

Investeringskommentar

Januar 2018

29. december 2017

Det uventede bull marked

I starten af december sidste år holdt en af Børsens journalister en mikrofon op foran mig for rullende kamera og spurgte om vi var i et *bull marked*. Ja, fik jeg fremstammet, selvom jeg egentlig ikke på det tidspunkt havde sat det ord på stigningen i aktiemarkedene i kølvandet af det amerikanske præsidentvalg.

Tidligere samme dag havde jeg i en blog argumenteret for at det generelle syn på såvel økonomisk vækst som finansielle afkast stod foran en opjustering (se [Vækst, inflation og aktier stiger i 2017](#), 6. december 2016). Jeg var i stigende grad af den opfattelse, at der var en alt for stor frakobling mellem hvad investorer, økonomer, journalister og andre meningsdannere mente de så, og hvad der rent faktisk skete, og jeg var ret overbevist om at stigende vækst og stigende indtjening ville kunne udløse ganske fornuftige kursstigninger.

Når vi gør regnestykket for 2017 op, så ikke alene står det klart at det har været **et fremragende år for den globale økonomi**, med accelererende vækst, faldende arbejdsløshed og stigende investeringer, men også et år med meget **fine afkast på de fleste aktiemarkeder**. I skrivende stund er globale aktier (MSCI ACWII) steget med 19,8% opgjort i lokalvaluta, hvilket er mere end dobbelt så meget som vi kan tillade os at bede om i et standard-år. Set med danske øjne har kursfesten været mere beskeden, idet en stigning i danske kroner har sænket afkastet på globale aktier til omtrent det halve, men vi kan dog glæde os over at danske aktier selv har præsteret et afkast omkring 15%.

Peak performance?

Når jeg ser på udsigterne for 2018, så er mine forventninger anderledes end for et år siden. Hvor jeg sidste år var noget irriteret over hvor negativ stemningen var, så er der i dag nærmest ingen ende på optimismen. Det gælder den generelle økonomiske situation, hvor vi nu debatterer flaskehalse og forventer at en stigning i virksomhedernes investeringer vil drive det næste ben i opsvinget. Og det gælder i høj grad for finansmarkedene, hvor næsten alle strateger og økonomer i dag er positive, hvor private investorer *en masse* har kastet sig over spekulative investeringer i bitcoins, og hvor komplicerede kreditstrukturer ser den største vækst siden årene inden finanskrisen.

Når det gælder den økonomiske situation, så er jeg ikke sikker på, at den vil føles ligeså komfortabel i 2018 som i 2017. Der er ingen tvivl om, at vi afslutter dette år med hvad der bedst kan beskrives som en re-acceleration i den kortsigtede industrikonjunktur, og hvor alle primære økonomiske sektorer nu bidrager til stigende vækst (herunder privatforbrug, boligmarked, og investeringer). Dette er ikke en overraskende udvikling, men er en naturlig afslutning på en gældsbaseøkonomisk recession som den vi gennemgik for et årti siden. Væksten i sig selv er altså ikke problemet.

Problemet er derimod at vi ikke i 2018 kan genskabe en for flertallet uventet positiv økonomisk udvikling uden de negative sideeffekter, der normalt hører med til opgangskonjunkturer. Med andre ord så vil vi enten se mere udtalte flaskehalse, et højere løn- og inflationspres, en strammere pengepolitik, stigende renter, og færre rentable investeringsprojekter. Eller vi vil

opleve en nedgang i den kortsigtede konjunktur, hvormed hverken inflation eller pengepolitik bliver udfordringen. Jeg ønsker ikke at være unødigt pessimistisk, men jeg kan ikke slippe følelsen af, at det ikke bliver bedre end lige nu.

Afgrundens rand

Min investeringsstrategi for 2017 har været baseret på en overvægt af risiko i vores porteføljer. Det har medført en overvægt af aktier i forhold til obligationer, og indenfor aktier en overvægt af emerging markets, IT, momentum og Danmark. Mine største fejlskud har været ikke i tide at beskytte mig mod en faldende dollar, at tro for længe på at en konjunkturopgang i 2017 ville lede til overperformance også for valueaktier, samt ikke at rydde ud i mere defensive positioner. I de seneste måneder har vi reduceret vores eksponering til high yield kredit, og netop i disse dage skruer vi noget ned for vores overvægt af aktier.

Hvis vi får en traditionel konjunkturedgang fra en økonomisk ekspansion til en opbremsning, hvor væksten er positiv men aftagende, så er de vigtigste budskaber at reducere den overordnede finansielle risiko, samt at rotere mod de mere defensive dele af aktiemarkedene. Hvis vi i stedet fortsætter mod en stadig varmere økonomi, så skal man fastholde sin cykliske eksponering, men reducere sin rentefølsomhed, inkl. til dyrt prissatte kreditsegmenter.

Vi kan ikke i dag træffe dette valg med nogen større præcision, men vi kan forberede hvad der forekommer mig som et afgørende valg for det kommende år. Eller som Knud Heinesen sagde i 1979: *"Nogen fremstiller det, som om vi kører på kanten af afgrunden. Det gør vi ikke, men vi har kurs imod den, og vi kan se den"*.

Korrektioner? Hvilke korrektioner?

Med til historien om investeringsåret 2017 hører fraværet af egentlige korrektioner. Jo, såmænd, danske aktier dykkede i november, og europæiske aktier tog et dollar-drevent fald henover sommeren, men for øvrige markeder har tabsperioderne været bemærkelsesværdige

ved deres fravær. For S&P500 har det største periodetab i 2017 været 2,5%, hvilket skal sammenlignes med et tab på 14% i 2016. For emerging markets gælder samme udvikling: det maksimale periodetab i 2017 har været på 4,8%, hvilket er minimalt ift. det maksimale tab på 24% i 2016.

Hvis fraværet af korrektioner er en side af historien om 2017, så er faldende volatilitet en anden. Med til 2017 hører at finansiell volatilitet er faldet til rekordlave niveauer. Lav volatilitet og fraværet af korrektioner fører naturligt til en øget appetit for risikobehæftede investeringer, hvilket bl.a. afspejles i at private investorer i USA nu har rekordlave kontantbeholdninger, samt i at rentebærende ETF'er (inkl. high yield kredit og lignende) har passeret 500 mia. dollar i investeret kapital.

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.

Godt nytår!

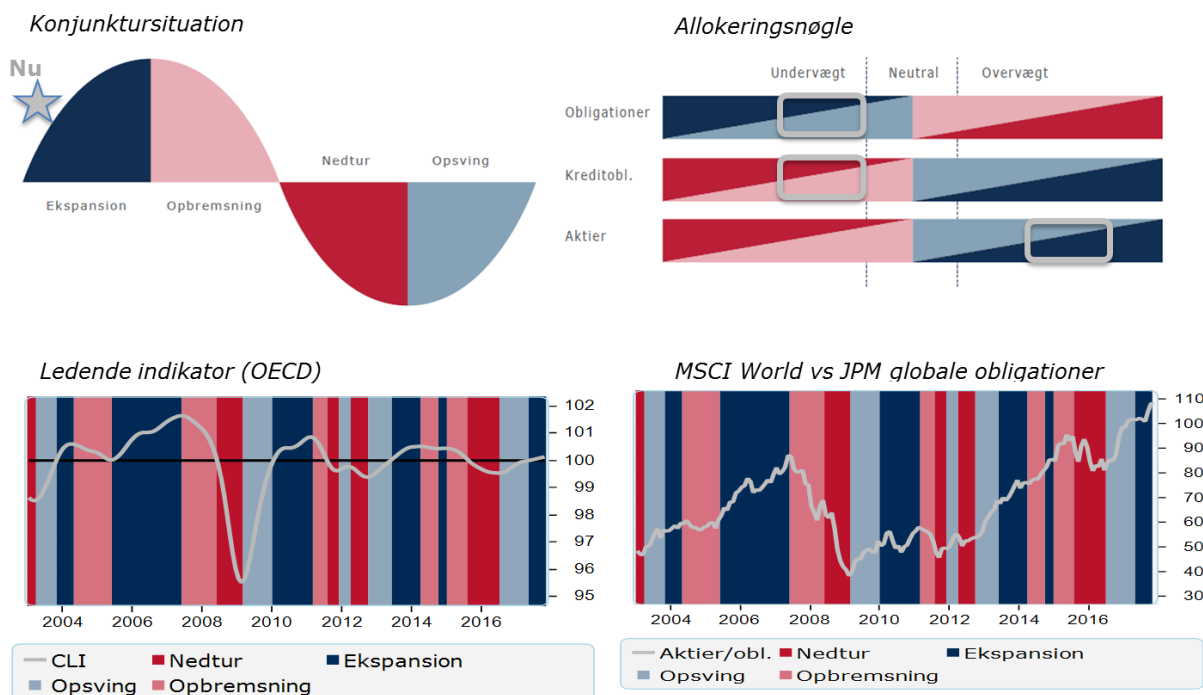


Teis Knuthsen, investeringsdirektør

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

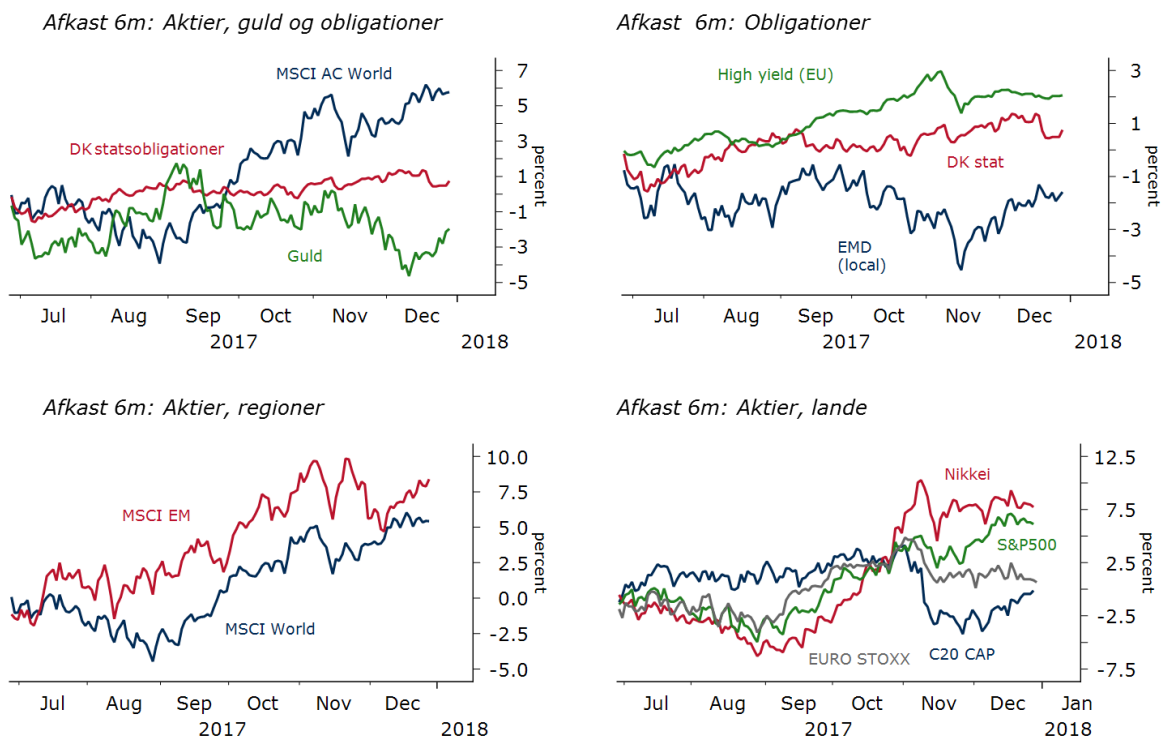
Læs flere analyser og kommentarer [her](#).

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.

RISIKOADVÆRSEL

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