

## **Markedskommentar februar: Hjælpepakke, nøgletal og billige energi øger optimismen!**

Julen varer lige til ... påske! Der er vist noget om snakken i år. Festen fra januar måned er fortsat ind i februar med afkast på 1,6 % - 3,8 % i vores afdelinger. Afkastene er et resultat af tiltagende optimisme baseret på hjælpepakken fra ECB, gode nøgletal og regnskaber og billige energipriser. Når selv nøgletallene fra Europa begynder at pege i den rigtige retning, er der grund til optimisme, håb om lavere arbejdsløshed og tiltagende vækst samt kursstigninger på aktiemarkederne. Råvarepriserne har stabiliseret sig på et betydeligt lavere niveau som følge af et øget udbud fra specielt USA og Canada. Det giver lavere inflation og renter, der igen er med til at understøtte virksomhederne og væksten.

Grækenland fik efter megen modvilje forhandlet en midlertidig låneaftale på plads. Grækenland bliver en tilbagevendende udfordring, og måske er den bedste langsigtede løsning for Europa, at Grækenland forlader Eurozonen. Grækenlands markedspåvirkning ser heldigvis ud til at være aftagende.

Den danske nationalbank har kæmpet hårdt for at holde kronen på niveau i forhold til euroen bl.a. med flere rentenedsættelser (så det bliver mindre attraktivt at eje kroner). De står helt fast ved vores over 30 årige fastkurspolitik. De er ikke udfordret så længe, at presset er mod en kronestyrkelse. Her kan de bare øge valutareserven. OECD udtaler ligeledes, at det ikke giver nogen mening at spekulere i kronen, da væksten i Danmark ikke er bedre end i Eurozonen.

USA forventes at hæve renten i 2. halvår. Timingen og antallet af rentestigninger kommer til at følge den økonomiske udvikling og obligationsmarkederne har indpriset rentestigninger. Centralbankens tålmodighed og fleksibilitet forventes at understøtte aktiemarkederne.

De kommende **investormøder** fremgår sidst i nyhedsbrevet.

## **Den amerikanske centralbank er stadig tålmodig og fleksibel**

I sin tale til Senatet gav den amerikanske centralbankchef, Janet Yellen ikke meget klarhed over, hvornår renten stiger. Hun vil først og fremmest genvinde handlefriheden

Der bliver skabt masser af nye job i USA, men inflationen er fortsat lav og væsentligt under målsætningen fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve, på omkring 2,0 procent. Derfor forholder FED sig stadig "tålmodigt" til den kommende amerikanske rentestigning, som forventes i 2. halvår af 2015.

Når Yellen dropper ordet "tålmodig", vil den første rentestigning højst sandsynligt komme ca. 3 mdr. herefter. Det bedste bud på den første rentestigning er nok september. Det skyldes, at inflationen fortsat vil være meget lav de kommende måneder, og den skal en smule op, før renten stiger. Men der er omvendt grænser for, hvor lang tid man kan udskyde renteforhøjelsen, når der bliver skabt over 200.000 nye job hver eneste måned.

USA har rigtigt fornuftige væksttal, og den amerikanske opsving kan sagtens holde til beherskede gradvise renteforhøjelser. Der er godt gang i jobvæksten i et sundt og bredt funderet opsving. Der er fremgang i forbruget.

Tidligere på måneden viste den amerikanske jobrapport, at der blev skabt hele 257.000 nye amerikanske job uden for landbruget i januar. Det var bedre end ventet, og samtidig blev tallet for december sidste år også opjusteret til 329.000 nye job. Samlet har de seneste tre måneder budt på den mest solide fremgang siden efteråret 1997, og det kan hermed ifølge mange topøkonomer være svært at argumentere for, at man fortsat har brug for så lempelig pengepolitik.

Obligationsmarkedet har indpriset forventningerne til rentestigninger i kurserne.

## Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er steget en del i prissætning i februar bl.a. pga. forventning om øget indtjening, men de fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,13 mod 17,28 i slutningen af januar. 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.

<b>P/E:</b>	<b>Februar</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	18,13	0,85
Nordamerika:	19,54	0,90
Europa	18,38	1,01
Pacific:	16,63	0,85
Emerging Markets	13,88	0,45
Danmark	24,55	2,19

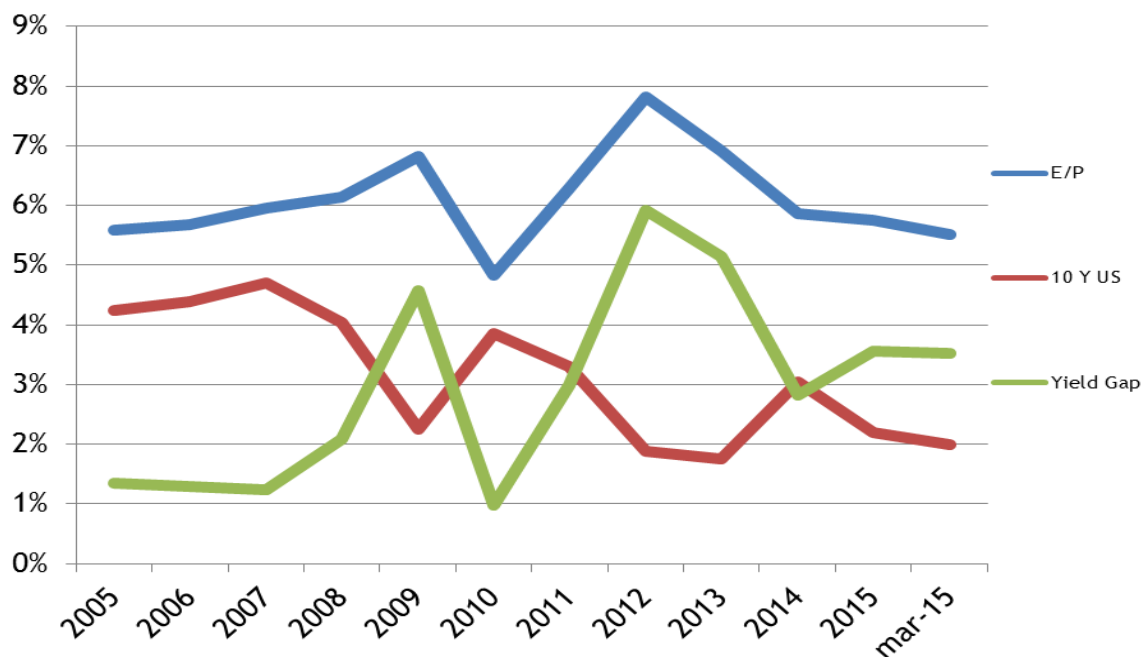
Her fremgår det af skemaet, at aktierne i alle regioner er steget i prissætning som et resultat af, at ECBs hjælpeprogram, lave renter og billige energipriser skal forbedre væksten og dermed virksomhedernes indtjeningsmuligheder. Danske aktier er stadig verdens dyreste målt på pris pr. indtjeningskrone, og de er nærmest gået amok i prissætning i løbet af februar.

Aktier fra Eurozonen har stadig et kursmæssigt efterslæb på over 50 % i forhold til amerikanske og danske aktier i de 4 år og 5 mdr. Optimal Invest har været i gang. Danske aktier er fået forbi amerikanske afkastmæssigt (se næste side).



*Note: Indeksret kursudvikling for amerikanske aktier (blå linie), danske aktier (rød linie) og Eurozone aktier (grøn linie). Kilde SIX Edge.*

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 (grøn linje i nedenstående graf), er de globale aktier i februar blevet dyrere relativt til obligationer, og dermed lidt mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 4,14 % til 3,52 % (se næste side).



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 negativ 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 historiske perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Februar	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	6,3%	10,3%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	7,3%	15,1%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	7,2%	17,3%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	5,5%	13,9%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	-0,8%	11,0%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	0,9%	1,6%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	2,1%	2,6%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,5%	1,0%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	-0,5%	7,2%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro	0,9%	3,2%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. globale :	-0,6%	8,3%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	0,5%	7,3%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks	-0,6%	0,7%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Februar	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	0,7%	7,9%	11,4%	-4,1%	-1,0%	3,2%
Yen:	-1,2%	7,7%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	3,4%	7,2%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

Afkast:	Februar	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	1,6%	3,7%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	2,9%	7,2%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-40	3,8%	7,8%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Aktiermarkederne har taget rigtigt godt imod ECB hjælpepakke (QE) med flotte stigninger i alle regioner. Renterne i USA er steget med ca. 0,35 % i februar ift. et fald i januar på over 0,5 %. Højrenteobligationer har taget lidt revanche efter et relativt beskedent 2014 bl.a. pga. ECBs tiltag.

I de 3 perioder, hvor USA lavede kvantitative lempelser (QE) resulterede de i pæne aktiestigninger.

På de nuværende renteniveauer bibeholder vi en lavere rentefølsomhed, hvorved vores afdelinger vil være robuste over for evt. rentestigninger. Derudover har vi en højere andel af euro og danske kroner ift. dollar.

**Kommende investormøder:**

d. 16-3-15 kl. 17 i Holte (Havarthigaarden)

d. 25-3-15 kl. 17 i Aarhus

d. 8-4-15 kl. 17 i Hellerup

Nærmere detaljer om møderne kan læses på forsiden af vores hjemmeside  
[www.optimalinvest.dk](http://www.optimalinvest.dk)

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal,

Partner i Optimal Invest