

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2017

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Den økonomiske vækstrate i verdensøkonomien forventes at være kommet op i et lidt højere gear i 2. kvartal 2017, end det der blev realiseret i 1. kvartal 2017. Dette i kombination med at inflationen generelt har været aftagende.

Der er meget, der tyder på, at den forhøjede politiske risiko vi lagde ud med i starten af 2017, rent faktisk kan ende ud med, at der i løbet af 2017 opnås en større politisk stabilitet i såvel USA som i Europa. Med udsigt til et behersket opsving i verdensøkonomien og et forholdsvis lavt inflationsniveau, er der basis for, at renteniveauet kan forblive på et relativt lavt niveau i en længere årrække. I et sådan scenarie vil risikofyldte aktiver så som aktier, ejendomme og kreditobligationer forventeligt klare sig godt. Derfor anbefaler vi fortsat, at investorer har en andel af risikofyldte aktiver i deres portefølje tæt på benchmark, men gør samtidig opmærksom på, at skulle forudsætningerne pludselig ændre sig, evt. ved at der globalt er udsigt til en mere protektionistisk økonomisk politik, kan risikofyldte aktiver hurtigt gå en svær tid i møde i stedet for.

#### **Aktiemarkedet**

Med udsigt til et mere politisk stabilt Euroland og en højere økonomisk vækst end forventet, er der mulighed for, at de internationale investorer i stigende omfang vil forøge deres investering i eurolandene, specielt hvis Angela Merkel og hendes parti CDU går hen og vinder det tyske valg, der skal afholdes til efteråret. Der er meget, der tyder på, at dette bliver tilfældet, hvorfor man som investor bør se på muligheden for at forøge sin investering i europæiske aktier, specielt da europæiske aktier handles med en rabat i forhold til amerikanske aktier.

#### **Obligationsmarkedet**

Den aftagende politiske usikkerhed i Euroland i kombination med forbedrede økonomiske udsigter vil givet vis lægge et vist opadgående pres på de lange europæiske renter. Så længe at inflationsforventninger stadig er meget beherskede, forventes rentestigningerne også at være af moderat karakter. Som investor anbefaler vi stadig kun have en mindre andel af lange stats- og realkreditobligationer i sin portefølje, da vi forventer, at renterne vil fortsætte yderligere op i løbet af de kommende måneder. Statsobligationer fra Emerging Markets i Lokalvaluta er efter vores vurdering stadig et attraktivt aktiv at medtage i sin obligationsportefølje.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2017

Udvikling i 2. kvartal 2017					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2017
	31.03.17	30.06.17			
OMX CGI	1.212,67	1.308,76	96,09	7,92%	14,59%
OMXC Cap. GI	1.439,74	1.536,00	96,26	6,69%	15,27%
MSCI World All Countries	2.053,17	2.010,76	-42,41	-2,07%	3,43%
MSCI USA*	15.652,58	15.045,41	-607,17	-3,88%	0,18%
MSCI Europa*	10.918,37	10.838,38	-79,99	-0,73%	4,46%
MSCI Japan*	20.338,39	20.015,43	-322,96	-1,59%	0,60%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2017
	31.03.17	30.06.17			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,16%	-0,32%
4% STAT 2019	-0,54	-0,45	0,09	-0,33%	-0,45%
3% STAT 2021	-0,24	-0,19	0,05	-0,19%	-0,45%
4,5% STAT 2039	1,05	1,13	0,08	-0,87%	-2,76%
3,5% NYK 2044	2,93	2,95	0,02	1,20%	1,99%
BDEN15**				-0,29%	-0,42%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2017
	31.03.17	30.06.17			
USD/DKK	6,95	6,52	-0,44	-6,29%	-7,60%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	-0,02%	0,03%
JPY/DKK	0,06	0,06	0,000	0,00%	0,00%

### Aktiemarkedet

De fleste børsnoterede selskaber har aflagt deres 1. kvartalsregnskaber i løbet af det forgangne kvartal. Hvis man ser på de 500 største børsnoterede amerikanske selskaber i S&P 500 indekset, så har disse selskaber realiseret en indtjeningsfremgang på 13,7% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2016. I Europa har selskaberne i STOXX 600 realiseret en indtjeningsfremgang på 14,3% p.a. i samme periode. I begge indeks forventes selskaberne at realisere en 2-cifret indtjeningsfremgang for hele 2017! Den pæne indtjeningsfremgang førte også til en positiv stemning på de fleste aktiemarkeder i store dele af 2. kvartal, men hen imod slutningen af kvartalet faldt aktierne tilbage, så de fleste aktiemarkeder i skemaet overfor har realiseret et negativt afkast målt i DKK i 2. kvartal 2017. Det danske aktiemarked OMX CGI har dog realiseret et positivt afkast på knap 8%, godt hjulpet af et positivt afkast på Novo Nordisk på hele 16,4% i 2. kvartal 2017.

Det var i høj grad udmeldinger fra både den europæiske og amerikanske centralbank, der påvirkede de finansielle markeder negativt i slutningen af 2. kvartal. Den amerikanske centralbank hævdede som ventet renten med 0,25% point, men samtidig var de lidt mere hårde i deres retorik omkring, at de fortsat forventes at hæve renten yderligere 1-2 gange i løbet af 2017. Den europæiske centralbank signalerede samtidig, at de nu ser mere lyst på den europæiske økonomi og en højere inflationsudvikling, hvilket førte til en pæn styrkelse af euroen over for de fleste valutaer samt stigende renter i Europa. Eurostyrkelsen blev forstærket over for den amerikanske dollar af, at den amerikanske præsident Trump stadig har meget svært at få nogle større politiske beslutninger igennem, hvorfor investorerne gradvist har mistet troen på en Trump effekt på den amerikanske økonomi. Stigende renter og en svagere USD over for euro og DKK har været en stærk medvirkende årsag til, at MSCI

World All Countries har realiseret et afkast på -2% målt i DKK i 2. kvartal 2017, da amerikanske aktier udgør den væsentligste del af indekset. Hvis man ser på MSCI USA, målt i DKK, er der realiseret et afkast på -3,9% i 2. kvartal 2017, hvoraf udviklingen i dollarkursen har bidraget med et negativt afkast på -6,29% point i 2. kvartal. Det betyder således, at målt i USD er de amerikanske aktier således steget i 2. kvartal 2017, men målt i euro og DKK er de faldet.

Hvis man ser på afkastet i BRIK landene, er det i høj grad valutaeffekten, der har påvirket afkastene i det forgangne kvartal. Eksempelvis er de brasilianske aktier faldet med 13% målt i DKK i 2. kvartal 2017, hvoraf svækkelsen af den brasilianske real kan forklare 10,1% point af faldet. De kinesiske aktier er faldet med 5,74% i samme periode, og svækkelsen af valutaen forklarer de 4,85% point. Grunden til at de brasilianske aktier er faldet forholdsvis meget, er, at landet blev kastet ud i en mindre politisk krise, da den siddende præsident, Temer, blev anklaget for korrupsion. De russiske aktier er faldet med hele 15,9%, hvilket i høj grad kan henføres til, at den for landet meget vigtige oliepris er faldet i løbet af 2. kvartal 2017.

Land	Aktieindeks	Ændring i DKK i Q2 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	Bovespa	-13,00%	-4,69%
Rusland	Micex	-15,91%	-19,83%
Indien	Sensex 30	-1,84%	12,77%
Kina	Shanghai	-5,74%	-2,67%

### Obligationsmarkedet

De bedre økonomiske udsigter samt aftagende politisk usikkerhed i Europa har ført til beskedne rentestigninger på de danske statsobligationer. Dette har givet negative afkast på de danske statsobligationer, hvor afkastet i 2. kvartal på de danske statsobligationer var mellem -0,16% og -0,87%, som der kan ses i skemaet på den forgangne side.

I skemaet på forrige side optræder BDEN15, hvilket er det nye benchmarkafkast for danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1 og 5 år. BDEN afløser EFFAS 1-5, da sidstnævnte ikke beregnes mere. BDEN15 er næsten identisk med EFFAS 1-5, blot beregnes indekset nu af Bloomberg, deraf det første B i navnet.

### Valutamarkedet

Der har som tidligere nævnt været nogle pæne bevægelser på valutamarkedet i løbet af det forgangne kvartal. Svigtende tillid til den amerikanske præsident Trump har generelt ført til en dollarsvækkelse, mens at bedre økonomiske nøgletal i Europa, samt ikke mindst at Macron fik et godt valg i Frankrig, har ført til en stigende tiltro til, at økonomien bedres i Euroland, hvilket har ført til en generel styrkelse af euroen. Hvis man ser på den amerikanske dollar, er denne blevet svækket med 7,6% over for euro og DKK i 2017, så kursen nu er lavere end før det amerikanske præsidentvalg i november 2016.

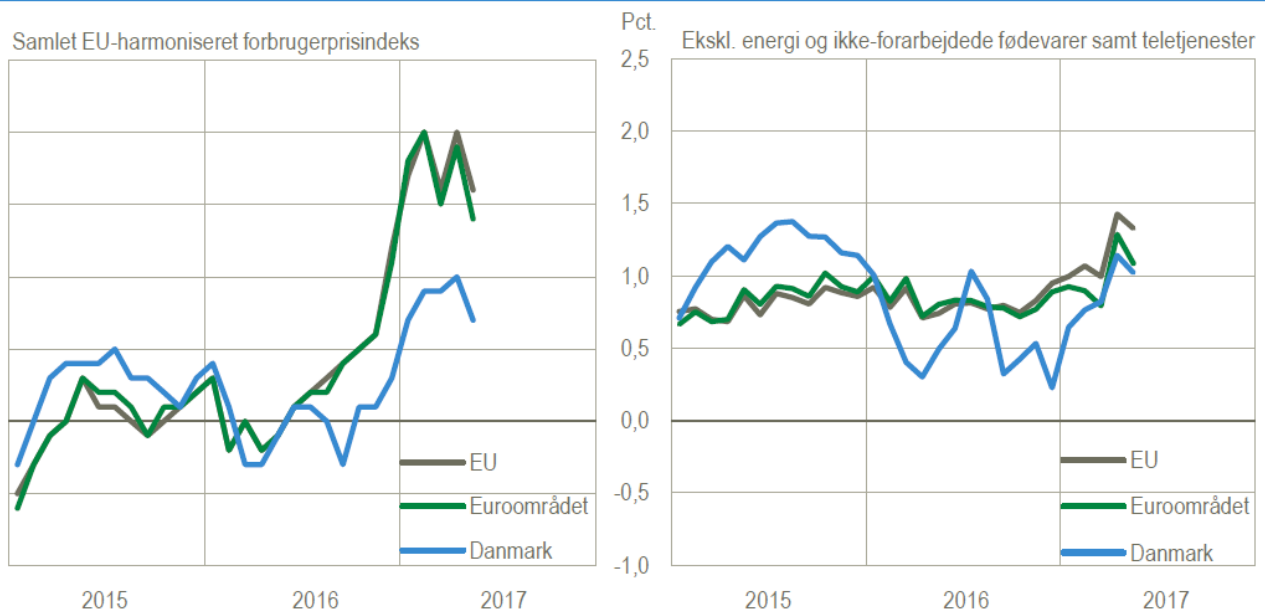
Land	Valuta	Ændring i DKK i Q2 2017	Ændring i DKK i 2017
Brasilien	BRL	-10,12%	-8,74%
Rusland	RUB	-10,71%	-4,76%
Indien	INR	-5,98%	-2,90%
Kina	CNY	-4,85%	-5,38%

## Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2017

### Europa

Den økonomiske vækst i Euroland fortsætter med at overraske lidt til den positive side. Således er den økonomiske vækst i 1. kvartal 2017 blevet opjusteret fra før en forventet stigning på 1,7% p.a. til nu 1,9% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2016. Den økonomiske vækst forventes at have været i niveau 1,8% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme periode året før. Det, som kendetegner væksten i Euroland, er, at der er økonomisk fremgang at spore i alle landene, så der nu er tale om et bredt baseret økonomisk opsving, om end at en vækstrate på i underkanten af 2% p.a. ikke er himmelråbende, men der er trods alt tale om en rimelig økonomisk fremgang.

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



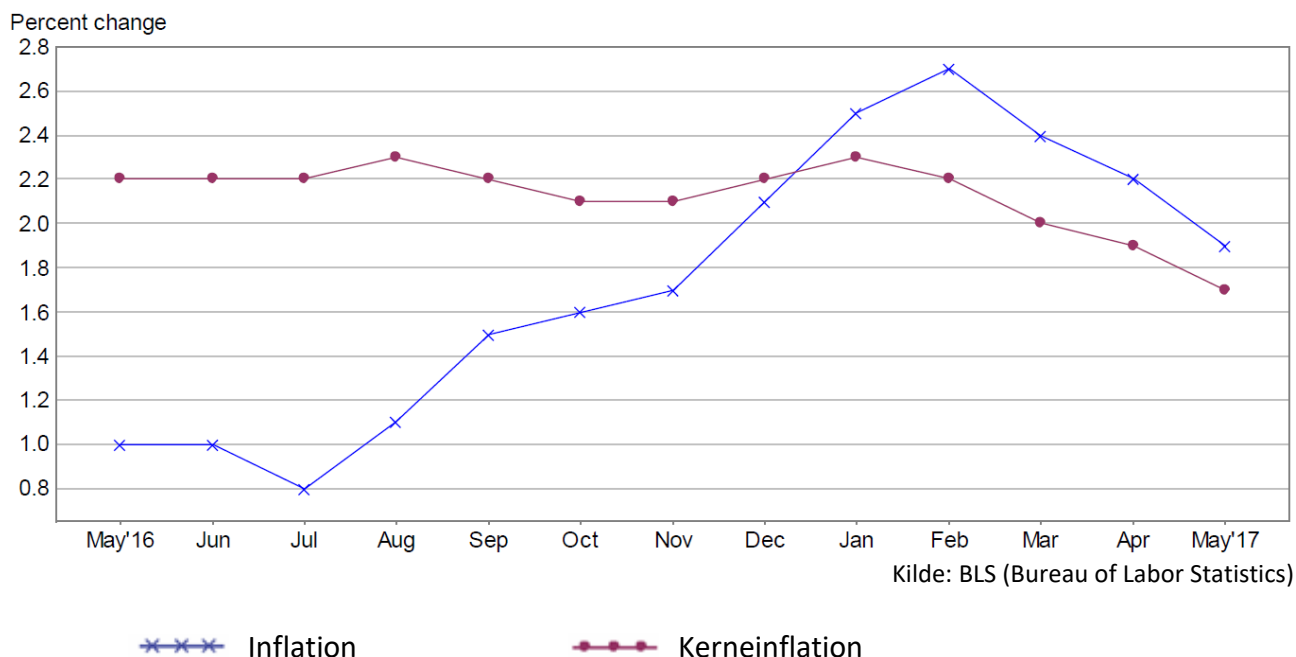
Kilde: Danmarks Statistik

Inflationen i Europa havde en stigende tendens i slutningen af 2016 og starten af 2017, primært som følge af at olieprisen året før var meget lav, og nu hvor påvirkningen fra olieprisen er mindsket kraftigt, er inflationen faldet tilbage igen. Seneste måling for juni 2017 udviser en stigning i inflationen på 1,3% p.a. i euroområdet sammenlignet med juni 2016. Dermed er inflationsniveauet nu tæt på kerneinflationen (inflationen uden prisudviklingen på energi og fødevarer), som længe har ligget og svinget omkring en stigning på 1,0% p.a. Hvis inflationen og kerneinflationen holder sig omkring de 1,0 – 1,5% p.a., hvilket er et godt stykke fra den europæiske centralbanks (ECB) mål om en inflation i niveau 2,0% p.a., vil ECB sandsynligvis fortsat føre en meget lempelig pengepolitik, hvor renten holdes på et meget lavt niveau i et godt stykke tid endnu.

### USA

Væksten i den amerikanske økonomi startede svagt med en vækst på blot 1,4% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Der er formodentlig kommet lidt mere gang i den økonomiske vækst, som forventes at have været i niveau 2,2% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med 2. kvartal 2016. Dette er fortsat en relativ beskeden økonomisk vækst i amerikansk målestok. Til trods for at der er en meget lav arbejdsløshed i USA, har lønstigningerne været beherskede i USA, hvilket sandsynligvis er et udtryk for, at globaliseringen har en deflationær påvirkning, da virksomhederne ofte kan flytte produktionen, hvis lønningerne stiger for meget i et givent land/område.

Inflationsudviklingen i USA har også været kraftigt påvirket af olieprisens udvikling i det seneste år. Som det ses af figuren nedenfor, steg inflationen kraftigt gennem 2. halvår af 2016 og i starten af 2017, hvorefter inflationen nu udviser en aftagende tendens. Det er bemærkelsesværdigt, at hvor kerneinflationen var relativt stabil omkring de 2,0 – 2,2% p.a. gennem 2016, har kerneinflationen nu også udvist en faldende tendens, så denne i maj 2017 var på blot 1,7% p.a. sammenlignet med samme måned året før.



I takt med at den amerikanske økonomi har udvist fremgang i form af en rimelig økonomisk vækst, faldende arbejdsløshed og en inflation, som forventes at være over 2,0% p.a., har den amerikanske centralbank (Fed) fortsat sin langsommelige stramning af pengepolitikken. Således blev den ledende rente, Fed Funds, hævet med 0,25% i 2. kvartal 2017, så denne nu er 1,0 – 1,25%. Fed har udtalt, at de forventer at fortsætte med en langsommelig tilpasning af pengepolitikken, hvis den amerikanske økonomi udvikler sig som forventet. I den forbindelse er inflationen en væsentlig faktor. Hvis inflationsforventningerne pludselig stiger voldsomt, vil centralbanken stramme pengepolitikken hurtigere end ventet og omvendt. Derfor bliver den seneste tids fald i inflationen formodentlig fulgt meget tæt af Fed, og skulle inflationen og i særdeleshed kerneinflationen enten aftage yderligere eller blot forblive på det nuværende niveau, vil Fed sandsynligvis være meget varsom med at hæve renten yderligere på nuværende tidspunkt. Den seneste svækkelse af den amerikanske dollar kan dog give en vis formodning om, at inflationen kan stige lidt igen senere på året, hvis ikke dollaren bliver styrket igen.

## Japan

Der har ikke været så meget gang i den japanske økonomi i 1. halvår af 2017 som ventet. Den økonomiske vækst blev på blot 0,3% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før, og i 2. kvartal 2017 forventes væksten at være steget til et niveau omkring 1% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2016. Som set i både USA og Europa er lønstigningerne også på et meget moderat niveau i Japan til trods for, at arbejdsmarkedet ikke er set mere stramt i de seneste 40 år! Globaliseringens deflationære tendenser i kombination med produktivitetforbedringer i landets virksomheder sætter således også sit præg på den japanske økonomi.

Den japanske økonomi er fortsat præget af en meget lav inflation, idet seneste måling for inflationen i maj 2017 udviste en stigning på 0,4% p.a. sammenlignet med maj 2016. Med det fortsat lave inflationsniveau og den beskedne økonomiske vækst, forventes den japanske centralbank at fortsætte den meget lempelige pengepolitik i et godt stykke tid endnu.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den brasilianske økonomi er godt på vej til at komme ud af den recession, der har præget landet i de seneste 3 år. Således gik den brasilianske økonomiske vækst ”kun” tilbage med 0,4% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med samme periode året før. Dette skal ses i forhold til, at den økonomiske vækst var hele -2,5% p.a. i 4. kvartal 2016 sammenlignet med 4. kvartal 2015. Til trods for en opblussende politisk uro i løbet af 2. kvartal 2017, hvor den siddende præsident, Temer, (også) blev udsat for alvorlige korruptionsbeskyldninger, som førte til en kortvarig finansiel uro i landet, forventes den brasilianske økonomi at være vendt tilbage til en positiv økonomisk vækst i 2. kvartal 2017, hvor væksten forventes at have været på 0,5% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2016.

Inflationsniveauet har fortsat den faldende tendens, og seneste måling for maj 2017 udviste en stigning på blot 3,6% p.a. sammenlignet med maj 2016. Dermed er inflationsniveau nu 0,9% point under den brasilianske centralbanks målsætning omkring en inflation på 4,5% p.a. Den Brasilianske Centralbank (BCB) har dog for nylig sat et inflationsmål på 4,25% p.a. for 2019 og 4,0% p.a. for 2020, hvor det nuværende udsvingsbånd på +/- 1,5% point er blevet bibeholdt. Dette viser, at centralbanken er fast besluttet på at holde inflationen nede. BCB er fortsat med at sænke den ledende rente (Selic renten), så denne nu er 10,25%, hvilket er et fald på hele 2% point i 2. kvartal 2017. Hvis inflationen fastholdes på dette lave niveau i kombination med, at der ikke sker en yderligere eskalering af den politiske uro i landet, kan der fortsat forventes betydelige rentefald fra centralbankens side i den nærmeste fremtid, hvilket vil være en medvirkende årsag til, at den brasilianske økonomi igen kan udvise positive vækstrater.

### *Rusland*

Den økonomiske vækst i den russiske økonomi blev på 0,5% p.a. i 1. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2016. Væksten forventes at være steget en anelse til 0,7% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartal året før. Den russiske økonomi er fortsat ramt af de vestlige sanktioner, hvilket begrænser vækstmulighederne for landet, som dermed er endnu mere afhængig af en høj oliepris. Med udsigt til en oliepris, som syntes at bevæge sig i et niveau på 45-55 USD, må det forventes, at væksten i den russiske økonomi vil forblive tæt på det nuværende niveau medmindre, at de vestlige sanktioner bliver lempet.

Den russiske inflation er nu meget tæt på centralbankens inflationsmål på 4,0% p.a., idet at inflationen i både april og maj 2017 var på 4,1% p.a. sammenlignet med samme måneder året før. Den russiske centralbank har nedsat den ledende rente, så denne nu er på 9,0%, og forbliver inflationen på det nuværende niveau, har centralbanken signaleret, at de vil nedsætte rente yderligere i løbet af 2. halvår af 2017.

### *Indien*

Den pengepolitiske ombytning af 500 og 1.000 rupee pengesedlerne satte sine spor på den økonomiske vækst i 1. kvartal 2017, hvor væksten blev på blot 6,0% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Eftervirkningerne af pengeombytningen forventes at have haft en væsentlig mindre effekt i 2. kvartal 2017, hvor den økonomiske vækst forventes at være steget til 7,0% p.a. sammenlignet med samme periode året før.

Inflationen i Indien er faldet pænt på det seneste, så denne for maj 2017 udviste en stigning på blot 2,2% p.a. sammenlignet med maj 2016, hvor den året før var på 5,8% p.a. Baggrunden for det kraftige fald i inflationen er et kraftigt fald i fødevarepriserne, som udgør en væsentlig andel af det indiske inflationsindeks. Det er dog tvivlsomt om faldet i fødevarepriserne kan fastholdes, hvorfor at inflationen forventes at stige igen i de kommende måneder.

### *Kina*

Den kinesiske økonomi er kommet godt fra start i 2017. Således blev den økonomiske vækst på 6,9% p.a. i 1. kvartal 2017, og den forventes at lande på 6,7% p.a. i 2. kvartal 2017 sammenlignet med samme kvartaler året før. Dette skal ses i forhold til en politisk målsætning om en økonomisk vækst på 6,5% p.a. i hele 2017. Den økonomiske vækst er godt understøttet af infrastrukturinvesteringer og et pænt privatforbrug. Dermed er Kina godt på vej til at få en økonomisk vækst i 2017, der som minimum rammer den officielle målsætning.

Den kinesiske inflation er steget lidt i de senere måneder fra et niveau på 0,8% p.a. i februar 2017 til 1,5% p.a. i maj 2017 sammenlignet med samme måneder året før. Dette er stadig et lavt inflationsniveau, hvorfor inflationen ikke er noget problem i den kinesiske økonomi.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2017**

Der er kommet lidt mere gang i den amerikanske økonomi i løbet af 2. kvartal 2017 sammenlignet med 1. kvartal 2017, mens at den europæiske vækst forventes at have realiseret et væksthiveau i 2. kvartal 2017, som var tæt på de 1,9% p.a., der blev realiseret i 1. kvartal 2017. Den japanske økonomi forventes at have realiseret en lidt højere vækstrate i 2. kvartal 2017 end det niveau, der blev realiseret i 1. kvartal 2017. I Emerging Markets forventes den brasilianske økonomi igen at have realiseret en positiv vækstrate i 2. kvartal 2017 efter flere års markant tilbagegang, mens at den kinesiske økonomi synes at realisere en vækstrate i 2. kvartal 2017, der er tæt på den realiserede vækstrate i 1. kvartal 2017. Den økonomiske vækstrate i verdensøkonomien forventes at være kommet op i et lidt højere gear 2. kvartal 2017, end det der blev realiseret i 1. kvartal 2017. Dette i kombination med at inflationen generelt har været aftagende.

## Forventninger

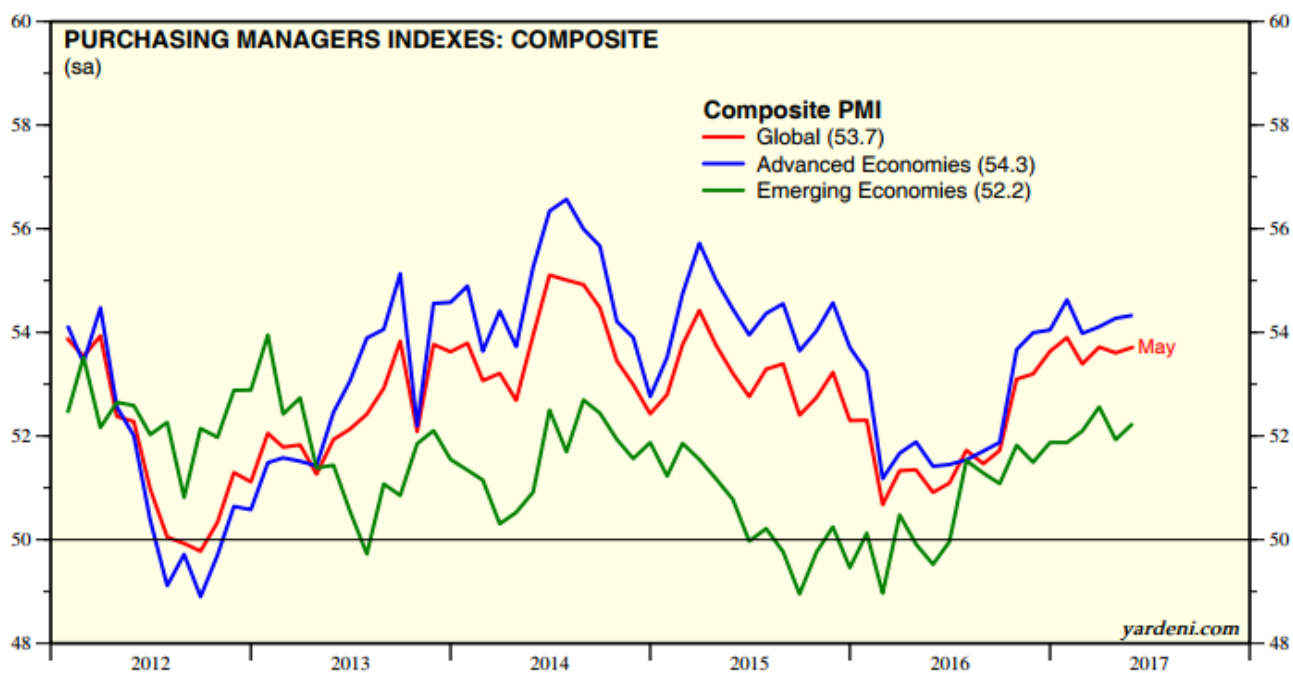
Økonomiske nøgletal						
	2016r		2017e		2018e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,60%	1,30%	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%
Euroland	1,70%	0,20%	1,80%	1,50%	1,90%	1,40%
Japan	1,00%	-0,20%	1,30%	0,50%	1,00%	0,40%
Danmark	1,30%	0,30%	1,80%	1,10%	1,80%	1,20%
Brasilien	-3,60%	8,70%	0,50%	4,50%	1,50%	4,50%
Rusland	-0,20%	7,00%	1,40%	4,20%	1,60%	4,00%
Indien	7,10%	4,50%	7,30%	4,80%	7,50%	4,60%
Kina	6,70%	2,10%	6,60%	1,50%	6,40%	2,00%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Hvis man ser på de økonomiske nøgletal i skemaet ovenfor, er det værd at bemærke, at den forventede økonomiske vækst nærmer sig hinanden i USA og Euroland i 2017 og 2018. Dette er sket ved, at forventningerne til den amerikanske vækst er blevet nedjusteret i takt med, at Trump effekten gradvist er forsvundet, og den europæiske vækst er blevet opjusteret. Samtidig er det værd at bemærke, at både Rusland og Brasilien forventes at få en positiv økonomisk vækst i 2017. Som det ses af skemaet forventes alle landene, på nær Kina, at få en økonomisk vækst der er højere i 2017 end i 2016.

### Global PMI



Betragter vi det globale PMI indeks (indkøbschefernes forventninger til fremtiden) ovenfor, kan man se, at indekset udviser en pæn fremgang siden efteråret 2016 og ind i starten af 2017, hvor indekset



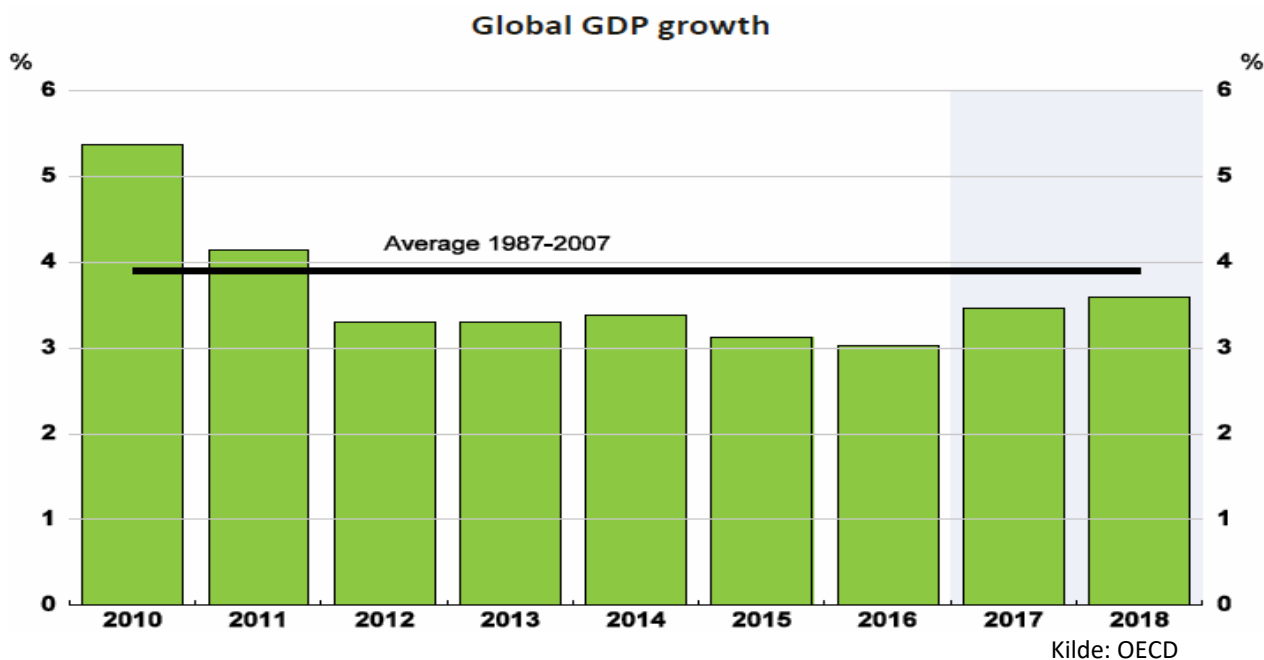
synes at bevæge sig mere vandret i de seneste måneder. Som det ses af grafen på side 8, følger både de etablerede økonomier (Advanced Economies), som dækker over lande som USA, Japan og Tyskland, samt de nye økonomier (Emerging Economies), som dækker over lande som Kina, Indien og Brasilien, det samme mønster, og begge indeks er nu et stykke over 50, hvilket indikerer økonomisk fremgang.

Vi har tidligere påpeget, at der i 2017 var en forhøjet politisk risiko, idet der var valg i flere lande i Europa, samt der var usikkerhed omkring, hvorvidt vi vil se en afdæmpet eller aggressiv politik fra Trumps side. Hvis vi skal gøre status nu, tegner der sig et billede af en amerikansk præsident, som har svært ved at få sin politik igennem. Trump er kommet på hårdt politisk arbejde selv over for sine partifæller i det republikanske parti. Der er således meget, der tyder på, at vi vil se en afdæmpet Trump, som i langt højere grad vil føre en politik, der minder om traditionel republikansk politik. Hen over sommeren vil Trump fortsætte sit arbejde på at få flertal for en sundheds- og skattereform, og skal det lykkes for ham, bliver det sandsynligvis i en væsentlig mere moderat udgave, end Trump oprindeligt havde lagt op til. Resultatet af disse forhandlinger vil for alvor give et fingerpeg om, hvilken politik vil reelt kan forvente os fra Trumps side.

Hvis vi ser på de politiske valg i Europa, har disse resulteret i en væsentlig mindre højredrejning end oprindeligt ventet i både Holland og Frankrig. I Frankrig vandt Macron en jordskredssejr, hvor han selv blev præsident, og hans parti fik det absolutte flertal i parlamentet. Macron gik endda til valg på, at han gerne så et endnu tættere samarbejde i Euroland! Der er valg i Tyskland til efteråret, og her tyder prognoserne nu på, at Merkel vil vinde valget og forblive ved magten. Macron og Merkel mødtes kort tid efter Macrons sejr, og meldingerne fra dette topmøde var, at man godt kunne tænke sig en reformering af EU, hvis det var nødvendigt. Når efterårets valg er overstået, er der således meget, der nu tyder på, at vi kan stå med et væsentligt mere politisk stabilt Europa, hvor der bliver arbejdet hen imod et endnu tættere samarbejde mellem landene i eurosamarbejdet. Dermed er der skabt basis for en stigende tillid til investeringer i europæiske aktiver blandt de internationale investorer.

Der er således meget, der tyder på, at den forhøjede politiske risiko i 2017 rent faktisk kan ende ud med, at der i løbet af 2017 opnås en større politisk stabilitet i såvel USA som i Europa, hvilket generelt vil favorisere investeringer i risikofyldte aktiver.

Et andet væsentligt usikkerhedsmoment knytter sig til renteutviklingen. Der er nok ingen tvivl om, at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt som følge af centralbankernes meget lempelige pengepolitik. Den amerikanske centralbank er begyndt at stramme pengepolitikken, og den europæiske centralbank har også ændret sin retorik til at være lidt mindre bekymret for den økonomiske udvikling i Europa. Så skal investorerne nu frygte kraftigt stigende renter? Vores svar er umiddelbart ”nej”, hvilket vil vi prøve at begrunde. Hvis vi ser på den forventede generelle økonomiske vækst i verdensøkonomien i de kommende år fra OECD i grafen nedenfor, forventes væksten at tiltage i både 2017 og 2018, men det niveau, der forventes realiseret, vil stadig være under det gennemsnitlige niveau på knap 4,0% p.a., der blev realiseret i årene 1987-2007. Dette underbygger, at vi formodentlig kan se frem til et behersket økonomisk opsving i verdensøkonomien i de kommende år, hvilket mindsker inflationspresset, og dermed lægger en dæmper på de forventelige rentestigninger.



Vi har tidligere beskrevet, hvordan inflationspresset i både USA og i særdeleshed Europa er meget begrænset, hvilket også gør sig gældende for lønstigningerne i både Tyskland, USA og Japan og dette til trods for, at arbejdsmarkedet i Japan er det mest stramme, der er set i de seneste 40 år, og arbejdsløsheden i USA nu er så lav, at der reelt er tale om fuld beskæftigelse. Baggrunden for de fortsat meget lave lønstigninger er sandsynligvis en afledt effekt af globaliseringen, som har skabt et strukturelt lavere inflations- og renteniveau, end vi historisk kunne forvente. Så længe, der ikke skabes ændrede forudsætninger for globaliseringen, eksempelvis ved en protektionistisk Trump, kan vi forvente, at vi i den vestlige verden vil have et strukturelt lavere inflations- og renteniveau, end vi historisk har været vidne til. Da den amerikanske centralbank i årene 2004-2006 senest strammede pengepolitikken i nævneværdigt omfang, blev Fed Funds på bare 2 år hævet fra 1,0% til 5,25%, bl.a. som følge af at inflationen dengang steg fra et niveau på 2,0% p.a. til i flere omgange at være over 4,0% p.a. I samme periode voksede den amerikanske økonomi med en vækstrate på mellem 3,0-4,5% p.a. I den nuværende situation svinger den amerikanske inflation omkring et niveau på 2,0% p.a., mens at den økonomiske vækst er i et niveau omkring 2,0 – 2,5% p.a. Dette underbygger vores forventning om, at rentestigningerne fra den amerikanske centralbanks side vil være i et væsentligt mere moderat omfang, end det historisk har været tilfældet, og det samme vil sandsynligvis også gøre sig gældende fra den europæiske centralbanks side.

Med udsigt til et behersket opsving i verdensøkonomien og et forholdsvis lavt inflationsniveau, er der basis for, at renteniveauet i historisk niveau kan forblive på et relativt lavt niveau i en længere årrække. I et sådan scenarie vil risikofyldte aktiver så som aktier, ejendomme og kreditobligationer forventeligt klare sig godt. Derfor anbefaler vi fortsat, at investorer har en andel af risikofyldte aktiver i deres portefølje tæt på benchmark, men gør samtidig opmærksom på, at skulle forudsætningerne pludselig ændre sig, evt. ved at der globalt er udsigt til en mere protektionistisk økonomisk politik, kan risikofyldte aktiver hurtigt gå en svær tid i møde i stedet for.

## Aktier

Er aktier blevet for dyre? Dette er et spørgsmål, der ofte diskuteres. Hvis man ser på prisfastsættelsen på de 500 største børsnoterede amerikanske selskaber, S&P 500 indekset, handles disse aktier ifølge analysebureauet Factset pr. 30.06.2017 til et 12 måneders forward P/E niveau på 17,4 hvor gennemsnittet for de seneste 10 år har været et niveau på 14,0, og de seneste 5 år har gennemsnittet

været 15,3. 12 måneders forward P/E niveau udtrykker, hvilken kurs selskaberne i indekset handles til (P) i forhold til, hvad selskaberne kan forventes at tjene i de næste 12 måneder (E). Jo lavere forward P/E niveau, desto billigere er aktierne umiddelbart og omvendt. Men dette tal kan ikke stå alene, når det sammenlignes med historiske tal. Eksempelvis kan de økonomiske forventninger til de kommende år være enten bedre eller værre end det historiske gennemsnit, og så kan det forventelige renteniveau også afvige. Med udsigt til et renteniveau, der i historisk sammenhæng forventeligt vil forblive lavt i en lang årrække endnu, vil investorerne typisk være villige til at betale en højere pris for risikofyldte aktiver, herunder aktier, end de historisk har været villige til at betale, hvis ikke investorerne vurderer, at den underliggende risiko er tilsvarende forøget. Der er ikke noget, der umiddelbart tyder på en forøget underliggende risiko, tværtimod synes den politiske risiko mindsket i USA og i særdeleshed i Europa, hvilket baner vejen for en højere prisfastsættelse på aktier. Dermed vurderer vi ikke, at aktier generelt er blevet for dyre. En af de traditionelle skeptiske økonomer, Robert Shiller, har for nylig i et interview til CNBC udtalt, at han synes, at investorer bør holde fast i en vis andel aktier, specielt når han ser på alternativ afkastet på obligationsmarkedet. Hvis aktiemarkedene skulle bevæge sig ind i en aktieboble, som vi så omkring år 2000, vil det betyde, at aktiemarkedene generelt skulle stige med 50% fra det nuværende niveau, uden at selskabsindtjeningen fulgte med. Dermed mener Shiller heller ikke, at vi pt. er i det, der kan betegnes som en aktieboble.

Med udsigt til et mere politisk stabilt Euroland og en højere økonomisk vækst end forventet, er der mulighed for, at de internationale investorer i stigende omfang vil forøge deres investering i eurolandene, specielt hvis Angela Merkel og hendes parti CDU går hen og vinder det tyske valg, der skal afholdes til efteråret. Der er meget, der tyder på, at dette bliver tilfældet, hvorfor man som investor bør se på muligheden for at forøge sin investering i europæiske aktier, specielt da europæiske aktier handles med en rabat i forhold til amerikanske aktier.

## **Obligationer**

Den aftagende politiske usikkerhed i Euroland i kombination med forbedrede økonomiske udsigter vil givet vis lægge et vist opadgående pres på de lange europæiske renter. Så længe at inflationsforventninger stadig er meget beherskede, forventes rentestigningerne også at være af moderat karakter. Som investor anbefaler vi stadig kun have en mindre andel af lange stats- og realkreditobligationer i sin portefølje, da vi forventer, at renterne vil fortsætte yderligere op i løbet af de kommende måneder.

Som tidligere beskrevet forventes risikofyldte aktiver at klare sig relativt godt i den nærmeste fremtid, hvis inflationen ikke stiger mærkbart, og den økonomiske vækst fortsætter i et behersket tempo. Set i lyset af forbedrede økonomiske udsigter for Emerging Markets generelt, samt at Donald Trump forventelig kommer til at udføre en mindre protektionistisk økonomisk politik end tidligere annonceret, er vi af den opfattelse, at statsobligationer fra Emerging Markets i Lokalvaluta er et attraktivt aktiv at medtage i sin obligationsportefølje. Hvis man ser på den merrente (se graf nedenfor), man kan forvente at få ved investering i denne type obligationer i forhold til en 5-årig amerikansk statsobligation, handles disse obligationer aktuelt til en merrente på lidt over 4,5%, hvilket vi finder meget attraktivt.



Kilde: BankInvest

3. juli 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**

