

Markedskommentar februar: Blød landing efter hård medfart!

Februar blev en urolig måned på aktiemarkederne. En vending i slutningen af måneden gjorde dog, at vores 3 afdelinger sluttede måneden uforandret. Frem til medio februar så vi en voldsomt nedtur på aktiemarkedet, der hang sammen med en stigende frygt for global afmatning og faldende oliepriser. Udviklingen virker umiddelbart overdrevet, når vi ser på de økonomiske nøgletal og virksomhedernes indtjening. Samtidig står centralbankerne i Eurozonen, Kina og Japan stadig klar til at yde yderligere stimuli til økonomien. Forventningerne til den globale vækst er stadig på 3 % jf. OECD.

Det var nobelpristager Paul Samuelson, som sagde, at aktiemarkederne har forudsagt ni ud af de seneste fem recessioner. Med andre ord overreagerer aktiemarkederne ofte, og det kunne godt se ud til at være tilfælde her. Normalt svinger europæiske aktier meget med udviklingen og niveauet for de økonomiske tillidsindikatorer fra OECD. Over de seneste måneder er de europæiske aktier faldet ca. 25 % mere end udviklingen i indikatorerne tilsiger.

Aktiemarkedet har svinget utroligt meget med olie- og råvarepriserne. I løbet af februar var olieprisen helt nede at handle omkring 26 dollar pr. tønde (aktuelt ca. 35 dollar). En stor del af prisfaldet skyldes et overudbud. Det ser dog ud til, at udbuddet fremadrettet bliver stabiliseret og måske mindsket bl.a. efter forhandlinger mellem Saudi-Arabien og Rusland, samt det faktum, at en hel del olieproduktion ikke er rentabel på det nuværende prisniveau. Det har understøttet specielt Emerging Markets, banker og olie- og mineselskaber, der har været hårdest ramt af en potentiel konkursbølge.

Aktiemarkederne har også været negativt påvirket af en frygt for en større devaluering af den kinesiske valuta, der kunne ramme hele Sydøstasien og Emerging Markets hårdt. Ved det seneste G20 møde har Kina dog igen indikeret, at det ikke er en del af deres værkstøjer for at fremme den økonomiske vækst. Kina er gået ned i tempo, men har stadig en økonomisk vækst på 6-7 % p.a.

Aktienedturen har indtil videre ikke påvirket virksomhedernes indtjeningsevne og har ikke haft nogen speciel synlig indvirkning på realøkonomien. Aktier virker nu i et historisk perspektiv fair prisfast isoleret set, mens de fremstår meget billige i forhold til obligationer. Der er normalt en tendens til, at investorerne gerne vil betale lidt ekstra for en indtjeningskrone i aktier, når alternativer som obligationer er dyrt prisfastsatte. Aktier har ikke været billigere prisfast i forhold til obligationer siden 2013.

Uroen forventes at være aftagende

De finansielle markeder bekymrer sig om en ny global recession anført af en ny bankkrise. Med de lave priser på råvarer generelt og olie specifikt, kan der være en bølge af tab på vej.

De store energiselskaber er allerede i gang med at afskrive kraftigt på deres aktiver, hvilket har presset deres indtjening markant ned. Samtidig er en række lande i høj grad afhængige af råvarepriserne, hvilket ikke ligefrem dæmper bekymringerne. Tværtimod.

Den nuværende bekymring forventes at aftage i takt med at de økonomiske nøgletal bekræfter fortsat vækst i USA, Europa og Kina. Yderligere lempelser fra ECB i marts vil også hjælpe. Det vil skabe mere ro på markederne - og aktiekurserne forventes at stige igen. De lave oliepriser er fortsat godt nyt for forbrugere og virksomheder i Europa og USA. Samtidig er bankerne bedre rustet til modgang.

På globalt plan har man brugt årene siden krisen i 2008 på at bygge et stærkere banksystem. Bankernes tabsevne er højere givet kraftigt forøgede krav til kernekapital, deres likvide aktiver fylder mere, og gennemsigtigheden er bedre. Derfor kan bankerne overleve de kommende tab uden at mindske deres udlån alvorligt til andre sektorer, hvorfor opsvinget i såvel USA som Europa forventes at fortsætte.

FED er dataafhængige

Den amerikanske centralbank har naturligvis også noteret sig den seneste udvikling på de finansielle markeder. Grundlæggende tror centralbanken fortsat på, at økonomien langsomt er på vej op i tempo, og at det derfor vil være passende med renteforhøjelser senere på året. Men Janet Yellen erklærer sig også villig til at holde igen med renteforhøjelserne, hvis det ikke går helt som ventet.

Hun fremhæver, at de finansielle omstændigheder i USA på det seneste er blevet mindre understøttende for vækst, og at disse udviklinger, hvis de viser sig vedholdende, kan tynde udsigten for den økonomiske aktivitet og arbejdsmarkedet.

Signalet er med andre ord, at FED tror, der er basis for renteforhøjelse. Men de skal nok passe på med at kvæle den fremgang, der måtte komme.

Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne faldt i prissætning igen i februar. De fremstår historisk billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 16,97 mod 17,26 i slutningen af januar, hvilket er på niveau med den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

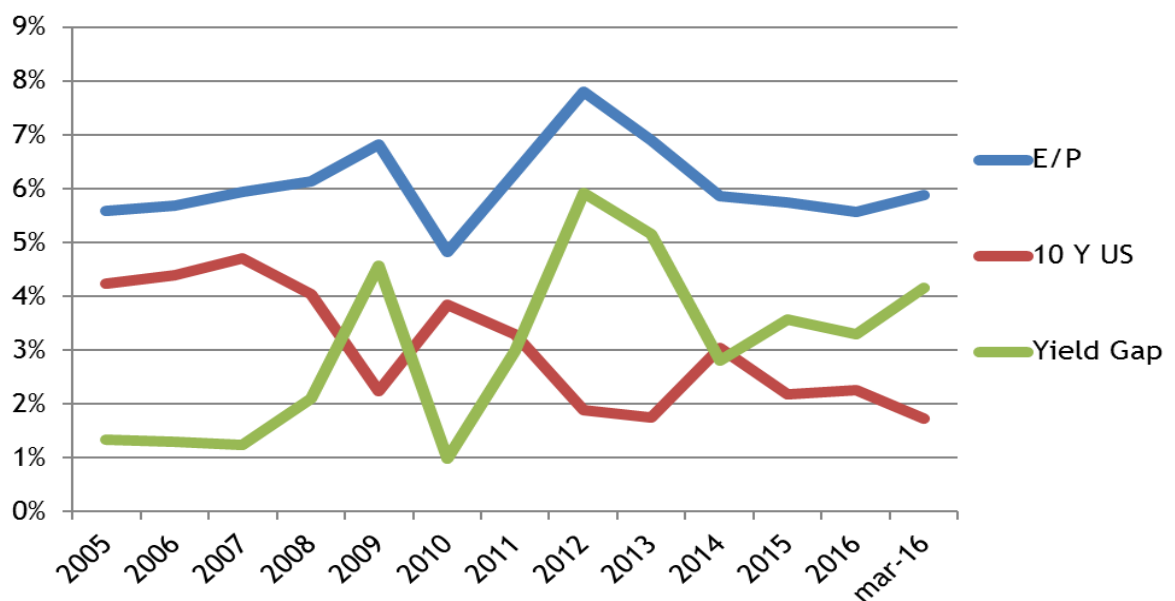
P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	16,97	-0,29
Nordamerika:	19,35	-0,12
Europa	16,59	-0,43
Pacific:	13,35	-0,75
Emerging Markets	12,61	-0,05
Danmark	23,38	-1,39

Skemaet viser igen fald over hele linjen. En indtjeningskrone koster pt. 38 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er lidt lavere end sidste måned. Udviklingen i europæiske aktier (grøn graf på næste side) er fortsat en gåde. De har tabt voldsomt til både amerikanske (blå graf) og danske aktier (rød graf) i en periode, hvor det ellers gradvist går bedre i Europa samtidig med, at ECB understøtter økonomien.



Note: Kursudviklingen af amerikanske aktier (blå), danske aktier (rød) og europæiske aktier (grøn) siden 27/9-2010.

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 grafen), er de globale aktier i februar blevet en del billigere relativt til obligationer, og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 3,87% til 4,16%. Dermed har aktier ikke været billigere i forhold til obligationer siden 2013.



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 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historisk perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Feb.	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	1,9%	-4,9%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	-2,1%	-9,1%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-2,8%	-9,5%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	0,8%	-5,1%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	-0,6%	-4,2%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%	-20,3%
Ejendomme Europa ex. UK	-0,6%	-3,7%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%	-12,4%
Erhv. obligationer, dollar:	0,3%	2,1%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhv. obligationer, euro:	0,4%	1,0%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhv.obl., High Yield euro:	-0,1%	-0,8%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobl., euro:	0,7%	1,6%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	2,4%	4,8%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	0,9%	2,9%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	-0,4%	1,5%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obl.	1,5%	0,9%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,1%	1,3%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Feb.	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	-0,6%	0,2%	10,3%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	6,3%	6,7%	9,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-2,1%	-6,1%	6,0%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

Afkast:	Feb.	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	0,1%	-1,1%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	0,0%	-2,5%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-	-0,1%	-3,8%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Det blev en stærk måned for amerikanske aktier bl.a. pga. udsigten til en mindre stærk dollar og lavere renter som følge af FED afventende attitude i forhold til yderligere rentestigninger. Emerging Markets aktiver blev understøttet af en stabilisering af olie- og råvarepriserne. Danske aktier fortsætter deres "One Man Show" som bedste aktieklasser år til dato.

Risikoen for en britisk udtrædelse af EU (Brexit) ved afstemningen d. 23/6 har påvirket pundet negativt. Meningsmålingerne bliver interessante at følge frem mod afstemning, mens der vil blive fremført skræmmekampagner, som vi har for vane ved danske afstemninger.

Markedsuroen har igen vist, at mere risikofyldte obligationer som High Yield og Emerging Markets obligationer følger aktier op og ned. Dermed er det kun stats- og realkreditobligationer samt kontanter, der kan stabilisere en portefølje i urolige tider.

Vi vil gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. De lavere renter og vedvarende historisk lave niveauer gør derfor, at vi bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark, så vi er mere robuste ved stigende renter. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euro skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden.

Specielt i urolige markeder er vi glade for vores risikospredning til forskellige aktivklasser og valutaer.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest