

Markedskommentar januar: Den lempelige pengepolitik lakker mod enden – vækst- og indtjeningsfremgang skal drive aktiestigningerne!

Knap har ECB reduceret deres månedlige opkøb til det halve, før den 10-årige rente stiger med 0,3 % i Danmark og Tyskland. Således blev 2018 skudt i gang med et rentebrag, som ikke er set længe. Januar blev ellers igen en flot aktiemåned trukket af gode regnskaber og økonomiske nøgletal og tillidsindikatorer. Udsigten til rentestigninger og en mindre lempelig pengepolitik fra ECB og FED skyldes den positive økonomiske udvikling og er et godt og sundt tegn. Dollaren kom igen i modvind bl.a. pga. stærke nøgletal for eurozonen og mindre politisk usikkerhed om EU's fremtid, udfordringer med gældsloftet i USA grundet en ekspansiv finanspolitik via skattereformen og et muligt opgør i Trump administrationen med årtiers politik om en stærk dollar. En svagere dollar øger konkurrenceevnen i USA og giver arbejdspladser. Samlet gav markedsudviklingen et afkast på ml. 0,1% og 0,8% i vores afdelinger.

Amerikanske aktier er forholdsvis dyre og med de stigende renter også i USA, bliver amerikanske obligationer pludselig et bedre alternativ til amerikanske aktier end længe set. Europæiske aktier er forholdsvis billige og selv med de stigende renter i Europa, er europæiske aktier stadig attraktive i forhold til europæiske obligationer.

De fortsatte stigninger i aktiemarkedet skal fremadrettet i højere omfang være et resultat af vækst- og indtjeningsfremgang end kunstigt åndedræt fra centralbankerne. Denne omstilling vil alt andet lige give større udsving i markederne end vi så i 2017, hvor udsvingene i specielt aktiemarkederne nærmest ikke var eksisterende.

Inflationen i eurozonen aftog i januar til 1,3 procent fra 1,4 procent i december. Faldet i eurozonens inflation understreger Den Europæiske Centralbanks (ECBs) dilemma. På den ene side er inflationen fortsat et godt stykke under ECBs målsætning om at holde inflationen på lidt under to procent. På den anden side blomstrer opsvinget i

eurozonen. I 2017 voksede eurozonens økonomi i det hurtigste tempo i 10 år. Samtidig udgør den seneste eurostyrkelsen en risiko for ECB's inflationsprognose – en stærk euro lægger en dæmper på inflationen. De positive nyheder fra eurozonen har øget fokuset på ECB. ECB fastholdt på rentemødet i januar pengepolitikken uændret, og signalerede at en renteforhøjelse i 2018 ikke var særlig sandsynlig. ECB forventes at ville forsætte med at opkøbe obligationer for nye penge indtil nytår. Første renteforhøjelse forventes i løbet af første halvår 2019. Det betyder, at tiden med rekordlave renter langsomt lakker mod enden. Udsigten til forsigtige stramminger fra ECB har allerede fået obligationsrenterne i Europa til at stige, og det forventes, at renterne vil stige yderligere i løbet af året.

Udviklingen i dollarkursen i forhold til euro (EUR/USD) har i lange perioder været styret af renteforskellen mellem de 2 regioner således, at pengene har søgt derhen, hvor renten er størst, hvorved denne valuta er blevet styrket. Derfor er udviklingen de seneste 13 måneder bemærkelsesværdig, da dollaren er faldet ca. 15 % i forhold til euroen samtidig med, at renteforskellen er steget fra 2,00 % til 2,72 % (se grafen nedenfor)! Udviklingen bliver derfor spændende at følge, da den er atypisk. Andre faktorer som bl.a. forskelle i gældssætning og vækst samt centralbankernes sammensætning af valutareserver spiller naturligvis også ind.



Note: Den 2-årige renteforskel mellem USA og Tyskland. Kilde Infront

Medio januar er der blevet betalt PAL skat på pensionsdepoterne. Hvis du er gået i overtræk, kan det løses ved at overføre flere ”før skatte” penge til ratepensionen eller ”efter skatte” penge til aldersopsparingen. Alternativt kan du sælge lidt investeringsbeviser, så pensionskontoen igen er i plus.

Prissætning af aktier og obligationer

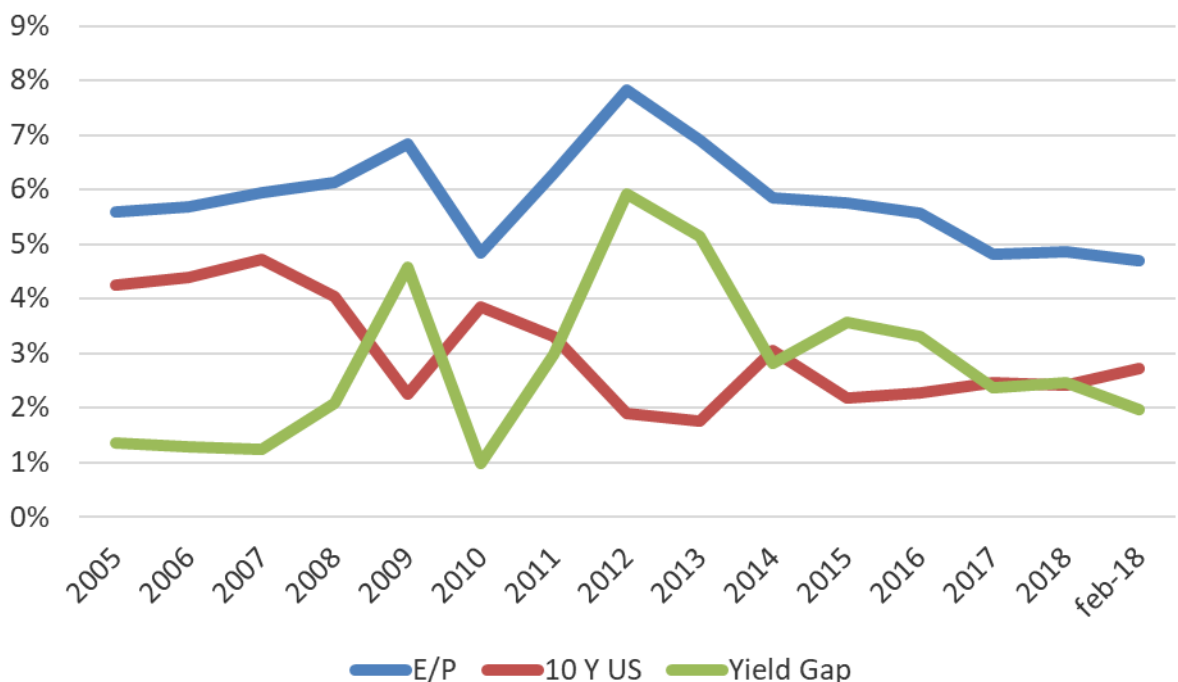
Globale aktier er steget i prissætning i januar på forventning om fortsat indtjeningsvækst i virksomhederne som følge af de gode globale konjunkturer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 21,31 mod 20,55 i slutningen af december, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	21,31	0,76
Nordamerika:	25,18	1,17
Europa	20,56	0,31
Pacific:	16,22	0,21
Emerging Markets	16,02	0,89
Danmark	23,76	0,74

Aktier i alle regioner er blevet dyrere i januar specielt i USA og Emerging Markets. Forventningerne til virksomhederne er store grundet gode vækstudsigter og fortsatte lave renter og inflation. Amerikanske aktier har længe set dyre ud i forhold til de andre regioner og den tendens er bare fortsat fra 2017 ind i 2018. Den svækkede dollar er med til at give de eksportorienterede amerikanske virksomheder en konkurrencemæssig fordel. Investorerne betaler pt. 11 % mere for en indtjeningskrone i danske aktier i forhold til 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. I forhold til amerikanske obligationer er billedet dog ved at blive mere nuanceret (se senere). 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 januar blevet noget dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 1,97 % mod 2,46 % i sidste måned, hvilket primært er et resultat af de stigende renter. Spændet er dermed for første gang i lang tid på niveau med det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved aktier historisk set ser fair prisfastsatte ud i forhold til amerikanske obligationer (de er dog stadig billige i forhold til tyske og danske obligationer).



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 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.

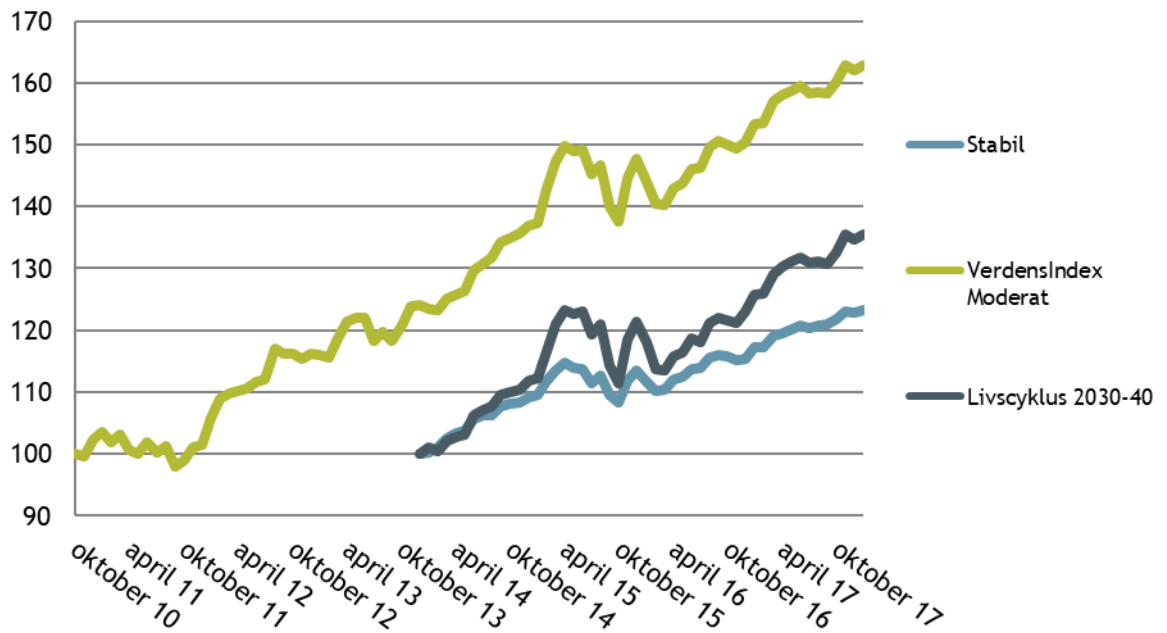
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

Afkast:	Jan	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Optimal Stabil	0,1%	5,1%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*
Optimal VerdensIndex	0,4%	6,2%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%
Optimal Livscyklus	0,8%	7,8%	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)

Aktierne er igen kommet godt fra start i 2018 selv med en valutamodvind på 3,3 % i dollar. Renterne er steget med ca. 0,3 % i 10-årige amerikanske, tyske og danske statsobligationer, hvilket er en stor bevægelse på månedsbasis. Sammenholdt med den faldende dollar er det gået ud over alle obligationstyper på nær højrenteobligationer fra Europa og Emerging Markets statsobligationer i lokal valuta. Generelt nyder Emergings Markets valutaerne godt af stabile og stigende råvaremarkeder.

Renterne i Sydeuropa er dog faldet, og det er et klart tegn på øget tro på fremtiden og mindre usikkerhed i Europa.

I den seneste tid er aktiemarkederne i USA, Japan og Eurozonen i højere grad blevet styret af valutakursudviklingen og dermed de indbyrdes konkurrenceforhold. Dvs. hvis regionens/landets valuta svækkes, så styrkes regionens/landets aktiemarked relativt, da det giver en konkurrencefordel, at regionens/landets varer og tjenesteydelser bliver billigere eksportmæssigt og vise versa.

Vi vil også i 2018 gerne fortsat 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. I takt med den svagere dollar har vi tilbage på en neutral vægt i forhold til benchmark. Her skal man også huske på, at det koster over 2,5 % årligt at valutaafdække dollaren pga. renteforskellen mellem USA og Danmark.

De generelle anbefalinger vil blive opdateret, når vores nye livscyklus afdeling er i luften med 75 % aktier og 25 % obligationer.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest