

## **Markedskommentar juli: Græsk aftale og råvarer fald**

I Juli måned fik den græske regering endelig indgået en aftale med Trojkaen (IMF, ECB og EU). Den økonomiske afmatning i Kina og de faldende råvarepriser tog dog toppen af markedernes glæde herover. Alle aktivklasser på nær Emerging Markets aktier og obligationer gav positive afkast og afdelingernes afkast landede på mellem 1,1 % og 1,3 %.

De faldende råvarepriser tager øget fokus. En kombination af afmatning i Kina, en atomaftale med Iran, der ophæver deres sanktioner og giver dem adgang til oliemarkedet igen og overproduktion har sendt råvareindekset ned i det laveste niveau i 13 år. Det rammer mange Emerging Markets lande herunder Brasilien, Sydafrika og Rusland, da de er nettoeksportører af råvarer, og olie- og mineselskaber. De faldende råvarepriser har dæmpet inflationsforventningerne og dermed medført faldende renter igen. Det er derfor tvivlsomt om den amerikanske centralbank hæver renterne senere i år. Markedet forventer de hæver i år.

Det kinesiske aktiemarked tog et ordenligt dyk i juli, bl.a. pga. at væksttallene ser ud til at falde under 7 % og nedlukning af private investorers spekulative aktiepositioner for lånte penge. Kina fylder meget i verdensøkonomien, men ikke mere en 1-2 % i globale porteføljer som vores. Derfor betyder det kinesiske aktiefald mindre, hvis det ikke påvirker realøkonomien i Kina og dermed verdensøkonomien.

Regnskabssæsonen er i fuld gang og med overvejende gode resultater. Derudover er der fuld gang i opkøb og fusioner. Den generelle fremgang i verdensøkonomien, den lave rente og de billige råvarer er med til at løfte indtjeningen og dermed aktiekurserne.

De geopolitiske brændpunkter som Ukraine og Mellemøsten kan blusse op igen eller forhandlingerne omkring Grækenland kan gå skævt, hvorved vi fra tid til anden kan opleve bump på vejen for aktierne.

De vedvarende historisk lave renter gør, at vi bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt.

## **IMF opfordrer ECB til at være klar til mere aggressivitet**

IMF roser ECB's QE-program, kvantitative opkøb af statsobligationer, men tilføjer, at ECB om nødvendigt skal være beredt på at udvide programmet.

QE-programmet, hvor ECB hver måned opkøber obligationer for 60 mia. euro, anses i forvejen at være højst kontroversielt i Tyskland, hvor ledere sætter spørgsmålstegn ved programmets effektivitet. Med situationen i Grækenland, der stadig kan skabe usikkerhed, og med en lav inflation i eurozonen, mener IMF ifølge rapporten altså, at QE-programmet er den rette vej at gå, og at det om nødvendigt bør udvides tidsmæssigt såvel som til andre typer af obligationer. Programmet har i nuværende form udløb i september 2016.

Anbefalingen er således i tråd med tankegangen hos topmedarbejdere fra ECB, der har antydnet ønske om øget opkøb af værdipapirer, hvis inflationen ikke nærmer sig målet på omkring 2 pct. Det generelle budskab fra ECB er, at programmet først stopper, når ECB har nået deres målsætning. Dette er naturligvis understøttende for den europæiske økonomi og det europæiske aktiemarked.

## **Prissætning af aktier og obligationer**

Aktierne er steget en del i prissætning i juli pga. den græske aftale og fornuftige regnskaber. De fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,80 mod 18,51 i slutningen af juni. 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 pr. 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:	Februar	Ændring
Globalt:	18,80	0,29
Nordamerika:	20,25	0,30
Europa	19,04	0,72
Pacific:	17,04	0,23
Emerging Markets	13,57	-0,62
Danmark	27,13	1,70

Skemaet viser, at den græske aftale har øget prissætningen i alle regioner på nær Emerging Markets, der som tidligere nævnt er blevet ramt af afmatning i Kina og faldende råvarepriser.

Flere danske banker er igen ude at advare mod de dyre danske aktier. De fremhæver, at der er mere værdi at finde i europæiske og amerikanske aktier.

Aktier fra Eurozonen (grøn linie) har et kursmæssigt efterslæb på over 50 % i forhold til amerikanske aktier (blå linie) og over 75 % i forhold til danske aktier (rød linie) i de 4 år og 10 mdr. Optimal Invest har været i gang.



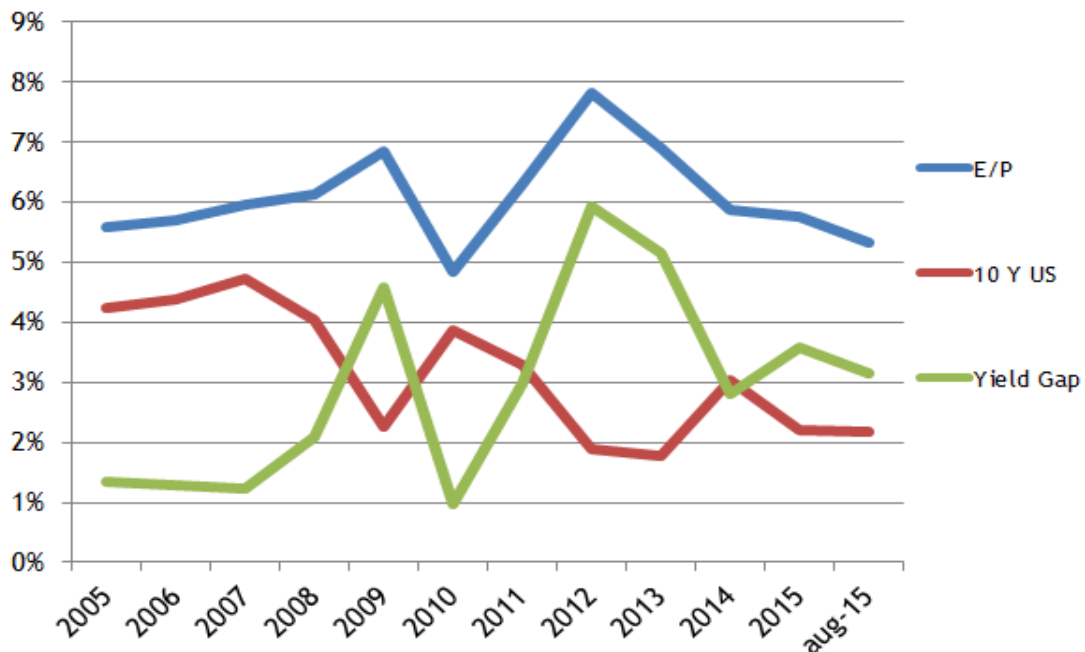
Note: Indekseret kursudvikling for amerikanske aktier (blå linie), danske aktier (rød linie) og Eurozone aktier (grøn linie) alle ekskl. udbytter. Kilde SIX Edge.

De faldende oliepriser har igen sænket inflationsforventninger og dermed renterne. Nedenfor ses sammenhængen mellem olieprisen (blå linie) og den 10 årige tyske rente (grøn linie), hvorved olieprisen kan have en afgørende indflydelse på den amerikanske centralbanks ageren. De er begge blevet ca. halveret siden olieprisen begyndte at falde medio 2014.



*Note: Indekseret udvikling for olie (blå linie) og den 10 årige tyske rente. 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 juli blevet lidt billigere relativt til obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 3,05 % til 3,14 % (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 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:	Juli	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	3,5%	12,8%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	4,0%	18,2%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	1,2%	20,9%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	-5,2%	5,5%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	1,5%	9,6%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	1,3%	-0,3%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	0,9%	1,8%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,8%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	1,4%	6,9%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	2,4%	1,0%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	1,7%	9,8%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	-1,8%	2,0%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,7%	-1,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Juli	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	0,8%	9,2%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	-0,5%	5,8%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	0,3%	9,6%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

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

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Aktier og obligationer fik taget lidt revanche i juli, dog ikke i Emerging Markets pga. Kina og fald i råvarer. Vi har en god fornemmelse fremadrettet efter en lidt ujævne periode pga. den græske krise.

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

Fortsat god sommer til alle!

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest