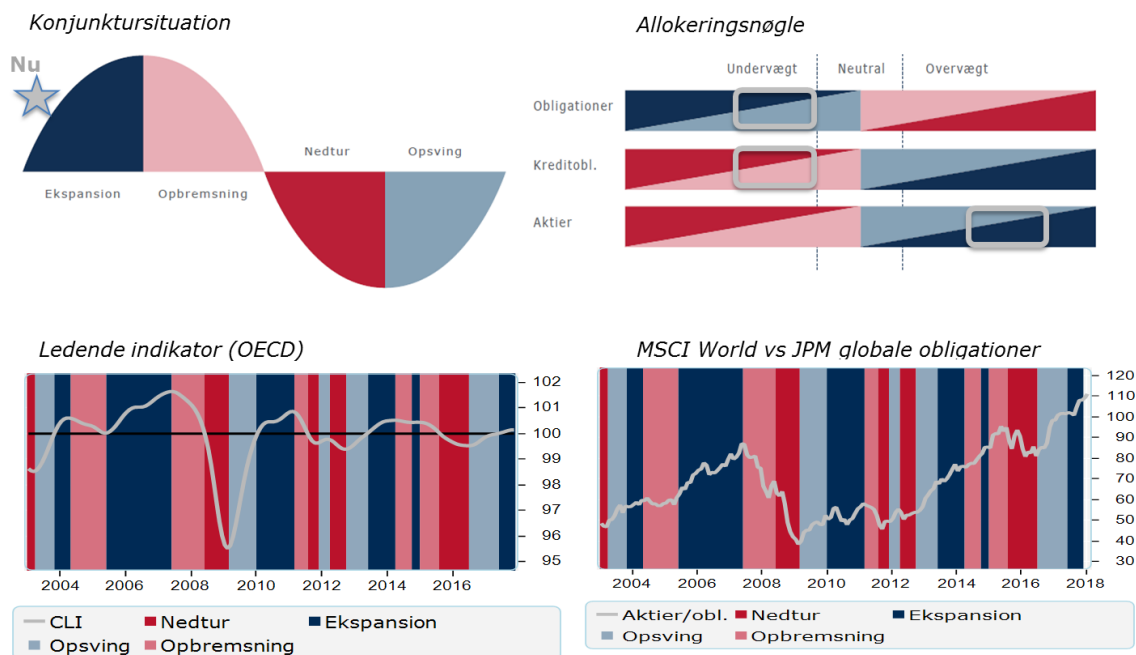


Teis Knuthsen, investeringsdirektør

Følg Teis Knuthsen på [Børsen](#), [Twitter](#) og [Linkedin](#).

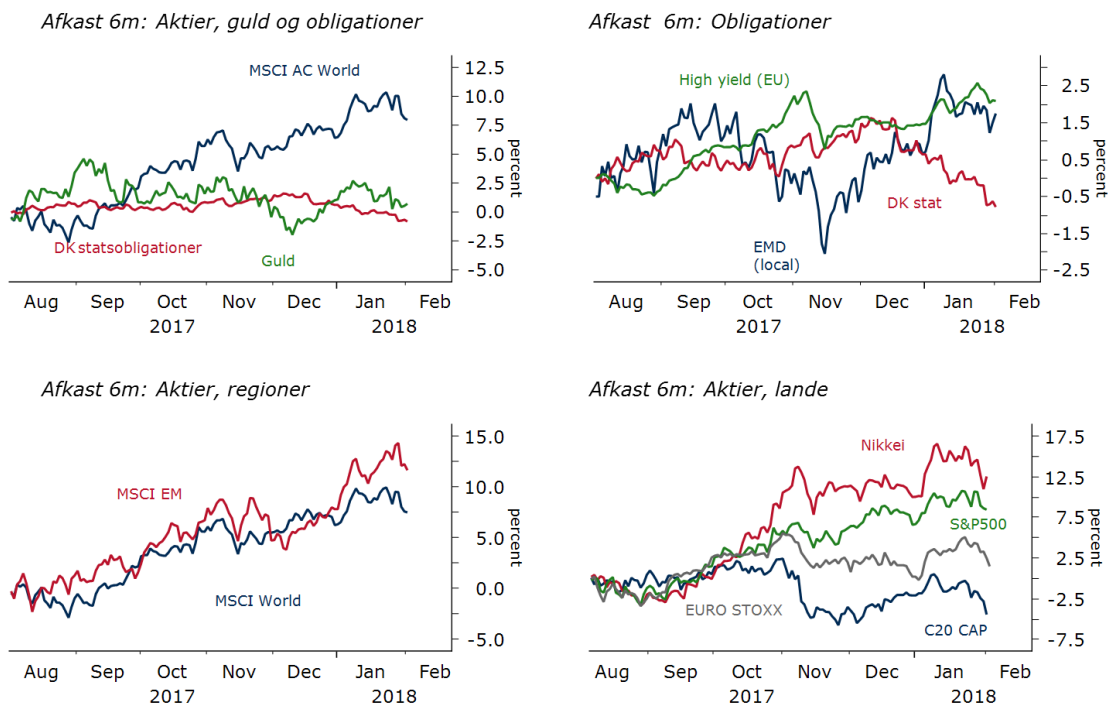
Læs flere analyser og kommentarer [her](#).

Konjunktursituation og allokeringsnøgle



Kilde: Macrobond, Saxo Privatbank

Afkastudvikling, % (DKK)



Kilde: Macrobond, Saxo Privatbank

Ansvarsfraskrivelse:

Dette materiale er udarbejdet af Saxo Privatbank A/S (Banken) til generel orientering for de investorer, som Banken har udleveret materialet til. Investorerne må selv fortolke materialet, og er velkomne til at kontakte Banken for nærmere redegørelse om forudsætningerne, som materialet bygger på.

Banken har efter bedste evne bestræbt sig på at sikre, at oplysningerne er fuldstændige og korrekte, men påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. Banken påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet. Banken gør opmærksom på, at oplysninger, herunder eventuelle priser og kurser, kan blive eller er forældet.

Såfremt en publikation forældes, er Saxo Privatbank på ingen måde forpligtet til at opdatere publikationen, informere modtagerne af publikationen eller foretage nogen anden handling. Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling.

Fremtidige afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover.

RISIKOADVASEL

Handel med de produkter og ydelser som Banken tilbyder, selv hvis handlen er gjort i overensstemmelse med en anbefaling, kan resultere i tab såvel som fortjeneste. Banken er ikke ansvarlig for tab hidrørende fra en investering, der er foretaget på baggrund af en formodet anbefaling.

Ansvarsfraskrivelse

I tillæg til oplysningerne i denne Disclaimer henvises til Saxo Privatbanks ansvarsfraskrivelse <http://www.saxoprivatbank.dk>, ansvarsfraskrivelse