

Markedskommentar august: Regnskaber, virksomhedskøb og stimuli overvinder geopolitisk risiko

August måned blev en særdeles god måned for både aktier og obligationer med afkast på 1,3 % - 1,9 % i vores 3 afdelinger godt hjulpet på vej af en faldende euro. Gode regnskaber for 3 ud af 4 selskaber, en tiltagende handel med virksomheder fremfor udbytte og tilbagekøb af egne aktier og et håb om yderligere stimuli fra ECB skabte grobund for optimisme. Sommerens nøgletal for den amerikanske økonomi har forsat den positive udvikling med voksende eksport, investeringer og boligbyggeri. De geopolitiske spændinger mellem Ukraine, Rusland og Vesten har fået en ellers positiv udvikling i Europa til at gå i stå. Det har sat sine spor i europæiske aktier, der har underperformet de andre regioner.

Ovenstående har bevirket, at USA snart er færdig med deres pengepoliske stimuli, mens ECB forventes at øge deres bidrag til at understøtte økonomien ved at tilføre betydelige summer i ekstra likviditet via lån og opkøb af aktiver.

Renterne i Europa har til alles store overraskelse kun kendt en vej i 2014, og det er ned. Renterne i kernelande som Tyskland, Danmark, Frankrig, Holland mv. er nu på så lavt et niveau, at statsobligationerne herfra hverken er attraktive som en fornuftig langsigtet investering eller en god forsikring mod fremtidige aktiefald. Derfor undervægter vi stadig europæiske obligationer og reducerer rentefølsomheden med konverterbare danske realkreditobligationer og en midlertidig placering i kontanter.

Den faldende euro har øget vores afkast. For at beskytte det gode afkast øger vi gradvist vores andel af euro aktiver i takt med, at euroen falder over for dollaren. Med afkast på mellem 7,3 % – 8,7 % i vores afdelinger er købekraften i den grad steget, da inflationen er under 0,5 % p.a.

Læs mere om vores investormøder sidste i nyhedsbrevet.

Moderat global optimisme

Der er fire argumenter for at bevare en vis optimisme og tro på, at opsvinget i den globale økonomi bliver på sporet.

1. Stærkt fundament

Den rekordlave inflation sikrer robust fremgang i reallønnen. Stigende realløn vil med sikkerhed understøtte privatforbruget, og dermed skabe en modvægt til en eventuel opbremsning i eksporten. Håbet om at forbrugerne kan holde hånden under opsvinget understøttes ikke mindst af stigende boligpriser, et forbedret arbejdsmarked og rekordlave renter.

2. Geopolitisk uro kan løses

Spændingerne mellem Vesten og Rusland er en af hovedårsagerne til bekymringen for opsvinget og om stabiliseringen af den europæiske økonomi kan fortsætte. Den geopolitiske uro er således den primære faktor bag dykket i erhvervstilliden i Europa. Der er imidlertid forskel på geopolitisk uro og et reelt chok til økonomien som gældskrisen i Europa i 2011. Geopolitisk usikkerhed er ikke noget nyt fænomen.

3. USA's økonomi er nu globalt lokomotiv

Amerikansk økonomi er igen et anker for den globale vækst. USA's økonomi udgør knap en fjerdedel af det globale bnp. Kina er med andre ord ikke længere ene om at være verdensøkonomiens hovedmotor.

4. Europa er i bedre form end i 2011

Selvom det endnu er for tidligt at tale om et egentligt opsving i europæisk økonomi efter gældskrisen i 2011-2012, er der sket en betydelig stabilisering af de sydeuropæiske økonomier over en lang periode. Læg hertil, at ECB aldrig har vist større vilje til yde rentestøtte til den europæiske økonomi end nu. Europa er – trods alt – et langt bedre sted end i 2011, hvor opsvinget sidst blev kuldsejlet.

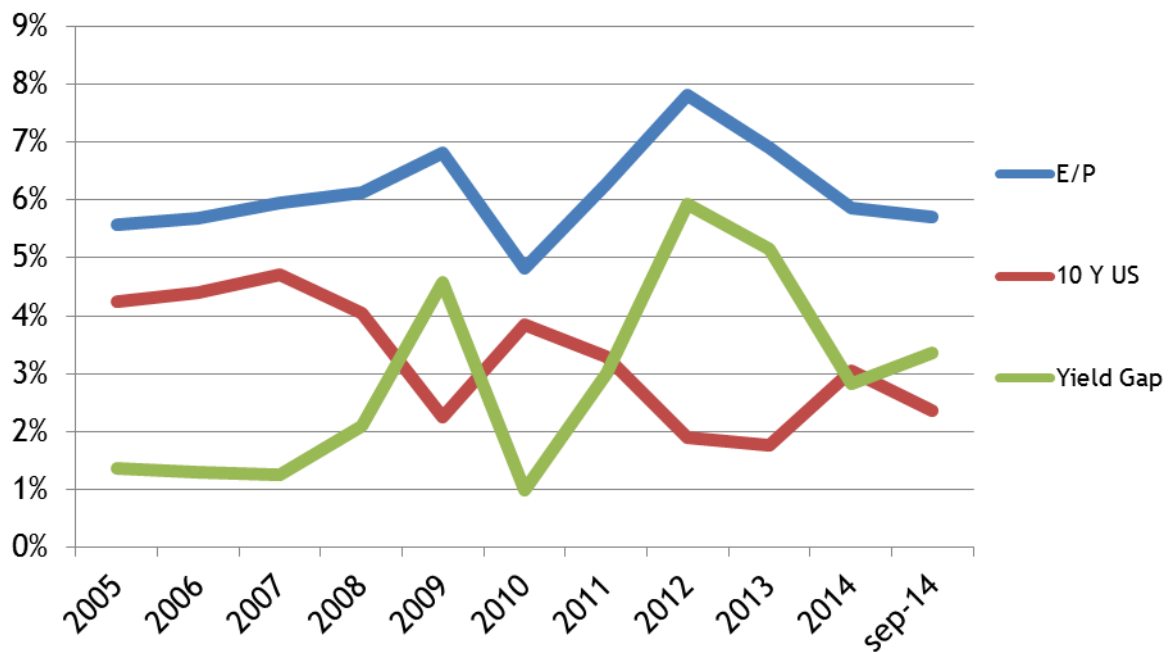
Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne fortsætter med at stige i pris. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,53 mod 17,41 i slutningen af maj. Dermed handler aktierne stadig over det historiske P/E niveau på ca. 16,7. Nedenstående tabel giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster pt.

P/E:	Juni	Ændring
Globalt:	17,53	0,12
Nordamerika:	19,35	0,10
Europa	17,41	-0,18
Pacific:	15,59	0,12
Emerging Markets	13,42	0,52
Danmark	21,50	-0,82

Europæiske og danske aktier er faldet lidt i relativ prissætning pga. den geopolitiske risiko. Generelt betaler investorerne mere pr. indtjeningskrone pga. forventninger om øget vækst og indtjening samtidig med, at alternativer som obligationer giver en historisk lav rente.

Ser vi på prissætningen af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P minus den 10 årige amerikanske statsrente (grøn linie i nedenstående graf), er de globale aktier i 2014 blevet relativt billigere ift. obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 2,82 % til 3,54 %. Det historiske niveau har været ca. 2 %, hvorved det nuværende niveau stadig afspejler de historisk meget lave renter (se næste side).



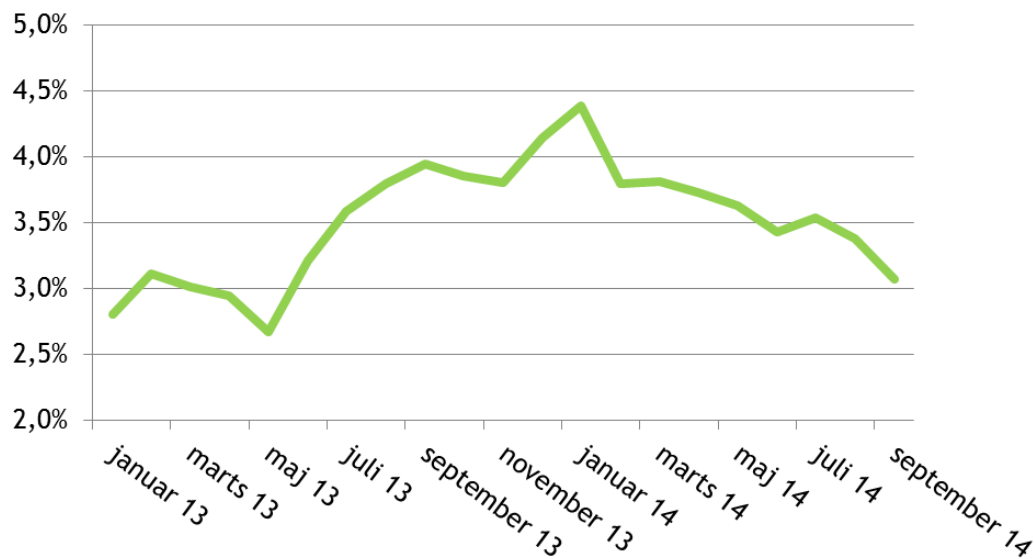
Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10 årige amerikanske statsrente.

Frygtens indeks (VIX) holder sig stadig på et historisk lavt niveau og understøtter aktiemarkedet, højrenteobligationer og Emerging Markets obligationer.

Renteforventninger – forwardrenter!

Obligationskurser og –renter på de længere løbende obligationer tager allerede højde for forventningerne om stigende renter.

Når vi kender renten på den 5 og 10 årige obligation i dag, kan vi beregne den forventede 5 årige rente om 5 år (den implicitte forwardrente). Den bruger vi bl.a. til at vurdere, om vi skal købe obligationer med kortere eller længere løbetid (se næste side).



Note: Forwardrenter – den forventede 5 årige rente i USA om 5 år.

Den aktuelle 5 årige rente i USA er 1,63 % og forventes altså at stige til ca. 3,1 % over de næste 5 år. Markedet forventer altså, at den 5 årige rente stiger med ca. 1,5 % over de næste 5 år. Både det aktuelle niveau og forventningen til renteutviklingen virker umiddelbart fair givet den nuværende information, hvorved vi har en neutral vægt på rentefølsomheden i USA.

I Europa (Tyskland) er det aktuelle 5 årige renteniveau helt nede 0,18 %, mens den 5 årige forwardrente er ca. 1,6 %. Her vurderer vi, at det aktuelle niveau er for lavt, mens forventningen til rentestigninger er fair. Samlet har vi derfor undervægt af europæiske statsobligationer og køber i stedet konverterbare danske realkreditobligationer med høj rente og lav rentefølsomhed og anvender derudover midlertidigt kontanter.

Afdelingernes værdi er derfor mere robuste overfor rentestigninger.

Afkaststatistik (i DKK)

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

Afkast:	August	2014	2013	2012	2011
Dollar:	1,7%	4,3%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	0,7%	5,6%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-0,1%	4,5%	-2,2%	2,1%	2,4%

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Langt om længe er euroen blevet ramt af forskellen i den økonomiske udvikling mellem USA og UK og så Europa. Derudover er de andre ved at afvikle deres pengepolitiske stimuli, mens de pengepolitiske stimuli er tiltagende i Europa.

Alle aktivklasser har bidraget positivt med amerikanske og emerging markets aktier i front og europæiske højrente obligationer i bund. Globale inflationsobligationer har givet et afkast på flotte 12,8 % specielt pga. den høje rentefølsomhed.

Vi har netop lanceret nyt layout på vores hjemmesider, så de også kan læses på smartphones!

Vi har 5 investormøder i september.

3. september kl. 17 : Odense hos Vinoble - Dalumvej 30 B, 5250 Odense SV

7. september kl. 17 : København - Bording-huset - Turbinevej 4-6, 2860 Søborg

16. september kl. 17 : København - Bording-huset - Turbinevej 4-6, 2860 Søborg

18. september kl. 17: Aarhus, Workspace - Haslegårdsvej 8-10, 8210 Aarhus V

24. september kl. 17 : København - Bording-huset - Turbinevej 4-6, 2860 Søborg

Vores investormøder bliver løbende annonceret på forsiden af vores hjemmeside www.optimalinvest.dk Kontakt Jesper Ihlemann for deltaljer og tilmelding på 22 22 20 69 eller ji@optimalinvest.dk.

Karsten Hannibal,
Partner i Optimal Invest