

Markedskommentar juli: Markederne styrer nu centralbankerne og Trump styrer markederne !?

- Moderat fald i OECDs ledende indikatorer og en forventet global vækst på 3,2 % i 2019 og 3,5 % i 2020.
- Aktier er blevet lidt dyrere ift. indtjening og obligationer, men giver fortsat et meget fornuftigt forventet merafkast til obligationer (tæt på bedste risikopræmie i 6 år).
- Våbenhvilen i handelskonflikten blev afløst af et møde og nye møder i september, men også en varseling af en ekstra told på de sidste 300 mia. dollars i kinesisk eksport til USA på 10 %.
- ECB gør klar til at understøtte økonomien og inflationen ved yderligere rentenedsættelser og/eller støtteopkøb af obligationer i september. De europæiske renter når nye negative lavpunkter.
- FED satte rente ned med 0,25 % og signalerede få yderligere rentenedsættelser og ikke en serie af rentenedsættelser. Balancereduktionen afsluttes i september måned, hvorefter penge for obligationer, der udløber, bliver geninvesteret.
- Kina ruller fortsat en aggressiv stimuluspakke ud til at sætte gang i væksten.
- Vores nye gearede investeringsforening "CABA Optimal Plus" (se www.cabaoptimalplus.dk) er blevet børsnoteret og i stigende grad tilgængelig via de forskellige netbanker.
- Vores 6 nyåbnede billige investeringsforeningsafdelinger (mix, danske aktier og obligationer, globale aktier og obligationer samt alternativer) på **Fundmarket.dk**, hvor du kan investere direkte via din bankkonto uden bankernes kurtage og depotgebyrer, vokser og formuen under forvaltning stiger.
- **Fokuspunkter:** Handelsforhandlinger ml. USA og Kina, centralbankernes renteudmeldinger, regnskabssæsonen og Brexit.

Centralbankerne har i lang tid dikteret en stor del af markedsudviklingen, og de har ageret redningsplanke efter finanskrisen, hvis økonomierne har haft brug for dem. Hovedbudskabet fra juli måned er dog, at det nu er markedet, der i højere grad dikterer den amerikanske centralbank FED til at sænke renten. Isoleret set har USA ikke brug for en rentenedsættelse, da både økonomi, beskæftigelse, forbrugstillid, boligmarked og servicesektor stadig har det rigtigt godt. Men FED vil ikke skuffe markedernes forventning om en rentenedsættelse, og den lave inflation giver plads hertil. Hermed undgår de en negativ økonomisk påvirkning fra et faldende aktiemarked. De signalerer også rettidig omhu ved at være på forkant med en evt. amerikansk afmatning som følge af Trumps handelskrig og de negative økonomiske konsekvenser heraf specielt i Tyskland og Kina samt Europa og Emerging Markets.

I 2019 har vi været vidner til en global industriafmatning, hvor dampen særligt er gået af kedlerne i industrivirksomhederne i Europa og Kina. Specielt den tyske industri har været hårdt ramt af den verserende handelskonflikt mellem USA og Kina. Afmatningen har også ramt den amerikanske industri, men afmatning har foreløbig ikke været ligeså udtalt, mens servicesektoren indtil videre har klaret frisag.

Den helt tunge sky på himlen er dog handelskonflikten mellem USA og Kina. Parterne har i denne uge afsluttet de første forhandlinger siden sommerens våbenhvile. Det har dog været sparsomt med udmeldinger fra forhandlingslokalet, og meget tyder på, at parterne er ved at finde ud af, hvilket udgangspunkt de skal vende tilbage til. Der meldes dog om nye forhandlinger til september. En handelsaftale er afgørende for, at den globale industri kan vende tilbage i topform.

FED lempes pengepolitikken grundet flere usikkerhedsmomenter i den globale økonomi såsom Brexit og handelskonflikten mellem USA og Kina. FED vurderer, at en rentenedsættelse ikke vil overophede den amerikanske økonomi trods rekordhøje aktiekurser og lav ledighed, da inflationspresset er moderat. Inflationen løber altså næppe løbsk, selv om FED fjerner foden fra bremsen.

Derudover signalerer FED, at de vil acceptere, at inflationen i en periode bliver højere end målsætningen på 2 %. Derfor er der med den nuværende stigningstakt på 1,6 procent i FEDs foretrukne inflationsmål plads til, at pengepolitikken kan lempes. Fortsætter arbejdsmarkedet den stabile fremgang, og det nuværende inflationspres fastholdes, vil Fed næppe sænke styringsrenten adskillige gange.

Humøret hos de amerikanske forbrugere er tårnhøjt og tillidsindikatorerne er tæt på det højeste niveau siden årtusindeskiftet. De amerikanske forbrugere har da også flere grunde til at være i godt humør. Fremgangen i den amerikanske økonomi betyder, at der måned for måned bliver skabt nye arbejdspladser og arbejdsløsheden er omkring det laveste niveau i 50 år. Samtidig stiger lønningerne i øjeblikket hurtigere end inflationen. Det giver amerikanerne en pæn fremgang i købekraften. Det er vigtigt fordi det private forbrug udgør omkring 70 procent af den amerikanske økonomi. Forbrugertilliden indikerer, at forbrugerne vil fortsætte med at bruge penge og dermed holde det amerikanske opsving i live.

Det er efterhånden svært at se, hvad den europæiske centralbank ECB kan gøre for at hjælpe økonomien yderligere i gang fra den forholdsvis moderate vækst. De signalerer yderligere villighed til endnu lavere renter og opkøbsprogrammer, men virker efterhånden selv til at tvivle på disse tiltags effekter. Derfor opfordrer de også de enkelte medlemslande til en lempeligere finanspolitik og reformer. I sidste ende er det dog nok kun en afklaring af handelskonflikten og Brexit, der kan sætte skub i industri- og fremstillingssektoren i Europa

På august første dag fik Trump igen smidt grus i maskineriet ved at varsle en ny toldstraf på 10 % på den resterende kinesiske eksport (i forvejen er der 25 % på lidt under halvdelen). Trumps agenda er at blive genvalgt i november 2020 på baggrund af en stærk amerikansk økonomi med lav arbejdsløshed og høje aktiekurser. Mange støtter op omkring hans hårde kurs mod kineserne (også demokraterne). Da USA har et kæmpe handelsunderskud med Kina, så har de mange flere varer at pålægge told. Han spiller et højt spil med maksimalt pres, og i sidste ende plejer han at få sin vilje både mht. handelsaftaler og centralbanker. Så det er alt i alt nok stadig hans Twitter konto, der har den afgørende indflydelse på markedsudviklingen.

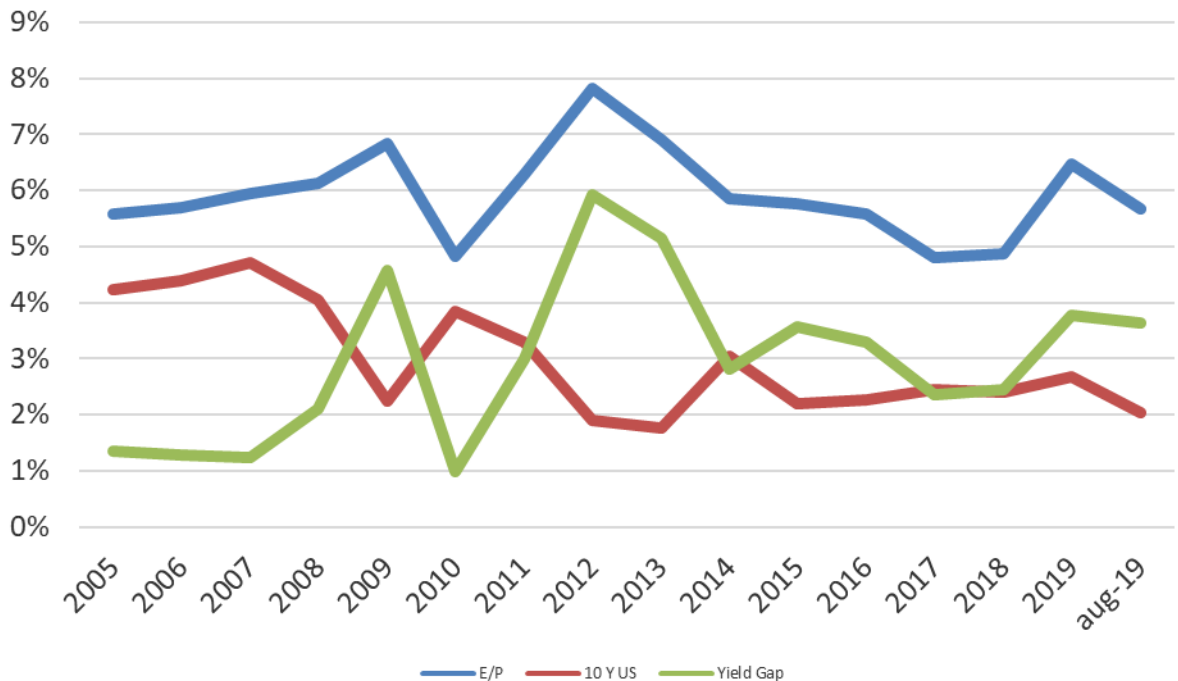
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet lidt dyrere i prissætning i juli i takt med, at markedet er steget. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,67 mod 17,54 i slutningen af juni, hvilket er lidt over den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	17,67	0,13
Nordamerika:	20,86	0,24
Europa	15,80	0,09
Pacific:	13,87	0,06
Emerging Markets	13,25	-0,22
Danmark	20,65	-0,03

Som det fremgår af skemaet, er der sket meget små justeringer i prissætningen. Amerikanske aktier er dog igen steget mest. En indtjeningskrone i Danmark er nu under niveauet i USA og koster pt. 17 % mere end i de globale aktier, hvilket er 1 % ned fra sidste måned. I Pacific og Emerging Markets er en indtjeningskrone stadig billigst, mens den er dyrest i UAS og Danmark.

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 stort set uforandret i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 3,63 % mod 3,69 % i sidste måned. Spændet er dermed langt over det historiske niveau på ca. 2,1 % og på niveau for starten af året, hvorved aktier historisk set er meget attraktive prisfastsatte i forhold til amerikanske obligationer (de er meget billige i forhold til tyske og danske obligationer, hvor renten er ca. 2,4 % lavere end i USA). Man får derfor stadig en stor risikopræmie for at købe aktier i forhold til obligationer, og vi skal tilbage til 2013 for at se en højere risikopræmie. (se den grønne graf).



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.

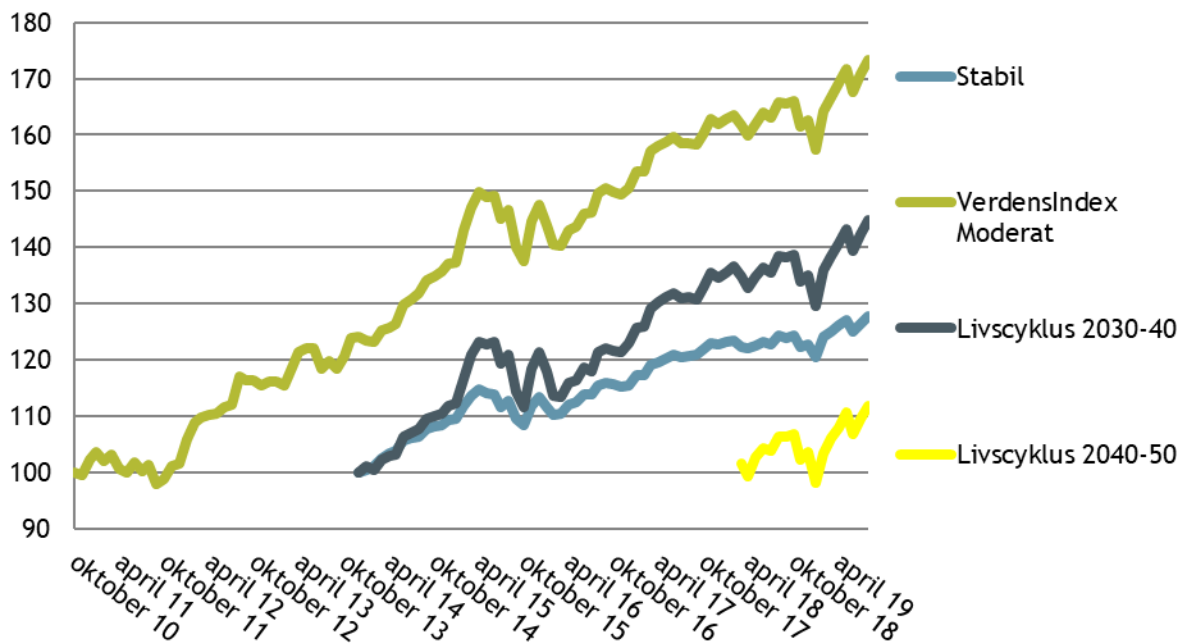
Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Juli	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Nordamerikanske aktier:	5,1%	25,2%	-0,5%	7,2%	14,6%	13,0%	30,1%
Europæiske aktier:	0,2%	17,6%	-11,1%	11,2%	0,7%	10,6%	7,7%
Pacific aktier:	1,9%	14,2%	-10,3%	9,5%	6,8%	15,7%	8,9%
Emerging Markets aktier:	0,6%	11,4%	-10,8%	20,6%	13,6%	-5,4%	9,4%
Danske aktier:	1,2%	15,1%	-11,5%	14,6%	-0,1%	30,9%	19,1%
Ejendomme Europa ex. UK	2,7%	12,0%	-6,8%	17,0%	4,9%	16,9%	21,2%
Erhv. obligationer, dollar:	2,7%	16,2%	-0,5%	-6,7%	10,2%	10,4%	22,0%
Erhv. obligationer, euro:	1,2%	6,8%	-1,1%	2,3%	4,2%	-0,7%	8,1%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,1%	7,1%	-3,1%	4,7%	7,5%	-0,8%	3,5%
Realkreditobl., euro:	0,7%	3,8%	0,4%	0,8%	1,5%	0,3%	7,5%
Statsobligationer, G7:	1,7%	7,8%	4,3%	-6,7%	4,7%	8,6%	12,5%
Statsobligationer, euro:	1,7%	7,7%	1,1%	0,0%	2,8%	1,6%	12,8%
Statsinflationsobl. Globale:	2,4%	9,4%	0,8%	-4,7%	6,9%	6,1%	17,9%
Emerging Markets obl.	3,0%	12,2%	-2,5%	-0,3%	11,2%	-4,7%	7,7%
Nykredit Realkreditindeks:	0,0%	2,5%	1,5%	4,0%	4,5%	-0,3%	5,2%

Afkast:	Juli	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Dollar:	2,8%	3,6%	5,0%	-12,2%	2,5%	11,7%	13,6%
Yen:	1,8%	4,5%	7,8%	-8,8%	5,5%	11,3%	-0,3%
Pund:	-1,6%	-1,3%	-0,9%	-3,9%	-14,2%	5,7%	6,8%

Afkast:	Juli	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Optimal Stabil	0,9%	5,9%	-2,2%	5,1%	5,1%	2,0%	9,2%
Optimal VerdensIndex	1,6%	10,2%	-3,4%	6,2%	6,6%	4,8%	11,2%
Opt. Livscyklus 2030-40	1,8%	11,7%	-4,4%	7,8%	6,6%	5,1%	11,1%
Opt. Livscyklus 2040-50	2,4%	14,0%	-1,8**%	10,5%*	8,1%*	4,4%*	12,8%*

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



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

I juli var amerikanske aktier igen højdespringeren som følge af en god amerikanske økonomi og gode regnskaber (75 % af de virksomheder, der har aflagt regnskab, slår indtjeningsforventninger), mens den verserende handelskrig rammer eksporttunge lande som Tyskland og Kina. Renteniveauet har nået nye hysteriske lave niveauer i Europa på -0,5% i den 10 tyske rente (ved en årlig inflation på 1 % p.a. svarer det til, at investorerne er villige til afkald på 14 % i købekraft om 10 år!!). Vores renterisiko har i lang tid været meget lav i Europa (for at beskytte afdelingerne i et lavrentemiljø), hvorved vi ikke har haft gavn af rentefaldet på vores realkreditobligationer. Emerging Market obligationer bidrager dog fortsat meget positivt på obligationsfronten. Generelt vil vi gerne tilpasse en stor risikospredt globale portefølje til danske forhold (dvs. vi har danske investorer). Det kaldes "home bias". Dette udmønter sig i, at vi også har danske aktier og obligationer (også for at holde valutakursrisikoen nede). Som det fremgår af skemaet har "home bias" kostet lidt afkast indtil videre i 2019, da danske aktiver er blandt de mindst gode aktivklasser specielt på obligationer.

Vi har stadig neutrale aktievægte, og vores rentefølsomhed er som sagt fortsat meget lav, da renterne i Europa når nye lavpunkter, og rigtigt mange renter er negative. Vi har derfor meget lav rentefølsomhed i DK og Eurozonen, mens den er svagt højere i USA og Emerging Markets. Vores rentefølsomhed er samlet meget lavere end benchmark, så vi er mere robuste, hvis renterne skulle stige som følge af en handelsaftale og/eller Brexit aftale.

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