

# Afkast og udvikling på de finansielle markeder

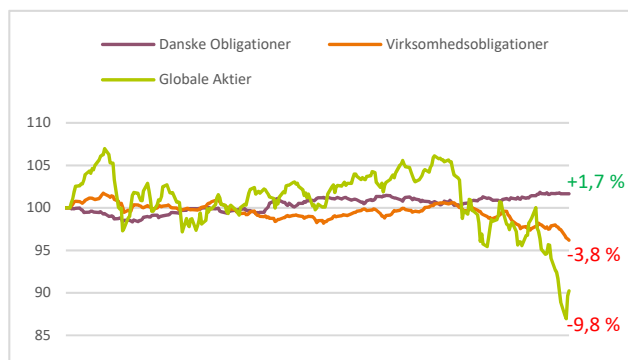
Med et fjerde kvartal i 2018, som afkastmæssigt ikke er set værre siden den store finanskrisen i 2008, lukkede året med negative afkast i alle puljer, som er investeret helt eller delvis i aktier. Stramning af pengepolitik i USA samt den handelskrig med Kina var hovedårsagen til den store usikkerhed på finansmarkederne.

<b>*Puljeafkast</b>	4. kvartal 2018	Seneste 12 mdr.
Korte Obligationer	0,24 %	0,29 %
Obligationer	0,79 %	1,23 %
Danske Aktier	-10,72 %	-11,80 %
Globale Aktier	-15,02 %	-11,46 %
Mixpulje Minimum	-2,48%	-2,49 %
Mixpulje Lav	-4,72%	-4,33 %
Mixpulje Middel	-8,14%	-7,11 %
Mixpulje Høj	-9,92 %	-8,50 %
Mixpulje Maksimum	-12,86 %	-10,02 %

*\*Det oplyste afkast er på puljeniveau og kan derfor variere i forhold til den enkelte puljedeltagers individuelle puljeordning.*

## Usikkerhed på de finansielle markeder

2018 var præget af en række begivenheder, som skabte usikkerhed og kursfald på aktiemarkederne. Usikkerheden gik også ud over virksomhedsobligationer alt imens stats- og realkreditobligationer, som stort set ingen rente giver, opnåede beskedne kursstigninger som følge af købsinteresse fra investorer, der søgte i sikker havn.



Markedsafkast på puljernes væsentligste aktivklasser i 2018

## Hvad gik galt i 2018?

Vi kan starte et mere overskueligt sted og nævne en væsentlig begivenhed, der blev positivt modtaget af aktiemarkederne; Donald Trumps skattelettelser på 1.500 milliarder dollars over ti år, herunder en markant sænkning af selskabsskatten fra 31% til 25%. Det er selvsagt fremmede for indtjeningen i erhvervslivet og dermed beskæftigelsen, hvilket understøtter aktiemarkedet.

To væsentlige begivenheder, som har udspillet sig hen over året, kom i stærkt fokus i fjerde kvartal og har været medvirkende til de store kursfald på aktier:

**Handelskrig mellem USA og Kina:** Påbegyndt af Trump ved at indføre straffold på Kinesiske varer i marts. Kina svarede igen med tilsvarende straffold på udvalgte amerikanske varer. Handelskrigen er så eskaleret hen over året og har givet investorerne frygt for den globale handel og dermed den globale vækst. Handelskrigen er omtalt yderligere i kvartalsrapporten for 2. kvartal 2018.

**Stramning af pengepolitikken:** I Europa stoppede Den Europæiske Centralbank, ECB, de store programmer for opkøb af europæiske stats- og erhvervsobligationer, som siden finanskrisen i 2008 har været et led i den lempelige pengepolitik, der blev indført for at understøtte økonomien. I USA har Den Amerikanske Centralbank, FED, påbegyndt en række af annoncerede rentestigninger. Begge tiltag har betydelig indflydelse på væksten i økonomien, da en stramning af pengepolitikken betyder, at der er færre penge i omløb – hvilket igen betyder, at prisen på penge stiger. Og prisen på penge er rente. Med stigende renter bliver det dyrere for virksomheder og forbrugere at låne og dermed at investere, ekspandere og forbruge. De pengepolitiske stramninger, og deres betydning for de finansielle markeder, har været et tema gennem hele 2018 og er ligeledes omtalt i de tre foregående kvartalsrapporter. De tidligere kvartalsrapporter findes på lokalpuljeinvest.dk.

Herudover er en øvrig række begivenheder fortsat uafklarede, og har skabt usikkerhed hen over året: Storbritanniens udmeldelse af EU (BREXIT), som premierminister Theresa May forsøger at forhandle en aftale på plads

om. May har mødt stor modstand i det britiske parlament og finansmarkederne ser det som en reel risiko, at hun ikke får mandat til at indgå en aftale med EU. I så fald bliver det en "hård BREXIT", hvilket betyder, at EU's næststørste økonomi ryger ud af samarbejdet uden en aftale om fremtidig handel, told, fri bevægelse af arbejdskraft m.m. Det er negativt for både Storbritannien og for mange andre europæiske lande, som har en stor eksport til England.

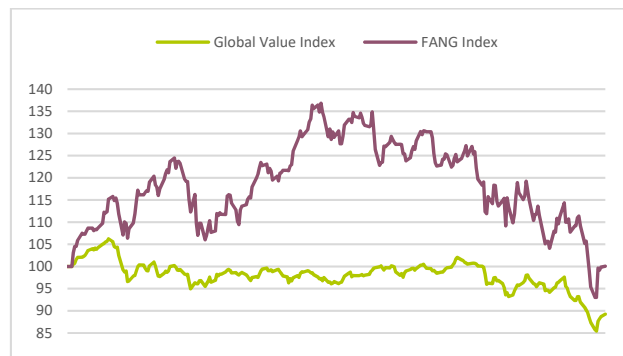
Den italienske regering, som overtager rollen som EU's næststørste økonomi efter BREXIT, har haft brydninger med EU om en økonomisk holdbar finanslov. Dette forhold ser dog noget forbedret ud, efter at EU har nikket stille til et mere moderat udspil fra den italienske regering. I sensommeren kom Tyrkiet i fokus, da den tyrkiske lira forlængede flere års nedtur med et voldsomt fald på op mod 40%. Baggrunden er bekymring om Tyrkiets høje gæld og løbende budgetunderskud, og i sidste ende en bekymring omkring værdien af de relativt store beholdninger af tyrkiske obligationer, som europæiske banker ligger inde med.

### Aktiepuljerne

Puljen med globale aktier blev hårdest ramt i fjerde kvartal, hvor afkastet blev negativt med 15%. For 2018 tabte puljen knap 11,5% i værdi, kun overgået af puljen med danske aktier som mistede knap 12%. Puljen med danske aktier følger en indeks-strategi, og det negative afkast kan relateres meget tæt til det generelle fald på det danske aktiemarked (OMX C25).

At puljen med globale aktier mistede mere end det globale aktieindeks, skyldes at de aktive strategier, som puljen investerer efter, har haft dårlige vilkår i 2018. Mest væsentlig er value-strategien, hvor der udvælges kvalitetsaktier i virksomheder med lav gæld og stabil indtjening, og hvor prisen på aktien synes at være undervurderet. I 2018 har markedsudsvingene været præget af meget dyre aktier i teknologivirksomheder, hvor investorer håber på, at en høj vækst vil medføre stigende aktiekurs. I nedenstående graf fremgår, hvordan det ledende indeks af tunge teknologiaktier som f.eks., Facebook, Apple, Netflix og Google (FANG-indekset) steg 38% i første halvår mens indekset for valueaktier lå relativt stabilt omkring nul frem til oktober. Fra toppen i juni falder FANG-indekset og udsletter hele kursstigningen frem til slutningen af året. Med fokus på højvækst-, og dermed højrisiko-, aktier har der ikke været interesse

for valueaktier, som dermed har ligget fladt indtil oktober, hvor hele aktiemarkedet reagerer negativt på de to store begivenheder nævnt i indledningen (USA/Kina handelskrig samt stramning af pengepolitikken).



Udvikling i global value indeks og FANG indeks i 2018

For kalenderåret 2018 er det tydeligvis bedre at starte i kurs 100 og slutte i kurs 100 end at slutte i kurs 90, som det er tilfældet med value indekset i grafen. Valuestrategien har imidlertid skabt merafkast gennem mange årtier og er valgt som en langsigtet stabil strategi i modsætning til de meget store udsving, der blandt andet ses i de dyre teknologiaktier i FANG-indekset.

### Obligationspuljerne

Puljen med korte obligationer opnåede et afkast på knap en kvart procent i fjerde kvartal. Puljen med mellem-lange til lange obligationer fik knap 0,8 % i afkast. Obligationer er fortsat underlagt det meget lave renteniveau, så det direkte renteafkast er meget beskedent. Når der er uro på aktiemarkederne, er det normalt, at investorer flygter til de mest sikre investeringsaktiver. Det er typisk statsobligationer i vestlige lande, og for danske investorer vedkommende, vores hjemlige realkreditobligationer. Hermed stiger efterspørgslen og dermed kursen på disse obligationer, hvilket afspejler sig positivt i det samlede afkast. Men med renteniveauer et sted mellem nul og én procent på disse obligationstyper, er det, på trods af kursstigninger som følge af opkøb, svært at opnå mere end beskedne afkast. For 2018 blev det til henholdsvis 0,3 % og 1,2 % på de to obligationspuljer.

### Mixpuljer

Mixpuljerne investerer overordnet i aktier, stats- og realkreditobligationer samt virksomhedsobligationer. Både kvartalets og årets afkast blev domineret af de kraftige kursfald på aktier og virksomhedsobligationer, og alle Mixpuljerne endte året med negative afkast. Graden af tab i Mixpuljerne var symmetrisk med aktieandelen;

jo større aktieandel, des større tab. Redegørelserne for afkast i aktie- og obligationspuljerne ovenfor afspejler direkte forklaringen på afkastet i Mixpuljerne.

### Hvad kan forventes af 2019

Som sædvanlig er det udsigterne til den globale vækst, der hovedsagligt trækkes af Kina, USA og Europa, som sætter retningen for aktiemarkedernes udvikling i 2019. Den nuværende relativt høje vækst i USA forventes at aftage, og for de to andre store økonomier, bliver det heller ikke et fantastisk vækstår. Den høje vækst i USA manifesterer sig i skabelse af nye arbejdspladser og stigning i reallønnen. Dette er jo i sig selv positivt for forbruget og dermed væksten, men betyder samtidig, at centralbanken vil motiveres til at hæve renterne for at undgå overophedning af økonomien. Stigende renter vil være medvirkende til at hæmme væksten, og hvordan balancen bliver mellem henholdsvis stimulation og hæmning af væksten bliver, afhænger af yderligere ukendte faktorer.

Aktier er dog faldet så kraftigt i den sidste del af 2018, at det i sig selv medfører en vis forventning om et ”rebound” – altså en modreaktion med opkøb af aktier, som er blevet billigere, med kursstigninger til følge. De omtalte virksomhedsobligationer er ligeledes solgt så langt ned i kurs, at investorer nu ser mulighed for at købe et papir, som giver en løbende rentebetaling til en lavere pris, end hvad der er set længe. Dette vil ligeledes være understøttende for kurserne på virksomhedsobligationerne.

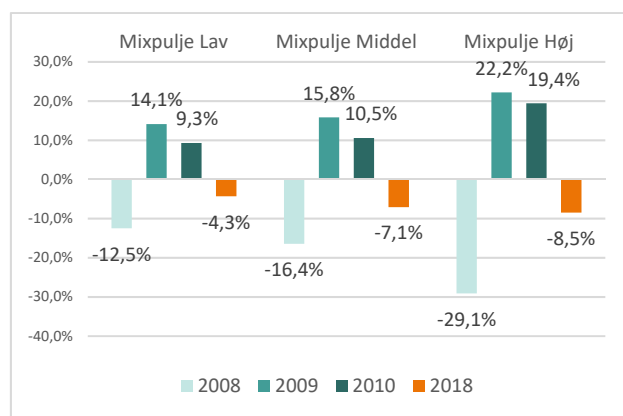
De svære balancer mellem de politiske tiltag for at stimulere væksten og centralbankernes tiltag for at kontrollere væksten, samt de i indledningen nævnte uafklarede forhold omkring handelskrig, BREXIT m.m., betyder, at investorer må forvente et meget omskifteligt miljø på de finansielle markeder i 2019. Og grundlæggende må det forventes, at succeskriteriet for afkast i de kommende år i højere grad vil være inflationssikring af formuen end et højt realafkast.

Har man investeret i Mixpuljer, eller andre investeringsløsninger med både aktier og obligationer, gennem de

seneste 10 år, har man for det første opnået et ekstraordinært højt afkast over hele perioden. For det andet har man oplevet, hvordan aktiemarkedene reagerer voldsomt både i nedad- og opadgående retning under kriser.

### Var 2018 et kriseår?

2018 er ikke i nærheden af den store finanskriser set hen over 2008, og heller ikke på niveau med den såkaldte Euro-krise i 2011, som de fleste nok har glemt i skyggen af 2008. Nedenfor er illustreret, hvordan de tre største Mixpuljer, Lav, Mellem og Høj, klarede sig i 2008 samt de to efterfølgende år. Til sammenligning med 2008 er angivet afkastet for 2018. Afkast for de to kalenderår efter 2008 giver et billede af, hvordan aktiemarkedene kan stige kraftigt og hurtigt indhente det tabte i et dårligt år. Hvordan de to næste år efter et kedeligt 2018 bliver, er som bekendt svært at gætte om, men set i historisk lys skulle der være gode muligheder for at få en positiv markedskorrektion på både aktier og virksomhedsobligationer i første del af 2019.



Afkast i de tre største Mixpuljer, kalenderår