

Markedskommentar marts: Centralbankerne skaber mere ro på markederne!

Marts blev en mere rolig måned på aktiemarkederne godt hjulpet på vej af lempelige centralbankerne. Faldende renter og positive aktie- og ejendomsmarkeder gjorde, at vores 3 afdelinger sluttede måneden med afkast på mellem +1,2% - +1,8%. Centralbankerne overtog fokus fra olieprisen og Kina i en lettere nyhedsfattig måned.

ECB øgede deres månedlige obligationsopkøb og sænkede renten yderligere for at skabe inflation i Eurozonen og hjælpe væksten yderligere. Den amerikanske centralbank gentog, at den vil gå forsigtigt til værks bl.a. pga. lav inflation og uro på de finansielle markeder i starten af året. Derudover var stigende oliepris pga. en forventning om en stabiliserende eller faldende produktion sammen med bedre nøgletal fra Kina med til at skabe en mere positiv stemning.

Den faldende dollar har gjort, at vi har øget andelen af dollaraktiver en smule således, at undervægten i forhold til benchmark er blevet mindre. De fortsat faldende renter har gjort, at vi bibeholder vores lave rentefølsomhed i afdelingerne.

Vores 3 afdelinger har i 1. kvartal klaret sig rigtigt godt i forhold til både danske og europæiske konkurrenter.

ECB øger opkøb og sænker renten

Den Europæiske Centralbank (ECB) sænker renten med 0,1 procentpoint til -0,4 pct, hvorved banken har sin laveste rente nogensinde. Oven i rentenedsættelsen udvider ECB desuden sit månedlige støtteopkøb af obligationer til 80 mia. euro om måneden fra tidligere 60 mia. euro. Det var markant mere, end markedet havde ventet. Som en ekstra god nyhed for markederne vil ECB nu også begynde at købe investment-grade

virksomhedsobligationer, hvorved ECB udvider paletten for, hvad de vil købe.

Det har været en god og positiv overraskelse, der også har været med til at sende aktiemarkederne op i marts.

FED går langsomt til værks

Yellen var overraskende blød i tonen ved centralbankens seneste møde og understregede, at FED vil være meget forsigtige i renteforhøjelsesforløbet. Årsagen til forsigtigheden skal findes i udviklingen i den globale økonomi. Hun understregede klart, at den amerikanske rente bliver holdt i ro for en tid. Samtidig pointerede hun, at det ikke er tid til en renteforhøjelse på nuværende tidspunkt. Dertil udgør udviklingen i den globale økonomi og uroen på finansmarkederne for stor en risiko. Det er blandt andet bekymringer om den kinesiske nedgang i væksten samt olieprisen, der spiller ind.

At dømme ud fra hendes tale, så tyder det på, at FED har erkendt, at inflationen på nuværende tidspunkt påvirkes af en stribe globale forhold, som FED ikke alene kan påvirke via pengepolitikken. Og det er de forhold, som har fået FED til at skære i antallet af forventelige renteforhøjelser i år (til to fra tidligere fire).

Samtidig fremhævede hun klart, hvad FED mener med data-afhængighed. I listen over betingelser, der skal opfyldes før renten bliver øget, er en stabilisering af udenlandske økonomier og deres finansielle markeder, og at dollar ikke styrkes yderligere, da det vil presse såvel inflation som eksport, og ramme USA's fremstillingsindustri. Samtidig skal råvarepriserne stabiliseres for at hjælpe udenlandske producenter til at få et bedre fodfæste for væksten, mens den amerikanske boligsektor skal øge bidraget til den amerikanske produktion.

Derudover er centralbankchefen ikke afvisende overfor, at FED kan blive nødsaget til at sætte renten yderligere ned. Af talen fremgik det, at centralbanken stadig har muligheder for at lempe yderligere via størrelsen og/eller varigheden af de obligationsbeholdninger, den allerede har på balancen, hvis renten igen rammer nul.

Reduktionen i det forventede antal af rentestigninger har svækket dollaren, da dollarobligationers forventede afkast er blevet reduceret. Samtidig har det styrket aktiemarkederne, da de lavere renter giver mindre renteudgifter for virksomheder og private og mulighed for øget forbrug og vækst.

Har Emerging Markets endelig ramt bunden?

Vejen kan endelig være banet for en aktieoptur i Emerging Markets landene, der er lande med en højere økonomisk vækst end i de mere udviklede lande og regioner. Det er mange analytikers konklusion efter FED har varslet, at banken planlægger højst to renteforhøjelser i år – og ikke fire som tidligere antaget.

Det er positivt for Emerging Markets. Mange lande og virksomheder i Emerging Markets har gæld i dollar. Når FED trækker renteforhøjelser i land, bliver dollaren svækket – og så falder gælden. Det er godt nyt for både landene og virksomhederne og får derfor aktierne til at stige. Risikoen ved at investere i aktier i disse lande er større, fordi de er mere følsomme over for udviklingen i politiske og økonomiske forhold. Til gengæld er afkastpotentialet også større, at de handler på en meget lav kurs ift. indtjening.

Af de største Emerging Markets kan nævnes:

- Kina
- Indien
- Sydkorea
- Brasilien
- Taiwan
- Rusland
- Mexico
- Sydafrika

Aktierne i Emerging Markets har underpræsteret i fem år og fik desuden en forfærdelig begyndelse på 2016 – bedst illustreret af aktienedsmeltningen i Kina. Presset på Emerging Markets er imidlertid aftaget og deres valutaer styrket på baggrund af de forsigtige rentemeldinger fra USA. Og aktierne i Kina har – med hjælp fra myndighederne – igen stabiliseret sig.

De stigende oliepriser har også taget en del af presset af Emerging Markets. Hvis oliepriserne var fortsat nedad, ville det have øget de globale spændinger mellem de olieproducerende og olieforbrugende lande.

Forskellige typer obligationer

Obligationer falder ikke bare i kurs, hvis renterne stiger. Normalt er stigende renter ensbetydende med en positiv økonomisk udvikling med øget vækst og inflation. Det er alt andet lige positivt for højrente-, Emerging Markets og virksomhedsobligationer, mens det er negativt for kursen på stats- og realkreditobligationer. Der er dermed også stor forskel på den adfærd forskellige obligationstyper udviser i forhold til udviklingen på aktiemarkedet.

Obligationer indeholder et renteelement og et kreditelement. Man kan som udgangspunkt dele obligationerne op i 3 typer afhængig af risiko:

1. Stats- og realkreditobligationer. De er meget sikre og indeholder et stort renteelement og et lille kreditelement. Dvs. de kan stabilisere de samlede investeringer ved aktieuro.
2. Virksomhedsobligationer med høj rating. De er rimelige sikre og indeholder et stort set ens rente- og kreditelement. De har en mindre stabiliserende effekt ved en aktieuro.
3. Højrente obligationer og Emerging Markets obligationer. De har et meget stort kreditelement og et begrænset renteelement. Dvs. de giver ingen stabilisering ved aktieuro og falder i værdi med aktierne.

Man skal derfor være opmærksom på de obligationstyper, der er i ens portefølje. Højrente obligationer og Emerging Markets obligationer lokker med et højere forventet afkast end stats- og realkreditobligationer. Risikoen ved dem er dog større, og der er en større konkursrisiko, dvs. man ikke altid får hele sit investerede beløb tilbage.

Derfor bør enhver portefølje indeholder andele af alle ovennævnte obligationstyper. Det gør alle vores 3 afdelinger.

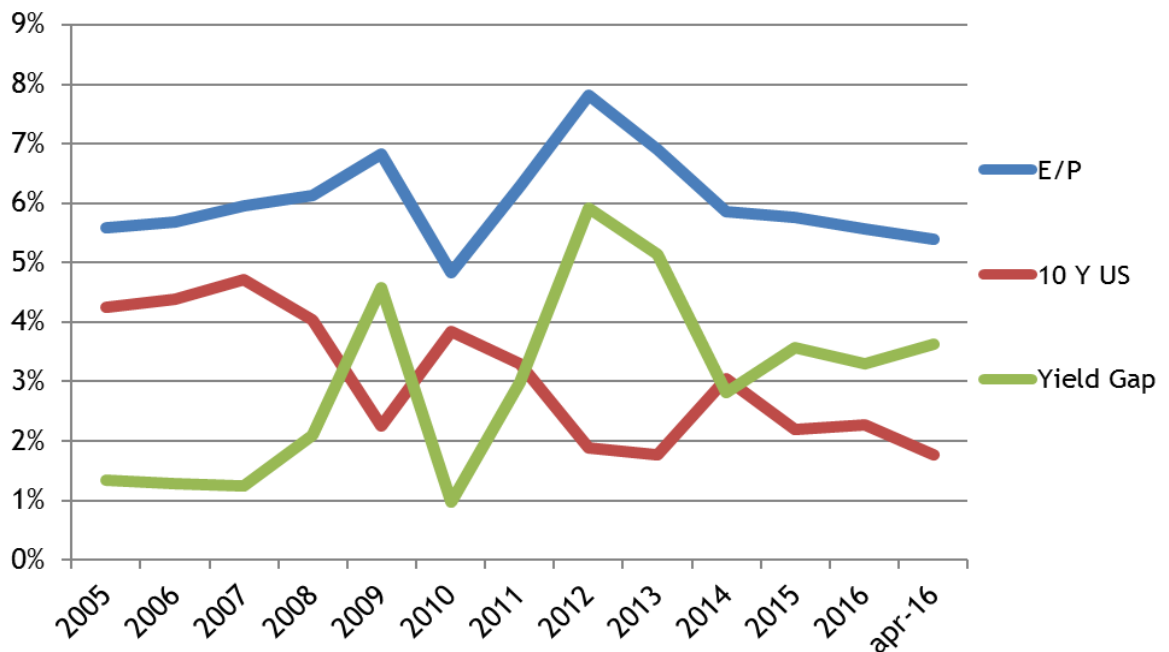
Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne steg i prissætning i marts. De fremstår dog stadig billige i forhold til obligationer historisk set. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,51 mod 16,97 i slutningen af februar, hvilket er lidt over historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	18,51	1,54
Nordamerika:	21,26	1,91
Europa	18,18	1,71
Pacific:	14,47	1,12
Emerging Markets	13,68	1,07
Danmark	27,47	4,09

Skemaet viser en stigning over hele linjen. En indtjeningskrone koster mest i hhv. Danmark og Nordamerika. En indtjeningskrone koster pt. 48 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er en stigning fra 38 % i sidste måned. Det er den højeste merpris vi har målt hidtil, hvorved der er indpriset meget store forventninger til danske aktier. Kommende aktiestigninger skal drives af tiltagende vækst og indtjening i virksomhederne.

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 på næste side), er de globale aktier i marts dyrere relativt til obligationer, og dermed mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 4,16% til 3,63%. Samlet for 1. kvartal er aktier blevet billigere ift. obligationer (den grønne graf er steget i 2016).



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

Afkaststatistik (i DKK)

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

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

Afkast:	Mar.	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	1,5%	0,3%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	1,8%	-0,7%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030- 40	2,1%	-1,8%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Det blev som tidligere omtalt en stærk måned for Emerging Markets aktiver. Dollaraktiver blev ramt af svækket kurs pga. forventningen om færre amerikanske rentestigninger. Danske aktier er igen blandt de bedste aktieregioner, mens ejendomme har haft en forrygende måned. Derfor er vi glade for, at vi valgte at inkludere begge aktivklasser i vores afdelinger pr. 1/10 sidste år.

Vi vil som altid 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, selvom dollarandelen er svagt stigende, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euro skulle stige yderligere i forhold til dollaren i fremtiden.

Vil du gratis med på Dansk Aktionærforenings investordag i København på Radisson Blu Hotel tirsdag d. 12/4 fra 13-21 og bl.a. møde os på vores stand, så send en mail til info@optimalpension.dk, så vender vi tilbage med yderligere detaljer.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest