

Kvartalsrapport

3. kvartal 2016

RESUME

Økonomiske udsigter

De fleste udviklede økonomier fik en lidt lavere økonomisk vækst i både 2. og 3. kvartal 2016 sammenlignet med de samme kvartaler året før, mens det modsatte var gældende i BRIK landene bortset fra Indien. Den økonomiske konsekvens af Brexit synes også umiddelbart at være mindre end frygtet, og faktisk peger de økonomiske nøgletal i slutningen af 3. kvartal igen i lidt bedre retning i både USA og Europa. Samlet set er dette stadig et udtryk for, at det i øjeblikket går behersket fremad for den økonomiske vækst i verdensøkonomien.

USA vælger ny præsident den 8. november, og som det ser ud nu, er der lagt op til et gyservalg. Valget vil i den nærmeste fremtid sandsynligvis blive et tema på de finansielle markeder, hvorfor man som investor skal være ekstra påpasselig og sørge for at sprede sine investeringer godt og være tæt på benchmark med sin risikoprofil. Hvad enten det ender med Donald Trump eller Hillary Clinton som USA næste præsident, vil de begge ”heldigvis” være afhængig af samarbejdet med begge kamre i Kongressen, og de er ligeledes underlagt, at den amerikanske centralbank er en uafhængig instans! Derfor vil den faktiske økonomiske påvirkning af udfaldet af præsidentvalget sandsynligvis blive af relativt begrænset karakter, hvilket ligeledes bør begrænse den langsigtede effekt på de finansielle markeder.

Aktiemarkedet

Risikospredning, fokus på kvalitet i sine investeringer og en langsigtet tilgang, er efter vores vurdering nøglen til i de kommende år at opnå et tilfredsstillende afkast. En succesfuld investeringsstrategi indebærer således også en vis portion aktier i investeringsporteføljen, hvor vi foretrækker selskaber, der har en robust forretningsmodel, som ikke er så afhængig af udviklingen i de økonomiske konjunkturer.

Obligationsmarkedet

Vi anbefaler en mere forsigtig tilgang til renterisikoen i obligationsporteføljen, hvor kun en mindre del placeres i lange realkreditobligationer. Den nuværende prisfastsættelse af Emerging Markets obligationer virker attraktiv, hvorfor vi anbefaler at medtage en andel af denne type obligationer i obligationsporteføljen, men man skal som investor være opmærksom på, at risikoen ved denne type obligationer er markant højere end ved almindelige realkreditobligationer.

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2016

Udvikling i 3. kvartal 2016					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2016
	30.06.16	30.09.16			
OMX CGI	1.167,22	1.140,83	-26,39	-2,26%	-5,77%
OMXC Cap. GI	1.270,70	1.313,22	42,52	3,35%	1,73%
MSCI World All Countries	1.729,24	1.805,18	75,94	4,39%	3,36%
MSCI USA*	13.383,93	13.804,11	420,18	3,14%	3,66%
MSCI Europa*	9.461,24	9.893,71	432,47	4,57%	-4,87%
MSCI Japan*	17.594,63	18.887,23	1292,60	7,35%	-1,53%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2016
	30.06.16	30.09.16			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,13%	-0,44%
4% STAT 2017	-0,63	-0,63	0,00	-0,02%	0,07%
3% STAT 2021	-0,36	-0,42	-0,06	0,34%	3,68%
4,5% STAT 2039	0,48	0,46	-0,02	0,51%	21,34%
3,5% NYK 2044	3,07	3,04	-0,03	0,33%	3,37%
EFFAS 1-5**				-0,16%	0,96%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2016
	30.06.16	30.09.16			
USD/DKK	6,70	6,68	-0,02	-0,37%	-2,25%
EUR/DKK	7,44	7,45	0,01	0,16%	-0,15%
JPY/DKK	0,065	0,066	0,001	1,54%	15,79%

Aktiemarkedet

I 2. kvartal 2016 var der meget stor fokus på den engelske EU afstemning og de mulige konsekvenser af et engelsk nej til fortsat medlemskab. Efter at det engelske Brexit blev en realitet, reagerede i særdeleshed de europæiske aktiemarkeder med relativt store kursfald, men aktiemarkedene formåede at rette sig hurtigt igen allerede i slutningen af 2. kvartal. I 3. kvartal er der gradvist kommet flere og flere økonomiske nøgletal fra Eurozonen, som indikerer, at den europæiske økonomi har modstået det chokerende valgresultat relativt godt, hvorfor de økonomiske konsekvenser af Brexit for Eurolandene synes at blive mindre end hidtil antaget, hvilket har fået aktiemarkedene til at rette sig yderligere i løbet af det forgangne kvartal. Således er MSCI Europa steget med 4,6%, målt i DKK, mens de amerikanske aktier, målt ved MSCI USA i DKK er steget med 3,1% og de japanske aktier, målt ved MSCI Japan, med 7,4%.

Jf. skemaet oven for er det brede aktieindeks OMX CGI faldet med 2,3% i 3. kvartal 2016, mens OMX Cap. GI har udvist en stigning på 3,4%. Forskellen i de to indekser, at hvert selskab maksimalt må indgå med 10% i Cap. indekset, mens hvert enkelt selskab i det første indeks indgår med den faktiske børsværdi. I 3. kvartal 2016 har Danmarks største aktieselskab, Novo Nordisk, realiseret et afkast på -22,3%, hvilket i særdeleshed har trukket gevaldigt ned på afkastet i OMX CGI indekset. Baggrunden for det dramatiske kursfald på Novo aktien kan henføres til, at Novo Nordisk i forbindelse med deres halvårsregnskab meddelte, at de forventer et fald i størrelsen 2-6% i 2017 på de priser, som de kan sælge deres produkter til i USA, hvor der ellers var forventet en flad prisudvikling. USA er Novos største marked, hvor ca. halvdelen af deres samlede salg foregår, hvorfor udviklingen på dette marked selvfølgelig er meget væsentligt for selskabet. Novo Nordisk har imidlertid også offentliggjort data for

nogle af deres vigtigste produkter i deres pipeline, og disse data var meget opløftende og lover godt for den fremtidige omsætning i selskabet. Derfor virker det også som en meget kraftig overreaktion, at Novo Nordisk aktien er faldet så markant. Vi er stadig af den overbevisning, at Novo Nordisk på længere sigt er et fornuftigt selskab at have i sin aktieportefølje, men det er en påmindelse om, at der ikke findes nogen "sikre" aktier, og at man som investor skal huske at have en god spredning i sin aktieportefølje, idet der altid kan dukke noget uventet op.



Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q3 2016	Ændring i DKK i 2016
Brasilien	Bovespa	12,48%	59,70%
Rusland	Micex	6,30%	24,29%
Indien	Sensex 30	4,25%	3,89%
Kina	Shanghai	1,73%	-19,76%

Aktiemarkederne i BRIK landene har også realiseret positive afkast i det forgangne kvartal, hvor det i særdeleshed er de brasilianske aktier, målt ved udviklingen i Bovespa indekset i DKK, som er steget mest med et afkast på 12,5%, og Bovespa indekset er nu oppe med hele 59,7% i DKK i løbet af de første 9 måneder af 2016! Dette til trods for, at Brasilien er kastet ud i den største økonomiske og politiske krise i nyere tid, så der er virkelig opbygget store forventninger til, at den nye præsident i Brasilien, Michel Temer, i den nærmeste fremtid kan forbedre landets økonomi markant.

Obligationsmarkedet

Det har været forholdsvis roligt på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal. Således har både de korte og lange obligationsrenter forblevet på nogenlunde det samme niveau ved kvartalets afslutning som ved kvartalets begyndelse. Dette har, som det kan ses i skemaet på den forgangne side, resulteret i beskedne afkast på de fleste stats- og realkreditobligationer. Således er der realiseret et negativt afkast på

-0,16% på EFFAS 1-5, mens den lange statsobligation 4,5% STAT 2039 i 3. kvartal 2016. har givet et afkast på 0,51%.

Inflationen i euroområdet har på det seneste været svagt stigende, hvor målingen for september udviser en stigning på 0,4% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Inflationen er dog stadig langt fra den europæiske centralbanks (ECB) målsætning om en stigning på 2,0% p.a., og kerneinflationen, dvs. inflationen uden fødevarer og energi, har været stabil omkring en stigning på 0,8% p.a., så inflationspresset i eurolandene er således meget beskedent. Denne stabile udvikling i kerneinflationen i kombination med den forøgede usikkerhed omkring den økonomiske udvikling i Europa efter det engelske Brexit, har været en stærk medvirkende årsag til det stabile renteniveau i 3. kvartal 2016.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Valutamarkedet

Som på obligationsmarkedet har det også været et forholdsvis roligt kvartal på valutamarkedet, hvor der ikke er sket de store forskydninger på hverken japanske yen, dollaren eller BRIK landenes valutaer over for både DKK og euroen, hvor største fald er en svækkelse på 0,8% på den kinesiske valuta renminbi og største stigning er en styrkelse af den russiske rubel på 1,63%.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q3 2016	Ændring i DKK i 2016
Brasilien	BRL	-0,70%	18,61%
Rusland	RUB	1,63%	10,68%
Indien	INR	1,00%	-2,26%
Kina	CNY	-0,80%	-5,49%

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2016

Europa

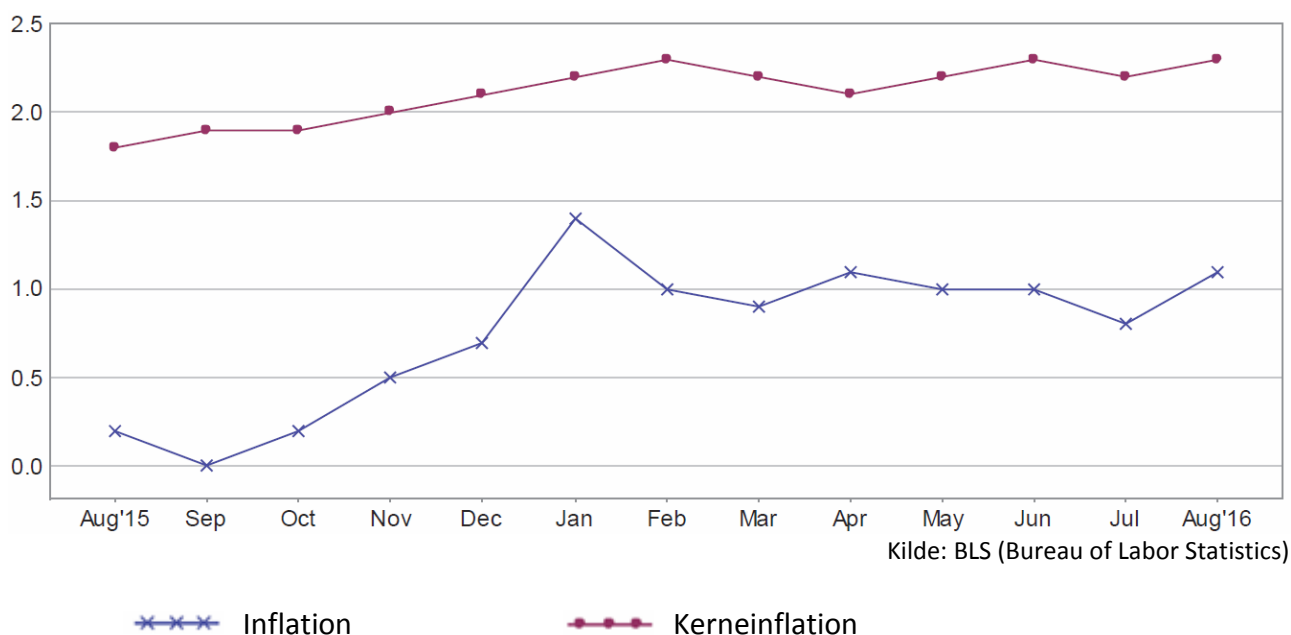
Den økonomiske vækst i eurolandene var på 1,6% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før. Usikkerheden omkring den økonomiske udvikling i Europa efter Brexit forventes at have resulteret i en lidt lavere vækst omkring 1,4% p.a. i 3. kvartal 2016 sammenlignet med 3. kvartal 2015, idet de forskellige tillidsindikatorer for økonomien umiddelbart dykkede efter afstemningen, men disse er kommet stærkt igen i slutningen af kvartalet. Således er EU's økonomiske tillidsindikator (måler både erhvervs- og forbrugertilliden) i seneste måling for september 2016 steget til samme niveau, som i starten af året. Dermed synes de umiddelbare økonomiske konsekvenser af Brexit at være forholdsvis beskedne for den europæiske økonomi.

Som tidligere omtalt har inflationen i eurolandene på det seneste været svagt stigende, hvor målingen for september viser en stigning på 0,4% p.a. for september 2016 sammenlignet med september 2015. Kerneinflationen har i samme periode til gengæld udviklet sig stabilt med en stigning på 0,8% p.a. Inflationspresset er således stadig yderst beskedent i eurolandene.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi var i 2. kvartal 2016 på 1,4% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Væksten forventes at være steget til et niveau omkring 2,5% p.a. i 3. kvartal 2016 sammenlignet med 3. kvartal 2015. De økonomiske nøgletal for den amerikanske økonomi har gennem det forgangne kvartal været lidt uensartet, hvor ISM (indkøbschefernes forventning til fremtiden) tallet for august skuffede markant, mens det tilsvarende tal for september overraskede lidt til den positive side. Væksten i den amerikanske økonomi forventes således at være tiltaget i løbet af 3. kvartal 2016, men sandsynligvis i et mere behersket tempo end hidtil antaget.

Inflationen er på det seneste steget en anelse, hvor seneste måling for august 2016 udviste en stigning på 1,1% p.a. og en stigning på 2,3% p.a. i kerneinflationen sammenlignet med august måned 2015. Som det ses af grafen nedenfor, er dette nogenlunde de niveauer, som inflationen har bevæget sig omkring gennem 2016. Inflationsniveauet er således ikke alarmerende for den amerikanske centralbank, hvilket er en medvirkende årsag til, at centralbanken kan være tilbageholdende med dens renteforhøjelser.



Japan

Væksten i den japanske økonomi skuffede i 2. kvartal 2016, hvor den økonomiske vækst blev på blot 0,2% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2015. Dette skal ses i forhold til en forventet vækst på 0,7% p.a. og en realiseret vækst på 1,9% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før. Privatforbruget, som udgør ca. 60% af Japans BNP, udviste en skuffende udvikling i 2. kvartal 2016, og tal for privatforbruget i 3. kvartal 2016 udviser desværre samme kedelige tendens, hvorfor den økonomiske vækst forventes at have været omkring det samme lave niveau i 3. kvartal 2016 sammenlignet med 3. kvartal 2015. Disse kedelige tendenser er en medvirkende årsag til, at den japanske regering i august lancerede endnu en vækstpakke, der forventes at kunne løfte den japanske vækst med 1,3% point.

Inflationen er fortsat på et uønsket lavt niveau i Japan, hvor seneste måling for august 2016 udviste en negativ inflation på -0,5% p.a. og en kerneinflation på 0,2% p.a. sammenlignet med august 2015. Den japanske yen er gennem 2016 styrket med knap 16% over for både DKK og euro, hvilket både rammer de japanske virksomheders konkurrenceevne og giver et negativt bidrag til den i forvejen lave inflation. Begge dele giver uden tvivl både den japanske regering og centralbank panderynker.

BRIK landene

Brasilien

Med en økonomisk vækst på -3,8% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før, virker det umiddelbart paradoksalt at konkludere, at det gik lidt bedre end frygtet økonomisk, men dette var imidlertid tilfældet, idet der var forventet et fald i den økonomiske aktivitet på 4,0% p.a. I de foregående to kvartaler var den økonomiske vækst på henholdsvis -5,9% p.a. og -5,4% p.a. sammenlignet med samme perioder året før. Den brasilianske økonomiske aktivitet udviser således i øjeblikket mindre negative vækstrater, hvilket også forventes at have været tilfældet i 3. kvartal 2016, hvor den økonomiske vækst forventes at have været på -2,8% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2015. Det har på det seneste primært været landbrug og servicesektoren, som har trukket ned i den økonomiske aktivitet, mens det er begyndt at gå lidt bedre for både industrien og med investeringerne. Dette kan være et tegn på, at Brasilien er på vej ud af den økonomiske recession, men meget afhænger af, om den nye præsident, Michel Temer, i løbet af den nærmeste fremtid kan få gennemført de nødvendige økonomiske reformer.

Inflationen er stadig på et meget højt niveau i Brasilien, hvor seneste måling for august udviste en inflation på 9,0% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Inflationen har været faldende gennem året fra 10,7% p.a. i januar 2016 til 8,7% p.a. i juli, men i august steg inflationen til 9,0% p.a., hvilket sandsynligvis kan henføres til prisstigninger som følge af de olympiske lege. Således steg hotelpriiserne i Rio de Janeiro med 111% p.a. i august 2016 sammenlignet med august 2015, så mon ikke inflationen fortsætter sin aftagende tendens igen i løbet af september? Gennemføres der økonomiske reformer, og fortsætter inflationen med at falde igen, bør der være basis for, at den brasilianske centralbank igen kan begynde at sænke den ledende rente, Selic renten, fra det meget høje niveau på 14,25%.

Rusland

Den russiske økonomi forventes nu at være ude af den økonomiske tilbagegang, der har præget landet siden kollapset i olieprisen, og de vestlige sanktioner blev indført. Den økonomiske vækst i Rusland var -0,6% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med 2. kvartal 2015, og i 3. kvartal 2016 forventes den økonomiske vækst at have været på +0,1% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Disse vækstrater er også lidt bedre, end der tidligere var forventet.

Inflationen har fortsat sit faldende niveau, og seneste måling for august 2016 udviste et niveau på 6,8% p.a. sammenlignet med august 2015. Fortsætter denne tendens forventes den russiske centralbank at sænke renten yderligere, hvilket vil forbedre udsigterne for den russiske økonomi.

Indien

Indien, som er Asiens næststørste økonomi, gik imod trenden fra flere andre Emerging Markets, hvor den økonomiske vækst i både 2. og 3. kvartal 2016 blev lidt lavere end forventet. Den økonomiske vækst blev på 7,1% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med 2. kvartal 2015, og den forventes at have været på 7,3% p.a. i 3. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før. Dette er lidt lavere end de 7,9% p.a., der blev realiseret i 1. kvartal 2016. .

Inflationen faldt pænt i august 2016, hvor denne blev målt til 5,05% p.a. sammenlignet med august 2015. Dette er et fald fra målingen på 6,07% p.a. i juli 2016. Baggrunden for det store fald er, at fødevarerpriserne ikke er steget så meget, og da fødevarerpriserne indgår med næsten 46% i inflationsindekset, vil udviklingen i fødevarerpriserne i høj grad afgøre inflationsniveauet i Indien.

Kina

Den økonomiske vækst i Kina landede på 6,7% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før. Dette var lidt højere end den forventede vækst på 6,6% p.a. Den økonomiske vækst i 3. kvartal 2016 forventes at have været på nogenlunde samme niveau, og dermed er Kina godt på vej til at holde den økonomiske vækst inden for de 6,5% - 7,0% p.a., som er landets målsætning. Hvis man ser på de økonomiske nøgletal fra Kina så som PMI (indkøbschefernes forventninger), har disse vist en stabilisering, hvilket netop indikerer et stabiliseret økonomisk vækstniveau. I starten af året var der frygt for, at den kinesiske økonomi kunne få problemer, men denne frygt er i takt med de bedre økonomiske nøgletal fra landet gradvist aftaget.

Inflationsniveauet i Kina er fortsat relativt lavt, idet seneste måling for august 2016 udviste en stigning på 1,66% sammenlignet med august 2015. Dette er en medvirkende årsag til, at Kina stadig har mulighed for at lempe pengepolitikken yderligere, hvis der bliver behov for dette på et tidspunkt.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2016

De fleste udviklede økonomier fik en lidt lavere økonomisk vækst i både 2. og 3. kvartal 2016 sammenlignet med de samme kvartaler året før, mens det modsatte var gældende i BRIK landene bortset fra Indien. Den økonomiske konsekvens af Brexit synes også umiddelbart at være mindre end frygtet, og faktisk peger de økonomiske nøgletal i slutningen af 3. kvartal igen i lidt bedre retning i både USA og Europa. Samlet set er dette stadig et udtryk for, at det i øjeblikket går behersket fremad for den økonomiske vækst i verdensøkonomien.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2015r		2016e		2017e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	0,10%	1,80%	1,50%	2,00%	1,90%
Euroland	1,60%	0,00%	1,50%	0,30%	1,40%	1,20%
Japan	0,50%	0,80%	0,50%	0,40%	0,60%	0,40%
Danmark	1,00%	0,50%	1,00%	0,40%	1,30%	1,20%
Brasilien	-3,80%	9,00%	-3,30%	8,00%	0,00%	6,00%
Rusland	-3,60%	15,00%	-0,50%	8,00%	1,50%	5,50%
Indien	7,50%	5,00%	7,40%	5,50%	7,30%	6,00%
Kina	6,80%	1,70%	6,70%	2,20%	6,40%	2,20%

Kilde: Dansk FI

Amerikansk præsidentvalg den 8. november – hvad betyder det for investeringsstrategien?

Det 45. amerikanske præsidentvalg den 8. november nærmer sig med hastige skridt, og hvad der tidligere på året lød som en joke, nemlig at Donald Trump kunne gå hen og blive den næste amerikanske præsident, er nu pludselig ikke længere usandsynligt. Hvis man ser på to tidligere afstemninger i år, den engelske afstemning om fortsat EU medlemskab og den nylige colombianske afstemning om fred med oprørsbevægelsen FARC, er dette begge afstemninger, hvor hovedparten af politikkerne var for et ”ja”, men det endte begge steder med et ”nej”. Dette er selvfølgelig et kæmpe problem for demokratiet, at de folkevalgte politikere ikke repræsenterer vælgernes holdninger, og det er et udtryk for den politikerlede, der præger mange lande. Netop denne tendens gør det fristende for mange at vælge et markant anderledes alternativ, hvilket giver sig udtryk i, at yderfløjene i politik i de fleste vestlige lande har set stigende vælgertilslutning. Donald Trump repræsenterer i høj grad en anderledes stil, og dermed rider han med på denne forandringsbølge. Selv om Hillary Clinton i øjeblikket fører i meningsmålingerne, er der nok ingen tvivl om, at vi kan se frem til, at det amerikanske præsidentvalg bliver en gyser.

Det er svært at vurdere præcist, hvad de politiske og økonomiske konsekvenser af en Donald Trump som ny amerikansk præsident vil blive, men det vil givet vis betyde en mere protektionistisk amerikansk politik og en mere ekspansiv finanspolitik. Donald Trump har bl.a. slået sig op på, at han vil bygge en mur til Mexico for at mindske indvandringen, at få den amerikanske økonomi til at vokse med 3,5% p.a. i gennemsnit over de næste 10 år og samlet skabe 25 millioner nye jobs. Dette er for mange amerikanere nogle gode ord at høre, også selvom Trump ikke siger, hvordan han vil finansiere en så høj økonomisk vækst.

Hvis Donald Trump bliver amerikansk præsident, vil han forsøge at dreje amerikansk økonomiske politik i en mere ekspansiv retning. Pengepolitikken bestemmes dog af den amerikanske centralbank, og skal der foretages store budgetændringer, skal det vedtages af Kongressen, så det er svært helt præcist at vurdere, hvad Trump reelt kan udrette økonomisk uden at have andre organisationer og politikere bag sig? Netop dette paradoks er måske også årsagen til, at vi ikke har set de finansielle markeder reagere med store kursfald i takt med, at Trump i meningsmålingerne er halet ind på Clinton. Men dermed ikke sagt, at det ikke betyder noget på de finansielle markeder, hvis Donald Trump ender som den 45. amerikanske præsident, det kan bare ikke konkluderes entydigt, hvad det rent faktisk vil komme til at betyde, men det vil givet vis betyde en periode, hvor usikkerheden vil stige omkring udsigterne for den

amerikanske og dermed globale økonomi. Så der kan sagtens komme meget svingende kurser op imod det amerikanske præsidentvalg og i perioden herefter, specielt hvis det ender med at Trump bliver valgt. Hvad den langsigtede effekt af Donald Trump som den 45. præsident vil blive er langt sværere at forudsige, da det trods alt ikke er en diktator amerikanerne vælger men ”blot” en ny præsident.

Vores vurdering er, at investorer i den nærmeste fremtid skal være ekstra påpasselige og sørge for at sprede sine investeringer godt og være tæt på benchmark med sin risikoprofil. Hvad enten det ender med Donald Trump eller Hillary Clinton som USA næste præsident, vil de begge ”heldigvis” være afhængig af samarbejdet med Kongressen, og de bliver ligeledes underlagt, at den amerikanske centralbank er en uafhængig instans! Derfor vil den faktiske økonomiske påvirkning af udfaldet af præsidentvalget sandsynligvis blive af relativt begrænset karakter, hvilket ligeledes bør begrænse den langsigtede effekt på de finansielle markeder.

Økonomi

Den Internationale Valutafond (IMF) er netop kommet med sin seneste prognose for den økonomiske udvikling i verdensøkonomien. Den har nedjusteret den globale vækst med 0,1% point i forhold til prognosen for 3 måneder siden til en forventet vækst i verdensøkonomien på 3,1% p.a. i 2016 mod 3,2% p.a. i 2015. Det bemærkelsesværdige er, at der ikke er en nedjustering af væksten i hverken Euroland eller Storbritannien som følge af Brexit, tværtimod er begge regioners forventede vækst blevet opjusteret med 0,1% point for 2016, men en nedjustering af den amerikanske vækst med 0,6% point, som trækker ned i den samlede forventede økonomiske vækst i verdensøkonomien i 2016. IMF noterer sig desuden, at det også er begyndt at gå bedre i flere Emerging Markets, og tilliden generelt er stigende i udvalgte af disse lande, om end der stadig er lande, som har betydelige udfordringer. Usikkerheden er dog stadig generelt stor, og risikobilledet omkring dens forventninger er mere rettet mod en lavere økonomisk vækst end mod en højere økonomisk vækst.

World Economic Outlook oktober 2016 – procentvise ændringer

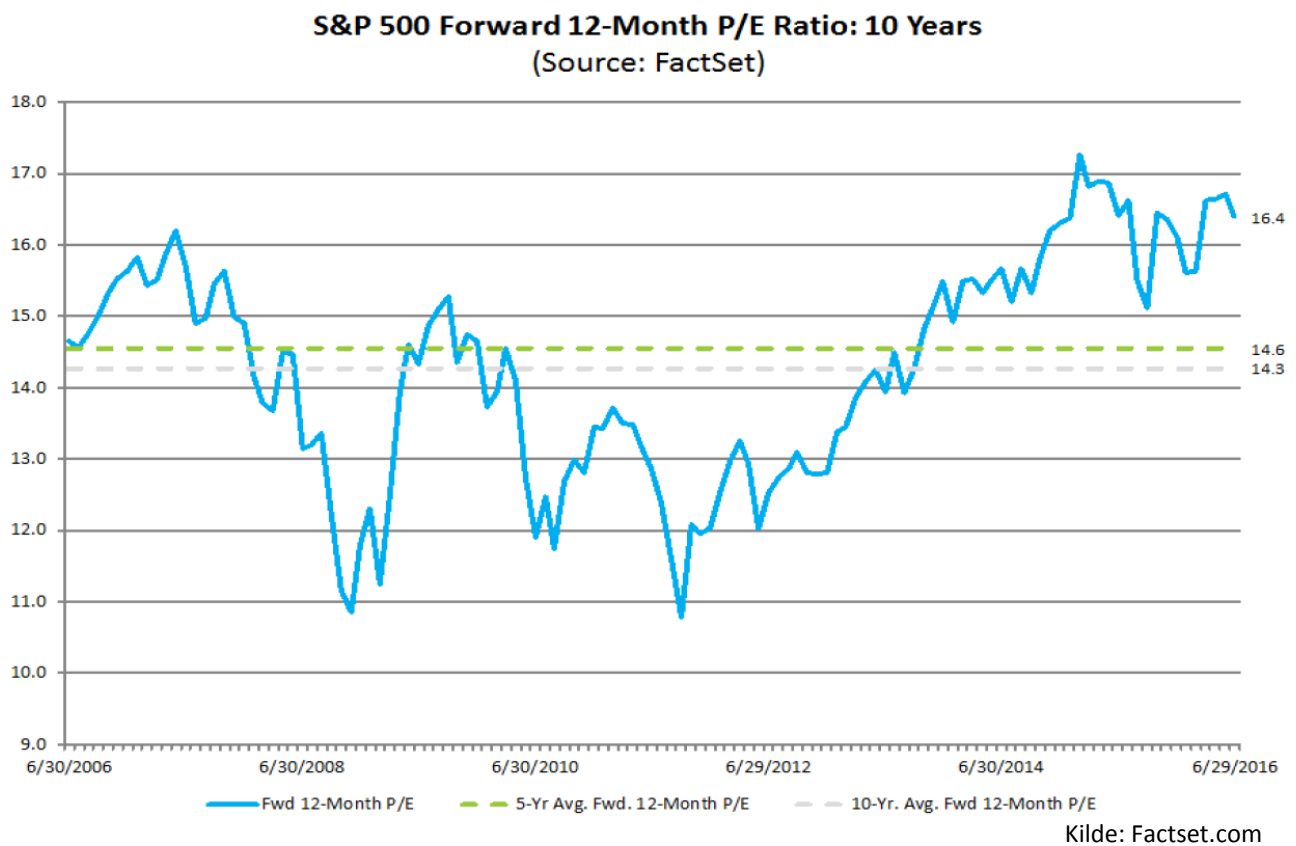
	2015	Projections		Difference from July 2016 WEO Update ¹	
		2016	2017	2016	2017
World Output	3.2	3.1	3.4	0.0	0.0
Advanced Economies	2.1	1.6	1.8	-0.2	0.0
United States	2.6	1.6	2.2	-0.6	-0.3
Euro Area	2.0	1.7	1.5	0.1	0.1
Germany	1.5	1.7	1.4	0.1	0.2
France	1.3	1.3	1.3	-0.2	0.1
Italy	0.8	0.8	0.9	-0.1	-0.1
Spain	3.2	3.1	2.2	0.5	0.1
Japan	0.5	0.5	0.6	0.2	0.5
United Kingdom	2.2	1.8	1.1	0.1	-0.2
Canada	1.1	1.2	1.9	-0.2	-0.2
Other Advanced Economies ²	2.0	2.0	2.3	0.0	0.0
Emerging Market and Developing Economies	4.0	4.2	4.6	0.1	0.0
Commonwealth of Independent States	-2.8	-0.3	1.4	0.3	-0.1
Russia	-3.7	-0.8	1.1	0.4	0.1
Excluding Russia	-0.5	0.9	2.3	-0.1	-0.2
Emerging and Developing Asia	6.6	6.5	6.3	0.1	0.0
China	6.9	6.6	6.2	0.0	0.0
India ³	7.6	7.6	7.6	0.2	0.2
ASEAN-5 ⁴	4.8	4.8	5.1	0.0	0.0
Emerging and Developing Europe	3.6	3.3	3.1	-0.2	-0.1
Latin America and the Caribbean	0.0	-0.6	1.6	-0.2	0.0
Brazil	-3.8	-3.3	0.5	0.0	0.0

Kilde IMF

IMF's seneste prognose er godt i tråd med vores overordnede forventning om, at vi stadig oplever et meget behersket opsving i verdensøkonomien, hvorfor centralbankerne i den nærmeste fremtid stadig vil føre en lempelig pengepolitik, og at den amerikanske centralbank vil være afdæmpet i tempoet med renteforhøjelser.

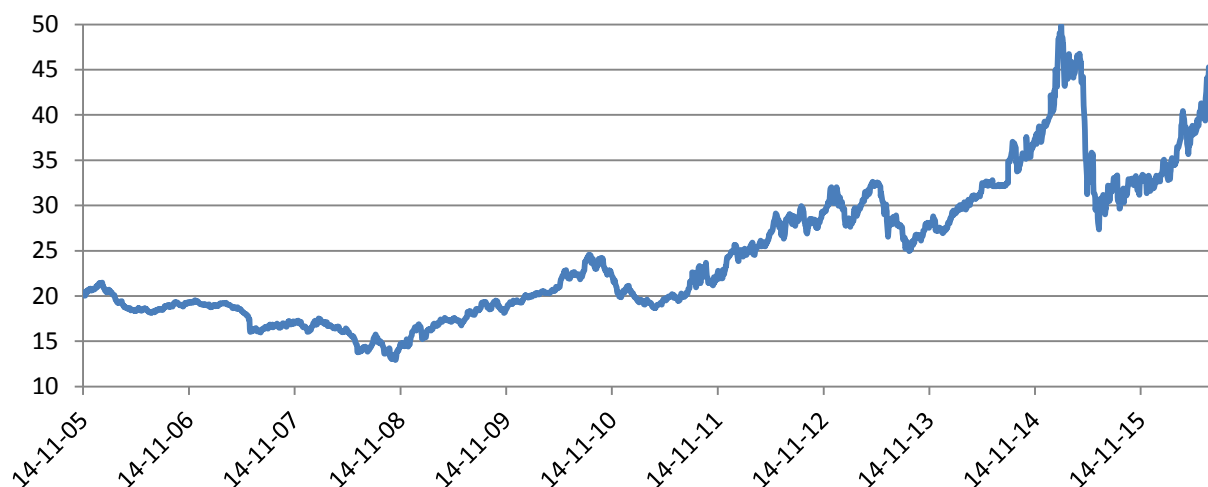
Aktier

Der har været meget debat, om aktier er prisfastsat til den dyre side. Denne betragtning er vi umiddelbart enige i, hvilket illustreres af nedenstående graf, hvor man kan se, at aktierne i det amerikanske S&P 500 indeks aktuelt handles et stykke over den gennemsnitlige forventede P/E værdi, som aktierne er handlet til i gennemsnit i de seneste 5 og 10 år.



Det mest oplagte investeringsalternativ til køb af aktier er investering i obligationer. Hvis vi laver et syntetisk P/E niveau på en 30 årig dansk realkreditobligation ud fra den effektive rente, får vi nedenstående udvikling i denne obligations prisfastsættelse.

Syntetisk P/E 30 årig dansk real



Som det ses af prisfastsættelsen på denne, handles en dansk 30 årig realkreditobligation nu 2-3 gange så dyrt som for 10 år siden! Hvis prisfastsættelsen på aktier sættes i forhold til en alternativ investering i en lang realkreditobligation, virker prisfastsættelsen af aktier nu ikke længere anstrengt men billig. Som investor står man over for det skisma, at alle investeringsaktiver virker prisfastsat til den dyre side, og lader man i stedet pengene stå kontant, oplever man nu i stigende grad, at der bliver indført negative indlånsrenter. I en sådan verden, er det efter vores opfattelse endnu mere vigtigt, at man som investor fokuserer på at få spredt sine investeringer godt over flere aktiver så som aktier, obligationer, virksomheds- og højrenteobligationer samt ejendomme og ikke lader sig friste af at lægge alle æggene i én kurv. Risikospredning, fokus på kvalitet i sine investeringer og en langsigtet tilgang, er efter vores vurdering nøglen til i de kommende år at opnå et tilfredsstillende afkast. En succesfuld investeringsstrategi indebærer således også en vis portion aktier i investeringsporteføljen, hvor vi foretrækker selskaber, der har en robust forretningsmodel som ikke er så afhængig af udviklingen i de økonomiske konjunkturer.

Obligationer

Som det ses af grafen på den syntetiske P/E værdi for 30 årige danske realkreditobligationer, er også obligationer generelt prisfastsat dyrt. Med udsigt til en svagt stigende inflation og økonomisk vækst, er det umiddelbart vores vurdering, at de lange renter synes at have bundet ud i denne omgang, men vi forventer dog ikke store rentestigninger på den korte bane. Centralbankerne verden over vil givet vis fortsat føre en meget lempelig pengepolitik, om end den amerikanske centralbank i 4. kvartal forventes at hæve renten yderligere 1 gang med 0,25% point, mens den europæiske centralbank i løbet af kvartalet forventes at forlænge dens nuværende opkøbsprogram af obligationer. Dette bør fortsat virke understøttende for at holde obligationsrenterne lave i et godt stykke tid endnu.

Derfor anbefaler vi en forsigtig tilgang til renterisikoen i obligationsporteføljen, hvor kun en mindre del placeres i lange realkreditobligationer.

Som tidligere nævnt vurderer IMF udsigterne lidt bedre for flere Emerging Markets. Hvis vi ser på prisfastsættelsen af statsobligationer fra Emerging Markets i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer, udtrykt ved nedenstående graf som viser udviklingen i den merrente man kan forvente at få ved at investere i et indeks af statsobligationer fra Emerging Markets i forhold til sammenlignelige amerikanske statsobligationer, kan vi se, at denne merrente var et stykke under 5% point før Finanskrisen, og efter Finanskrisen har merrenten svinget rundt omkring 5% point. Det

bemærkes, at dette indeks er i lokalvaluta, hvilket betyder, at man som investor har den fulde risiko på valutaen på de underliggende obligationer, som eksempelvis er både den russiske rubel og brasilianske real. Men tages der udgangspunkt i IMF's vurdering, kunne den tyde på at flere Emerging Markets går lidt lysere tider i møde, hvilket vil tiltrække flere investorer til landene og dermed virke understøttende for landets valuta. På den baggrund virker den nuværende prisfastsættelse af Emerging Markets obligationer attraktiv, hvorfor vi anbefaler at medtage en andel af denne type obligationer i obligationsporteføljen, men man skal som investor være opmærksom på, at risikoen ved denne type obligationer er markant højere end ved almindelige realkreditobligationer.

Forskel: EM Lokalvalutarente* vs. US 5y



Kilde: BankInvest

6. oktober 2016

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S,
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde - Vejle - Aarhus

