

Markedskommentar august: Handelskrigen sætter dagsordenen på aktiemarkederne!?

- Alle vores afdelinger kan nu igen handles online på **Nordnet**.
- Stabilisering i OECDs ledende indikatorer og en forventet global vækst på 3,2 % i 2019 og 3,5 % i 2020.
- Aktier er blevet lidt billigere ift. indtjening og meget billigere ift. obligationer, og giver fortsat et meget fornuftigt forventet merafkast til obligationer (den bedste risikopræmie i 6 år).
- Eskalering af handelskonflikten med nye toldsatsler, men gengældelser ser ud til at være stoppet og nye møder er aftalt for september.
- ECB gør klar til at understøtte økonomien og inflationen ved yderligere rentenedsættelser og/eller støtteopkøb af obligationer i september. De europæiske renter når nye absurde negative lavpunkter.
- FED sætter alt andet lige renten ned 0,25 % igen i september for at være på forkant med den økonomiske udvikling, men FED signalerer på nuværende tidspunkt 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. Det kan dog pt. ikke bruges til pension.
- **Fokuspunkter:** Handelsforhandlinger ml. USA og Kina, centralbankernes renteudmeldinger og Brexit.

Trump's handelskrig med Kina påvirker aktiemarkederne i takt med hævede toldsatsler, tweets og kinesisk gengæld. Kursudsvingene er ofte en direkte reaktion, både op og ned, på tweets fra Trump. Amerikanske aktier har klaret sig godt i 2019, så Trump vurderer på nuværende tidspunkt, at det ikke gør noget, hvis han hæver toldsatslerne, truer Kina og skaber uro på markederne. Kina er dog ikke klar til at give sig, selvom kinesiske aktier er ramt markant hårdere end amerikanske aktier af handelskrigen. Kina har dog undladt af gengælde Trumps seneste forøgelse af toldsatslerne, hvilken har givet lidt mere ro på markederne.

For Trump handler det utroligt meget om popularitet og genvalg. Hans popularitet steg, da han skød handelskrigen i gang. Den giver medvind i hans vælgerskare og tilfredshed i hans bagland. Samtidig tager handelskrigen toppen af den økonomiske vækst, hvorved det øger sandsynligheden for, at FED sætter renten ned og dollaren dermed svækkes, hvilket giver forbrugerne øget købekraft og amerikanske virksomheder en konkurrencemæssig fordel. Ovennævnte er en del af Trumps drejebog. Han bliver ikke genvalgt under en økonomisk afmatning med vigende aktiekurser. Derfor ønsker han lavere renter, en svækket dollar og en handelsaftale i løbet af 1. halvår 2020 for at få de bedst tænkelige forudsætninger for en stærk økonomi og stigende aktiekurser frem mod valget i november 2020. Så spørgsmål er om den amerikanske centralbank i virkelighed er med til at understøtte Trump og redde hans handelskrig og få ham genvalgt med deres lavere renter?

Økonomien og virksomhederne er gået lidt ned i gear som følge af handelskrigen. Humøret blandt de amerikanske forbrugere er dog fortsat højt. Historisk set ligger forbrugertilliden fortsat på et ret højt niveau. I august har de amerikanske forbrugere fået flere ting at bekymre sig om. Trump har i løbet af august udvidet handelskonflikten ad to omgange, og kineserne har svaret igen. Det har øget bekymringerne for en amerikansk opbremsning, hvilket igen har smittet af på blandt andet aktiemarkederne. Det kan ikke undgås, at handelskonflikten rammer de amerikanske forbrugere. Det har vi allerede set. Det væsentlige er dog, at Trumps seneste eskalering af handelskonflikten i de kommende måneder vil ramme forbrugerne igennem højere priser på blandt andet elektronik. Set i det store perspektiv betyder udvidelsen af handelskonflikten ikke alverden for den amerikanske økonomi. Forhøjelserne af toldsatslerne udgør en meget lille andel af den samlede amerikanske økonomi. Risikoen for den amerikanske økonomi er, at forbrugerne bliver bekymrede og holder på pengene. Det private forbrug udgør omkring 70 % af den amerikanske økonomi og har været en af de helt store vækstmotorer på det seneste. I første omgang kan forbrugerne dog glæde sig over, at det amerikanske arbejdsmarked fortsat er stærkt. Beskæftigelsen stiger fortsat, og der

er flere ledige stillinger end arbejdsløse amerikanere. Det giver amerikanerne pæne lønstigninger og understøtter forbruget.

Renterne i Europa er gået fra at være ekstremt lave til at være absurd lave. Rentefaldet giver en række positive effekter på aktiemarkedet. Samtidig kan det dog være et potentielt krisevarsel og påvirke bankernes indtjening negativt pga. lavere lånemarginaler. Det er ikke kun obligationsinvestorer, der skal holde et godt øje på det ultralave renteniveau. Også aktiemarkedet påvirkes kraftigt. Det positive er, at selskaberne har markant lavere låneomkostninger, men problemet er på den anden side, at de lave renter sender et bekymrende signal til markederne. De lavere låneomkostninger kan hurtigt aflæses på selskabernes bundlinjer. Samtidig vil virksomhederne opleve en øget nutidsværdi grundet deres fremtidige pengestrømmes stigende værdi - begge effekter, som vil højne selskabernes værdi og aktiekurs. Slutteligt giver det bedre forudsætningerne for at betale investorerne tilbage via dividender og aktietilbagekøb, da gældsomkostningerne falder, hvorved det begynder at være attraktivt for selskaberne at udstede gæld, som så bruges til udbetaling af dividender og aktietilbagekøb.

De lave renter har øget Yield Gap'et og gjort aktier til et særdeles godt alternativ til obligationer. Derudover vil Trump, centralbankerne og de store mængder kontanter, der pt. er ude af markedet på sidelinjen, alt andet lige understøtte aktiemarkederne i den kommende tid.

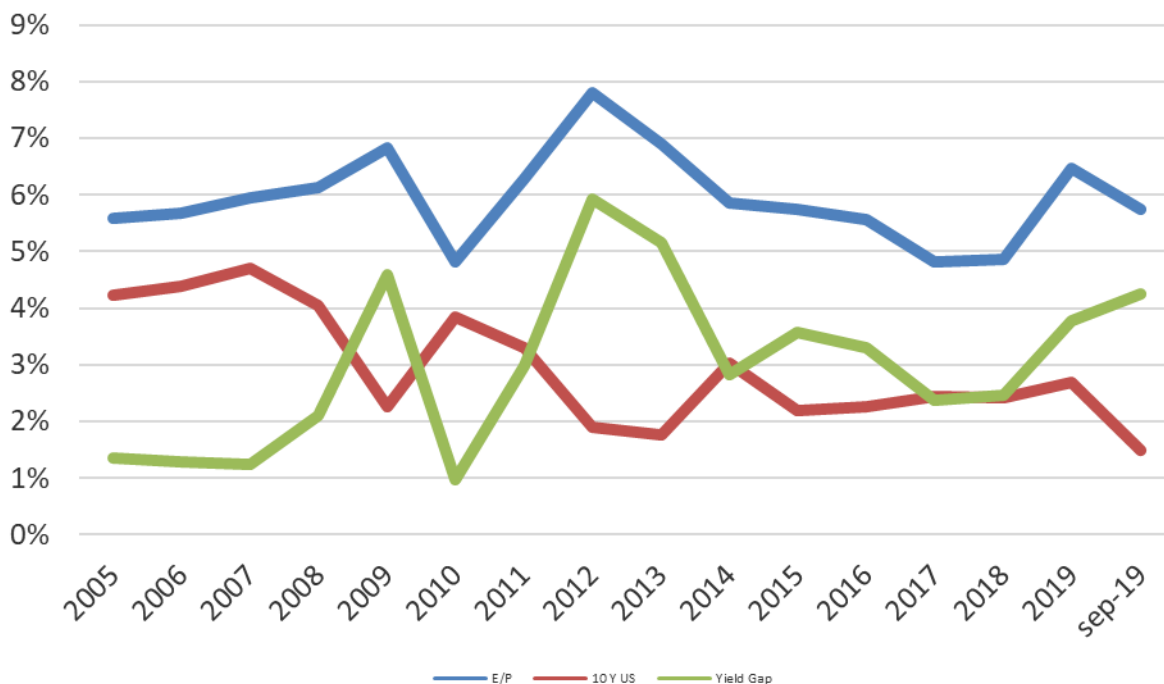
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet billigere i prissætning i august måned i takt med, at markedet er faldet. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,39 mod 17,67 i slutningen af juli, hvilket er lidt over den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	17,39	-0,28
Nordamerika:	20,37	-0,49
Europa	15,78	-0,02
Pacific:	13,54	-0,33
Emerging Markets	13,20	-0,05
Danmark	21,83	1,18

Som det fremgår af skemaet, er der sket mindre fald over hele linjen på nær danske aktier, der har klaret sig godt, og er blevet dyrere. Danske aktier er karakteriseret ved at indeholde mange ledende kvalitetselskaber, som investorerne gerne vil betale en merpris for. En indtjeningskrone i Danmark er nu dyrere end i USA og koster pt. 25 % mere end i de globale aktier, hvilket er 8 % op fra sidste måned. I Pacific og Emerging Markets er en indtjeningskrone stadig billigst, mens den er dyrest i USQ 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 blevet meget billigere relativt til obligationer, da forskellen er 4,25 % mod 3,63 % i sidste måned. Spændet er dermed meget langt over det historiske niveau på ca. 2,1 % og højere end i starten af året, hvorved aktier historisk set er meget attraktive prisfaste i forhold til amerikanske obligationer (de er ekstremt billige i forhold til tyske og danske obligationer, hvor renten er ca. 2,2 % lavere end i USA). Man får derfor stadig en meget 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.

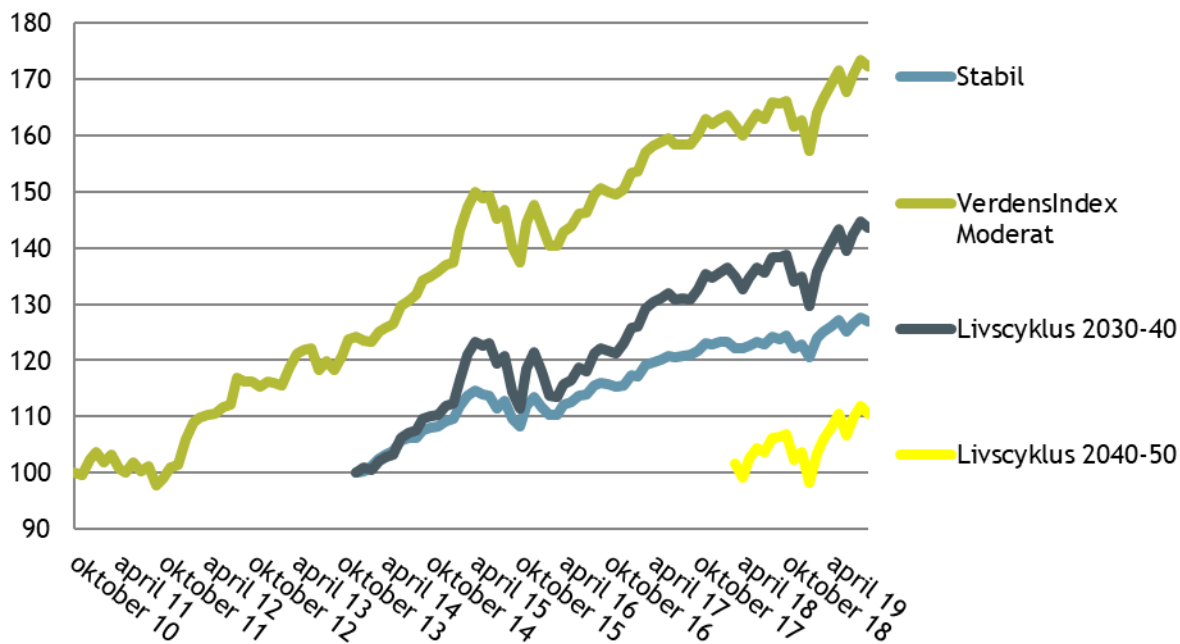
Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Aug	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Nordamerikanske aktier:	-1,7%	23,0%	-0,5%	7,2%	14,6%	13,0%	30,1%
Europæiske aktier:	-1,2%	16,2%	-11,1%	11,2%	0,7%	10,6%	7,7%
Pacific aktier:	-4,2%	9,5%	-10,3%	9,5%	6,8%	15,7%	8,9%
Emerging Markets aktier:	-4,3%	6,6%	-10,8%	20,6%	13,6%	-5,4%	9,4%
Danske aktier:	0,9%	16,0%	-11,5%	14,6%	-0,1%	30,9%	19,1%
Ejendomme Europa ex. UK	3,5%	15,5%	-6,8%	17,0%	4,9%	16,9%	21,2%
Erhv. obligationer, dollar:	4,7%	21,6%	-0,5%	-6,7%	10,2%	10,4%	22,0%
Erhv. obligationer, euro:	0,5%	7,3%	-1,1%	2,3%	4,2%	-0,7%	8,1%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,7%	7,8%	-3,1%	4,7%	7,5%	-0,8%	3,5%
Realkreditobl., euro:	1,0%	4,8%	0,4%	0,8%	1,5%	0,3%	7,5%
Statsobligationer, G7:	4,1%	12,2%	4,3%	-6,7%	4,7%	8,6%	12,5%
Statsobligationer, euro:	2,3%	10,2%	1,1%	0,0%	2,8%	1,6%	12,8%
Statsinflationsobl. Globale:	3,6%	13,3%	0,8%	-4,7%	6,9%	6,1%	17,9%
Emerging Markets obl.	-2,0%	10,0%	-2,5%	-0,3%	11,2%	-4,7%	7,7%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,2%	2,3%	1,5%	4,0%	4,5%	-0,3%	5,2%

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

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

Aktierne blev ramt af den eskalerende handelskrig, der dog aftog hen mod slutningen af måned. Sikre obligationer havde stor medvind både pga. rentefald og en stærkere dollar, yen og pund. Den 10-årige renter i Tyskland har nu ramt -0,7 % med en negativ realrente på mere end 1,5 %. Så spørgsmålet er, om ECB ikke burde gennemtænke deres mandat om en inflation tæt på men under 2 % og sætte målsætningen ned. Der er ingen krise i Europa og de negative renter virker malplaceret.

Pga. det store Yield Gap har vi en svag overvægt af aktier, mens vores rentefølsomhed fortsat er meget lav, da renterne i Europa når nye absurde 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. Vi er gået fra en situation, hvor alle troede på højere renter til, at nærmest ingen tror at renterne kan stige. Så renteutviklingen bliver som altid spændende at følge og afgørende for den fremtidige udvikling på de finansielle markeder.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest