

Markedskommentar november: Amerikansk skattereform og danske aktienedtur!

November blev en blandet måned med fortsat aktiefremgang i USA, mens Europa og specielt Danmark havde det svært. En forventning om en godkendelse af Trumps skatteplan i de 2 kamre, var med til at understøtte amerikanske aktier, mens europæiske aktier blev ramt af en stærkere Euro, Brexit-forhandlinger og en manglende afklaring om den kommende tyske regering. Samlet gav det afkast på ml. -0,6% og -0,2% i vores afdelinger i november.

Det er tankevækkende, at europæiske aktier ikke får mere medvind af den historisk stærke udvikling i Europa og det faktum, at indtjeningen steg 10% i de europæiske virksomheder, mens den kun steg 6 % i de amerikanske virksomheder baseret på 3. kvartalstal. Europæisk økonomi er allerede i god fart og ser nu ud til at accelerere yderligere.

Nye tal viser, at stemningen blandt forbrugere og virksomheder i eurozonen i november steg til det højeste niveau i 17 år. Det indikerer, at det økonomiske opsving er på vej op i fart.

Det er kombinationen af ekstremt lave renter, stigende realløn for de fleste og faldende arbejdsløshed, der får forbrugere og virksomheder til at se lyst på den økonomiske situation. Dertil kommer, at den politiske usikkerhed er aftaget i forhold til for et år siden, hvor frygten for opløsning af EU var stor efter Brexit-afstemningen og forud for valgene i Holland, Frankrig og Tyskland i 2017. Ganske vist er der fortsat politisk usikkerhed omkring Catalonien og regeringsforhandlingerne i Tyskland, men det er ikke en usikkerhed, der for alvor truer EU's eksistens og påvirker derfor ikke stemningen mærkbart.

Det stærke økonomiske opsving i eurozonen sætter Den Europæiske Centralbank (ECB)

i et dilemma. På den ene side taler det stærke opsving klart for, at ECB skal rulle de seneste års ekstremt lempelige pengepolitik med negative renter og opkøb af obligationer for nye penge tilbage. Men på den anden side taler fortsat lav inflation for, at pengepolitikken skal forblive lempelig. Foreløbig vil ECB halvere opkøbet af obligationer for nye penge til 30 milliarder euro om måneden fra 1. januar. Det er en direkte konsekvens af, at europæisk økonomi er på vej op i fart. Holder europæisk økonomi kursen i det kommende år forventer vi, at ECB stopper opkøbene i oktober 2018. Renten vil dog næppe blive hævet før 2019.

Vi åbner en ny afdeling **Optimal Livscyklus 2040-50** i januar. Den starter med 75 % aktier og en automatisk nedtrapning af risiko og aktieandel over tid. Den henvender sig primært til yngre pensionsopsparere, velhavere der kan tåle større udsving og dem, der vil have en højere risiko i deres opsparing/investeringer. Investeringshorisonten er typisk over 10 år. Afdelingen vil have det højeste forventede afkast og den højeste forventede risiko af vores 4 afdelinger.

Prissætning af aktier og obligationer

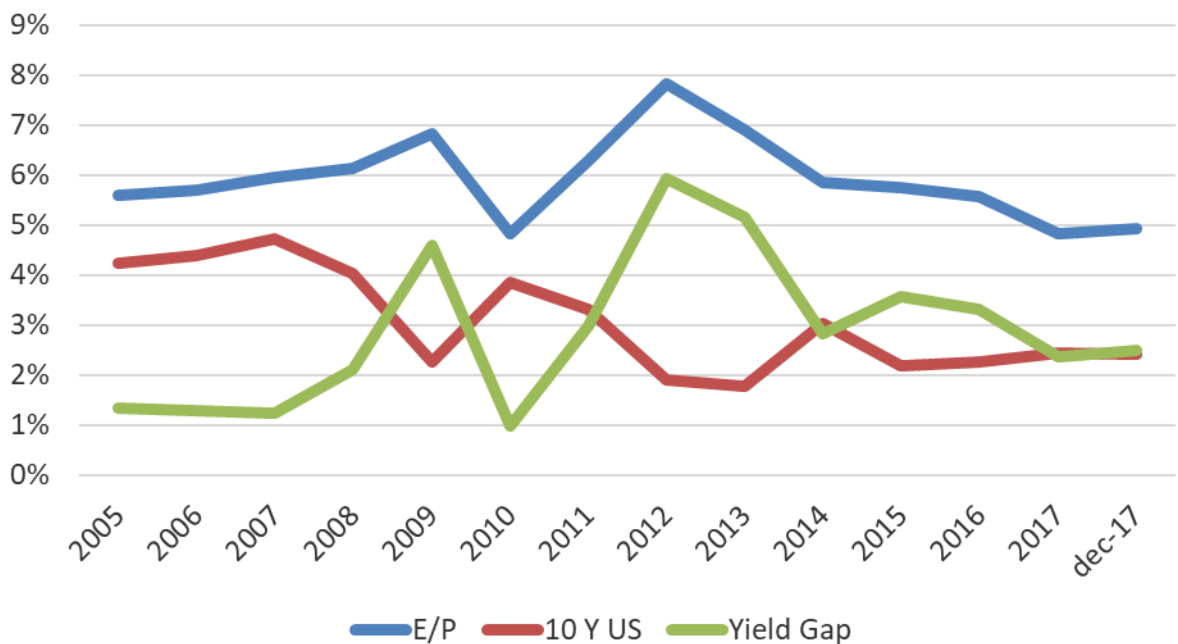
Globale aktier er faldet lidt i prissætning i november. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,35 mod 20,49 i slutningen af oktober, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,35	-0,14
Nordamerika:	23,72	0,07
Europa	19,75	-0,29
Pacific:	15,70	0,32
Emerging Markets	15,35	-0,44
Danmark	21,93	-1,08

Europæiske aktier bliver ved med at skuffe over for amerikanske aktier, hvilket betyder, at de nu kan købes med en discount på hele 20 % i forhold til amerikanske aktier. Det er tankevækkende med den rigtigt gode udvikling i Europa. Danske aktier blev sat til vægs af en mindre god regnskabssæson, så en indtjeningskrone nu kun koster 8 % mere end i globale aktier, hvilket er lavere end de 12 % i sidste måned. Efter en lang og flot periode for Emerging Markets aktier blev de ramt af profithjemtagning og mindre medvind fra Kina og Brasilien.

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 november uforandret i prissætning relativt til obligationer, da forskellen stadig er 2,50 %. Spændet er dermed en del over det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved aktier historisk set stadig 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 lidt 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 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.

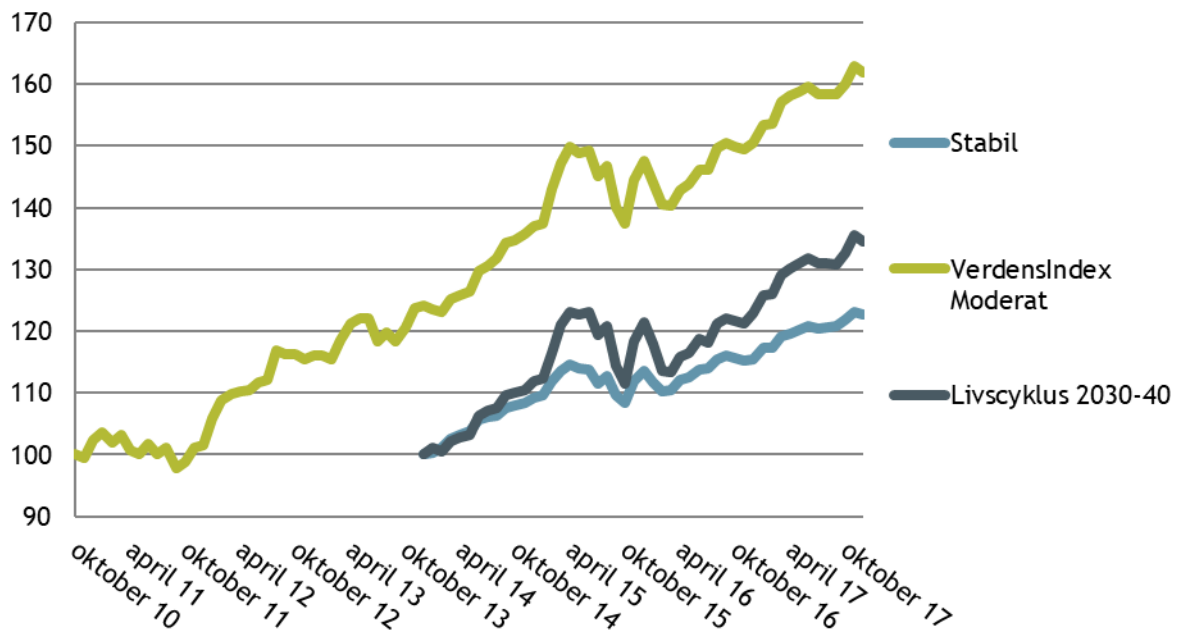
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

Danske aktier blev straffet hårdt af en mindre god regnskabssæson. Specielt Vestas, FLS, ISS, Mærsk, Genmab, Bavarian Nordic og Nordea har haft det hårdt på det seneste. Europæiske ejendomme blev understøttet af de fortsat lave renter i Europa og den gode økonomiske udvikling. Euroen blev styrket af de gode nøgletal, hvorved IKKE EUR eller DKK aktiver klarede sig mindre godt. Det bliver spændende at se, om de kommer i mål med skattelettelserne i USA og, om reduktionen af ECBs opkøb fra årsskiftet vil have en indvirkning på renterne og aktierne.

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.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest