

## **Markedskommentar oktober: Yo-yo aktiemarked!**

Oktober måned blev en meget urolig måned. En vækstforskrækkelse fra Tyskland og uro i verden i form af Ebola og Ukraine/Rusland krisen sendte aktierne markant sydover. Måneden blev dog reddet af gode nøgletal og stærke regnskaber fra USA og yderligere stimuli fra Japan. 80% af de store amerikanske selskaber har indtil videre overgået analytikernes forventninger på indtjeningen, mens 65 % har slået analytikernes omsætningsforventninger.

Oktober blev måneden, hvor den amerikanske centralbank stoppede støtteopkøb. De er i sig selv et positivt tegn. Da centralbanken ligger inden med en meget stor obligationsbeholdning, og ikke påtænker at sælge den igen, vil de dog fortsat have en positiv effekt på likviditetssituationen og økonomien i USA.

Generelt er Europa stadig negativt påvirket af krisen i Ukraine/Rusland og de heraf affødte sanktioner. Det europæiske vækstlokomotiv Tyskland er desværre gået ned i tempo. Stresstesten af bankerne i Europa faldt dog overvejende positivt ud og bør give mere tillid til banksektoren i Europa, hvilket er en væsentlig forudsætning for øget vækst.

Vi ser i dette nyhedsbrev også på, hvorfor kvinder er bedre end mænd til aktieafkast, samt hvorfor man bør være påpasselig med danske aktier !?

Der er stadig pladser til årets sidste investormøde d. 4/11 kl. 17 i Søborg.

## **Mange lyspunkter i den amerikanske økonomi**

Fine formkurver på arbejdsmarkedet, moderat vækst i økonomien, fremgang i privatforbruget og i virksomhedernes investeringer. Arbejdsmarkedet er forbedret med solid fremgang i beskæftigelsen og faldende ledighed. En række indikatorer tyder på, at overskuddet af arbejdskraft gradvist bliver mindre. Den amerikanske centralbank er tilfreds med udviklingen i USA.

Privatforbruget stiger moderat, og erhvervsinvesteringer er på vej frem, mens opsvinget på boligmarkedet fortsat er langsomt. Inflationen fortsætter med at være under komitéens målsætning.

Fed forventer fortsat moderat vækst i økonomien og fortsat forbedring på arbejdsmarkedet og en inflation, der stiger, og hvor sandsynligheden for en inflation over 2 pct. er steget kraftigt.

Centralbanken lovede at holde renterne lave i "en betragtelig periode".

Alt i alt vil centralbanken holde hånden under den amerikanske økonomi også fremadrettet, hvilket naturligvis er positivt for aktiemarkedet.

## **Kvinder er bedre til aktieafkast end mænd !?**

En ny analyse fra bl.a. Nykredit viser, at kvinder er bedre til at få aktieafkast end mænd. Årsagen er, at kvinder har en større risikospredning end mænd og de handler mindre. Mænd handler mere risikofyldt i enkelt aktier og tror, at de kan "time" køb og salg, hvorved de bruge mange penge på at handle.

Til gengæld får mænd en højere afkast end kvinder. Kvinder investerer for lidt i aktier i forhold til deres risikoprofil og alder.

Så analysens konklusioner er i særdeles god tråd med vores generelle anbefalinger om at investere globalt ud fra investeringshorisont og risikoprofil og herefter holde fast og ikke lade sig påvirke af markedsudsving.

## **Pas på danske aktier!**

Ja, du har sikkert hørt det før. Det er stadig en gåde, hvorfor danske aktier nærmest permanent handler blandt verdens dyreste.

Ny analyse viser, at det danske aktiemarked er det dyreste i verden. Vi bringer analysens konklusioner her.

Investorer med eksponering mod danske aktier må juble over de gode afkast, mens der for langsigtede investorer snart er grund til bekymring.

