

## **Markedskommentar maj: Synkront opsving og dollarfald!**

Europæiske og danske aktier havde igen en god måned pga. øget vækst og optimisme, flotte regnskaber, der blev suppleret af en aftagende politiske risiko i Europa, hvilket igen øger tilliden til fornyet jobskabelse og indtjening i virksomhederne. Et Europa på fremmarch har sendt dollaren i baggear. De økonomiske nøgletal er pt. bedre i Europa end i USA. Derudover understøttes valutaudviklingen af, at Trump igen er kommet i uvejr pga. hans indblanding i FBI sager og en mulig russisk hjælp under hans valgkamp. Sammenholdt med svagt faldende renter pga. faldende inflationsforventninger gav det positive afkast på ml. 0,5% og 0,6% i vores afdelinger. Vores lavere dollarandel har indtil videre i 2017 medvirket til et markant merafkast i forhold til benchmark.

Trump og centralbankerne sætter stadig dagsordenen på de finansielle markeder.

Det går stærkt fremad med europæisk økonomi, hvorved ECB godt så småt kunne begynde at mindske deres opkøbsprogram af obligationer og hæve renterne. Men pga. den fortsatte lave inflation har Draghi forsikret, at de vil fortsætte med deres nuværende lempelige pengepolitik fremadrettet. Eurozonen er økonomisk blevet en meget uens størrelse. I lande som Tyskland, Østrig, Finland, Belgien, Holland og Luxembourg har de brug for højere renter for at økonomien ikke overopheder og løber løbsk, mens de i Syd- og Østeuropa fortsat har brug for en lempelig pengepolitik for at få yderligere gang i den svagere økonomi. Så ECB er ude i en svær balancegang. Spændende bliver det at følge retorikken på det kommende rentemøde i ECB og markedsimplikationerne heraf.

Arbejdsløsheden i USA ramte lave 4,3 %. Men der er stadig ikke tegn på et tiltagende løn- eller inflationspres i USA. Derfor er forventningerne til rentestigningerne fra FED aftagende, hvilket har resulteret i lavere renter og en svækket dollar. En opbremsning i råvareprisstigningerne er ligeledes med til at holde hånden over inflationen.

Det er umiddelbart svært at se en voldsomt stigende oliepris i de kommende måneder og år, da alternative energiformer presser sig på. Derudover bliver markedet overfyldt med skiferolie fra Canada og USA, når olieprisen krydser de 50-55 dollar.

Trump har netop meldt USA ud af klimaaftalen fra Paris. Det er vel reelt det første store valgløfte, som han har overholdt. Det er af markedet blevet tolket som om, at det igen er blevet mere sandsynligt, at han også vil overholde valgløfterne om infrastrukturprojekter og skattelettelser, hvilket har understøttet aktiemarkedets positive udvikling.

Efter et godt investormøde i Aarhus i maj afholder vi igen investormøde onsdag d. 7/6 i Holte.

## Prissætning af aktier og obligationer

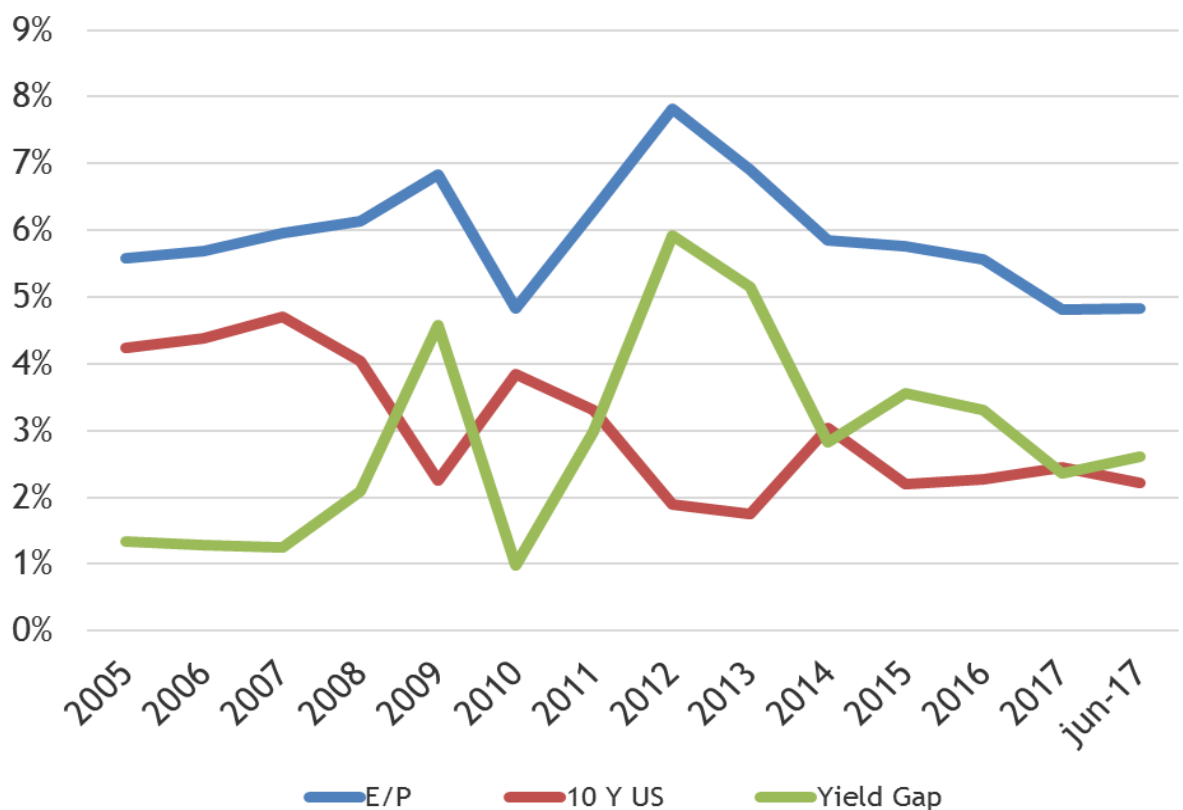
Globale aktier faldt i prissætning i maj som følge af en solid og god indtjening i 1. kvartal i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,72 mod 21,28 i slutningen af april, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

<b>P/E:</b>	<b>Aktuelt</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	20,72	-0,58
Nordamerika:	23,22	-0,85
Europa	22,46	-0,03
Pacific:	15,80	-0,98
Emerging Markets	15,25	-0,03
Danmark	22,67	0,25

Den bedste regnskabsæson i 7 år har resulteret i et generelt prisfald i aktier i forhold til indtjeningen. Så selv om flere aktiemarkeder sætter kursrekord, så er det altså retvisende i forhold til at indtjeningen rundt omkring overrasker positivt og ser fornuftig ud. Prissætningen af europæiske aktier haler ind på amerikanske aktier, hvilket er et resultat af en stor optimisme omkring europæisk økonomi og de europæiske selskabers indtjeningsevne. Det eneste sted hvor aktierne er blevet dyrere relativt til indtjeningen er i Danmark, hvor der igen er kommet gang i Novo. En indtjeningskrone i danske aktier koster pt. 9 % mere end i globale aktier.

Vi tror fremadrettet stadig på, at investorerne vil betale mere for en indtjeningskrone end historisk set, da obligationer, der er det naturlige alternativ, stadig giver en lavere rente historisk set specielt i Europa. Derudover forventes indtjeningen at stige i virksomhederne pga. øget vækst, forbrug og optimisme i alle store økonomiske regioner (USA, Europa, Japan og Kina).

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på "afkast" på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10-årige amerikanske statsrente, er de globale aktier i maj faldet i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er steget til 2,61 % fra 2,48 %. i slutningen af april. Spændet er dermed stadig noget over det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved aktier historisk set ser attraktive ud i forhold til amerikanske obligationer. Selvom det har været et godt aktieår indtil videre, har den øgede indtjening i virksomhederne sammenholdt med de lavere renter gjort, at prissætningen af aktier i forhold til obligationer er blevet mere attraktiv i 2017 (stigende grøn graf nedenfor).



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10-årige amerikanske statsrente. Kilde Infront og MSCI

optimal  
invest

Sådan læses grafen:

Blå linje: Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 % er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

Rød linje: Måler den 10-årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativ korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

Grøn linje: Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

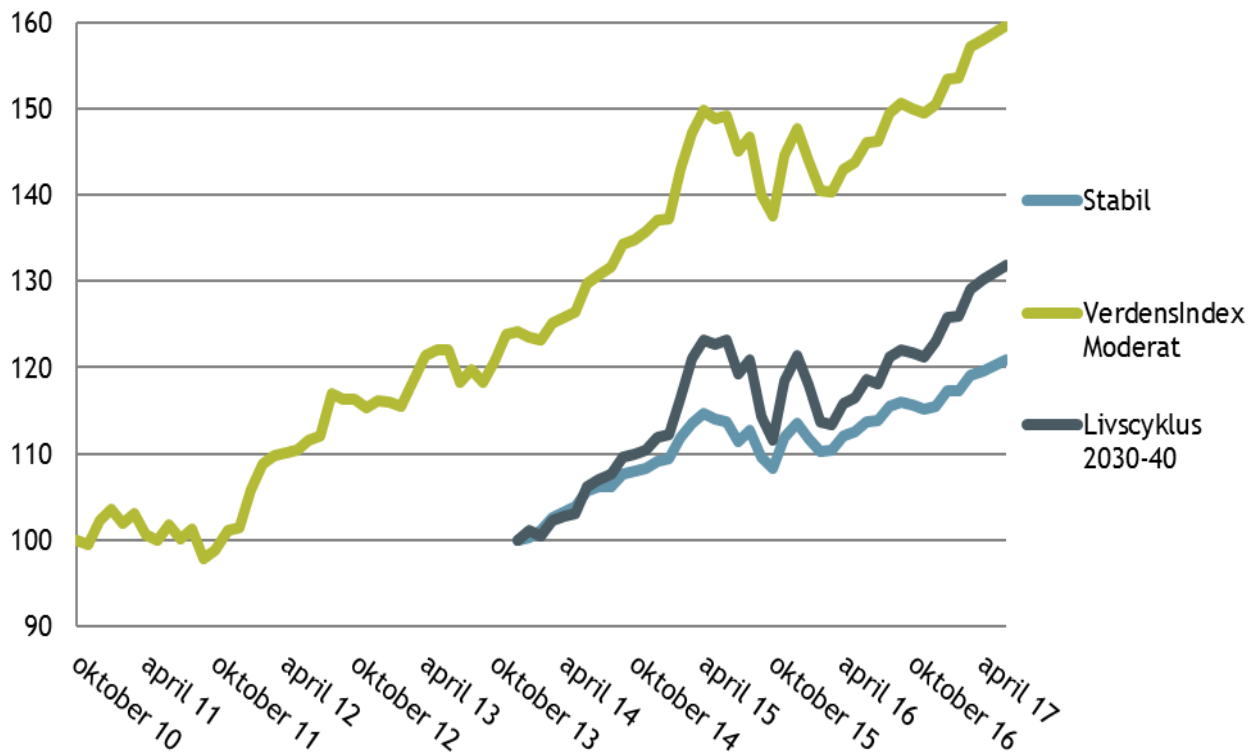
## Afkaststatistik (i DKK)

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

Afkast:	Maj	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dollar:	-2,9%	-6,4%	2,5%	11,7%	13,6%	-4,3%	-1,1%
Yen:	-2,4%	-1,1%	5,5%	11,3%	-0,3%	-21,3%	-12,0%
Pund:	-3,5%	-2,4%	-14,2%	5,7%	6,8%	-2,4%	3,3%

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

Note: Historiske afkast \*=Benchmark



*Historiske udvikling i vores afdelinger siden deres start (hvad er 100 kr. blevet til)*

Maj måned blev rigtig god for europæiske ejendomme. Det skyldes bl.a. udsigten til fortsatte lave renter i lang tid og en generel positiv stemning omkring europæisk økonomi. Derfor har vi besluttet at halvere beholdningen af europæiske ejendomme efter at have ramt første profit target på 10 % og afvente den videre udvikling. Ejendomme er et ekstra krydderi i vores afdelinger i et lavrente miljø, hvor det er svært at finde obligationsinvesteringer, der har et fornuftigt forhold mellem forventet afkast og risiko. Inflationsforventningerne led et knæk i maj, hvorved inflationsobl. havde en dårlig måned. Vi har pt. stort set ingen inflationsobl. i vores afdelinger, da rentefølsomheden er for høj i forhold til det forventede afkast. Alle ikke euro og DKK aktiver var negativt påvirket af den stærkere euro (svagere dollar).

Euroen har efter nogle vanskelige år nu outperformet alle større valutaer i 2017. Det har sammen med god performance i danske og Emerging Market obligationer, danske aktier og europæiske ejendomme resulteret i et merafkast på ca. 1,5 – 2,5 % i vores afdelinger i forhold til benchmark indtil videre i 2017.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Vores rentefølsomhed er derfor stadig lav, da renterne er historisk lave specielt i Europa. Derfor er vores rentefølsomhed fortsat lavere end benchmark, så vi er mere robuste ved evt. stigende renter. Vi har igen øget USD andelen en lille smule, men vi bibeholder fortsat en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren er dyr set på 15 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euroen skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden, f.eks. efter en evt. annoncering af en nedtrapning af ECBs opkøbsprogram.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest