

Markedskommentar maj: ECB stimuli og tiltagende M&A aktiviteter understøtter alle aktivklasser

Maj måned blev en særdeles god måned for både aktier og obligationer med afkast på 1,9 % - 3,0 % i vores 3 afdelinger. Fokus har været på den lave inflation i Eurozonen og de mulige tiltag fra ECBs side, der kan sætte gang i økonomien, hvorved vi undgår et ødelæggende deflationsscenario. Generelt vil centralbankerne rundt omkring i verden fortsætte med at understøtte økonomien og aktiemarkedet, da ingen har travlt med rentestigninger!

Tiltagende fusions- og købsstrategier har understøttet aktiemarkedene på vej mod rekorder. Specielt amerikanske selskaber har budt på, og købt udenlandske selskaber, for herigennem at styrke deres markedsposition og betale mindre i selskabsskat.

Renterne er historisk lave og kommer til at stige. Det er det budskab økonomer vedvarende fylder medierne med. Men har obligationsmarkedet ikke allerede taget højde for det, og hvad betyder det for din investering/opsparing? Det ser vi nærmere på i dette nyhedsbrev, hvor vi måler implicite forwardrenter!

ECB varsler handling i juni

Mario Draghi, chef for ECB, varsler rentesænkninger eller andre ekstraordinære indgreb, som bl.a. praktiseres i USA, Storbritannien og Japan i juni. Det var det lettere overraskende budskab på ECBs seneste pressemøde. Dermed ser Draghi ud til at dele især Frankrigs bekymring over, at euroen er for stærk og skader eurozonens konkurrenceevne. Draghi understreger, at "i sammenhæng med den lave inflation og den lave økonomiske aktivitet, er der grund til alvorlig bekymring". Inflationen er i eurozonen på ca. 0,7 og har i lang tid været under ECBs målsætning om "under, men tæt på 2 pct." Ifølge Mario Draghi, så er styrelsesrådet i ECB "utilfredse med inflationsforventningerne, og der er enighed om ikke at være tilbageholdende heroverfor".

Frankrig opfordrer til at gennemføre en række tiltag, der skal være med til at nedbringe euroens værdi, umiddelbart efter det netop afholdte parlamentsvalg, via en mere aktiv pengepolitik. Frankrig har længe opponeret mod det tyske ønske om en streng pengepolitik fra den Europæiske Centralbank og hævder, at eurozonens genopretning bliver svækket af en relativ stærk euro, der er steget mod både dollaren og yen de seneste år. Tyskerne er i den sammenhæng også ved at bløde op.

ECBs udmeldinger har fået de europæiske renter til at falde yderligere, til gavn for boligejerne, og euroen har tabt lidt terræn, men den er stadig på et relativt højt niveau overfor hovedvalutaerne USD, GBP og JPY.

Lavvækst og deflation er et skrækscenarie

Truslen om deflation i eurozonen er reel og bør tages alvorligt. Der er en risiko for, at eurozonen er på vej imod en situation, der svarer til Japans. Økonomierne i eurozonen er overhovedet ikke vokset siden 2007. Den stærke euro er med til at sætte en stopper for den spirende økonomiske vækst.

I en række lande i Europa er husholdningerne også overforgældede. Hvis inflationen falder til nul, og lønstigningerne inden længe falder til næsten nul, står husholdningerne over for vanskeligheder i forhold til at betale af på deres lån. Så bliver det ikke privatforbruget, der sætter gang i opsvinget. For den europæiske økonomi er privatforbruget yderst vigtigt.

Sidste år indførte den japanske centralbank strenge tiltag for at sætte gang i opsvinget, med andre ord kvantitative lempelser. Det er på høje tid, at eurozonen gør det samme.

Det er sandsynligt, at det vil få euroen til at blive svækket. En svækket valutapris ville bedre svare til økonomiens reelle konkurrenceevne. Siden årtusindeskiftet er euroen blevet næsten 40 pct. mere værd, hvilket delvis også forklarer eksportindustriens problemer.

Renteforventninger – forwardrenter!

Det kan være svært at blive klog på debatten om stigende renter. For faktisk tager obligationskurserne og –renterne på de længere løbende obligationer allerede højde for forventningerne om stigende renter.

Lad os se på et eksempel:

En investor skal investere i amerikanske statsobligationer og har en 10 års investeringshorisont. Investoren kan vælge mellem 2 alternativer:

1. Købe en 10 årig obligation og beholde den til udløb
2. Købe en 5 årig obligation og investere i en ny 5 årig obligation om 5 år.

Når vi kender renten på den 5 og 10 årige obligation i dag, kan vi beregne den forventede 5 årige rente om 5 år (den implicitte forwardrente). Det er den rente, der gør, at afkastet ved de 2 alternativer bliver fuldstændig ens. De historiske implicitte forwardrenter siden starten af 2013 fremgår nedenfor.



Note: Forwardrenter – den forventede 5 årige rente i USA om 5 år.

Den aktuelle 5 årige rente i USA er 1,54 % og forventes altså at stige til ca. 3,5 % over de næste 5 år. Markedet forventer altså, at den 5 årige rente stiger med ca. 2 % over de næste 5 år. Vi skal altså vurdere, om vi synes, at forventningerne til rentestigningerne er for høje eller lave, når vi skal investere i obligationer. Mener vi, at renterne stiger mindre, køber vi en obligation med længere løbetid og vise versa.

Aktuelt har vi en neutral vægt på rentefølsomheden i USA (vi mener, at rentestigningsforventningerne er fair), mens vi har undervægt i Europa/DK, hvor den 5 årige forwardrente er beskedne 2,3 %, da vi mener at forventningerne til rentestigningerne her er for lave.

Da markedet allerede forventer rentestigninger, betyder det, at rentestigninger ikke vil påvirke din opsparing/investering i nævneværdig grad. Faktisk er rentestigninger en fordel for investorer med en længere tidshorisont, da vi kan geninvestere renter og udløbne obligationer, til en højere rente!

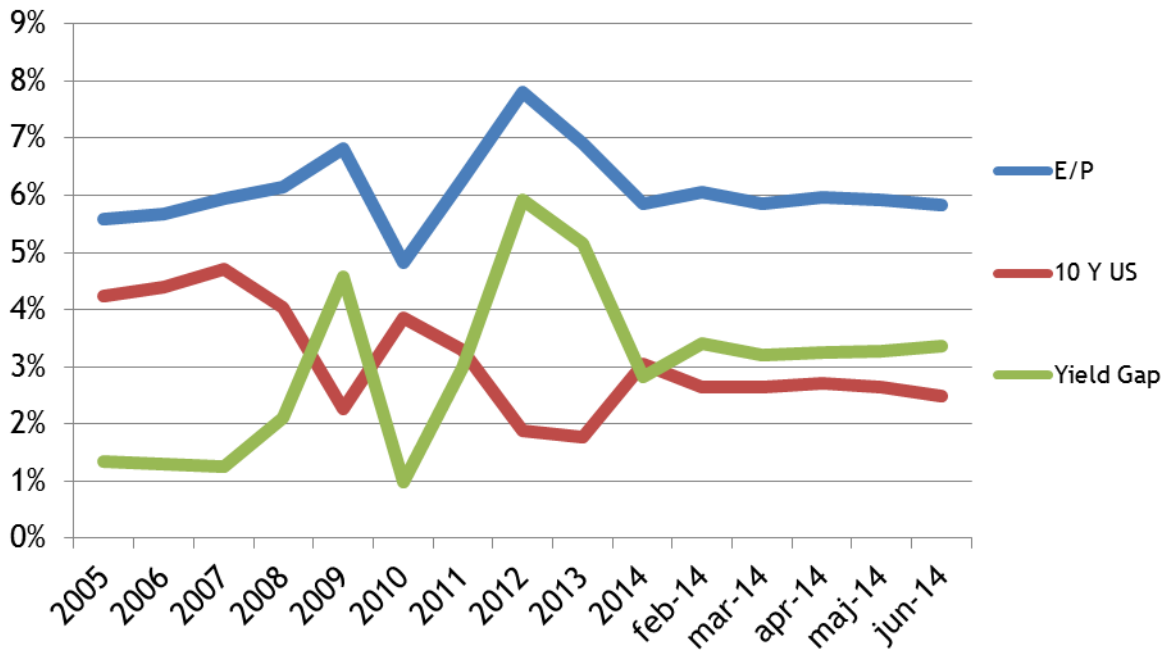
Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er blevet dyrere i maj. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,14 mod 16,88 i slutningen af april. Dermed handler aktierne over det historiske P/E niveau på ca. 16,7. Nedenstående tabel giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster pt.

P/E:	Maj	Ændring
Globalt:	17,14	0,26
Nordamerika:	18,81	0,30
Europa	17,65	0,26
Pacific:	15,18	0,17
Emerging Markets	12,54	0,28
Danmark	21,28	-0,09

Alle aktier er steget i relativ prissætning på forventning om øget indtjening og vedvarende lave renter og centralbank stimuli. Kun de dyrt prisfastsatte danske aktier er faldet lidt i værdisætning.

Ser vi på prissætningen af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P minus den 10 årige amerikanske statsrente (grøn linie i nedenstående graf), er de globale aktier blevet relativt billigere ift. obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 2,82 % til 3,35 % i løbet af 2014. Det historiske niveau har været ca. 2 %, hvorved det nuværende niveau stadig afspejler de historisk meget lave renter.



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10 årige amerikanske statsrente.

Frygtens indeks (VIX) holder sig på et meget lavt niveau og understøtter aktiemarkedet, højrenteobligationer og Emerging Markets obligationer.

Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Maj	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	4,2%	6,0%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	2,7%	7,4%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	5,4%	1,2%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	5,4%	4,5%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	3,0%	7,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	0,8%	4,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	0,3%	2,8%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,6%	3,6%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	1,8%	4,8%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro	0,9%	5,9%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl., globale :	2,8%	6,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer :	3,7%	5,6%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks	0,4%	2,5%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Maj	2014	2013	2012	2011
Dollar:	1,7%	0,8%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	2,1%	4,1%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	0,9%	2,0%	-2,2%	2,1%	2,4%

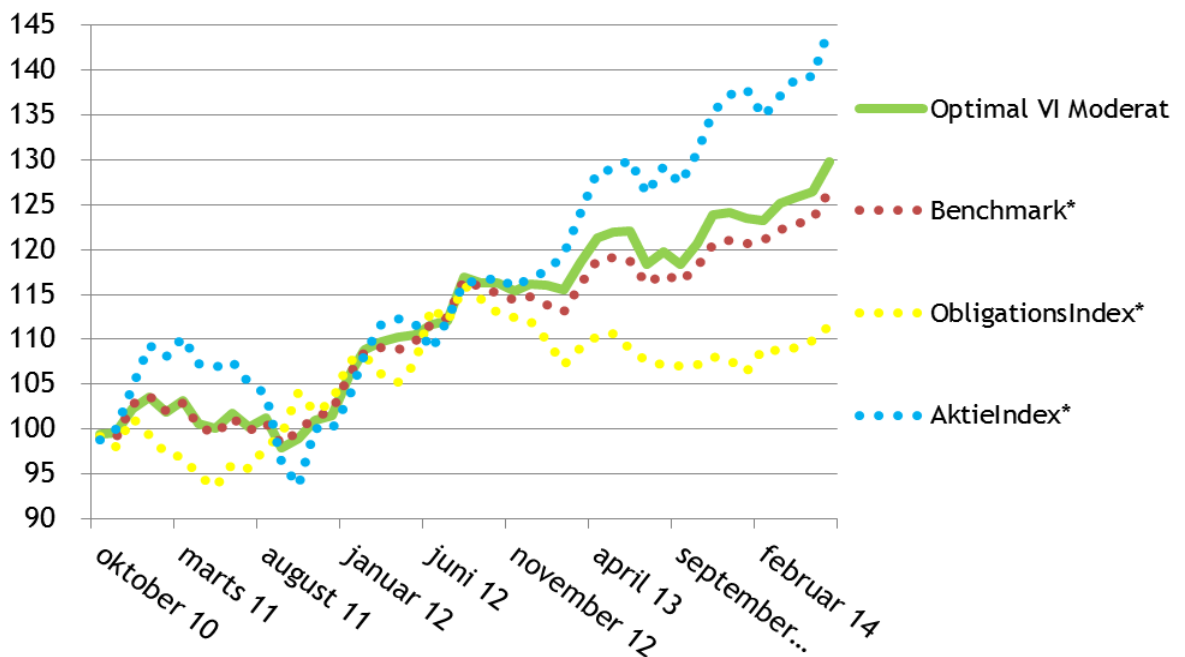
Afkast:	Maj	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	1,9%	5,4%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	2,7%	5,1%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-40	3,0%	5,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Den gode performance af både aktier og obligationer i 2014 afspejler sig ved, at afdelingerne har givet stort set det samme afkast.

En svækkelse af euroen har betydet, at ikke euro-aktiver har klaret sig bedst i maj måned. Den svækkede euro har gjort, at vi har neutraliseret den mindre undervægt i euro, vi havde sammenlignet med modelporteføljerne, ved primært at investere det løbende inflow i maj i euro/DKK aktiver.

Fremgangen er bredt funderet til alle aktivklasser.



Note: Kursudvikling for hhv. Investin Optimal VerdensIndex Moderat, afdelingens benchmark, og det globale obligations- og aktieindex (= alle korrigeret med samme omkostningssats som Investin Optimal VerdensIndex Moderat på ca. 0,55 % p.a.)*

Investin Optimal VerdensIndex Moderat har de første 3 år og 8 mdr. givet 30,5 % i afkast, hvilket er 14,2 % mere end Morningstar kategorien, og ca. 3,5 % mere end markedsafkastet. Det svarer til ca. 0,9 % mere om året end markedsafkastet, hvorved det har været mere end gratis at investere i afdelingen!

Karsten Hannibal,
Partner i Optimal Invest