Hvad som helst kan ske på kort sigt. De fleste handlede aktivers afkast kan på en 12-måneders horisont bedst beskrives som støj og tilfældigheder. Dog kan der på kort sigt være en tendens til, at aktier og aktiemarkedsindeks med høje afkast og/eller stor vækst i indtjeningen, også i den nære fremtid vil klare det godt på disse parametre, viser analysen.

På længere sigt vender sådanne trends dog næsten altid tilbage til det jævne – nogle gange oven i købet med en overreaktion til følge. Investorer har det nemlig med at fremskrive en udvikling for langt ud i fremtiden. Nogle gange bliver investorernes forventninger decideret absurde, som i tilfældet med specielt IT-aktierne i år 2000 og ejendomsrelaterede investeringer i 2007.

For de aktier, som har haft en meget stor vækst i indtjening over længere tid, gælder, at investorer ofte bliver for optimistiske og derfor presser prisen på aktierne meget højt op i forhold til virksomhedernes egenkapital, indtjening og langsigtede perspektiver.

Talrige studier har vist, at investorers og analytikeres forventninger blot kan betragtes som støj, og at det er langt mere afgørende for det fremtidige afkast, hvad man betaler for en aktie, end hvor høj dens indtjeningsvækst forventes at være.

Faktisk er der en tendens til, at det i særlig grad er analytikernes favorit-aktier, som leverer de største skuffelser på længere sigt. Når analytikerkorpsets forventninger er værdiløse for investorer, bør man derfor i stedet se på øvrige mål for indtjeningsevnen i en aktie. En oplagt mulighed er simpelthen at se på dens pris i forhold til indtjening eller bogført egenkapital. Jo højere pris, man betaler for en aktie, jo lavere vil det fremadrettede afkast være af den investerede kapital.

Det er klart, at der findes eksempler på det modsatte: at det er muligt at finde aktier, som er meget dyre, men som alligevel er i stand til at give et fremragende afkast, fordi de har stor indtjeningsfremgang. Som gennemsnitsbetragtning er det dog ikke muligt at finde sådanne aktier, selvom vi sikkert alle drømmer og at finde den næste Google eller Apple.

En endnu bedre mulighed er ifølge analysen at se på prisen i forhold til gennemsnittet af indtjening over de seneste 10 år. Den derved fremkomne ratio kaldes CAPE (Cyclically Adjusted Price / Earning).

Årsagen til, at dette giver mening, er, at en sådan periode er lang nok til at tage højde for cykliske udsving i indtjeningen. Hvis indtjeningen er meget høj et enkelt år, kan det skyldes særlige faktorer (valutaudsving, hedging, enkelte store ordrer, midlertidige omkostningsudsving osv.), som ikke er gældende på længere sigt, men som kunne lede

investoren til at tro, at en aktie var særligt dyr (eller billig). Samme øvelse kan man foretage på indeksniveau for et helt lands aktier.

Rangordner vi således de nationale MSCI aktieindeks, viser det sig, at det danske aktiemarked er det dyreste i verden med en CAPE på over 30. Til sammenligning handles MSCI Europe til en CAPE på omkring 16,5, så på denne parameter er danske aktier over 80 pct. dyrere end det generelle, europæiske aktiemarked.

Mens meget tyder på, at specielt sydeuropæiske aktier er ret billige og rummer stort potentiale ved et styrket europæisk opsving, skal den langsigtede investor derfor passe på med sin eksponering til danske aktier, som nemt vil kunne skuffe på længere sigt.

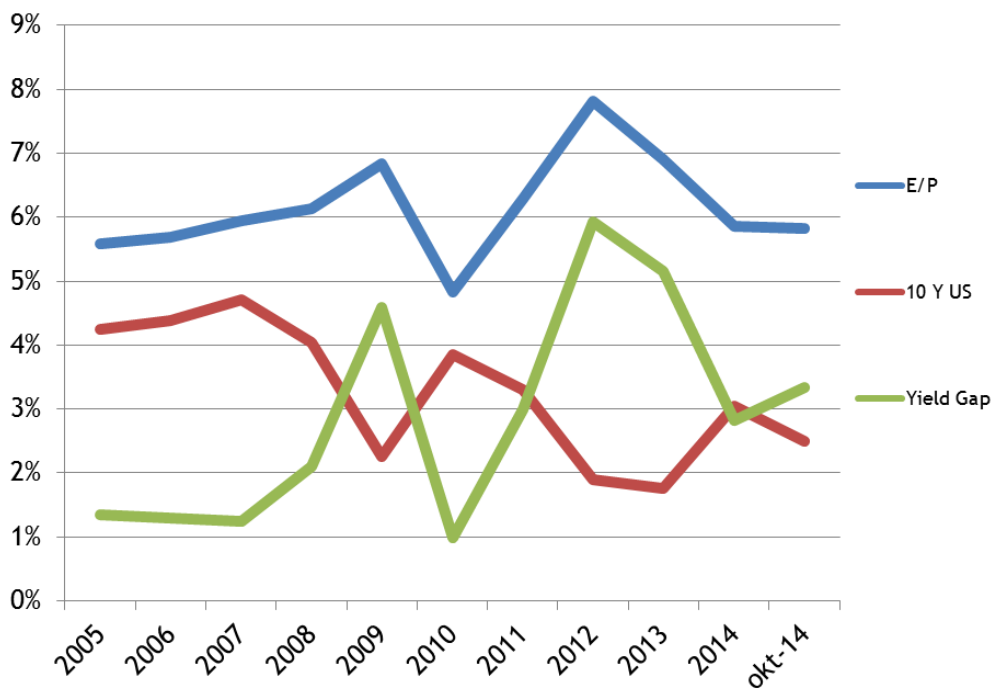
## Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er stort set uforandret i prissætning. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,35 mod 17,17 i slutningen af september. Dermed handler aktierne stadig tæt på det historiske P/E niveau på ca. 16,7 og er historisk fair prisfastsat. Tabellen på næste side giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	September	Ændring
Globalt:	17,35	0,18
Nordamerika:	19,34	0,36
Europa	16,80	-0,32
Pacific:	15,83	0,36
Emerging Markets	12,83	0,16
Danmark	22,27	-0,38

Europa går pga. dårligere nøgletal mod strømmen og bliver billigere prisfastsat, da forventningerne til fremtidens indtjening falder.

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på "afkastet" på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10 årige amerikanske statsrente (grøn linie i nedenstående graf), er de globale aktier i 2014 stadig blevet relativt billigere ift. obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 2,82 % til 3,42 % (det højeste niveau i 2014). Med andre ord har aktier ikke været billigere i forhold til obligationer i løbet af 2014. Det historiske niveau har været ca. 2 %, hvorved det nuværende niveau afspejler de historisk meget lave renter (se næste side). Aktier er derfor historisk billige 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.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Oktober	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	2,4%	21,5%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	-1,9%	5,6%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	3,2%	11,3%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	1,6%	12,5%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	1,9%	17,4%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	0,4%	6,8%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	0,6%	3,1%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,5%	6,9%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	0,5%	10,2%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro	0,2%	10,3%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl., globale :	1,1%	14,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer :	2,5%	11,8%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks	0,2%	4,9%	0,9%	4,3%	6,3%

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

Afkast:	Oktober	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	0,2%	8,0%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	0,7%	9,9%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-40	0,4%	9,2%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Som tidligere beskrevet gik markedsuroen i oktober hårdest ud over europøiske aktier. Der var ikke mange analytikere der havde forventet, at vi skulle se faldende renter i 2014. Der har indtil videre i 2014 været flotte afkast på alt andet end High Yield obligationer fra Europa.

Vi afholder vores sidste investormøde i 2014 d. 4/11 kl. 17 i Søborg. Tilmelding skal ske til [ji@optimalinvest.dk](mailto:ji@optimalinvest.dk) eller på 444 111 17.

Karsten Hannibal,  
Partner i Optimal Invest