

Markedskommentar juli: Gode regnskaber og nøgletal, behersket inflation og fortsat faldende dollar!

Dollaren fortsatte med at falde i juli. Det skyldes en kombination af en afventende amerikansk centralbank pga. en behersket inflation, usikkerhed om Trumps politiske gennemslagskraft og et stærkere Europa. Væksten i Europa er for første gang siden Finanskrisens start på niveau med USA. Valutaudviklingen satte en afkastmæssig stopper for en ellers positiv udvikling på aktiemarkederne grundet gode nøgletal og regnskaber. Samlet gav det et afkast på ml. 0,0% og 0,2% i vores afdelinger.

Der er flere renteforhøjelser på vej i USA. Men den amerikanske centralbankchef Janet Yellen slår samtidig fast, at renten ikke skal hæves ret meget mere for at nå et neutralt niveau. Hovedbudskabet er fortsat, at amerikansk økonomi er kommet op i fart igen efter en svag start på året. Yellen vurderer fortsat, at hovedparten af de seneste måneders fald i inflationen skyldes midlertidige faktorer. FED er derfor indstillet på at hæve renten behersket i de kommende år. Hvis inflationen som forventet stiger lidt igen, og amerikansk økonomi holder kursen, forventes det, at FED hæver renten igen i december. Det er lidt hurtigere end de fleste investorer i øjeblikket forventer, hvorved det kan løfte dollarkursen og obligationsrenterne behersket i løbet af 2. halvår.

Det går gradvist bedre og bedre i Europa. Men Mario Draghi, chef for den europæiske centralbank ECB, er ikke klar til at lade den europæiske økonomi stå på egne ben endnu. Derfor vil ECB's enorme støtteopkøb og negative renter fortsætte en rum tid endnu, selv om de europæiske lande er midt i et opsving. Alle tegn peger nu på et styrket og bredere opsving i euroområdet. De deflationære tendenser er erstattet af inflationære. Men ECB mener, at en betydelig grad af pengepolitisk støtte stadig er nødvendig for, at inflationen kan blive varig og bæredygtig. Draghi tilføjer, at enhver justering skal være gradvis og kun når det kan forklares af solide og sikre økonomiske

forbedringer. Tålmodige centralbanker i både USA og Europa er godt nyt for markederne.

Det er væltet ind med regnskaber fra europæiske og amerikanske selskaber de seneste uger, og indtil videre har regnskabssæsonen vist sig fra sin gode side. Særligt selskaberne på den anden side af Atlanten har overrasket positivt, og 78 pct. af de amerikanske selskaber i aktieindekset S&P 500 har slået konsensusforventningerne i andet kvartal og i snit leveret en indtjeningsvækst på 7 pct.

De positive overraskelser har ikke været helt lige så mange i Europa, hvor 56 pct. af selskaberne har leveret bedre tal, end analytikerne havde forventet, og leveret en indtjeningsvækst på 16 pct. Til sammenligning slog 66 pct. af de europæiske selskaber forventningerne i første kvartal. Det er stadig en fornuftig udvikling, men højere forventninger forud for andet kvartal i Europa kombineret med de senere måneders eurostyrkelse gør det ikke lettere for de europæiske virksomheder. En tendens, der har lagt en dæmper på stigningspotentialer i europæiske aktier på kort sigt.

Regnskaberne varsler generelt en positiv udvikling for investeringsudgifterne og industriproduktionen - og dermed også for at opsvinget i økonomien fortsætter ind i næste år. Det globale vækstbillede er understøttende for indtjeningsudsigterne, og så længe virksomhederne leverer på indtjeningsfronten, vil aktieopturen kunne fortsætte.

Prissætning af aktier og obligationer

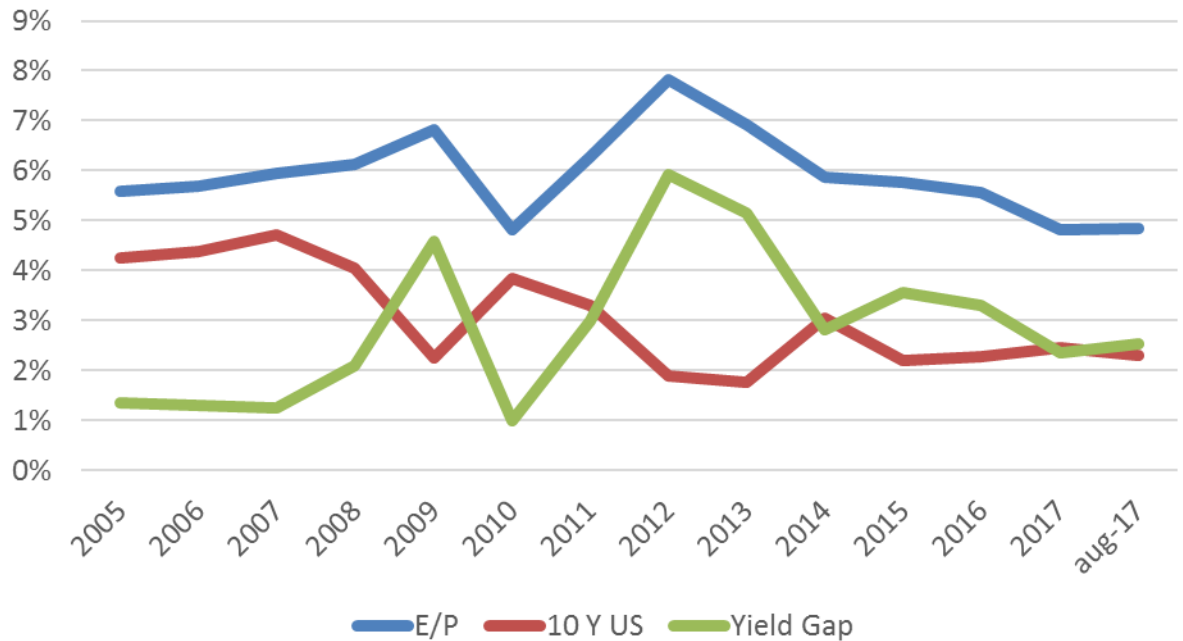
Globale aktier steg i prissætning i juli som følge af forventning til en fortsat god indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,65 mod 20,44 i slutningen af juni, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,65	0,21
Nordamerika:	23,46	0,31
Europa	21,16	-0,21
Pacific:	16,16	-0,35
Emerging Markets	15,45	0,66
Danmark	22,38	0,16

Amerikanske, Emerging Markets og danske aktier klarer sig godt og stiger i prissætning, men europæiske og aktier fra Japan og Pacific er blevet billigere. En indtjeningskrone i danske aktier koster pt. 8 % mere end i globale aktier, hvilket er lidt lavere end i sidste måned.

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 juli stort set uforandret i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er faldet fra 2,58 % til 2,54 %. 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 og de svagt lavere renter gjort, at prissætningen af aktier i forhold til obligationer er blevet mere attraktiv i 2017 (stigende grøn graf på næste side).



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.

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 negativt 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.

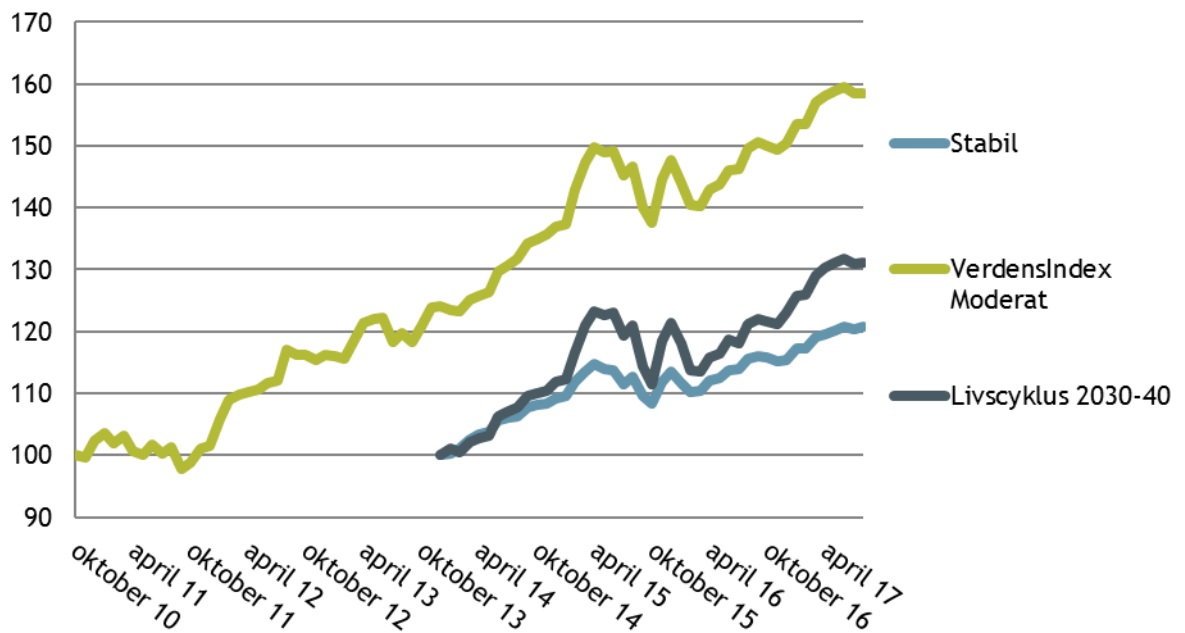
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark



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

Amerikanske (i forhold til valutabevægelsen), Emerging Markets og danske aktier sikrer, at vi samlet i juli får et svagt positive afkast. Danske aktier er igen topscorer, og de har haft en særdeles positiv indvirkning på det samlede afkast i 2017. Andelen af danske aktier har dermed generelt haft en indflydelse på investorenes samlede afkast indtil videre i 2017. Euroens styrke og de heraf faldende kurser på dollar, yen og pund har haft en negativ indflydelse på alle ikke EUR eller DKK aktiver. Derfor har bl.a. amerikanske aktier givet et negativt afkast målt i danske kroner. Afdelingernes lavere dollarandel og rentefølsomhed har stadig givet et betydeligt merafkast i forhold til benchmark på 2,3 % - 3 %.

Vi vil fremadrettet som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Vores rentefølsomhed er derfor stadig lav, da renterne stadig 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 smule, men vi bibeholder fortsat en mindre undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren er dyr historisk set, således at vi er mere robuste, hvis euroen skulle stige yderligere i forhold til dollaren i fremtiden, f.eks. efter en evt. annoncering af en nedtrapning af ECBs opkøbsprogram. Renten er pt. ca. 2 % højere i USA end i Europa. Det forventes at holde en hånd under dollaren fremadrettet.

Med venlig hilsen og fortsat god sommer til alle
Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest