

Markedskommentar August: Investorvenlige centralbanker og lavere omkostninger!

August måned blev en fornuftig og mindre begivenhedsrig måned domineret af mindre aktiestigninger pga. gode regnskaber, en tålmodig amerikansk centralbank og flotte arbejdsmarkedsrapporter fra USA. Efter Brexit er selv britiske nøgletal begyndt at vise positive tegn. Vores afdelinger gav et afkast ml. +0,5 % til +0,7 % i måneden.

Markedet er ved at varme op til en amerikansk rentestigning. Spørgsmålet er blot om den kommer i september eller december. Nøgletallene for arbejds- og boligmarkedet samt forbruget retfærdiggør allerede en snarlig rentestigning, mens den lave inflation og præsidentvalget nok gør, at den først kommer i december. Aktiemarkederne er klar til en rentestigning velvidende, at FED går tålmodigt og behersket til værks for ikke at true den økonomiske vækst og den tiltagende stabilitet på aktiemarkederne.

Aktiemarkederne er stadig understøttet af store kontantbeholdninger. Der er så mange ledige milliarder i kontanter, at de er med til at understøtte og stabilisere de globale markeder og blot venter på at komme i spil.

Vi har sammen med vores administrator og bestyrelse godkendt og vedtaget lavere emissions- og indløsningsomkostninger i vores afdelinger, så de fremadrettet falder fra 0,3 % til 0,25 %. Så Danmarks billigste balancerede investeringsforeninger bliver endnu billigere til glæde for kunderne!!

FED er blevet mere tilbageholdende

I den seneste måned har de amerikanske aktiemarkeder nået nye rekordniveauer efter at have været under pres siden sommeren 2015. Det er højst sandsynligt de manglende renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank, der er årsagen.

Ved årets start forventede markederne, at FED ville hæve renten fem gange i løbet af de næste to år, og de frygtede konsekvenserne. I dag forventer de kun en ændring i 2016 og kun en rentestigning til næste år, og så ser vækstudsigterne bedre ud. Mange investorer frygter imidlertid, at det kun er en stakket frist. Derfor er det vigtigt at forstå, hvorfor FED ikke har hævet renten. Venter de bare på at gå tilbage til deres gamle plan igen ved første lejlighed, eller har de virkelig ændret mening?

Det ser ud til, at FEDs pengepolitiske komité FOMC over de seneste tre-fire år har foretaget en fundamental revurdering af flere langsigtede økonomiske parametre, som kan føre til en betydeligt langsommere rentestigning, selv hvis væksten fortsætter.

Deres vurdering af den "normale" rente er faldet med mere end 1 pct. Det betyder, at renten allerede er tættere på normal, end de troede før, og derfor haster det ikke med at hæve den. Samtidig er deres vurdering af den normale ledighed faldet fra over 6 pct. til under 5 pct. Det betyder, at det vil tage længere tid, før et økonomisk opsving skaber løninflation. Endelig er deres vurdering af den normale vækstrate faldet, bl.a. på grund af svag produktivitet, og nogle medlemmer mener, at det skyldes, at væksten har været for svag til at skabe investeringer.

Den drivende kraft bag det ændrede syn er, at hverken vækst eller inflation har udviklet sig, som FOMC havde forventet. Indtil de forventede sammenhænge kommer tilbage, må de derfor gå ud fra, at deres model måske ikke virker. Med andre ord aner de ikke længere, hvad der foregår. Iagttagere mener derfor, at det vil tvinge FED til at føre en mere forsigtig politik, hvor de først hæver renten, når der er klare beviser for, at inflationen er på vej op, i stedet for at prøve at komme den i forkøbet.

Det betyder, at FED ikke vil slå autopiloten til igen, bare fordi usikkerheden har lagt sig efter brexit, eller aktiekurserne er steget lidt. Der skal betydeligt stærkere økonomiske beviser til, før de igen vil lægge låg på vækst og markeder, og derfor behøver investorerne ikke at være så bange lige nu.

FEDs holdningsændring åbner for stærkere global vækst.

Centralbankerne smadrer renterne

De lempelige pengepolitiske tiltag i Eurozonen, Storbritannien og Japan, for at sætte gang i væksten, har sendt renterne syddover med en voldsom styrke til glæde for boligejeres og virksomheder lånemuligheder. For øjeblikket er det til tider svært for centralbankerne at finde udbud af obligationer, der matcher deres behov for opkøb. Det har skabt kunstige lave lange renter, der ikke længere er i overensstemmelse med de økonomiske nøgletal.



Note: Udviklingen i den 10 årige britiske rente (rød graf), tyske rente (blå graf) og japanske rente (grøn graf) i 2016.

Vi er naturligvis meget opmærksomme på denne udvikling i vores afdelinger. Vi har pt. en historisk lav rentefølsom, så de er robuste, når renterne igen stiger. Derudover har vi højrenteobligationer og Emerging Markets obligationer, der bliver positiv påvirket af øget økonomisk vækst.

Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne steg i prissætning i august. 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 20,33 mod 20,03 i slutningen af juli, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,33	0,31
Nordamerika:	23,13	0,36
Europa	20,87	0,10
Pacific:	15,98	0,71
Emerging Markets	14,76	0,34
Danmark	28,76	-2,09

Skemaet viser moderat fremgang i prissætningen i forhold til den aktuelle indtjening på nær i Danmark. Her har Novos nedtur gjort prissætningen mere menneskelig. En indtjeningskrone koster stadig mest i hhv. Danmark og Nordamerika, mens investorerne forlanger en risikopræmie for at købe Pacific og Emerging Markets. En indtjeningskrone koster pt. 41 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er et stort fald fra 54 % i sidste måned. Dermed er merprisen for danske aktier faldet noget tilbage, men de afspejler stadig store forventninger til de danske selskaber.

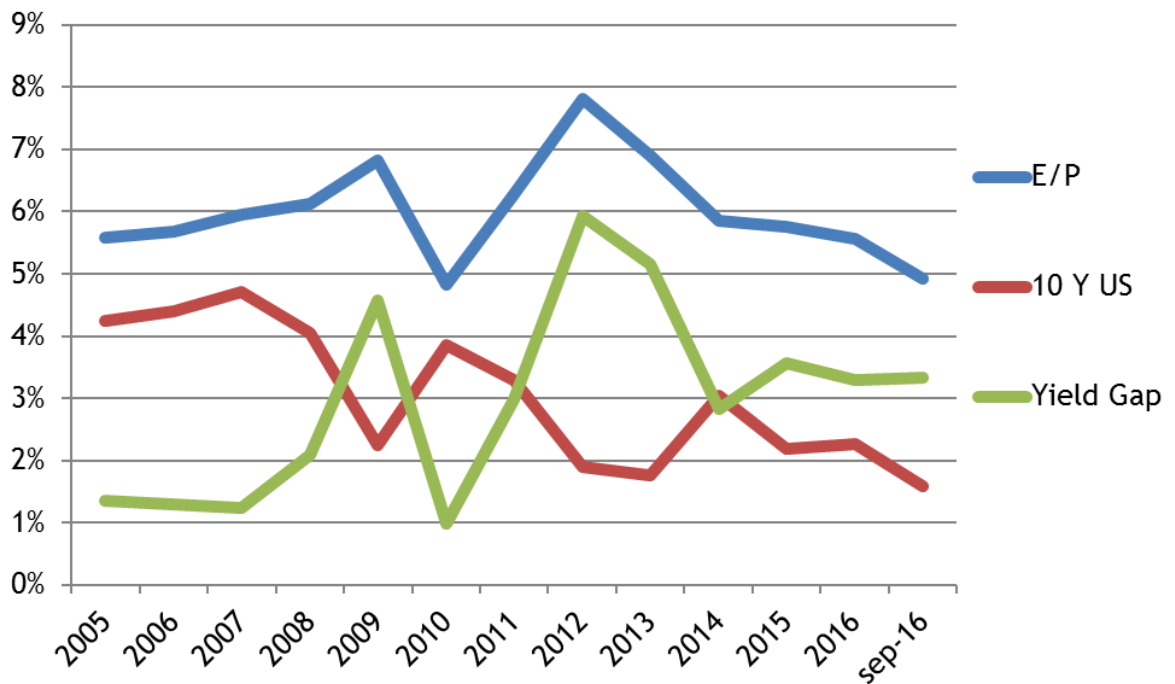
Vi tror fremadrettet, at investorerne vil betale mere for en indtjeningskrone end historisk set, da obligationer, der er det naturlige alternativ, giver en historisk lav rente.

Spændende bliver det også at følge europæiske aktier. Kommer de endelig i gang? De 50 største aktier fra Eurozonen har givet et afkast, der er 113 % lavere end danske aktier (C20 Capped) de seneste 4 år og 8 måneder.



Note: Prisudviklingen i danske aktier (rød graf) og eurozonen aktier (grøn graf) siden 2012.

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 august blevet lidt dyrere relativt til obligationer pga. aktiekursstigninger, og dermed mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 3,55 til 3,34%, og er dermed uforandret på året (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 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:	August	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	0,2%	3,5%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	0,7%	-4,7%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	0,5%	0,2%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	1,4%	10,7%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	0,1%	1,9%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%	-20,3%
Ejendomme Europa ex. UK	0,2%	11,2%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%	-12,4%
Erhv. obligationer, dollar:	0,5%	8,7%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhv. obligationer, euro:	0,3%	5,8%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhv.obl., High Yield euro:	1,4%	6,4%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobl., euro:	0,2%	3,3%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	-0,5%	7,8%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	-0,4%	5,7%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	2,4%	7,2%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obl.	0,2%	10,5%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,3%	4,5%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	August	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	0,2%	-2,2%	10,3%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	-0,9%	12,4%	9,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-0,9%	-15,6%	6,0%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Som det fremgår af skemaerne, har der kun været begrænsede bevægelser i de enkelte aktivklasser i august.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. De vedvarende historisk lave renteniveauer gør derfor, at vi for en sikkerheds skyld bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark, så vi er mere robuste ved evt. 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.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest