

Markedskommentar juni: Med Euroland ude af krisen stiger euroen og renterne!

En faldende dollar og stigende europæiske aktier gav den første negative måned i lang tid. Nøgletallene, væksten og arbejdsløsheden i Eurozonen er nu så gode, at Euroland langt om længe er ude af krisen. Det betyder en stigende euro (faldende dollar) og rentestigninger og dermed på sigt en mindre lempelig pengepolitik. Det sker på en positiv baggrund og bør dermed give aktiestigninger på sigt, men på kort sigt skal markedet lige vænne sig til tanken om en aftagende økonomisk støtte fra ECB. Samlet gav det negative afkast på ml. -0,3% og -0,7% i vores afdelinger. Vores lavere dollarandel og rentefølsomhed har i 1. halvår af 2017 givet et merafkast i forhold til benchmark på 2,3% - 3,0%.

Europæisk økonomi er endegyldigt ved at lægge krisen bag sig. En ny undersøgelse fra EU-Kommissionen viser, at stemning blandt forbrugere og virksomheder i eurozonen i juni steg markant til det højeste niveau i 10 år.

Det afspejler, at europæisk økonomi nu er kommet op i fart efter at have haltet langt efter bl.a. amerikansk økonomi i årene efter finanskrisen. Der bliver nu skabt masser af nye arbejdspladser i Europa hver eneste måned, og arbejdsløsheden i eurozonen har nået det laveste niveau i 8 år.

Europæisk økonomi er nu kommet ind i en positiv spiral, hvor fremgangen skaber flere nye jobs, der får europæerne til at bruge flere penge og dermed løfter den økonomiske vækst yderligere. En af hovedforklaringerne på den positive udvikling er, at usikkerheden om EU's og euroens fremtid er blevet betydeligt mindre. Da gældskrisen rasede i Sydeuropa i 2010-12 bremsede europæisk økonomi op af frygt for, at en opløsning af eurosamarbejdet ville udløse en finansiel krise i hele Europa. I dag er den politiske usikkerhed langt mindre, da gældskrisen er under kontrol, og forårets valg i Frankrig og Holland gav flertal til EU-positive partier.

En anden hovedforklaring på den økonomiske fremgang er, at de ekstremt lave renter får forbrugere og virksomheder til at bruge flere penge. Det har knebet, mens usikkerheden fortsat var stor, men nu hvor stemningen er bedre, får de lave renter større økonomisk effekt.

De bedre udsigter for eurozonens økonomi betyder, at tiden med ekstremt lave renter lakker mod enden – også i Danmark. Svag økonomisk vækst og alt for lav inflation i eurozonen siden finanskrisen er hovedårsagen til, at renterne er ekstremt lave. Nu hvor de økonomiske udsigter er bedre, vil ECB snart begynde at stramme den historisk lempelige pengepolitik, der er målrettet til en økonomi i dyb krise. I første omgang vil ECB nedtrappe opkøbet af obligationer for nye penge, og derefter vil renten blive hævet.

ECB forventes at meddele i løbet af efteråret, at opkøbet af obligationer for nye penge vil blive nedtrappet fra 1. januar. Først når opkøbene er stoppet helt, forventes det, at den korte rente vil blive hævet. Det sker næppe før 2. halvår 2018. Men fortsætter strømmen af økonomiske nøgletal med at vise, at eurozonens økonomi er på vej op på den store klinge, og løn- og prisstigningerne tager fart, kan ECB slå til med rentestigninger hurtigere, end markedet i udgangspunktet forventer.

Bevægelsen mod højere renter kommer som sagt på en positiv baggrund. Det afspejler nemlig, at europæisk økonomi langt om længe er ved at lægge krisen bag sig. Arbejdsløsheden er faldet til det laveste niveau i 8 år, og forbrugere og virksomheder er mere optimistiske end længe. Samtidig er den alt for lave inflation steget. Risikoen for en skadelig deflationsspiral i Europa, hvor forventning om faldende priser får økonomien til at gå i stå, er dermed stort set forsvundet. Derfor er tiden nu kommet til, at ECB langsomt fjerner de krisetiltag, som blev sat i gang for at løfte eurozonens økonomi op fra sumpen.

Prissætning af aktier og obligationer

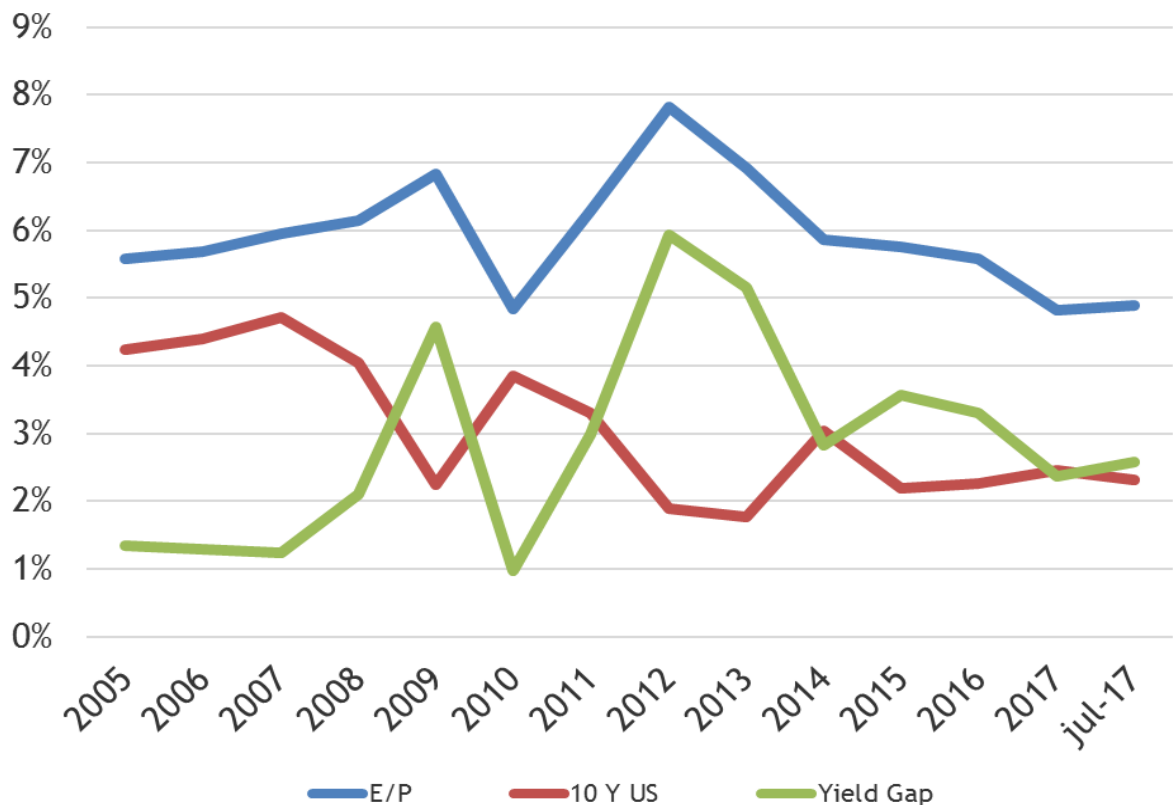
Globale aktier faldt i prissætning i juni som følge af god indtjening i slutning af 2. kvartal i virksomhederne. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,44 mod 20,78 i slutningen af maj, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,44	-0,38
Nordamerika:	23,15	-0,07
Europa	21,37	-1,09
Pacific:	16,52	0,62
Emerging Markets	14,89	-0,36
Danmark	22,22	-0,42

Stigende indtjening resulterede i lavere P/E med undtagelse af Japan. Her steg aktiekurserne pga. en faldende yen og dermed forbedret konkurrenceevne. Specielt Europa ser igen billig ud i forhold til sidste måned. En indtjeningskrone i danske aktier koster pt. 9 % mere end i globale aktier, hvilket er uforandret for 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 juni stort set uforandret i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er faldet fra 2,61 % til 2,58 % i slutningen af maj. 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 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:	Juni	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Nordamerikanske aktier:	-0,6%	0,2%	14,6%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%
Europæiske aktier:	-2,4%	7,3%	0,7%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%
Pacific aktier:	-0,1%	2,6%	6,8%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%
Emerging Markets aktier:	-0,3%	9,3%	13,6%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%
Danske aktier:	-0,4%	14,5%	-0,1%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%
Ejendomme Europa ex. UK	-1,2%	7,8%	4,9%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%
Erhv. obligationer, dollar:	-0,9%	-3,7%	10,2%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%
Erhv. obligationer, euro:	-0,5%	0,6%	4,2%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,1%	2,7%	7,5%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%
Realkreditobl., euro:	-0,4%	0,0%	1,5%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%
Statsobligationer, G7:	-1,7%	-4,1%	4,7%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%
Statsobligationer, euro:	-0,5%	-1,1%	2,8%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%
Statsinflationsobl. Globale:	-2,4%	-4,6%	6,9%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%
Emerging Markets obl.	-0,9%	1,2%	11,2%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,4%	1,4%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%

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

Afkast:	Juni	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Optimal Stabil	-0,3%	2,7%	5,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*
Optimal VerdensIndex	-0,7%	3,2%	6,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%
Optimal Livscyklus	-0,7%	4,1%	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)

En mindre tilbagefald afsluttede et fornuftigt halvår. Danske aktier er efter et sløjt 2016 igen tilbage som den bedste aktivklasse afkastmæssigt. 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 kun givet et afkast på 0,2 % målt i danske kroner. Afdelingernes lavere dollarandel og rentefølsomhed har 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 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 yderligere i forhold til dollaren i fremtiden, f.eks. efter en evt. annoncering af en nedtrapning af ECBs opkøbsprogram.

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