

Markedskommentar februar: Meget mere end Trump effekten!

Februar blev en rigtig god måned for både aktier og obligationer med positive afkast i alle aktivklasser. Aktier blev trukket op af et hav af gode nøgletal fra alle regioner USA, Europa, Kina og Japan samtidig med, at regnskabsæson ser god og lovende ud. Rentefaldet i Europa er forbløffende inflation og vækst taget i betragtning, og må skyldes den fortsatte lempelige pengepolitik fra ECB, og søgen efter sikker havn frem mod det franske valg i april og maj. Dollaren blev trukket op af en stigende forventning til en renteforhøjelse i USA på FEDs marts møde, da markedet nu tillægger en forhøjelse en 80% sandsynlighed. Det er et bevis for den økonomiske styrke i USA. En potentiel rentestigning er dermed for længst indregnet i både aktie- og obligationskurser. Vi er i et opsving og nøgletallene peger mod en begyndende højkonjunktur. For første gang i 10 år er der vækst i alle EU lande samtidig. Samlet gav det en flot måned i vores afdelinger, der gav et afkast på ml. 1,5 % til 2,7 %.

Trump fik holdt sin første tale for de 2 kamre. Investorer over hele verden havde set frem til, at den ville indeholde andet end overskrifter på den nye regerings økonomiske politik. Talen indeholdte dog ikke konkrete detaljer om især skattelettelser, infrastruktur-investeringer, deregulering af erhvervslovgivning og handelspolitik. Det tager tid at søsætte de nye initiativer, og det vil nok først have en positiv indvirkning på den amerikanske økonomi, og dermed den globale, i løbet af 2018 og/eller 2019.

Den seneste stribe aktierekorder bunder højst sandsynligt mest i en stribe gode regnskaber fra virksomhederne og den makroøkonomiske udvikling mere end valget af Trump. Indtjeningen i virksomhederne ventes at vokse med 12 % i år efter fald i både 2015 og 2016.

Interessant er det, at siden 1945 er det amerikanske aktieindeks steget både i januar og februar 27 gange, og i alle 27 tilfælde er indekset sluttet året i plus. 25 ud af de 27 gange

er indekset også steget i årets følgende 10 måneder, det vil sige fra marts til december. Det lover godt for den videre udvikling i 2017.

Formuen under forvaltning i vores afdelinger stiger løbende, hvorved de faste omkostninger til bestyrelse, fondsbørsen, revision og prisstillere mv. fylder mindre. Derudover har vi løbende inkluderet nogle bedre og billigere indeksforeninger (ETF'ere) i vores afdelinger. Samlet betyder det, at de faktiske løbende årlige omkostninger er faldet fra ca. 0,55 % p.a. til 0,50 % p.a.

Prissætning af aktier og obligationer

Globale aktier steg i prissætning i februar på forventning om øget indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 21,41 mod 20,61 i slutningen af januar, 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:	21,41	0,80
Nordamerika:	24,39	0,84
Europa	21,84	0,14
Pacific:	17,27	-0,31
Emerging Markets	15,11	0,26
Danmark	21,71	-4,87

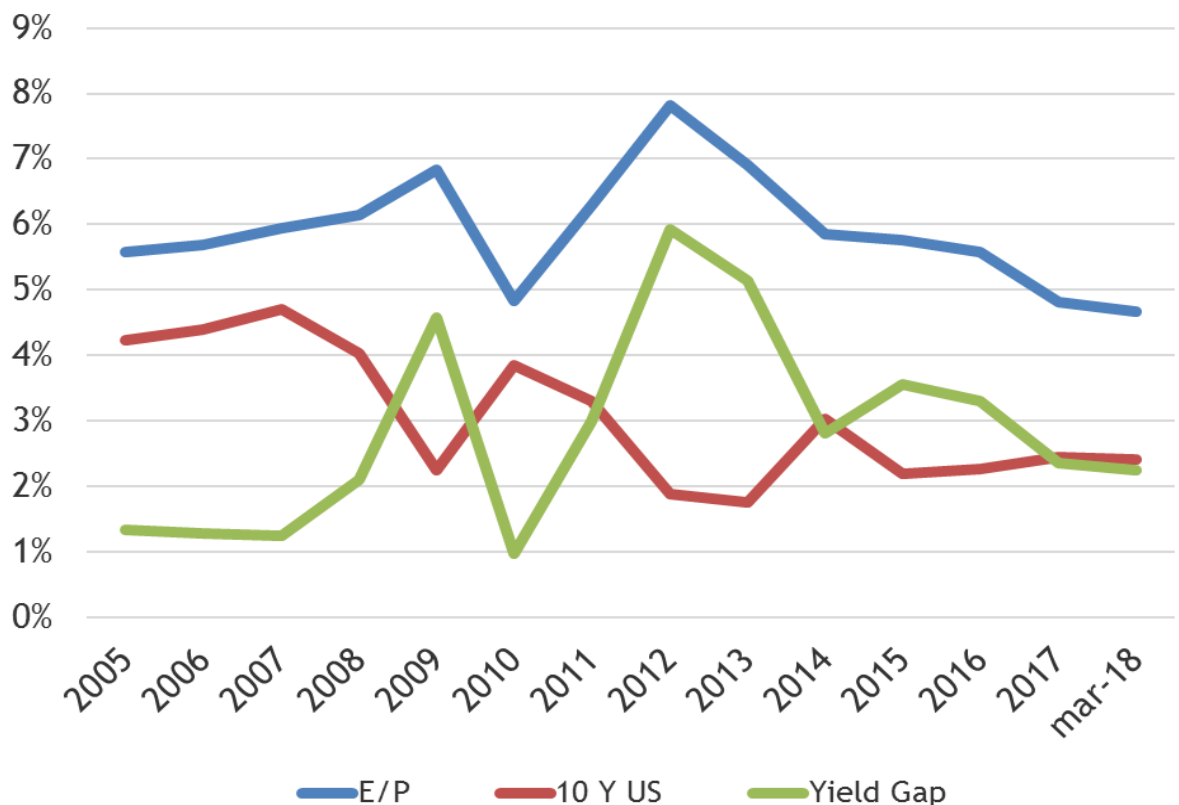
Forventninger til de amerikanske virksomheder er stigende i takt med den gode økonomiske udvikling og troen på skattelettelse og store infrastruktur investeringer fra den nye Trump administration. Den politiske usikkerhed fylder stadig en del i Europa med valg i Tyskland, Frankrig, Holland og måske Italien i løbet af 2017, hvorved investorerne stadig kræver en vis risikopræmie for at købe europæiske aktier frem for amerikanske. Prissætningen af danske aktier er blevet ramt af Novo effekten, da Novo fylder meget i det danske indeks og kursen falder samtidig med virksomheden nuværende indtjening stiger. Grunden til at Novo falder skal søges i forventningerne til den fremtidige vækst og indtjening og ikke i udviklingen i de seneste kvartalers indtjening (hvor P/E for Novo er faldet fra ca. 30 til 15). Derfor er merprisen på danske aktier i forhold til globale aktier faldet fra 29 % til 2 %.

Da vi har haft en nærmest ubrudt række af aktiestigninger og -rekorder specielt i USA, har vi valgt at undervægte amerikanske aktier en smule med ml. 1,25-2,5% i vores afdelinger, så vi har lidt ammunition til en regnvejrsdag og en evt. mindre korrektion,

som kan blive affødt er politisk uro eller en væsentlig ændring i den lempelige pengepolitik fra ECB.

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 specielt i Europa. 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 februar steget i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 2,21 % mod 2,39 % i slutningen af januar. 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. Yield gap'ets fald til tæt på det historiske niveau er også en af årsager til, at vi har taget toppen af aktieeksposeringen med de tidligere omtalte 1,25-2,5 %.



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

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

Afkast:	Feb.	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Optimal Stabil	1,6%	1,5%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*
Optimal VerdensIndex	2,3%	2,4%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%
Optimal Livscyklus	2,5%	2,7%	6,6%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark

De danske aktier tabte lidt momentum relativt i forhold til de andre regioner. Derudover var aktier uden for Europa positivt påvirket af en svækket euro. Emerging Markets aktiver er stadig understøttet af rolige råvarepriser og udsigten til, at den amerikanske centralbank går stille til værks med rentestigningerne.

Der har været stor efterspørgsel efter danske obligationer. Derudover ligger danske kroner historisk stærkt overfor euroen. Danmark betragtes som sikker havn frem nogle afgørende valg i Europa senere på året.

Den europæiske centralbanks opkøbsprogram bliver reduceret med ¼ i april måned. Det bliver spændende at følge, om det vil hæve renterne og styrke euroen fremadrettet.

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, 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