

Markedskommentar august: Geopolitisk risiko giver billigere aktier!

Den anspændte situation omkring Nordkorea har bevirket, at aktierne blev billigere målt på pris i forhold til indtjening. Den geopolitiske risiko får investorerne til at kræve en midlertidig risikopræmie for risikofyldte aktiver som aktier. Da indtjeningen i virksomhederne fortsætter op pga. det synkrone opsving i verdensøkonomien, resulterer det i billigere aktier (også i forhold til obligationer). Sammenholdt med sivende renter gav det samlet et afkast på ml. -0,2% og +0,2% i vores afdelinger.

Det er svært at navigere i et marked med geopolitisk risiko. Den kan være højaktuel i en kortere periode for herefter hurtigt igen og være ude af investorernes bevidsthed. Faktum er i hvert fald, at den gode økonomiske udvikling pt. ikke afspejler sig i stigende aktiemarkeder og renter, som man ellers ville forvente. Politiske budgetslagsmål og det kommende rentemøde i ECB er ligeledes usikkerhedsfaktorer, der er med til at dæmpe investorernes begejstring på den korte bane.

Vi er ellers inde i et normalt perfekt aktiescenarie med stigende økonomisk vækst og lave renter og inflationsforventninger. Europa er for alvor ved at sætte turboen til.

Nye tal viser, at stemningen blandt forbrugere og virksomheder i eurozonen steg en tand yderligere i august og nåede det højeste niveau i 10 år. Det indikerer, at den europæiske opsving er ved at bide sig fast. Det ses også på arbejdsløsheden, der er faldet til det laveste niveau siden begyndelsen af 2009.

Der er dog store forskelle på, hvor godt det går i de enkelte lande. Flere lande i Sydeuropa med Grækenland i spidsen plages fortsat af høj arbejdsløshed i kølvandet på

krisen. Men alle steder er der fremgang at spore. Arbejdsløsheden falder, og alle EU-landes økonomier vil sandsynligvis vokse i 2017.

Fremgangen i eurozonens økonomi betyder også, at Den Europæiske Centralbank (ECB) snart skal til at fjerne nogle af de krisetiltag, der har bidraget til at trække økonomien ud af krisen. Næste skridt fra ECB vil være at nedtrappe opkøbet af obligationer for nye penge, der er en af hovedårsagerne til de ekstremt lave obligationsrenter over hele Europa. Umiddelbart forventes det, at ECB allerede i mødet på torsdag vil annoncere, at opkøbene nedtrappes fra 1. januar 2018.

Trods opsvinget i europæisk økonomi er der dog ingen grund til at gå i panik over udsigten til stigende renter. ECB og Danmarks Nationalbank vil efter alt at dømme holde renten uændret på et negativt niveau i over et år endnu. Men man bør indstille sig på, at opsvinget i Europa i de kommende år langsomt vil løfte renterne fra de seneste års rekordlave niveauer.

Prissætning af aktier og obligationer

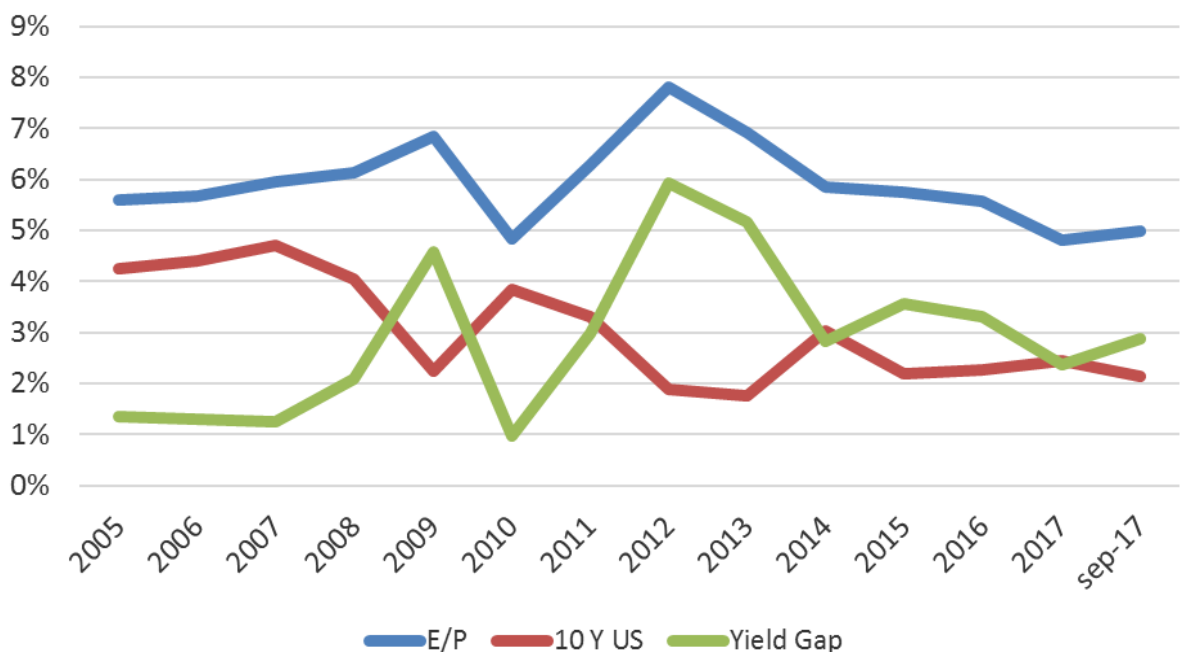
Globale aktier er faldet en del i prissætning i august som følge af geopolitisk uro og en fortsat stigende indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,02 mod 20,65 i slutningen af juli, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set men det laveste niveau i 2017. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,02	-0,63
Nordamerika:	22,74	-0,72
Europa	20,30	-0,86
Pacific:	15,36	-0,80
Emerging Markets	15,65	0,20
Danmark	22,07	-0,31

Alle regioner på nær Emerging Markets er faldet i prissætning i august bl.a. fordi investorerne kræver en ekstra risikopræmie i tider med forhøjet geopolitisk risiko. En indtjeningskrone i danske aktier koster pt. 10 % mere end i globale aktier, hvilket er lidt højere 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. et synkront opsving med 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 august blevet meget billigere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er steget fra 2,54 % til 2,87 %. Spændet er dermed en del 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 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.

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 historisk perspektiv og vice versa.

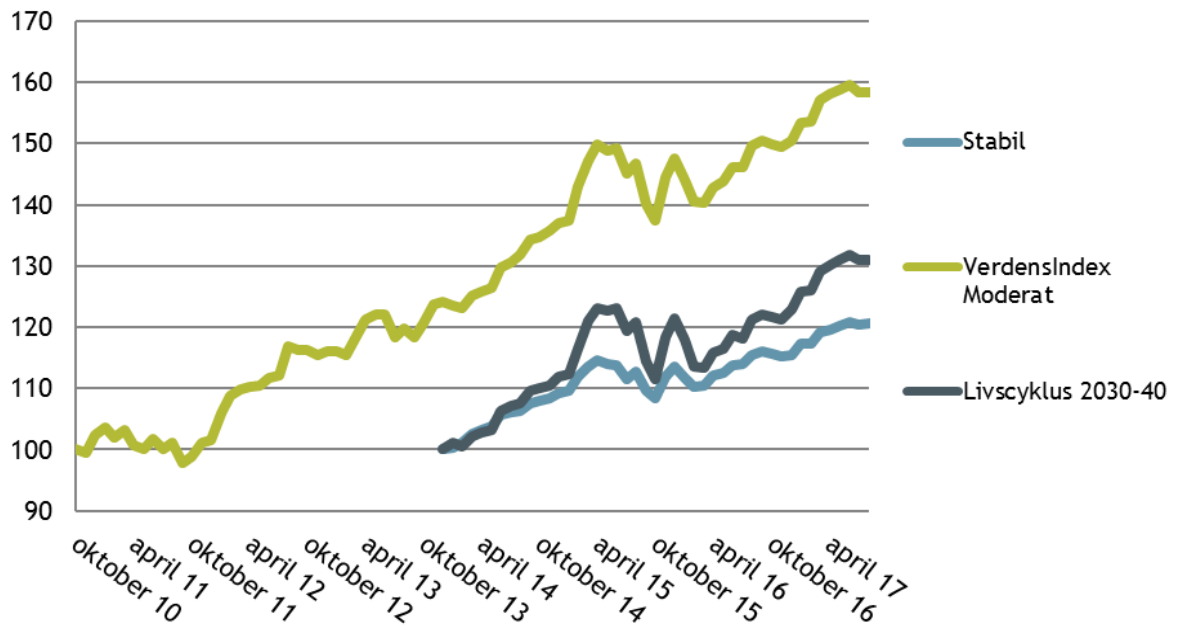
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

Det blev en måned uden de voldsomme udsving i de enkelte aktivklasser. Defensivt aktiver som obligationer klarede sig generelt bedre end mere risikofyldte aktiver som aktier. Danske aktier bliver ved med at performe efter et skidt 2016. Da danske selskabers indtjening normalt er ret dollarfølsom, er det overraskende, at de klarer sig så godt relativt til aktier fra andre regioner.

Den stigende euro (og faldende dollar) er med til at forringe de europæiske virksomheders konkurrenceevne. Det har på det seneste haft en negativ indvirkning på europæiske aktier (se næste side), selvom den stigende euro ikke afspejler sig negativt i de økonomiske nøgletal.



Note: Den indekserede udvikling for dollarkursen USDDKK (grøn) og europæiske aktier (blå) i 2017. Kilde: Infront

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 i et vist omfang stadig 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

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest