

Markedskommentar december: Mindre plusser afslutter flot år!

Året sluttede med en mindre stigning på 0,2-0,3 % pga. lavere renter og en svækket euro. Dermed har vi nu haft 11 måneder i træk med positive afkast, og 2014 sluttede med flotte afkast på mellem 9,2 % - 11,2 % i vores 3 afdelinger. Med en inflation på kun ca. 0,3 %, har der igen i år været masser af købekraft i afkastene. Forbedret købekraft er i sidste ende vigtigere end selve afkastet!

Det er specielt de voldsomt faldende renter, der overrasker i 2014. Selv de største eksperter er gået helt galt i byen, når de inden for de senere år har spået om renten. Bekymringer om kurstab på obligationer, som følge af stigende renter, er blevet gjort til skamme. Det viser, hvor svært det er at spå om renteutviklingen.

Konflikten med Rusland overraskede også i 2014. Specielt hvor meget EU's sanktioner mod Rusland i løbet af året faktisk har ramt væksten i Europa som en boomerang.

Endelig vil 2014 også blive husket for den tiltagende stærke økonomi i USA, der om nogen skal drive den globale vækst i 2015. Med en vækst på 5 % i slutningen af året må man anerkende, at den amerikanske centralbanks lempelige pengepolitik har haft en særdeles positiv effekt. Obligationsopkøbene stoppede i oktober, og USA står nu over for den første rentestigning i 2015. Timing og hastigheden i rentestigningerne vil få en afgørende indflydelse på markedsudviklingen i 2015, og vi må forvente en del udsving som følge heraf.

Slutteligt må styrtdykket i olieprisen i 2. halvår ligeledes siges at være meget overraskende. Det kan skabe uønsket deflation i Europa, men samtidig udskyde den første rentestigning i USA til sent på året.

2014 – et kort overblik

Faldende renter

2014 har budt på voldsomme fald i renterne som følge af lavere vækst i Europa og generelt lavere inflationsforventninger. Nedenfor ses udviklingen i de 10 årige renter i Tyskland (blå), Italien (grøn), Spanien (rød) og USA (grå).



Note: Udviklingen i de tyske (blå), italienske (grøn), spanske (rød) og amerikanske (grå) 10 årige renter i 2014. Kilde: SIX Edge.

I takt med de faldende renter har vi i overensstemmelse med vores strategi reduceret rentefølsomheden for at fremtidssikre afdelingerne og gøre dem mere robuste. Lavvækst i Europa og forventning om opkøb fra ECB har fået renterne i gældsplagede lande som Italien og Spanien til at ligge under den amerikanske rente samtidig med, at den 10 årige rente i Tyskland er helt nede på 0,5 %. Europæiske statsobligationer er på de nuværende renteniveauer for risikofyldte, hvorved vi i et vist omfang erstatter dem med danske realkreditobligationer med lavere rentefølsomhed.

Rentefølsomheden har nu ramt vores nedre grænse, og den vil derfor ikke blive reduceret mere. Den vil blive øget igen, når renterne begynder at stige fra deres nuværende niveau.

Faldende EURUSD

2014 har budt på en stærkt stigende dollar og en svækket euro som følge af stærk vækst i USA og lavvækst i Europa. Se faldet i eurokursen i forhold til amerikanske dollar i nedenstående figur.



Note: Kursudviklingen i EURUSD i 2014. Kilde SIX Edge.

I takt med den faldende euro har vi i overensstemmelse med vores strategi øget andelen af euro i forhold til dollar, så amerikanske dollar nu udgør ca. 15 % - 20% i Optimal VerdensIndex og Optimal Livscyklus 2030-40 og ca. 5 % - 10 % i Optimal Stabil. Andelen af USD har nu ramt vores nedre grænse og vil derfor ikke blive reduceret mere. Den vil blive øget igen, når EURUSD begynder at stige fra det nuværende niveau.

Faldende oliepris

2014 gav ligeledes en voldsom faldende oliepris, se figuren på næste side.



Note: Udviklingen olieprisen i 2014. Kilde: SIX Edge.

Olieprisen blev til stor overraskelse halveret i 2. halvdel af 2014. Tidligere var markedet præget af stor efterspørgsel og begrænset udbud. Men en kombination af lavere efterspørgsel fra Kina og Europa og et øget udbud fra skiferolie i USA, tjæroleie i Canada og mere grøn energi fra bl.a. USA og Tyskland har fået prisen til at falde betydeligt. Vinderne af olienedturen er lande som USA, Kina, Japan og det meste af Europa, mens taberne er lande som Rusland, Venezuela, Brasilien, Norge, Iran og det arabiske oliebelte, samt olierelaterede aktier som f.eks. BP, Mærsk og Vestas.

2015 – hvad bliver afgørende

Overordnet set må vi være beherskede optimister for 2015. Lave renter og inflation samt lempelig pengepolitik fra Eurozonen, Storbritannien, Japan og Kina er med til at understøtte aktiemarkedet. På de nuværende renteniveauer ved vi positivt, at afkastet på statsobligationer bliver begrænset i år, mens vi kan håbe på lidt mere afkast fra højrente- og Emerging Markets obligationer. Den ekstrem lave inflation gør dog, at lavere afkast i 2015 end i 2014 stadig er brugbare, da købekraften hermed alligevel forbedres. Vi har set lidt på de forhold, der alt andet lige vil have indflydelse på 2015.

Rentestigninger i USA

I Europa forventes renterne først at stige i 2017 eller senere. Men i USA nærmer den første rentestigning sig. Når den første rentestigning kommer – eller når vi får klare signaler om, at nu begynder rentestigningerne, så kan det give uro på aktiemarkederne verden over, som vi så i sommeren 2013, da FED annoncerede en snarlig reduktion i obligationsopkøbene. Det er ikke sikkert, at reaktionen bliver størst i USA. Emerging Markets er tidligere blevet ramt hårdt, når FED strammer pengepolitikken. Stigende renter er dog et økonomisk sundhedstegn, hvorved aktiemarkederne burde blive understøttet på længere sigt.

Deflation i Europa

Der kan komme deflation i Europa som følge af lav vækst, høj arbejdsløshed og en faldende oliepris. ECB ser ud til at være klar med massive obligationsopkøb for at skabe inflation, så de europæiske aktiemarkeder bliver understøttet. Sandsynligheden taler for opkøb af både realkredit-, erhvervs- og statsobligationer, selv med Tysklands modvilje mod køb af statsobligationer.

Rusland

Den russiske økonomi er hårdt presset af både sanktioner og den lave oliepris, og frygten for at Rusland løber tør for penge kan påvirke investorerne i 2015. Rusland forventes af få en inflation på 10-15 % i 2015 og en negativ vækst på 4 %. Derfor ville det være fantastisk for russisk og europæiske økonomi, hvis en aftale kunne landes, så sanktionerne bliver ophævet.

Olieprisen

En faldende oliepris er godt for forbrugerne og for verdensøkonomien og dermed for aktiemarkedet. Men hvis olieprisen fortsætter med at falde i 2015, så vil det ramme olieindustrien og de olieproducerende lande meget hårdt. Nedturen i olieindustrien og risikoen for at oliestater misligholder deres forpligtelser kan føre til nervøsitet for en dominoeffekt og store tab i den finansielle sektor. Det kan ødelægge stemningen på aktiemarkedet.

Gældskrisen blusser op igen

Grækenland skal til valg snart og meningsmålingerne tyder på, at partier, der vil ændre Grækenlands reformkurs, kommer til magten. Grækenlands gæld er igen så stor, at det næppe nogensinde vil være muligt at betale den tilbage. Hvis den politiske situation ændrer sig, er det heller ikke sikkert, at Grækenland vil betale gælden tilbage. Nervøsiteten kan hurtigt sprede sig til Italien. Den italienske økonomi har det ikke godt med høj gæld, ingen vækst og utilstrækkelige reformer. Hvis investorerne bliver bange for, at Italien bliver det næste Grækenland, så kan gældskrisen hurtigt blusse op igen. Derfor er det overraskende, at investorerne har handlet renterne i Italien langt ned og under de amerikanske.

Og så bør man ikke glemme, at der altid kan opstå uforudsigelige begivenheder, hvorved risikospredning og en investeringsstrategi, der er afmålt med tidshorizonten, er at foretrække.

Der vil som i 2014 komme udsving i specielt aktiekurserne, hvorved vores budskab om en investering/opsparring, der er afstemt med tidshorizonten/risikoprofilen, som altid er aktuel og brugbar.

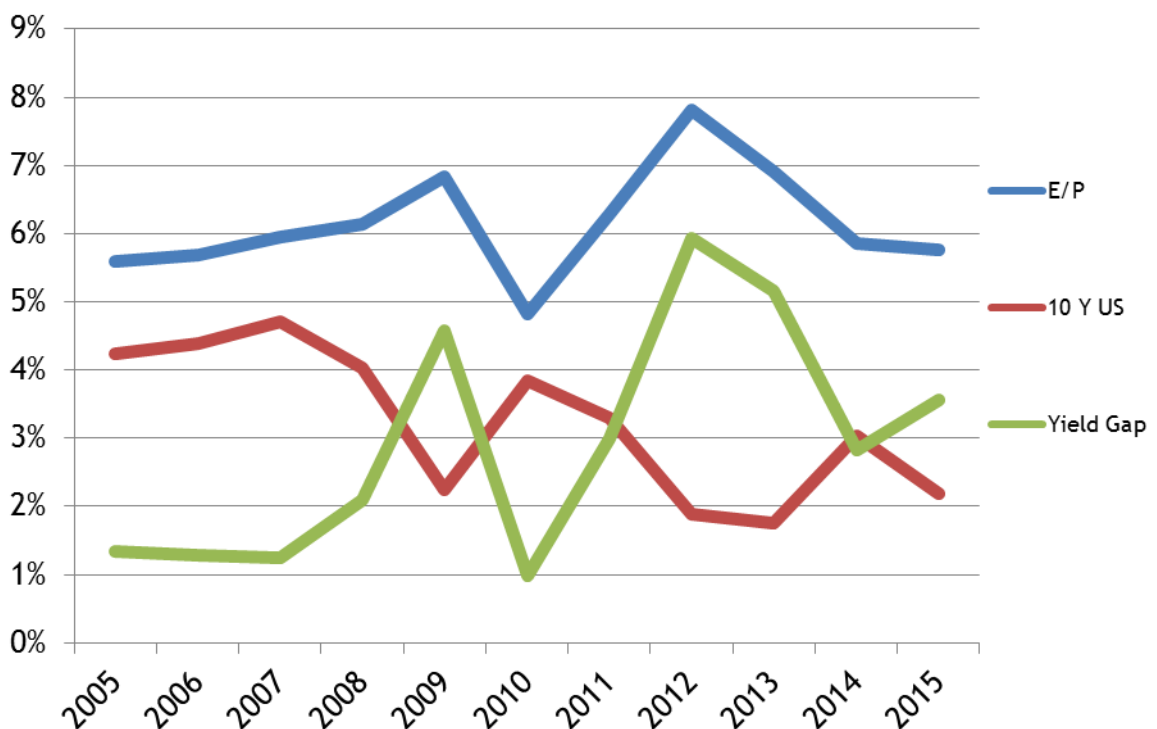
Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er faldet i prissætning i alle regioner i december og fremstår mere billige i forhold til obligationer end ved indgangen til 2014. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,36 mod 17,54 i slutningen af november. Dermed handler aktierne stadig over det historiske P/E niveau på ca. 16,7 bl.a. pga. de lave renter og forventning om øget indtjening i virksomhederne. Når renterne er lave er investorerne villige til at betale mere for en indtjeningskrone, da obligationer er et alternativ til aktier. Tabellen på næste side giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

| P/E: | November | Ændring |
|------------------|----------|---------|
| Globalt: | 17,38 | -0,16 |
| Nordamerika: | 19,21 | -0,13 |
| Europa | 16,38 | -0,87 |
| Pacific: | 15,62 | -0,09 |
| Emerging Markets | 13,17 | -0,08 |
| Danmark | 20,72 | -1,54 |

Her fremgår det af skemaet, at alle regioners aktier er faldet i pris i forhold til indtjeningen, og specielt usikkerheden i Europa har kostet (også i Danmark).

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 linje i nedenstående graf), er de globale aktier i 2014 stadig relativt billigere ift. obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 2,82 % til 3,56 % (og slutter dermed året i det højeste niveau i løbet af 2014). Med andre ord har aktier ikke været billigere i forhold til obligationer i løbet af 2014.



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

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 % er aktier billige ift. obligationer i et historisk perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

| Afkast: | December | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---------------------------------|----------|-------|--------|-------|--------|
| Nordamerikanske aktier: | 3,4% | 30,1% | 26,3% | 11,2% | 3,5% |
| Europæiske aktier: | -1,0% | 7,7% | 20,6% | 18,7% | -9,9% |
| Pacific aktier: | 0,0% | 8,9% | 12,9% | 12,7% | -12,2% |
| Emerging Markets aktier: | -2,4% | 9,4% | -7,8% | 15,4% | -16,3% |
| Erhvervsobligationer, dollar: | 2,5% | 22,0% | -6,5% | 11,5% | 8,7% |
| Erhvervsobligationer, euro: | 0,7% | 8,1% | 2,0% | 13,6% | 3,7% |
| Erhvervsobl., High Yield euro: | -0,3% | 3,5% | 6,3% | 22,6% | -1,4% |
| Realkreditobligationer, euro: | 0,4% | 7,5% | 2,7% | 12,0% | 4,8% |
| Statsobligationer, G7: | 2,2% | 12,5% | -9,6% | -1,0% | 10,8% |
| Statsobligationer, euro | 1,2% | 12,8% | 1,9% | 10,8% | 3,2% |
| Statsinflationsobl. globale : | 1,3% | 17,9% | -9,7% | 5,3% | 14,5% |
| Emerging Markets obligationer : | -3,6% | 7,7% | -14,4% | 12,2% | 1,3% |
| Nykredit Realkreditindeks | 0,2% | 5,2% | 0,9% | 4,3% | 6,3% |

| Afkast: | December | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---------|----------|-------|--------|--------|------|
| Dollar: | 2,1% | 11,4% | -4,1% | -1,9% | 3,2% |
| Yen: | 1,6% | -0,4% | -26,5% | -13,8% | 8,0% |
| Pund: | 1,6% | 5,9% | -2,2% | 2,1% | 2,4% |

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

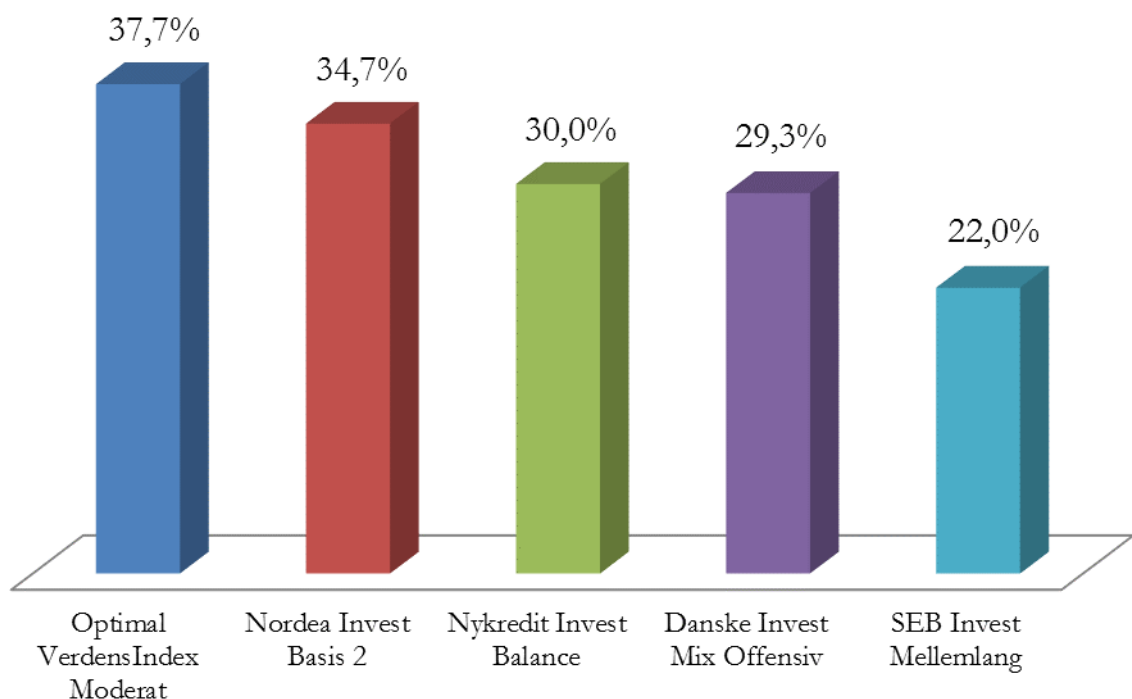
Note: Historiske afkast *=Benchmark

Uro om olieprisen ramte generelt Emerging Markets valutaer og aktiver i december. Amerikanske aktier og obligationer står som de store vindere i 2014 godt hjulpet på vej af vækst og en stærk dollar. Derudover har statsobligationer klaret sig godt pga. sikker havn effekt og lavere renter.

Blandt taberne finder vi højrenteobligationer, der er blevet ramt af udvidet kreditspænd, og danske realkreditobligationer, der er blevet ramt af store konverteringer specielt i 4. kvartal.

Optimal VerdensIndex har i 2014 klaret sig lidt bedre end de 2 andre afdelinger pga. en lidt højere andel af ikke euro eller danske aktiver og en lidt højere rentefølsomhed.

De konstante fald i euroen og renterne gør, at vi ikke har slået benchmark i 2014, men vi er alligevel ganske godt tilfredse med afkastet og med den strategi, vi følger. Vores overordnede målsætning er, at give et betydeligt merafkast over tid i forhold til vores danske konkurrenter. Her går det fortsat rigtigt godt – se afkasttal fra de første 4 år og 3 mdr. nedenfor for Optimal VerdensIndex.



Note: Afkast efter emissionsomkostninger fra perioden 30/9-10 til 31/12-14. Kilde: IFR

Med andre ord har man fået ca. 90.000 kr. mere pr. million.

De 2 andre afdelinger har også klaret sig godt i 2014 i forhold til de ovennævnte konkurrenters ditto med tilsvarende risikoprofil. En historik på kun 1 år er dog for kort og nogle gange for tilfældig til at drage konklusioner ud fra. Derfor laver vi først sammenligninger som på forrige side på en senere tidspunkt, hvor historikken er længere.

Husk at PAL-skat trækkes fra pensionsdepoterne i bankerne ultimo januar måned.

I ønskes alle et godt nytår!

Karsten Hannibal,
Partner i Optimal Invest