

Markedskommentar september: Er aktierne klar til et comeback ?

De hårdt prøvede aktie-aktionærer verden over måtte konstatere yderligere fald i september måned, selvom om nøgletallene fortsat er gode i både USA og Europa. Aktiefaldene var drevet af Folkevogns-skandalen, kommentarer fra Hillary Clinton om høje medicinpriser og rygter om problemer i den schweiziske minegigant Glencore. Det resulterede i fald i vores 3 afdelinger på mellem 1,2% til 2,4%.

Ud fra de seneste nøgletal ser uroen i Kina ellers ud til at være stabiliseret. De har gennemført 5 rentesænkninger og tilfører økonomien yderligere stimuli i form af fordelagtige forhold i forbindelse med hus- og bilkøb. Derudover rapporterer bl.a. Nike og H&M om klart stigende salg i Kina, hvilket ikke bekræfter frygten for en tiltagende vækstafmatning.

Nøgletallene fra Europa peger klart i retning af et tiltagende opsving. Derfor er det en gåde, hvorfor europæiske aktier er faldet ca. 20 % fra toppen i april. I USA har de en høj vækst på 3,9 %, det største boligsalg i 7 år og et boomende bilsalg! Centralbanken udså en rentestigning pga. den globale uro. Men de er stadig på vej med en rentestigning senere i år, hvilket vil være et stærkt signal om bæredygtigheden i den amerikanske økonomi.

Aktiemarkedet blev dog ramt af Folkevogns dieselmotor skandale, Hillary Clintons angreb på medicinalindustriens høje priser og et rygte om, at den schweiziske minegigant Glencore er i problemer pga. de lave olie- og råvarepriser. Det er dog senere blevet afvist af selskabet.

Samlet står vi tilbage med en undren over, at aktiemarkedet klarer sig så dårligt, når realøkonomien har det godt. Afgørende bliver det, at olie- og råvarepriser stabiliseres på et lavere niveau, så Emerging Markets landene ikke rammes yderligere.

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.

Opsvinget i Eurozonen viser styrke

Det økonomiske opsving i eurozonen ser ud til at have bidt sig fast, da virksomhederne i området er blevet optimistiske. ESI-indikatoren, der er en samlet indikator for en række tillidstal i eurozonen, steg til 105,6 i september fra 104,1 måneden før, og det vidner om, at økonomien er ved at tage til i styrke.

Samlet set sender ESI-indikatoren et signal om en økonomi, hvor opsvinget vinder styrke både i bredde og dybde. Fremgangen bliver endnu mere bemærkelsesværdig i lyset af den stigende uro om holdbarheden i Emerging Markets, der hidtil har været en vigtig vækstdriver i europæisk økonomi.

Den samlede forbruger- og erhvervstillid i eurozonen er nu på det højeste niveau i over fire år. Det er et signal om, at opsvinget er på sporet og langsomt er ved at blive stærkere.

Comeback til aktierne ?

De seneste uger har aktiemarkederne vendt kursen meget ned. Det tyske DAX indeks ligger mere end 20 % under den top, som blev nået i det sene forår efter 3 hæsblesende måneder, hvor især den stigende USD og ECBs annoncering af, at de også som andre centralbanker fra England, Japan og USA ville initiere deres obligationsopkøbsprogram.

En betydelig del af drivkraften bag stigningerne vi har set i aktiemarkederne siden kulminationen på finanskrisen i 2009 har været drevet af centralbankernes obligationsopkøb. Det fortsætter ECB med en rum tid endnu, og der er ikke udsigt til de skal hæve de officielle rentesatser de kommende år.

Historien om den store generelle aktieoptur er nået langt uden for aktiemarkedet. Investeringspenge, der under normale omstændigheder ikke ville investere i aktier, er placeret netop der, hvor de mere jager gårsdagens gode afkast end har et langsigtet ønske om at være. Med andre ord har mange investorer taget en høj risiko, fordi

renterne er meget lave. Det er givetvis en af årsagerne til den nedtur, som vi ser pt. "Ikke-aktiepenge", som bliver placeret i aktiemarkedet, har en tendens til at have en meget kort investeringshorisont, og nogen af disse er blevet trukket ud under denne korrektion.

Aktierne er faldet ikke kun i august, men også i september. Især september har en tendens til at være en måned, hvor nogle investorer historisk betinget holder sig på sidelinien. Vi husker tydeligt terrorangrebet i New York den 11/9 og også kollapset i Lehman Brothers trækker den gennemsnitlige kalendereffekt i september ned. Kursfald i september er ikke noget særsyn på samme måde som det mere er reglen end undtagelse af oktober-december er årets 3 bedste sammenhængende aktiemåneder på året.

Skandalen om Folkevogn fortsætter med at rulle. Aktierne i den store tyske bilkoncern er faldet med ca. 60 % siden toppen i marts. Det er endnu alt for tidligt at sige hvad de langsigtede konsekvenser af hændelsen kan være. Sikker er det at 2015/2016 bliver dårlige VW år indtjeningsmæssigt.

Gode økonomiske nøgletal og indtjeningsstal fra virksomhederne skal løfte aktierne. Hvis verden kan undgå en nedsmeltning i råvarerne, herunder ikke mindst oliepriserne, som vil kunne have en meget negativ effekt på Emerging Markets, er der derfor gode muligheder for at aktierne kan slutte året godt af.

Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne faldt meget i prissætning igen i september, og handler nu på det billigste niveau i 2015. De fremstår derfor meget billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 16,98 mod 17,54 i slutningen af august. Dermed handler aktierne på niveau med det historiske P/E niveau på ca. 16,8. Tabellen nedenfor giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Februar	Ændring
Globalt:	16,98	-0,56
Nordamerika:	19,06	-0,50
Europa	16,90	-0,67
Pacific:	14,08	-0,88
Emerging Markets	12,36	-0,26
Danmark	22,15	-0,72

Skemaet viser, at alle aktier er faldet i relativ prissætning i forhold til deres indtjening, og at en indtjeningskrone pt. koster over 30 % mere i Danmark end i globale aktier.

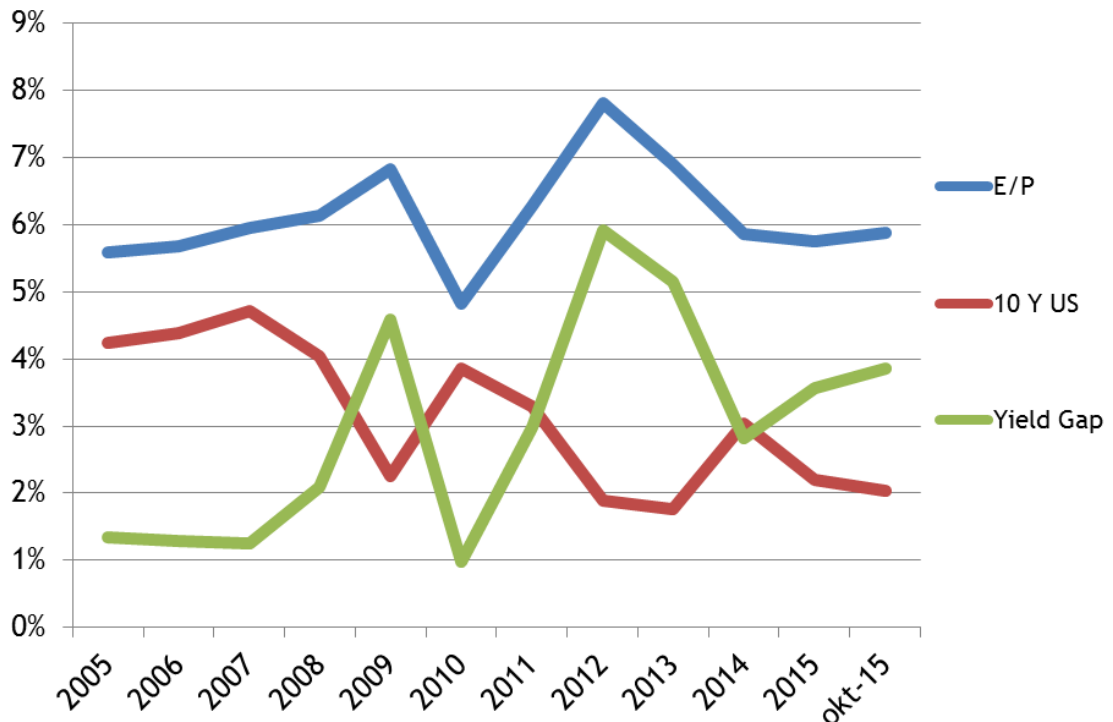
Aktienedturen har været voldsom siden medio april. Nedenfor ser vi på udviklingen på de 4 hovedregioner Nordamerika (blå linie), Europa (grøn linie), Pacific (rød linie) og Emerging Markets (grå linie). Som det fremgår af grafen, har der været fald på hhv. 15 %, 18 %, 25 % og 33 % målt i euro i de 4 regioner.



Note: Indekseret kursudvikling for Noramerikanske aktier (blå linie), Europæiske aktier (grøn linie), Pacific aktier (rød linie) og Emerging Markets aktier (grå linie).
Kilde SIX Edge.

Vi er halvvejs i implementeringen af danske aktier i vores 3 afdelinger, så vi kan få en aktivfordeling, der mere matcher vores danske konkurrenter, hvorved sandsynligheden for merperformance pga. omkostningsbesparelser øges. På trods af danske aktiers stærke performance, har vi dog stadig opnået et merafkast på ca. 7 % i forhold til gennemsnittet af vores største danske konkurrenter de seneste 5 år.

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 igen i september blevet noget billigere relativt til obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 3,48 % til 3,85 %, og er dermed på det højeste niveau i år.



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 historiske perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Sept.	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	-2,8%	1,3%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	-4,3%	3,9%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-5,0%	4,0%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	-2,2%	-8,1%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	-2,1%	19,7%	19,8%	34,4%	24,5%	-19,9%
Erhvervsobligationer, dollar:	1,3%	7,9%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	-0,9%	-2,1%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	-2,6%	-2,1%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,1%	0,4%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	1,2%	7,2%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	1,4%	1,2%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	-0,3%	6,3%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	-3,6%	-7,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,6%	-1,0%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

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

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Aktierne faldt fra 2,1 % til 5,0 % i september. Erhvervs- og High Yield obligationer blev ramt af VW skandalen og uro om mineselskabet Glencore, mens Emerging Markets obligationer blev ramt af svage valutaer. Det var kun stats- og realkreditobligationer, der gav lidt beskyttelse.

Som det fremgår af skemaet har danske aktier givet mellem 16 % til 28 % mere i afkast i 2015 end de 4 hovedregioner. Vi glæder os, at vi nu har muligheden for at lukke hullet i aktivfordelingen i forhold til vores danske konkurrenter ved at købe en indeksforening på danske aktier (den eksisterede ikke, da vi startede Optimal Invests afdelinger).

Vi er naturligvis underlagt markedets luner som andre kapitalforvaltere. Markedet har fået en god start på oktober. Lad os håbe det fortsætter!

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 højere andel af euro og danske kroner ift. dollar.

Vi afholder investormøder d. 3/11 i Aarhus og d. 4/11 i Holte. Se www.optimalinvest.dk for nærmere detaljer.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest