

# Kvartalsrapport

## 1. kvartal 2017

### RESUME

#### Økonomiske udsigter

Der har ikke været de store overraskelser i den økonomiske udvikling i løbet af 1. kvartal 2017. Der tegner sig fortsat et billede af en verdensøkonomi, som er i gang med et behersket økonomisk opsving, og hvor de enkelte økonomiers vækstrater nu gradvist tenderer til at afvige mindre og mindre fra hinanden. De økonomiske vækstrater i USA, Europa og Japan er nu forholdsvis tæt på hinanden, mens den kinesiske vækst synes på vej nedad i et moderat og kontrollerbart tempo. Russisk økonomi er kommet ud af den økonomiske krise i slutningen af 2016, mens det samme forventes at ske for den brasilianske økonomi i slutningen af 2017.

Som udgangspunkt er der således plads til en vis optimisme omkring den økonomiske udvikling i 2017, idet verdensøkonomien synes at fortsætte det moderate opsving, mens den amerikanske centralbank kan fortsætte med at hæve renten i et meget afdæmpet tempo, og Donald Trump har dæmpet sin skarpe retorik og er måske på vej mod en mere traditionel republikansk økonomisk politik? I Europa er det franske præsidentvalg nært forstående, og umiddelbart ser det ud som om, at Marine Le Pen får svært ved at vinde dette. Men husk på at politik er uforudsigelig, så man skal som investor sørge for at være tro mod sin risikoprofil.

#### Aktiemarkedet

Med udsigten til et fortsat moderat opsving i verdensøkonomien, en mere moderat Donald Trump, samt at det pt. ser ud som om, at højredrejningen og euroskeptikerne ikke får helt så gode politiske valg i Europa som hidtil ventet, tegner 2017 til at blive et godt år for aktieinvesteringer, hvor man som investor skal passe på ikke at være undervægtet i både europæiske og Emerging Markets aktier. Disse to regioner har efter vores vurdering det største potentiale i 2017, men samtidig også den største risiko.

#### Obligationsmarkedet

Med udsigt til svagt stigende lange renter i den nærmeste fremtid, hvor risikoen dog fortsat er rettet imod lidt større rentestigninger på de lange obligationer, skal man som investor kun medtage en mindre del af lange realkreditobligationer i sin portefølje. Dette forudsat, at hverken de politiske valg i Europa eller Donald Trump overrasker negativt. Statsobligationer fra Emerging Markets i Lokalvaluta er efter vores vurdering fortsat et attraktivt valg til obligationsporteføljen, både som følge af en forventelig mere forsonlig politik fra Donald Trump, generelt bedre økonomiske udsigter for flere Emerging Markets lande, samt at prisfastsættelsen af denne type obligationer virker meget attraktiv.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2017

Udvikling i 1. kvartal 2017					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2017
	30.12.16	31.03.17			
OMX CGI	1.142,17	1.212,67	70,50	6,17%	6,17%
OMXC Cap. GI	1.332,56	1.439,74	107,18	8,04%	8,04%
MSCI World All Countries	1.944,00	2.053,17	109,17	5,62%	5,62%
MSCI USA*	15.017,92	15.652,58	634,66	4,23%	4,23%
MSCI Europa*	10.375,20	10.918,37	543,17	5,24%	5,24%
MSCI Japan*	19.896,54	20.338,39	441,85	2,22%	2,22%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2017
	30.12.16	31.03.17			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,16%
4% STAT 2017	-0,67	-0,67	0,00	-0,22%	-0,22%
3% STAT 2021	-0,29	-0,24	0,05	-0,26%	-0,26%
4,5% STAT 2039	0,92	1,05	0,13	-1,90%	-1,90%
3,5% NYK 2044	2,98	2,93	-0,05	0,79%	0,79%
EFFAS 1-5**				-0,12%	-0,12%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2017
	30.12.16	31.03.17			
USD/DKK	7,05	6,95	-0,10	-1,40%	-1,40%
EUR/DKK	7,43	7,44	0,00	0,05%	0,05%
JPY/DKK	0,06	0,06	0,000	0,00%	0,00%

### Aktiemarkedet

Det var med stor politisk spænding, at investorerne tog hul på det nye år. De store spørgsmål var og er stadig, hvilken politik vil den nye amerikanske præsident, Donald Trump lægge op til at føre, og hvor stor en højredrejning og EU skepsis vil valgene i flere europæiske lande resultere i? Dermed herskede der fra årets start en betydelig politisk usikkerhed på de finansielle markeder. Donald Trump skulle fra årets start markere sig, og han slog hurtigt en hård tone an over for specielt Mexico samt rev en handelsaftale i stykker, TTP aftalen. TTP aftalen var en frihandelsaftale mellem 12 lande i Stillehavsområdet, dog ikke Kina. Aftalen var blevet underskrevet af de andre lande, men den var ikke blevet endeligt godkendt i Kongressen i USA, så det var en ikke fungerende aftale, han rev itu. Trumps retorik over for Kina har til tider været hård i den amerikanske valgkamp, hvilket har ført til en vis frygt for, at USA kunne komme i handelskrig med Kina. På det seneste har Trumps retorik været væsentligt mindre aggressiv overfor Kina.

En af Donald Trumps andre store fokusområder har været at komme af med den sundhedsreform, som Barack Obama fik indført, ObamaCare. Med et republikansk flertal i Kongressen burde dette have været en formsag at få gennemført, men Donald Trump har måttet opgive at få fjernet ObamaCare i første omgang, da flere af hans egne partifæller truede med at stemme imod forslaget, da de ville have et attraktivt alternativ, som tog mere hensyn til de svageste i samfundet, før de ville stemme for at fjerne ObamaCare. Dermed led Donald Trump i første omgang et stort politisk nederlag, men det viser også, at han bliver nødt til at føre en mere forsonende politik for at få gennemført sin politik. Donald Trump skal nu vise, at han evner at få indført en skattereform, som han har lovet at gøre, men han har nu også indikeret, at arbejdet med dette tager længere tid end forventet – nu gælder det om at få lavet et

udspil, der er flertal for blandt republikanerne. Sandsynligheden for, at vi nu ser en mere afdæmpet politik fra Donald Trump og en økonomisk politik, som er mere i tråd med traditionel republikansk, er efter vores overbevisning blevet forøget gennem 1. kvartal 2017. Dette har været en medvirkende årsag til, at der er realiseret positive afkast på de fleste aktiemarkeder i det forgangne kvartal. Således er MSCI World steget med 5,6% mål i DKK i 1. kvartal 2017, mens at det brede danske aktieindeks OMX CGI er steget med 6,2% i det forgangne kvartal.

Hvis man ser på kursbevægelserne på det tyske DAX indeks (30 største tyske børsnoterede selskaber) gennem 2016 og i starten af 2017, kan man se, at indekset svingede meget kraftigt gennem hele 2016, hvor det bl.a. i starten af 2016 faldt med over 17% for at slutte 2016 med en samlet stigning på 7%. I starten af 2017 har udsvingene været markant mindre, og tendensen har i stedet været nærmere en støt stigning, og det tyske DAX indeks er steget med 7,3% i 1. kvartal 2017. De tyske og andre europæiske aktier er også blevet positivt påvirket af udsigten til en mere moderat Trump, men de har også nydt godt af, at de økonomiske udsigter i både Tyskland og EU området generelt er blevet forbedret, samt at højredrejningen i det hollandske valg i marts 2017 blev langt mindre end ventet. I Frankrig er der præsidentvalg i april og maj, og der er valg til det tyske parlament i september. Udfaldet af disse valg kan naturligvis påvirke investeringsklimaet markant, hvis de euroskeptiske partier får en afgørende magt, hvilket de seneste meningsmålinger dog ikke tyder på.



Kilde: Infront

Der har også været en underliggende positiv stemning på aktiemarkederne i Emerging Markets i 1. kvartal 2017 som følge af en mere afdæmpet Donald Trump, men lokale faktorer har også påvirket de enkelte aktiemarkeder. Således er det indiske aktiemarked højespringeren i BRIK landene i 1. kvartal 2017 med et afkast på knap 15%, idet der har været en væsentlig bedre økonomisk udvikling i den indiske økonomi i det forgangne kvartal end frygtet. I Brasilien er inflationen kommet godt under kontrol, hvilket allerede har ført til et pænt rentefald, og der forventes yderligere markante rentenedsættelser i den nærmeste fremtid i Brasilien. Yderligere rentenedsættelser kan hjælpe landet til, at der igen kommer positive vækstrater i slutningen af 2017. Det russiske marked har oplevet et fald på knap 5%, hvilket sandsynligvis skyldes, at den for landet vigtige oliepris er faldet i 1. kvartal 2017.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q1 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	Bovespa	9,57%	9,57%
Rusland	Micex	-4,65%	-4,65%
Indien	Sensex 30	14,89%	14,89%
Kina	Shanghai	3,26%	3,26%

### Obligationsmarkedet

Den politiske usikkerhed og en lidt bedre økonomisk udvikling i Europa har også sat sine spor på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal. Samlet set har dette resulteret i, at de korte renter har forholdt sig i ro, mens de lange renter er steget svagt i løbet af 1. kvartal 2017. Dette har betydet, at der er realiseret negative afkast på de danske statsobligationer i løbet af 1. kvartal 2017, hvor det danske benchmarkindeks for statsobligationer med en løbetid på mellem 1 og 5 år, EFFAS 1-5, har givet et afkast på -0,12% i 1. kvartal 2017. Inflationen har stort set udviklet sig som forventet, idet inflationen i euroområdet steg til et niveau omkring 2,0% p.a. i februar 2017 sammenlignet med februar 2016, som følge af en kraftig påvirkning fra en højere oliepris, mens kerneinflationen (inflationen rensset for prisudviklingen på energi og fødevarer) har ligget relativt stabilt gennem længere tid på et niveau lige under de 1% p.a.. Dermed er det underliggende inflationspres fortsat lavt i Europa, når man ser bort fra de meget svingende energipriser. Dette har været en medvirkende årsag til, at de lange obligationsrenter ikke er steget mere i løbet af det forgangne kvartal.

### Valutamarkedet

Udsigten til en mere afdæmpet økonomisk politik fra Donald Trumps side har ført til en mindre svækkelse af den amerikanske dollar over for både danske kroner, euro og japanske yen i løbet af 1. kvartal 2017. Som det ses af tabellen nedenfor, er flere af Emerging Markets valutaerne også blevet styrket over for danske kroner i løbet af 1. kvartal 2017, hvilket generelt afspejler de lidt bedre økonomiske udsigter for landene.

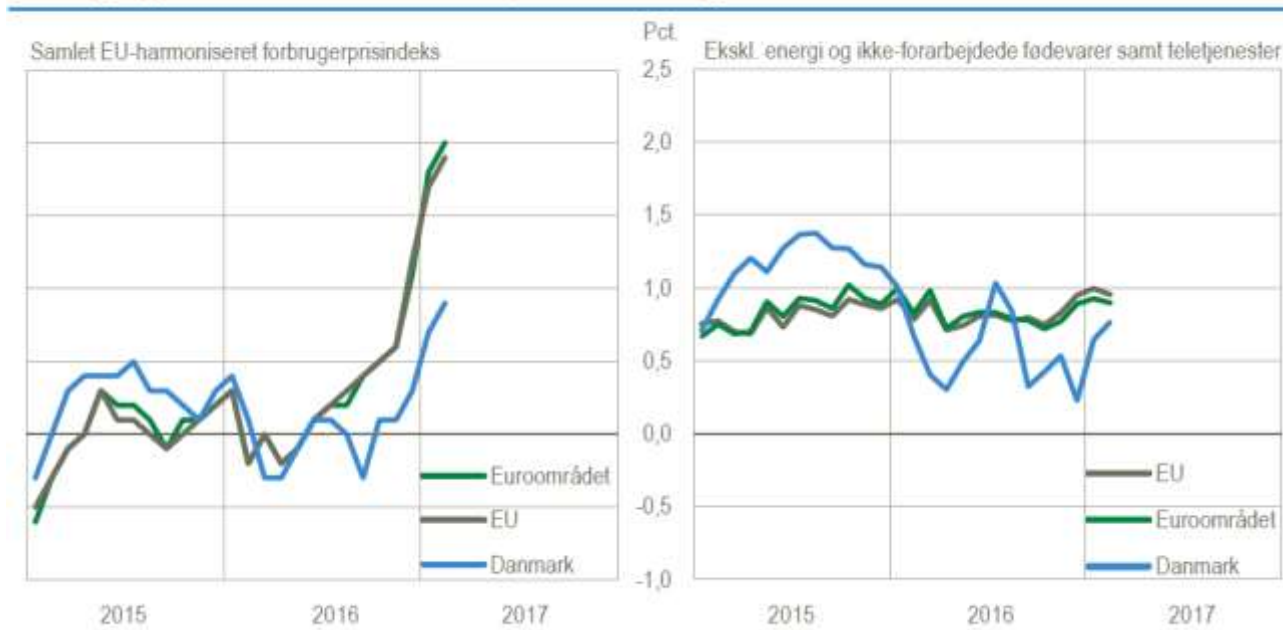
Land	Valuta	Ændring i DKK i Q1 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	BRL	1,55%	1,55%
Rusland	RUB	6,66%	6,66%
Indien	INR	3,28%	3,28%
Kina	CNY	-0,55%	-0,55%

## Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2017

### Europa

Efter det britiske ja til at forlade EU ved afstemningen den 23. juni, var der mange økonomiske prognoser, som spåede et pænt fald i den økonomiske vækst i EU. Disse prognoser er indtil videre blevet gjort til skamme, idet væksten i euroområdet faktisk har været tiltagende i løbet af 2. halvår af 2016, hvor den økonomiske vækst var på 1,7% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før. Den økonomiske vækst forventes at have været på 1,8% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2016.

### Prisstigning over 12 måneder i Danmark, euroområdet og EU



Kilde: Danmarks Statistik

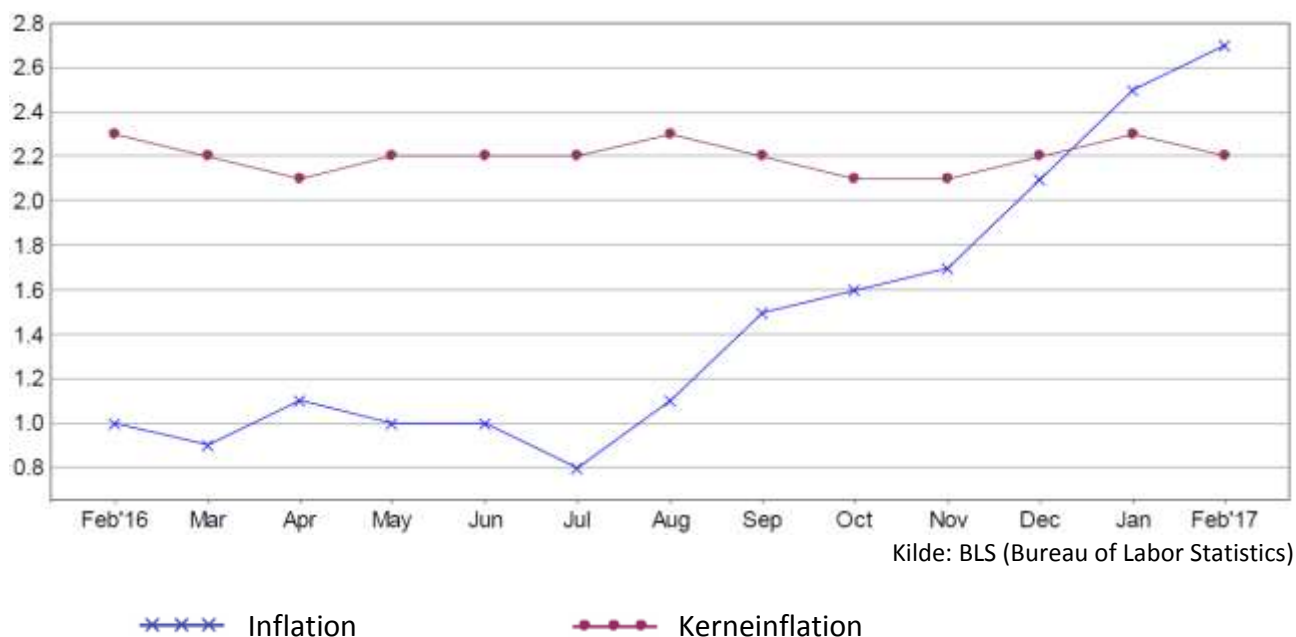
Inflationen har været stigende i de senere måneder i euroområdet, hvor inflationen i februar 2017 lå på 2,0% p.a. sammenlignet med februar 2016. Det er i høj grad energipriserne, som har trukket inflationen op, idet kerneinflationen i samme periode viser en stigning på blot 0,9% p.a. Dermed er inflationspresset forsat svagt i euroområdet, når der ses bort fra udviklingen i energipriserne. Da effekten fra olieprisstigningen sidste år gradvist mindskes i de kommende måneder, vil inflationen sandsynligvis være aftagende igen ned mod niveauet for kerneinflationen i løbet af de næste 6 måneder. Det første melding fra EU's statistikbureau, Eurostat, tyder på, at inflationen i EU vil falde fra 2,0% p.a. i februar til 1,5% p.a. i marts sammenlignet med samme tidspunkt i 2016.

### USA

Der har ikke været helt så meget gang i den amerikanske økonomiske vækst i 4. kvartal 2016 som ventet, idet den økonomiske vækst blev på 2,1% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. Den økonomiske vækst forventes at være aftaget en anelse til et niveau omkring 2,0% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme periode året før.

Udviklingen i olieprisen har også påvirket det amerikanske inflationsniveau, idet seneste måling for februar 2017 udviste en stigning på 2,7% p.a. sammenlignet med februar 2016. Kerneinflationen har derimod i det seneste års tid ligget relativt stabilt på lidt over de 2% p.a., hvor seneste måling udviste en

stigning på 2,2% p.a. Da effekten af olieprisstigningen gradvist aftager i de kommende måneder, forventes inflationen også at aftage i USA igen og tilnærme sig niveauet for kerneinflationen.



Med et stigende inflationsniveau, en lav arbejdsløshed og en rimelig økonomisk vækst i den amerikanske økonomi, var det heller ingen overraskelse, at den amerikanske centralbank valgte at hæve styringsrenten (Fed funds) med 0,25% point i marts, så denne nu er i niveauet 0,75% - 1,0%. Dermed er styringsrenten blevet hævet 3 gange a 0,25% point siden december 2015. Dette vidner om en amerikansk centralbank, som er meget forsigtig med sine renteforhøjelser. Denne tendens forventes at fortsætte, medmindre at Trump begynder at føre en mere inflationær økonomisk politik.

## Japan

Den økonomiske vækst i den japanske økonomi blev på 1,2% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før. Det er "desværre" fortsat investeringer, som trækker væksten, mens der ikke er den store vækst i privatforbruget. Denne tendens ventes at være fortsat ind i 2017, hvor den økonomiske vækst forventes at have været omkring 1,3% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme periode året før.

Der er fortsat en meget lav inflation i den japanske økonomi, hvor seneste måling for februar 2017 sammenlignet med februar 2016 viste, at inflationen havde været på 0,3% p.a. mens kerneinflationen havde været på 0,2% p.a.

## BRIK landene

### Brasilien

Brasilien er fortsat i en økonomisk recession, idet den økonomiske vækst var på -2,5% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før, og væksten forventes at have været omkring -2,0% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2016. Privatforbruget falder fortsat, men der er fremgang i diverse tillidsbaserede indikatorer, hvorfor de fleste økonomer forventer, at den brasilianske økonomi realiserer positive vækstrater igen i 2. halvår af 2017.

Inflationsniveauet har været kraftigt faldende i Brasilien i de senere måneder. Således udviste inflationsmålingen for februar 2017 blot et niveau på 4,76% p.a. sammenlignet med februar 2016. Til sammenligning kan nævnes, at inflationsniveauet i sommeren 2016 var oppe i niveau 8-9% p.a.! Det markante fald i inflationen har bevirket, at den brasilianske centralbank har sænket den ledende rente, Selic renten, 2 gange a 0,75% point i løbet af 1. kvartal 2017, så Selic renten nu er 12,25%. Dette er fortsat et meget højt niveau, men nu hvor inflationen er inden for centralbankens målsætning om et inflationsniveau på 4,5% med et udsvingsbånd på 1,5% point, bør der være udsigt til yderligere og større rentenedsættelser i den nærmeste fremtid, hvilket vil være understøttende for, at den brasilianske økonomi kan vende tilbage til positive vækstrater senere i 2017.

#### *Rusland*

Den russiske økonomi udviste en stigning på 0,3% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med 4. kvartal 2015, og væksten forventes at være steget til et niveau omkring 0,8% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Dermed er den russiske økonomi langt om længe ude af den tilbagegang, som har præget landet i et godt stykke tid.

Den russiske inflation har fortsat den faldende tendens, hvor inflationen i februar 2017 var på 4,6% p.a. sammenlignet med februar 2016. Det fortsatte fald i inflationen fik den russiske centralbank til at sænke den ledende rente med 0,25% point til 9,75% i marts. Den russiske centralbank har udtalt, at de er parate til at sænke renten yderligere i den nærmeste fremtid, hvis inflationen fortsætter med at falde og nærme sig målsætningen på 4,0% p.a. Et faldende renteniveau vil medvirke til en stigende økonomisk vækst i Rusland.

#### *Indien*

Der har hersket stor usikkerhed omkring, hvordan den indiske økonomi ville udvikle sig på den korte bane efter, at Indiens præsident Modi i november 2016 tog et utraditionelt skridt i brug for at bremse den sorte økonomi, idet han med dags varsel gjorde de store 500 og 1.000 rupee sedler ugyldige. Inderne kunne veksle et relativt lille beløb dagligt til nye sedler, eller de kunne indsætte deres store sedler på en bankkonto, hvor de ville blive registreret. Idet omkring 90% af alle transaktioner i Indien betales kontant, var dette et meget stort indgreb for alle indere. Økonomer var meget usikre på, hvor meget den økonomiske vækst ville aftage i både 4. kvartal 2016 og 1. kvartal 2017. Imidlertid har det vist sig, at den økonomiske vækst ikke blev påvirket så voldsomt som frygtet, idet den økonomiske vækst blev på 7,0% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med 4. kvartal 2015, hvor konsensus blandt økonomer ifølge Bloomberg ellers var en vækst på 6,1% p.a. I 1. kvartal 2017 forventes væksten at have været på et niveau omkring 6,5% p.a. sammenlignet med samme periode året før, men dette estimat er behæftet med stor usikkerhed.

Inflationen i Indien er fortsat på et for landet lavt niveau, hvor inflationen i februar 2017 udviste en stigning på 3,65% p.a. sammenlignet med februar 2016. Dette er en stigning i forhold til januar, hvor inflationen var på 3,17% p.a., men set i forhold til at det gennemsnitlige inflationsniveau har været på 7,25% p.a. i årene 2012-2017, har Indien pt. et historisk meget lavt inflationsniveau.

#### *Kina*

Efter at den økonomiske vækst blev på 6,7% p.a. i 2016, har den kinesiske folkekongres i marts sat et mål på en økonomisk vækst omkring 6,5% p.a. i 2017, og den faktiske økonomiske vækst i Kina plejer at ramme tæt på folkekongressens mål. Hvis man ser på de økonomiske nøgletal så som detailsalg, industriproduktionen og PMI tallene (indkøbschefernes forventninger) fra Kina i løbet af 1. kvartal 2017, har disse generelt vist en kinesisk økonomi, som har haft en stabil start på året. Dermed forventes den økonomiske vækst at være landet tæt på en vækst på 6,5% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2016.

Inflationen i den kinesiske økonomi tog et dyk i februar 2017 til bare 0,8% p.a. sammenlignet med februar 2016 fra et niveau på 2,5% p.a. i januar 2017 sammenlignet med samme måned året før. En stor del af forklaringen på det markante fald i inflationen var et kraftigt fald i fødevarepriserne i februar, idet fødevarepriserne var påvirket af det kinesiske Nytår. Det kraftige fald i inflationen forventes således kun at være af midlertidig karakter.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2017**

Der har ikke været de store overraskelser i den økonomiske udvikling i løbet af 1. kvartal 2017. Der tegner sig fortsat et billede af en verdensøkonomi, som er i gang med et behersket økonomisk opsving, og hvor de enkelte økonomiers vækstrater nu gradvist tenderer til at afvige mindre og mindre fra hinanden. De økonomiske vækstrater i USA, Europa og Japan er nu forholdsvis tæt på hinanden, mens den kinesiske vækst synes på vej nedad i et moderat og kontrollerbart tempo. Russisk økonomi er kommet ud af den økonomiske krise i slutningen af 2016 mens det samme forventes at ske for den brasilianske økonomi i slutningen af 2017.



## Forventninger

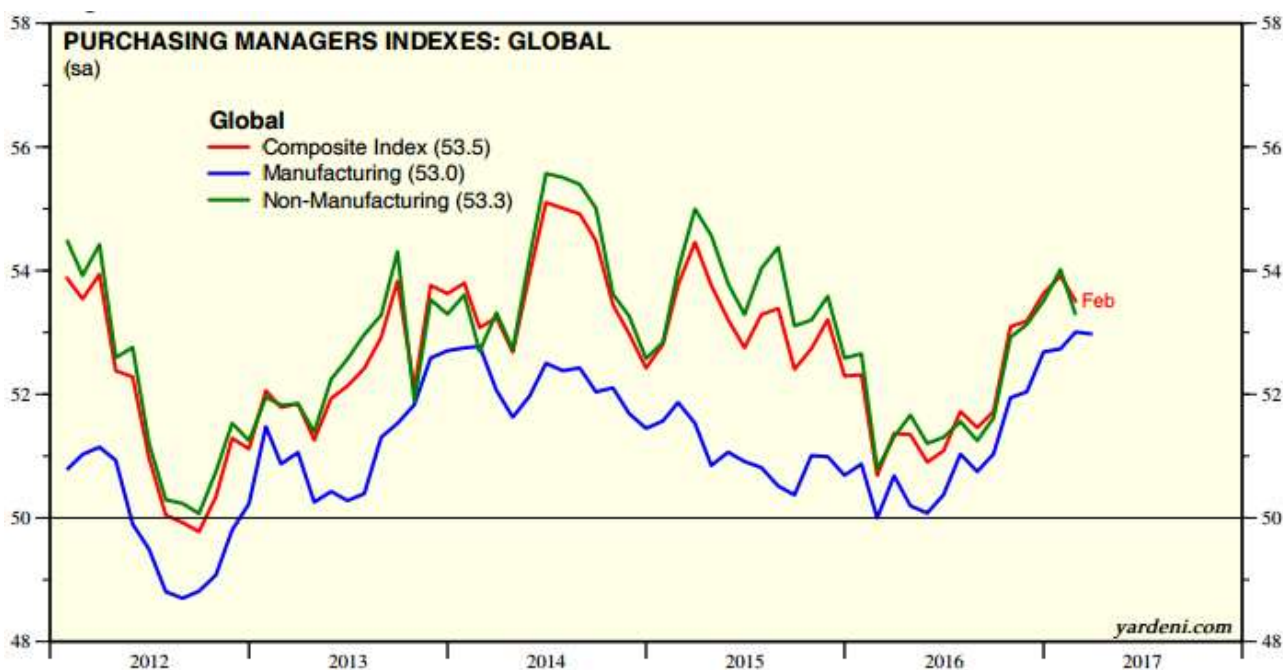
Økonomiske nøgletal						
	2015r		2016e		2017e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	0,10%	1,60%	1,30%	2,20%	2,20%
Euroland	1,60%	0,00%	1,60%	0,20%	1,60%	1,40%
Japan	0,50%	0,80%	0,80%	0,40%	1,00%	0,40%
Danmark	1,00%	0,50%	1,30%	0,40%	1,70%	1,20%
Brasilien	-3,80%	9,00%	-3,50%	8,00%	0,50%	5,00%
Rusland	-3,60%	15,00%	-0,30%	8,00%	1,50%	5,50%
Indien	7,50%	5,00%	7,10%	4,50%	7,00%	5,00%
Kina	6,80%	1,70%	6,70%	2,20%	6,50%	2,00%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Hvis man betragter det globale PMI indeks (indkøbschefernes forventninger til fremtiden) nedenfor, kan man se, at indekset udviser en pæn fremgang siden efteråret 2016 og ind i starten af 2017, hvor det dog umiddelbart tyder på, at fremgangen flader ud i slutningen af 1. kvartal 2017. Dette er et meget passende billede på, at verdensøkonomien er kommet op i et lidt højere gear mod slutningen af 2016 og i starten af 2017, men der er ikke tale om en eksplosiv økonomisk vækst men et moderat økonomisk opsving i verdensøkonomien. Fundamentet for et fortsat moderat økonomisk opsving i verdensøkonomien er lagt, men det er vigtigt, at der ikke kommer nogen hændelser, som kan ødelægge opsvinget.

### Global PMI

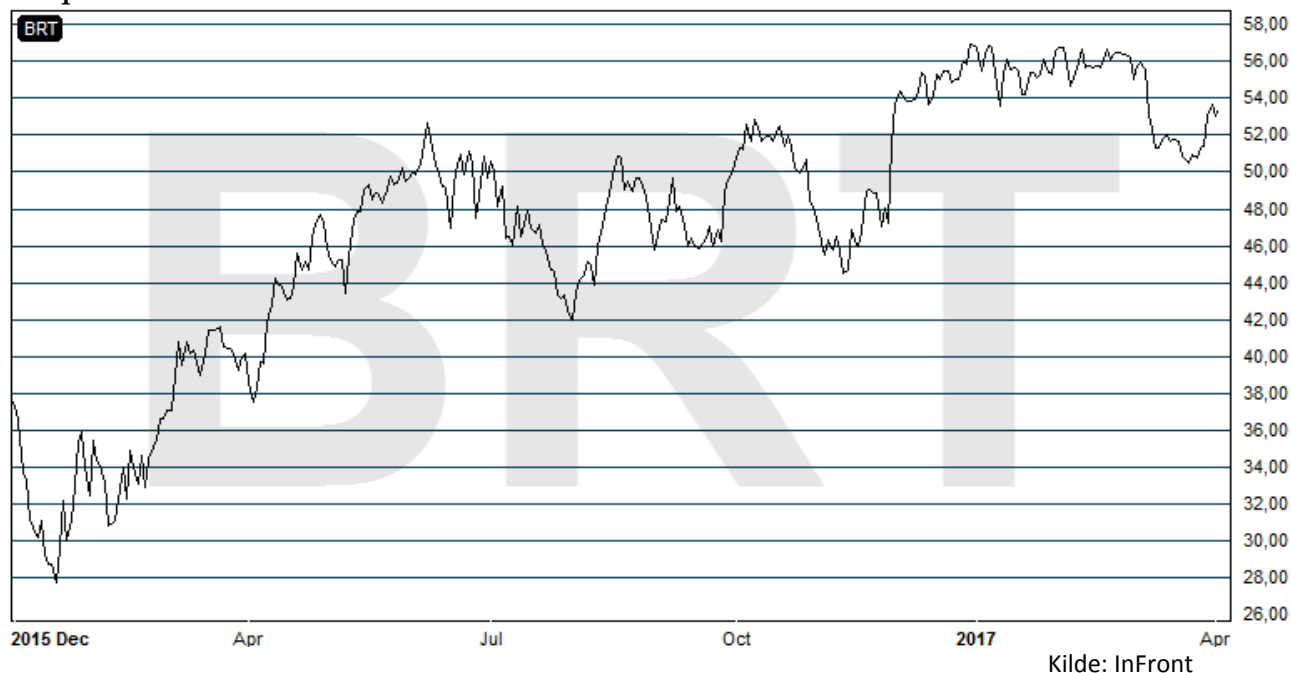


Kilde: Markit and Haver Analytics

Den største risiko vi pt. kan pege på i 2017, er umiddelbart den politiske risiko omkring den økonomiske politik fra Donald Trump og udfaldet af valgene i Frankrig og Tyskland. Men kraftige rentestigninger fra den amerikanske centralbank som følge af en kraftigt stigende inflation, vil også kunne påvirke de økonomiske udsigter negativt i 2017. Dette er nogle af de usikkerhedsmomenter, vi vil se nærmere på.

Olieprisen har været en stærkt medvirkende årsag til, at inflationen har været stigende i slutningen af 2016 og de første 2 måneder af 2017. Hvis vi betragter prisudviklingen i euro på grafen nedenfor, kan vi se, at prisen har været kraftigt faldende frem til medio februar 2016, hvorefter den er steget markant. Når man ser på inflationen, betragter man typisk prisudviklingen 1 år tilbage. Derfor har inflationen således få et pænt hop opad i de første måneder af 2017, idet sammenligningsgrundlaget 1 år tilbage er meget lavt. Men nu kan det forventes, at de kommende inflationstal fra både USA og Europa vil vise et fald, da inflationsbidraget fra olieprisen forventeligt falder væsentligt i de kommende 3 måneder. Inflationsniveauet i både USA og Europa forventes således at tilnærme sig kerneinflationen i løbet af de næste 3-6 måneder, og i både USA og Europa har kerneinflationen ligget forholdsvis stabilt i et godt stykke tid. Dermed er grundlaget lagt for, at den amerikanske centralbank kan fortsætte det meget langsomme tempo af renteforhøjelser, forudsat at Donald Trumps økonomiske politik ikke bliver for ekspansiv, mens den europæiske centralbank kan fortsætte med at holde renten lav i et godt stykke tid endnu.

### Oliepris i Euro



Det næste store udspil fra Donald Trumps side er forventeligt en skattereform. Tidligere var Trump ude at sige, at denne ville komme i løbet af marts måned, men efter hans nederlag omkring ObamaCare tales der nu mere vagt omkring tidspunktet men forventeligt i løbet af sommeren. Der er nok ingen tvivl om, at Donald Trump nu vil sikre sig et udspil, der med stor sandsynlighed kan få den nødvendige opbakning i Kongressen, så han ikke lider endnu et politisk nederlag. Dermed er det vores vurdering, at det udspil, der præsenteres, forventeligt vil være foreneligt med mere traditionel republikansk politik og dermed ikke indeholde meget store ufinansierede skattelettelser, men i langt højere grad være en forenkling af skattesystemet med en lavere skatteprocent, som i høj grad er finansieret af lavere fradragmuligheder. Hvis dette bliver tilfældet, vil det mindske presset for, at den amerikanske centralbank skal hæve renten i et hurtigere og kraftigere tempo end hidtil antaget. Selvom vi er blevet mere optimistiske omkring, at det bliver en langt mere moderat Trump, vi gradvist får at se i takt med,

at den politiske hverdag melder sig, er vi dog også opmærksomme på, at han KAN overraske, så det er alt for tidligt at smide sin skepsis væk!

Det første store politiske valg i Europa er snart en realitet, idet der afholdes første runde af det franske præsidentvalg den 23. april, og får ingen kandidat mere end 50% af stemmerne, hvilket er det mest sandsynlige, skal de to kandidater med flest stemmer ud i en anden valgrunde den 7. maj. Hvis man ser på de seneste meningsmålinger, ser det ud som om, at den højre nationalistiske euromodstander Marine Le Pen skal op imod centrupolitikeren Emmanuel Macron, idet begge står til at få 25% af stemmerne i første valgrunde. Ifølge meningsmålingerne mellem de to står Macron til at vinde med 61% mod 39% i anden valgrunde. Men belært af fejlskuddene i meningsmålingerne i 2016 forud for både Brexit og det amerikanske præsidentvalg, er det nok sundt med en vis påpasselighed i forbindelse med dette valg, også selvom den franske befolkning i langt overvejende grad er tilhænger af, at Frankrig skal beholde euroen, hvilket burde gøre det meget svært for Marine Le Pen at vinde anden valgrunde.

Samlet set er der således plads til en vis optimisme omkring den økonomiske udvikling i 2017, idet verdensøkonomien synes at fortsætte det moderate opsving, mens den amerikanske centralbank kan fortsætte med at hæve renten i et meget afdæmpet tempo, og Donald Trump har dæmpet sin skarpe retorik og er måske på vej mod en mere traditionel republikansk økonomisk politik? I Europa er det franske præsidentvalg tæt forstående, og umiddelbart ser det ud som om, at Marine Le Pen får svært ved at vinde dette. Men husk på at politik er uforudsigelig, så man skal som investor sørge for at være tro mod sin risikoprofil.

## **Aktier**

Udsigten til et moderat opsving i verdensøkonomien betyder også, at der er udsigt til en pæn indtjeningsfremgang i selskabsindtjeningen hos de fleste børsnoterede selskaber i 2017. Vi har i flere år set, at aktieanalytikerne i starten af et kalenderår gradvist er begyndt at nedjustere forventningerne til det kommende års selskabsindtjening, i takt med at den økonomiske vækst har skuffet. Dette har ikke været tilfældet i 2017, idet aktieanalytikerne indtil videre har fastholdt deres optimistiske syn på indtjeningsforventningerne, hvilket er understøttende for udviklingen på aktiemarkedet i 2017.

Hvis det viser sig, at Donald Trump kommer til at føre en mere moderat økonomisk politik, burde det favorisere aktieinvesteringer i Emerging Markets, da der har været en frygt for, at en evt. handelskrig mellem USA og Kina ville påvirke disse markeder meget negativt. Investorerne kan således forventes at forøge deres investeringer i Emerging Markets i takt med, at frygten for en handelskrig mellem USA og Kina mindskes. Dermed kan Emerging Markets investeringer vise sig at blive det mest attraktive sted at investere i 2017, men vender Trump rundt kan det modsatte også blive tilfældet.

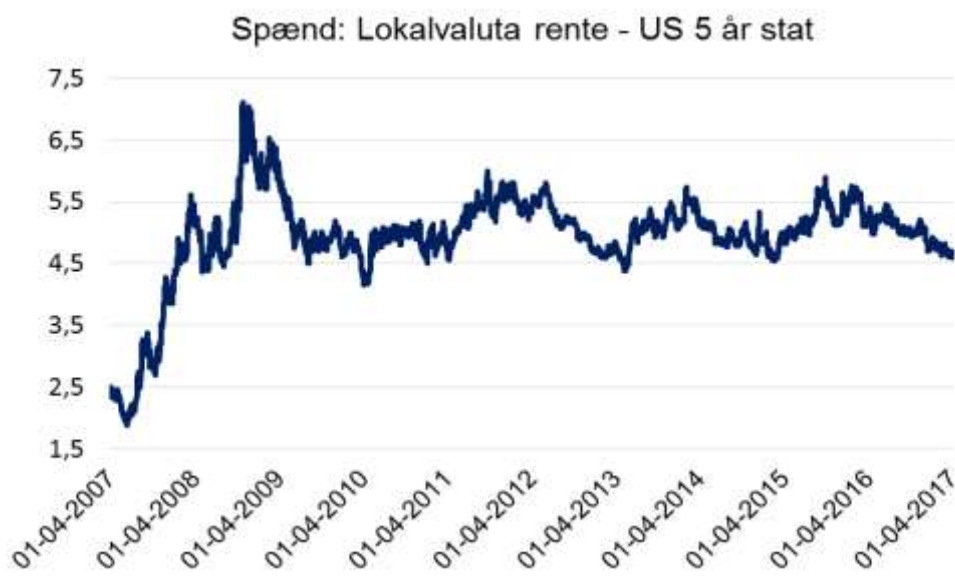
Europæiske aktier har generelt lidt under en økonomisk vækst i Europa, som har været betydelig lavere end den amerikanske vækst samt en forøget politisk risiko i Europa. Den økonomiske vækst i Europa er på vej mod at nærme sig den amerikanske, og fører de politiske valg i henholdsvis Frankrig og Tyskland til en mere stabil politisk situation i Europa, kan også europæiske aktier få et løft i 2017, men det modsatte kan også blive tilfældet, hvis valgene falder ud til euroskeptikernes fordel.

Med udsigten til et fortsat moderat opsving i verdensøkonomien, en mere moderat Donald Trump samt at det pt. ser ud som om, at højredrejningen og euroskeptikerne ikke får helt så gode politiske valg i Europa som hidtil antaget, tegner 2017 til at blive et godt år for aktieinvesteringer, hvor man som investor skal passe på ikke at være undervægtet i både europæiske og Emerging Markets aktier. Disse to regioner har efter vores vurdering det største potentiale i 2017 men samtidig også den største risiko.

## Obligationer

Det ser umiddelbart ud som om, at verdensøkonomien kan fortsætte det moderate økonomiske opsving, uden der sker en mærkbar stigning i den underliggende inflation. Dette vil sandsynligvis betyde, at der kun er udsigt til svagt stigende lange renter i den nærmeste fremtid, og de korte renter i Europa kan fastholdes på et lavt niveau i et godt stykke tid endnu. Dette forudsat, at hverken de politiske valg i Europa eller Donald Trumps politik pludselig tager en uønsket drejning. Risikoen er efter vores vurdering, at de lange renter kan stige mere end ventet, hvorfor man som investor kun skal medtage en mindre del af lange realkreditobligationer i sin portefølje.

Statsobligationer fra Emerging Markets i Lokalvaluta er efter vores vurdering stadig et attraktivt aktiv at medtage i sin obligationsportefølje, både som følge af en forventelig mere forsonlig politik fra Donald Trump, generelt bedre økonomiske udsigter for flere Emerging Markets lande, samt at prisfastsættelsen af denne type obligationer virker meget attraktiv. Hvis man ser på den merrente, man kan forvente at få ved investering i denne type obligationer i forhold til en 5 årig amerikansk statsobligation, handles disse obligationer til en merrente på lidt over 4,5%, hvilket vi finder attraktivt.



5. april 2017

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](http://www.danskfi.dk)

Roskilde – Vejle - Aarhus

