

Markedskommentar januar: Aftagende rentefrygt og potentiel handelsaftale kickstarter 2019!

- Moderat aftagende vækst jf. OECDs ledende indikatorer dog stadig over 3 % globalt.
- Aktier er blevet dyrere ift. både indtjening og obligationer, men er stadig billige ift. både indtjening og obligationer historisk set.
- Regnskabssæsonen er i fuld gang og 70 % af de amerikanske selskaber har slået forventningerne.
- USA og Kina indikerer stadig en god dialog. Handelskrigen ml. USA og Kina forventes afklaret inden 1/3.
- Afventende og tålmodig ECB – første rentestigning forventes efter sommeren 2019. Obligationsopkøbet for nye penge er nu afsluttet, mens obligationer, der udløber, bliver geninvesteret.
- FED har sat sine rentestigninger på pause pga. markedsuro og lav inflation (herunder løninflation). Der forventes ingen rentestigninger i løbet af 2019.
- Kina ruller en aggressiv stimuluspakke ud til at sætte gang i væksten.
- **Fokuspunkter:** Handelsaftale ml. USA og Kina, virksomhedernes regnskaber og forventninger og Brexit føljetonen....!

Den amerikanske centralbank FEDs nye bløde toner er sød musik i ørerne på aktieinvestorerne, der igen kan konstatere, at de rykker ud som kavaleriet og ser ud til agere redningsplanke, når kurserne falder på det amerikanske aktiemarked. Med de nye tiltag er FED med til at understøtte aktiehumøret fremadrettet. Aktiemarkedet er allergiske over for stram pengepolitik, da den hæmmer væksten, så en mildere FED er som udgangspunkt godt nyt for investorerne. Derudover ser dialogen mellem USA og Kina ud til fortsat at være konstruktiv, hvilket også har hjulpet på stemningen. Slutteligt har der i januar været en større rebalancering (også i Optimal afdelingerne), hvor man har købt aktier, pga. de faldende vægte i porteføljerne som følge af kursfald i 2018, og solgt obligationer. Samlet har det i januar givet afkast på 2,9% i Stabil, 4,3% i

VerdensIndex og 4,9% i Livscyklus 2030-40, mens Livscyklus 2040-50 har givet et afkast på 5,4%.

Den amerikanske økonomi har trukket flere store overskrifter i den seneste tid. Senest har Trumps nedlukning af dele af den offentlige sektor betydet, at omkring 800.000 offentligt ansatte enten er blevet sendt hjem eller har måtte arbejde uden løn. Nedlukningen af den offentlige sektor er sikkert en af årsagerne til, at forbrugertilliden dykker i januar. Det understøttes af erfaringerne fra den seneste længerevarende nedlukning tilbage i 2013, hvor forbrugernes humør også blev negativt påvirket. Tilbage i 2013 faldt forbrugertilliden med knap 8 point i kølvandet på nedlukningen. Her i januar har de finansielle markeder dog kunne bidrage til at påvirke de amerikanske forbrugeres humør i en positiv retning. Efter en dårlig afslutning på 2018 er de toneangivende amerikanske aktieindeks steget med 7-9 %. Det har sandsynligvis kunne holde hånden under forbrugertilliden. Faldet forventes derfor at være midlertidig. I øjeblikket er den offentlige sektor dog blevet åbnet på en midlertidig aftale, der løber frem til d. 15/2. Det kan ikke udelukkes, at de politiske forhandlinger ender med en ny nedlukning. Set i et historisk perspektiv ligger den amerikanske forbrugertillid fortsat på et pænt niveau. De amerikanske forbrugere har fortsat meget at glæde sig over. Fremgangen på arbejdsmarkedet fortsætter, og lønningerne stiger hurtigere end inflationen. Det betyder, at de amerikanske forbrugere også i 2019 vil give et pænt bidrag til den økonomiske vækst. Det er særdeles vigtigt, idet private forbrug i USA udgør op imod 70 procent af den samlede økonomi.

Eurozonens økonomi holdt skindet på næsten i fjerde kvartal. Den økonomiske vækst i forhold til samme periode året før aftog til 1,2 %. Vi skal tilbage til 2015 for at finde en tilsvarende lav økonomisk vækst. Afslutningen på 2018 var ingen dans på roser for eurozonens økonomi. Flere af de store økonomier i eurozonen fik nemlig kastet grus i maskineriet. Fælles for de fleste europæiske økonomier var, at den tørre sommer lagde en dæmper på aktiviteten i landbruget. Eurozonens største økonomi – Tyskland – blev yderligere ramt af udfordringer med at få miljøgodkendelser til bilproduktionen i hus. Det bremsede bilproduktionen i tredje kvartal og data antyder, at produktionen fortsat haltede i fjerde kvartal. Fjerde kvartal bød heller ikke på optimale vækstbetingelser for eurozonens økonomi. I Frankrig brød demonstrationer og gadekampe ud i lys lue, da ”De Gule Veste” demonstrerede mod Macrons økonomiske politik. Demonstrationerne lagde en markant dæmper på den franske økonomi ifølge PMI-indeks, da mange butikker måtte lukke på grund af demonstrationerne. Længere mod syd var den italienske økonomi taget som gidsel af de italienske politikeres budgetforhandlinger

med EU. Forhandlingerne var gentagne gange på randen af sammenbrud, men til sidst blev der fundet en løsning som alle parter kunne acceptere. Eurozonens økonomi vil fortsætte med at vokse i 2019. Vækstudsigterne er ikke voldsomt lyse. Den globale økonomi er kommen ned i et lavere gear blandt andet på grund af handelskonflikten mellem USA og Kina. Konflikten var medvirkende til, at den kinesiske økonomi i 2018 voksede i det langsomste tempo siden 1990. Kina har i en årrække trukket cirka en tredjedel af den globale økonomiske vækst. Derfor er en opbremsning i Kina udfordrende.

Der er dog en række væsentlige makroøkonomiske lyspunkter i europæisk økonomi. Samlet er arbejdsløsheden tilbage på samme niveau som før finanskrisen. Konkurrenceevnen er blevet styrket af en svagere euro og lavere lønvækst end i USA og Kina. Der er en øget efterspørgsel bl.a. symboliseret ved et øget bilsalg. Slutteligt er Europa langt fremme i brugen af industrirobotter.

Prissætning af aktier og obligationer

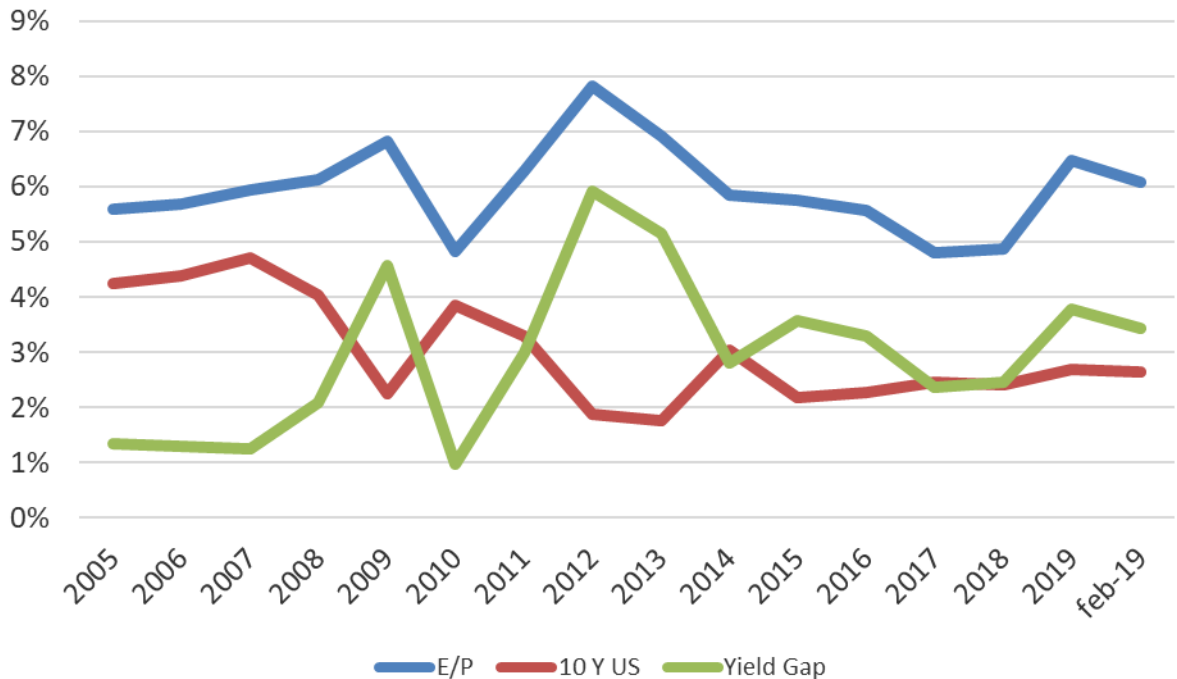
Globale aktier er blevet noget dyrere i prissætning i januar i takt med, at markedet rettede sig, og vi fik pæne kursstigninger. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 16,45 mod 15,47 i slutningen af december, hvilket stadig er under niveauet for den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

| P/E: | Aktuelt | Ændring |
|------------------|---------|---------|
| Globalt: | 16,45 | 0,98 |
| Nordamerika: | 19,45 | 1,25 |
| Europa | 14,88 | 0,80 |
| Pacific: | 12,61 | 0,62 |
| Emerging Markets | 12,77 | 0,77 |
| Danmark | 19,29 | 0,65 |

Alle regioner er steget i prissætning stort set parallelt, mens IT aktiernes performance i USA har trukket Nordamerika yderligere op. En indtjeningskrone i Danmark koster pt. 17 % mere end i de globale aktier, hvilket er 3 % lavere end i sidste måned.

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 ikke overraskende

blevet dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 3,43 % mod 3,78 % i sidste måned. Spændet er dermed stadig langt over det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved aktier historisk set er meget attraktivt prisfastsatte i forhold til amerikanske obligationer (de er meget billige i forhold til tyske og danske obligationer, hvor renten er ca. 2,5 % lavere end i USA). Man får derfor pt. en betydelig risikopræmie for at købe aktier i forhold til 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 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.

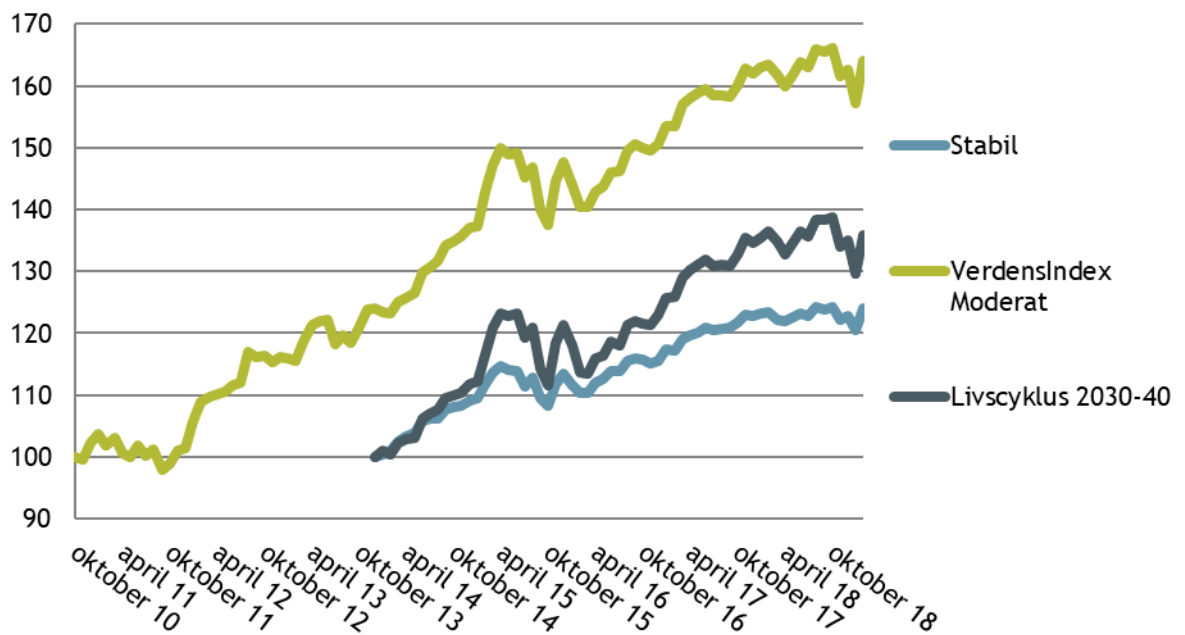
Afkaststatistik (i DKK)

| Afkast: | Jan | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Nordamerikanske aktier: | 7,8% | -0,5% | 7,2% | 14,6% | 13,0% | 30,1% | 26,3% |
| Europæiske aktier: | 6,8% | -11,1% | 11,2% | 0,7% | 10,6% | 7,7% | 20,6% |
| Pacific aktier: | 6,8% | -10,3% | 9,5% | 6,8% | 15,7% | 8,9% | 12,9% |
| Emerging Markets aktier: | 9,1% | -10,8% | 20,6% | 13,6% | -5,4% | 9,4% | -7,8% |
| Danske aktier: | 4,1% | -11,5% | 14,6% | -0,1% | 30,9% | 19,1% | 33,5% |
| Ejendomme Europa ex. UK | 10,0% | -6,8% | 17,0% | 4,9% | 16,9% | 21,2% | 4,2% |
| Erhv. obligationer, dollar: | 3,8% | -0,5% | -6,7% | 10,2% | 10,4% | 22,0% | -6,5% |
| Erhv. obligationer, euro: | 1,3% | -1,1% | 2,3% | 4,2% | -0,7% | 8,1% | 2,0% |
| Erhv.obl., High Yield euro: | 2,5% | -3,1% | 4,7% | 7,5% | -0,8% | 3,5% | 6,3% |
| Realkreditobl., euro: | 0,3% | 0,4% | 0,8% | 1,5% | 0,3% | 7,5% | 2,7% |
| Statsobligationer, G7: | 1,5% | 4,3% | -6,7% | 4,7% | 8,6% | 12,5% | -9,6% |
| Statsobligationer, euro: | 1,0% | 1,1% | 0,0% | 2,8% | 1,6% | 12,8% | 1,9% |
| Statsinflationsobl. Globale: | 2,0% | 0,8% | -4,7% | 6,9% | 6,1% | 17,9% | -9,7% |
| Emerging Markets obl. | 5,9% | -2,5% | -0,3% | 11,2% | -4,7% | 7,7% | -14,4% |
| Nykredit Realkreditindeks: | 0,8% | 1,5% | 4,0% | 4,5% | -0,3% | 5,2% | 0,9% |

| Afkast: | Jan | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|---------|------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| Dollar: | 0,2% | 5,0% | -12,2% | 2,5% | 11,7% | 13,6% | -4,3% |
| Yen: | 0,9% | 7,8% | -8,8% | 5,5% | 11,3% | -0,3% | -21,3% |
| Pund: | 2,9% | -0,9% | -3,9% | -14,2% | 5,7% | 6,8% | -2,4% |

| Afkast: | Jan | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-------------------------|------|---------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Optimal Stabil | 2,9% | -2,2% | 5,1% | 5,1% | 2,0% | 9,2% | 6,1%* |
| Optimal VerdensIndex | 4,3% | -3,4% | 6,2% | 6,6% | 4,8% | 11,2% | 6,4% |
| Opt. Livscyklus 2030-40 | 4,9% | -4,4% | 7,8% | 6,6% | 5,1% | 11,1% | 11,6%* |
| Opt. Livscyklus 2040-50 | 5,4% | -1,8%** | 10,5%* | 8,1%* | 4,4%* | 12,8%* | 14,8%* |

Note: Historiske afkast *=Benchmark. **Startdato 14/2-2018



Note: Historiske udvikling i vores afdelinger siden deres start (hvad er 100 kr. blevet til)

Alle aktivklasser har givet et positivt afkast i januar, hvor danske aktier dog halter lidt i forhold til de andre regioner. Risikofyldte obligationer som højrente og Emerging Markets obligationer har haft et stærkt comeback efter fald i 2018. Generelt har Emerging Markets aktiver godt af et rentestignings-stop i USA, da meget gæld i Emerging Markets både blandt virksomheder og stater er i dollar og afhængig af renteniveauet i USA og dollarens styrke. Vores tillægsinvestering i europæiske ejendomme har været særdeles lukrativ i januar. Efter den eksplosive start på året har vi valgt at tage toppen af vores eksponering i amerikanske aktier og europæiske ejendomme, så vi har lidt ammunition til en ”regnvejrsdag”!!

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