

Markedskommentar september: Væksten i Europa accelererer!

Den positive økonomiske udvikling var understøttende for aktiemarkedene, der gav pæne stigninger i september. Dollaren sluttede i værd fald midlertidig sin nedtur pga. en øget forventning til en rentestigning i USA i december og en mindre svækkelse af Merkels mandat i Tyskland, der kan påvirke det europæiske samarbejde negativt. Samlet gav det afkast på ml. +0,7% og +1,4% i vores afdelinger.

Det store fald i dollaren i år har naturligvis overrasket de fleste. De lavere inflations- og rentestigningsforventninger i USA, den famlende Trump administration og den flotte økonomiske udvikling i eurozonen er blandt hovedårsagerne til denne udvikling. Dollarkursen har i lang tid været styret af udviklingen i det 2-årige rentespænd mellem USA og Eurozonen. Da spændet igennem 2017 konstant har bevæget sig tæt på 2 % virker udviklingen voldsom og måske overgjort. På kort sigt vurderes dollaren derfor at have nået en bund, da renteforskellen ikke ser ud til at blive indsnævret foreløbig. Når ECB starter afviklingen af deres opkøbsprogram i løbet af 2018 vil det alt andet lige styrke euroen, men effekten forventes at blive opvejet af, at den amerikanske centralbank begynder at "brænde dollar af" i forbindelse med deres reduktion i deres beholdning af amerikanske obligationer.

Aktiekurserne har de seneste måneder bevæget sig sidelæns, men vi forventer pæne aktiestigninger i den kommende periode. Vi har set aktierne bevæge sig sidelæns de seneste måneder, selv om den globale økonomi er stærk, og virksomhederne tjener flere penge, end de har gjort i mange år. Derfor burde aktier faktisk også ligge højere, end de gør nu. Der har bare været nogle usikkerhedsmomenter, som har gjort investorerne tilbageholdende. Først Trump og hans udrensning i sin medarbejderstab, Nordkoreas prøvesprængninger, gældsloftdebatten og orkanerne i USA. Når først investorerne begynder at se på den fundamentale udvikling i den globale økonomi og virksomhedernes evne til at tjene penge, er vejen banet for nye, solide kursstigninger på

aktiemarkederne. Der er flere faktorer, der peger i retning af, at aktierne skal stige i den kommende tid.

Aktier er prissat billigt i forhold til obligationer, selv om USA ser anstrengt ud rent prismæssigt, så er der plads til stigninger i resten af verden. Derudover betyder de historisk lave renter og faldende kreditspænd på obligationerne, at aktier bliver stadig mere attraktive end obligationer.

Stemningen blandt forbrugere og virksomheder i eurozonen er ikke set bedre i mere end 10 år. Nye tal fra EU-Kommissionen viser, at optimismen steg yderligere i september. Det indikerer, at opsvinget i europæisk økonomi er ved at accelerere. Eurozonens økonomi vil dermed i år vokse med mere end to procent, hvilket ikke er set siden 2007.

Det er kombinationen af rekordlave renter, et globalt økonomisk opsving og mindre usikkerhed om euroens fremtid, der er de vigtigste årsager til, at europæisk økonomi omsider er ved at lægge de seneste 10 års lavvækst bag sig. Eurozonens økonomi er nu kommet ind i en positiv spiral, hvor væksten skaber nye jobs, der giver europæerne både mulighed for og mod på at bruge flere penge og dermed løfte den økonomiske vækst yderligere.

Opsvinget og den stigende optimisme har bredt sig til hele Europa, men Sydeuropa befinder sig dog fortsat i skyggen af krisen med høj arbejdsløshed. I hele eurozonen er arbejdsløsheden fortsat relativt høj på omkring 9 procent. Det er dog betydeligt lavere end toppen på godt 12 procent i 2013 og er det laveste niveau i over 8 år.

Prissætning af aktier og obligationer

Globale aktier er stort set uforandret i prissætning i september som følge af fortsat stigende indtjening i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,00 mod 20,02 i slutningen af august, 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.

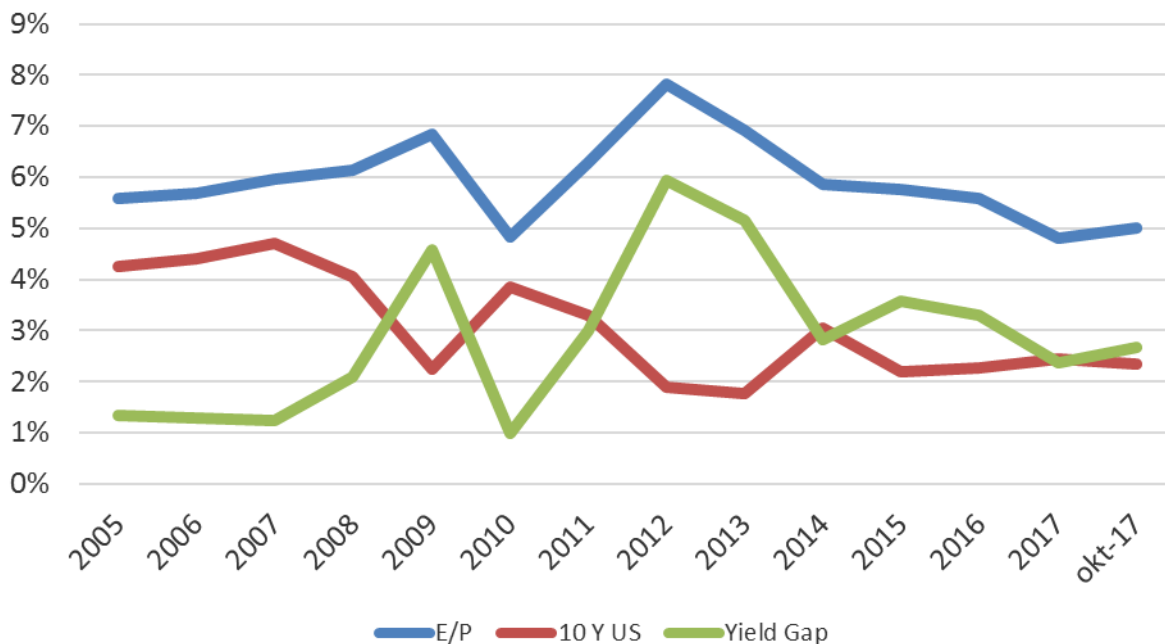
P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,00	-0,02
Nordamerika:	23,15	0,41

Europa	19,73	-0,67
Pacific:	15,21	-0,16
Emerging Markets	15,27	-0,38
Danmark	22,38	0,31

Det er et lidt blandet billede i september. USA og Danmark stiger i prissætning, mens Europa, Pacific og Emerging Markets falder. Europa og Pacific fremstår attraktive historisk set relativt til de andre regioner. En indtjeningskrone i danske aktier koster pt. 12 % 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 september blevet dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er faldet fra 2,87 % til 2,67 % pga. en rentestigning. 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 historiske perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

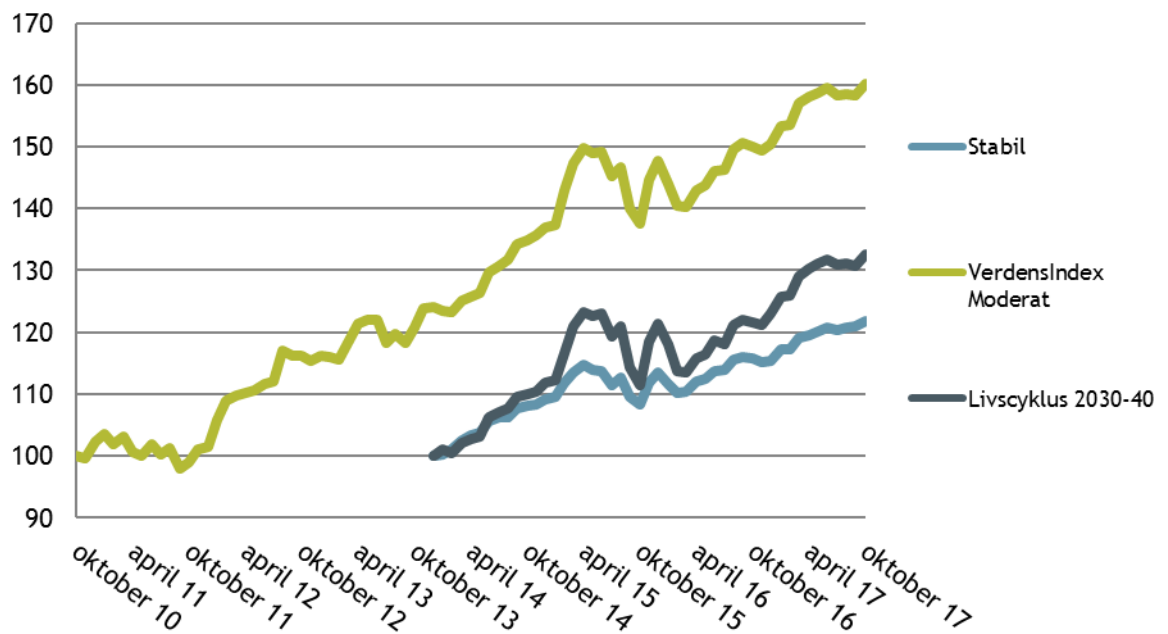
Afkast:	Sep	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Nordamerikanske aktier:	2,7%	1,0%	14,6%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%
Europæiske aktier:	3,9%	10,5%	0,7%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%
Pacific aktier:	1,6%	2,9%	6,8%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%
Emerging Markets aktier:	0,4%	13,6%	13,6%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%
Danske aktier:	0,2%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

Erhv. obligationer, euro:	-0,3%	1,6%	4,2%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,5%	4,3%	7,5%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%
Realkreditobl., euro:	0,2%	0,3%	1,5%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%
Statsobligationer, G7:	-0,3%	-6,1%	4,7%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%
Statsobligationer, euro:	-0,4%	-0,5%	2,8%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%
Statsinflationsobl. Globale:	-0,2%	-5,7%	6,9%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%
Emerging Markets obl.	0,0%	0,7%	11,2%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%
Nykredit Realkreditindeks:	0,6%	3,2%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%

Afkast:	Sep	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dollar:	0,9%	-10,9%	2,5%	11,7%	13,6%	-4,3%	-1,1%
Yen:	-1,3%	-7,3%	5,5%	11,3%	-0,3%	-21,3%	-12,0%
Pund:	4,6%	-3,3%	-14,2%	5,7%	6,8%	-2,4%	3,3%

Afkast:	Sep	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Optimal Stabil	0,7%	3,8%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*
Optimal VerdensIndex	1,2%	4,4%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%
Optimal Livscyklus	1,4%	5,5%	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 hvor afkastudviklingen i aktier var dominerende. Europa og USA trak læsset, mens danske og Emerging Markets aktier, der har klaret sig bedst i 2017, var mindre givtige. Dollaren fik stoppet sin nedtur, hvilket bl.a. hang sammen med en fornyet tro på en rentestigning i december i USA og det tyske valg, hvor det populistiske højrefløjs parti fik flere stemmer end forventet, hvorved tvivlen om den folkelige opbakning til det europæiske projekt blev lettere forøget til ugunst for euroen. Det britiske pund blev styrket ved udsigten til en rentestigning på trods af de vækstmæssige udfordringer på bagkant af Brexit.

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 planlægger at holde investormøde i Odense torsdag d. 26/10 (flere detaljer følger senere).

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest