

Markedskommentar januar: Europa er på vej ud af USA's skygge!

Januar blev en god måned for aktier, mens de europæiske renter steg og dollaren blev svækket. Pæne regnskaber og en vis januar effekt var med til at understøtte aktierne, mens renter og dollarkurs var påvirket af, at eurozonen oplevede den højeste inflation i 4 år samtidig med, at eurozonen for første gang siden finanskrisen kunne notere en højere vækst end i USA. Samlet gav det en stille start på året, da vores afdelinger gav et afkast på ml. -0,1 % til 0,2 % i måneden. Afdelingerne nød godt af, at rentefølsomheden og dollarandelen er lavere end benchmark.

Den almene opfattelse er, at man skal give Trump 100 dage til at forklare og vise sin økonomiske politik. I de første par uger har protektionisme og valutakrige dog taget fokus i stedet for de varslede ekspansive finanspolitiske tiltag som infrastrukturprojekter og skattelettelser samt mindre regulering af finansielle institutioner. Den amerikanske centralbank, der har varslet 3 rentestigninger for 2017, ser også ud til at ville afvente Trumps reele politik og implikationerne heraf for vækst, inflation og arbejdsløshed, før de giver sig i kast med nye rentestigninger. Den afventede centralbank og den tiltagende retorik fra den nye administration i retning en overvurderet dollar i forhold til andre valutaer, har været med til at svække dollaren.

Det sker samtidig med tiltagende vækst, lavere arbejdsløshed og en højere inflation i Europa, som alt andet lige bør styrke euroen. Det stiller så spørgsmål ved ECBs lempelige pengepolitik med negative renter og enorme opkøbsprogrammer. ECBs vil dog se en vedvarende stigning i inflationen før de ændrer politik, men vi har nok set rentebunden i denne omgang.

Den globale vækst er efterhånden så bredt funderet og robust, at den ikke lader sig afsprende hverken med eller uden Trumps protektionistiske tiltag under "America First". Den generelle holdning er, at en handelskrig mellem USA og Kina vil gavne Europa.

I løbet af januar måned er der blevet trukket pensionsafkastskat (PAL skat) på pensionsdepoterne, så det er en fordel at checke, om der evt. er kommet overtræk på pensionskontoen. I givet fald bør man overføre flere ”pensionspenge” til depotet eller sælge investeringsbeviser, så underskuddet bliver dækket.

Prissætning af aktier og obligationer

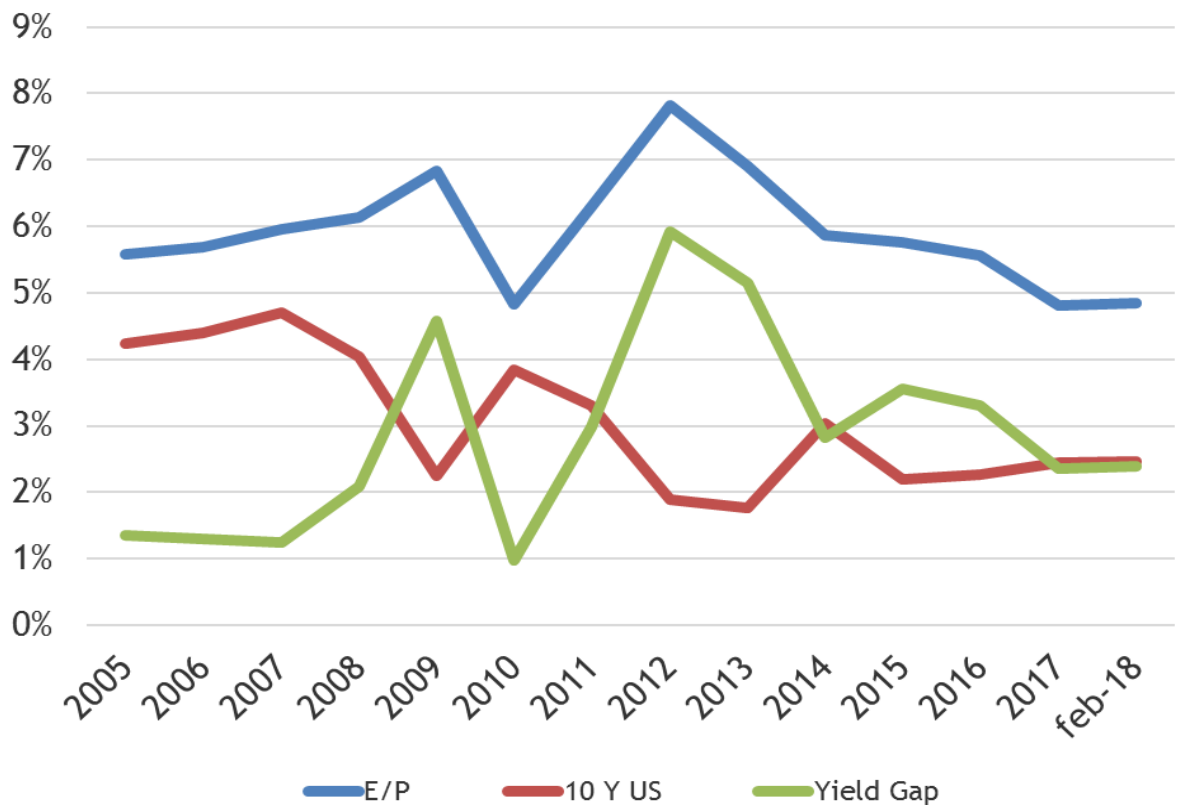
Globale aktier er faldet en smule i prissætning i januar pga. bedre indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,61 mod 20,78 i slutningen af december, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,61	-0,17
Nordamerika:	23,55	0,32
Europa	21,70	-0,15
Pacific:	17,58	0,16
Emerging Markets	14,95	0,53
Danmark	26,64	0,43

Der har kun været mindre justeringer i januar. Emerging Markets er kommet sig over valget af Trump som præsident, og nærmer sig en P/E på 15, der er det højeste vi har målt. Det er stadig tankevækkende, at europæiske aktier ikke bliver belønnet for at have en højere indtjeningsfremgang end i amerikanske virksomheder for første gang siden gældskrisen. Den politiske usikkerhed fylder stadig meget i Europa med valg i Tyskland, Frankrig, Holland og måske Italien i løbet af 2017, hvorved investorerne kræver en risikopræmie for at købe europæiske aktier frem for amerikanske. Danske aktier fik en fin start på det nye år, selvom der stadig er udfordringer for Novo. Merprisen på danske aktier i forhold til globale aktier steg fra 26 % til 29 %, men der stadig langt til toppen på 54 % i løbet af 2016.

Vi tror fremadrettet stadig på, 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 i alle store økonomiske regioner (USA, Europa, Japan og Kina).

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, er de globale aktier i januar stort set uforandret prissat relativt til obligationer, da forskellen er 2,39 % mod 2,36 % i slutningen af december. 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 negativ 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 historiske perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Januar	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Nordamerikanske aktier:	-1,8%	-1,8%	14,6%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%
Europæiske aktier:	-0,1%	-0,1%	0,7%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%
Pacific aktier:	1,2%	1,2%	6,8%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%
Emerging Markets aktier:	3,1%	3,1%	13,6%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%
Danske aktier:	3,3%	3,3%	-0,1%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%
Ejendomme Europa ex. UK	-2,5%	-2,5%	4,9%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%
Erhv. obligationer, dollar:	-2,1%	-2,1%	10,2%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%
Erhv. obligationer, euro:	-0,6%	-0,6%	4,2%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,4%	0,4%	7,5%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%
Realkreditobl., euro:	-0,2%	-0,2%	1,5%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%
Statsobligationer, G7:	-1,4%	-1,4%	4,7%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%
Statsobligationer, euro:	-2,1%	-2,1%	2,8%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%
Statsinflationsobl. Globale:	-0,9%	-0,9%	6,9%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%
Emerging Markets obl.	-0,7%	-0,7%	11,2%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,8%	-0,8%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%

Afkast:	Januar	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dollar:	-2,2%	-2,2%	2,5%	11,7%	13,6%	-4,3%	-1,1%
Yen:	1,5%	1,5%	5,5%	11,3%	-0,3%	-21,3%	-12,0%
Pund:	-0,4%	-0,4%	-14,2%	5,7%	6,8%	-2,4%	3,3%

Afkast:	Januar	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Optimal Stabil	-0,1%	-0,1%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*
Optimal VerdensIndex	0,1%	0,1%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%
Optimal Livscyklus	0,2%	0,2%	6,6%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Afkasttallene vidner om en god start på året for danske og emerging markets aktier. Rentestigningen i Europa og dollarsvækkelsen trak alle obligationer i minus på nær europæiske højrente obligationer, der nød godt af den tiltagende optimisme og dermed efterspørgsel efter kredit og mere risikofyldte obligationer.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Vores rentefølsomhed er derfor stadig lav, hvilket har været en fordel i januar, 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, der også har været en fordel i januar, 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.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest