

## **Markedskommentar december: Trump rally og gode nøgletal!**

December blev en god afslutning på et omskifteligt år med råvare- og Kinakrise, Brexit, og Trump som nogle af hovedingredienserne. Pga. primært aktiestigninger gav vores afdelinger et afkast ml. 1,8 % til 2,3 % i måneden, og sluttede derfor året af med et afkast på ml. 5,1 % og 6,6 %. Det er ganske flot i et lavrentemiljø med lav inflation, hvorved der igen i 2016 var masser af købekraft i afkastene. En af hovedkonklusioner for 2016 var, at man skal tillægge den økonomiske udvikling og nøgletal større vægt end politiske begivenheder.

Den amerikanske centralbank hævede som ventet renten, og varslede 3 rentestigninger for 2017 (de varslede 4 rentestigninger i 2016 – og vi fik 1), mens den europæiske centralbank forlængede sit opkøbsprogram (dog med et mindre månedligt beløb fra april).

Trump og Brexit sendte investorerne på hårdt arbejde i 2016. Donald Trump indtog Det Hvide Hus, og briterne bad om at komme ud af EU. 2016 blev året, hvor investorer og markedsagttagere over hele verden blev overrumplet af resultatet af begivenheder, der ellers var skrevet i kalenderen i god tid i forvejen og i lange perioder så ud til at falde ud som forventet. I begge tilfælde rettede aktiemarkederne sig dog meget hurtigt, da den underliggende økonomiske udvikling er sund, og Trump derudover havde flere lempelige finanspolitiske tiltag på programmet.

Hovedtendenserne for 2016 har været stærke amerikanske aktier, en stigende dollar og øget forskel mellem renten i USA og Europa (Tyskland).

Når vi ser frem mod 2017 er det med en vis optimisme. Nøgletal og vækst ser fornuftige ud, vi har fortsat lave renter og en lav oliepris samt lempelig finans- og pengepolitik (centralbankerne vil understøtte den økonomiske udvikling).

Spændende bliver det at følge Trumps magtkamp med den amerikanske centralbank. Begge aktører er klar over, at en yderligere styrkelse af dollaren vil ramme det amerikanske opsving.

Vil Trump have held til at gennemføre sin protektionisme, der alt andet lige vil ramme den globale økonomi, og hvor store bliver hans finanspolitiske lempelser? Hvad med den politiske situation i Europa – bliver Merkel genvalgt? (det vil skabe ro og stabilitet!) og hvad sker der politisk i Frankrig og Italien? Derudover vil Brexit forhandlingerne også fylde samt udviklingen omkring de italienske banker! Vil ECB endelig få held med at skabe inflation og stigende renter i Europa? Vil europæiske aktier endelig give amerikanske og danske baghjul?

Med andre ord er risikospredning igen på sin plads. Derudover kan vi kun anbefale, at man vælger investeringer efter ens tidshorisont og risikoprofil og så holder fast. Det er svært at "time" markedet, det koster i kurtage at handle meget, og man risikerer at stå på sidelinjen, når markedet stiger.

Vi forventer igen i 2017 fornuftige moderate afkast!

## Prissætning af aktier og obligationer

Globale aktier er steget en anelse i prissætning i december pga. øget optimisme og forventning om en højere indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,78 mod 20,68 i slutningen af november, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

<b>P/E:</b>	<b>Aktuelt</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	20,78	0,10
Nordamerika:	23,23	0,25
Europa	21,85	-0,27
Pacific:	17,42	0,41
Emerging Markets	14,42	-0,18
Danmark	26,21	1,93

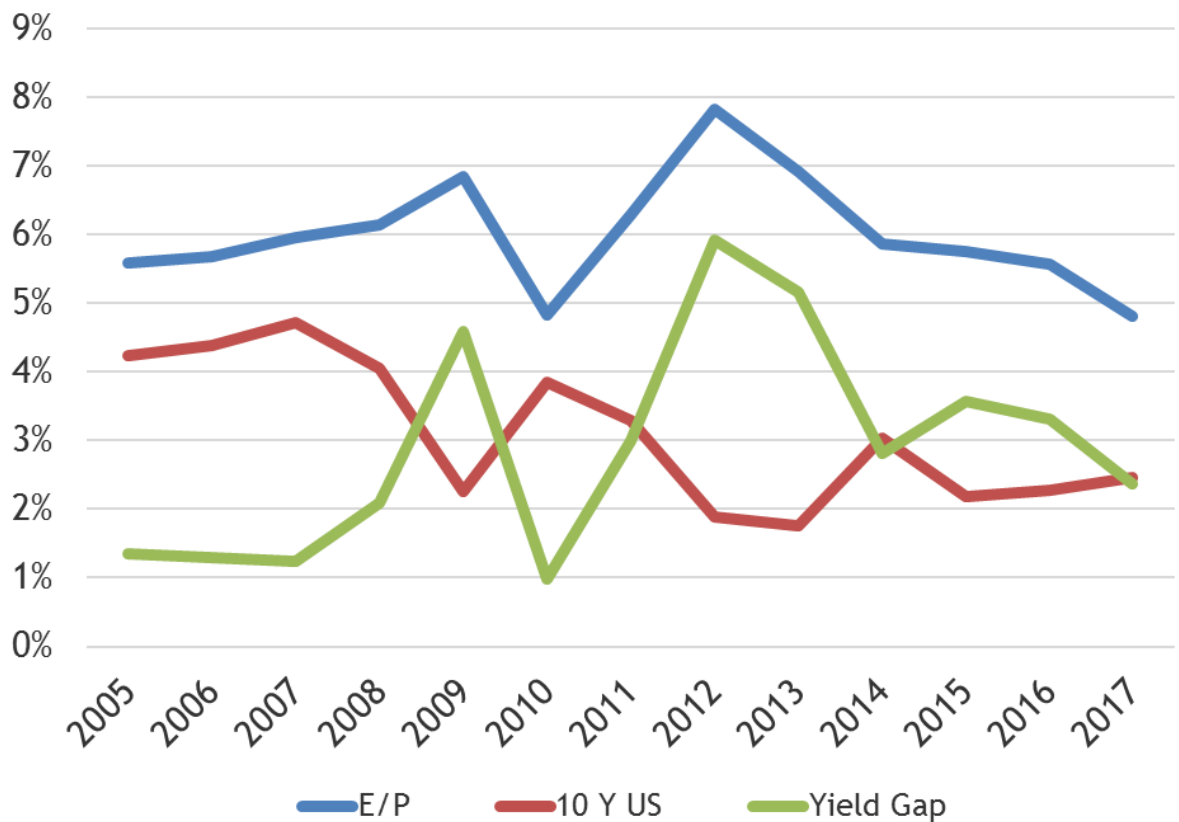
Europæiske og danske aktier fik et afkastmæssigt comeback i december. Hvor det for europæiske aktier skyldes en øget indtjening (P/E falder selv om kurserne stiger), gælder det for danske aktier, at det skyldes en øget prissætning (P/E stiger med stigende kurser). Danske aktier har haft et omtumlet år primært drevet af kursudviklingen i Novo. Merprisen på danske aktier i forhold til globale aktier toppede i 54 % i løbet af året, mens det slutter i 26 %. Generelt er flere analytikere ud og anbefale, at danske investorer nedbringer deres andel af danske aktier, da de fylder alt for meget i danske investorers porteføljer. Derudover anses det danske aktiemarked for at være defensivt, dvs. det klarer sig godt under markedsnervøsitet og lav konjunktur, mens den øgede optimisme og vækst generelt forventes at tilgodese mere cykliske markeder og aktier, dvs. aktier der drager fordel af vækst og øget forbrug.

Vi tror fremadrettet stadig, at investorerne vil betale mere for en indtjeningskrone end historisk set, da obligationer, der er det naturlige alternativ, stadig giver en lavere rente historisk set. Derudover forventes indtjeningen at stige i virksomhederne pga. øget vækst, forbrug og optimisme.

Europæiske og danske virksomheder forventes at kunne drage fordel af den stærke dollar (som øger deres konkurrenceevne og eksportindtægter), mens eksportorienterede amerikanske virksomheder bliver udfordret af den stærke dollar.

Amerikanske virksomheder, der afsætter deres varer og tjenester i USA, forventes at drage fordel af Trumps infrastrukturprojekter og skattelettelser (øgede forbrug).

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 (grøn linje i grafen på næste side), er de globale aktier i december blevet dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 2,36 % mod 2,45 % i slutningen af november. Aktier er samlet set for 2016 blevet dyrere relativt til obligationer (faldende grøn linie på næste side). Spændet nærmer sig det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved specielt amerikanske obligationer fremstår mere attraktive i forhold til globale aktier end længe set. Den faldende blå linie viser, at globale aktier er blevet dyrere pr. indtjeningskrone, hvorved den øgede optimisme til en vis grad allerede er afspejlet i kurserne.



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

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 negativt 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 historisk perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	December	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	2,5%	14,6%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	5,5%	0,7%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-0,6%	6,8%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	0,4%	13,6%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	4,9%	-0,1%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%	-20,3%
Ejendomme Europa ex. UK	5,0%	4,9%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%	-12,4%
Erhv. obligationer, dollar:	1,2%	10,2%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhv. obligationer, euro:	0,7%	4,2%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhv.obl., High Yield euro:	1,6%	7,5%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobl., euro:	0,2%	1,5%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	-0,3%	4,7%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	0,8%	2,8%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	1,0%	6,9%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obl.	2,3%	11,2%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,8%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	December	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	0,1%	2,5%	11,7%	13,6%	-4,3%	-1,1%	2,9%
Yen:	-2,7%	5,5%	11,3%	-0,3%	-21,3%	-12,0%	8,6%
Pund:	-1,0%	-14,2%	5,7%	6,8%	-2,4%	3,3%	2,6%

Afkast:	December	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	1,8%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	2,0%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus	2,3%	6,6%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Europæiske og danske aktier samt europæiske ejendomme havde et comeback i december. Generelt blev amerikanske aktier og Emerging Markets aktiver de store vindere i 2016 pga. øget optimisme og vækst i USA og stigende råvarepriser. Danske aktier blev efter nogle forrygende år fra 2012-15 eneste aktivklasse med negativt afkast bl.a. pga. den meget høje prissætning og Novos nedtur. Den politiske uro i Europa koster stadig for europæiske aktier. Det bliver spændende at se i 2017 om de endelig får indhentet noget af efterslæbet i forhold til danske og amerikanske aktier. Forudsætningerne er i hvert fald til stede med lave renter, lave oliepriser, en svag Euro og en meget lempelig centralbank.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Vores rentefølsomhed er derfor stadig lav, da renterne er historisk lave specielt i Europa. Derfor er vores rentefølsomhed fortsat lavere end benchmark, så vi er mere robuste ved evt. stigende renter. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren er meget dyr set på 15 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euroen skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden, f.eks. efter en evt. annoncering af en nedtrapning af ECBs opkøbsprogram. Vi har dog nu ramt vores bund for vores mindste andel i dollar i afdelingerne, som ligger på 10 % i Optimal Stabil og 18 % i både Optimal VerdensIndex og Optimal Livscyklus 2030-40.

Godt nytår til alle!

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest