

Markedskommentar juni: Centralbankerne dikterer stadig markedets udvikling

Juni måned blev igen en god måned for både aktier og obligationer med afkast på 0,4 % - 0,8 % i vores 3 afdelinger. Efter et sløjt 1. kvartal i USA, pga. en meget hård vinter, er der igen kommet gang i vækst og beskæftigelsen. Kina, Japan og specielt Storbritannien viser også lovende takter, mens Europa er en smule ramt af uroen i Ukraine. Den europæiske centralbank kæmper med den lave inflation og valgte at sætte renten yderligere ned samtidig med, at de forbereder yderligere tiltag, hvis inflationen, der p.t. er på beskedne 0,5 %, ikke start stiger. Generelt har vi stadig en situation, hvor centralbankerne rundt omkring i verden vil være meget tålmodige med rentestigninger, for at understøtte opsvinget, så længe inflationen er lav og under kontrol!

Renterne i Europa er uhyggeligt lave. Renten på en 5 årig statsobligation i Tyskland er under 0,4 %. Vi har derfor valgt at undervægte europæiske obligationer og overvægte konverterbare danske realkreditobligationer med høj rente og lav rentefølsom.

Med et halvårsafkast på mellem 5,8 % – 5,9 % i alle afdelinger er man som investor blevet belønnet stor set ens uafhængig af risikoniveau. Med en inflation så lav som 0,5 %, er realafkastet meget højt, og det øger købekraften. Fremadrettet forventer vi pga. de lave renter, at en øget risiko giver højere afkast, hvorved Optimal Livscyklus 2030-40 forventes at give det højeste afkast i 2. halvår af 2014.

ECB indfører negative renter

ECB indfører historiske negative renter og en ny lånepakke til de europæiske banker. Samlet skal det afhjæpe deflation og sætte skub i væksten i eurozonen. Den europæiske centralbank vil sende mere likviditet ud i det europæiske system gennem en ny omgang lån, det såkaldte LTRO-program.

Bankerne i eurozonen vil kunne låne penge hos ECB i op til 4 år. Hidtil har de kunnet låne i 3 måneder ad gangen. Det er en manøvre, som ECB vurderer, kan sende op til 400 mia. nye euro ud i det finansielle system.

ECB's lempelig pengepolitik vil virke i længere tid, og det vil øge investeringer og forbrug. Oveni lånepakken vil ECB også købe banklån direkte i markedet, forklarer Mario Draghi, der samtidig lufter ideen om at trykke nye penge og købe statsobligationer på samme måde, som både den amerikanske, japanske og britiske centralbank har gjort de seneste år.

IMF opfordrer ECB til at indlede et stort aktivopkøbsprogram. Det vil booste tilliden, forbedre balancer hos virksomheder og forbrugere og stimulere bankudlån.

Intet nyt fra FED

Renten i den amerikanske centralbank har som reaktion på finanskrisen ligget på 0,25 pct. siden udgangen af 2008. Og forventningen i markedet er, at den vil blive her indtil næste år. Yellen varsler lave renter "i en længere periode". Arbejdsmarkedet har det godt nok bedre, men med meldingen om, at vækst og inflation stadig ikke er, hvor centralbanken sigter, er budskabet fra Yellen, at centralbanken vil holde renten på et lavt niveau "i længere tid" efter opkøbsprogrammets afvikling.

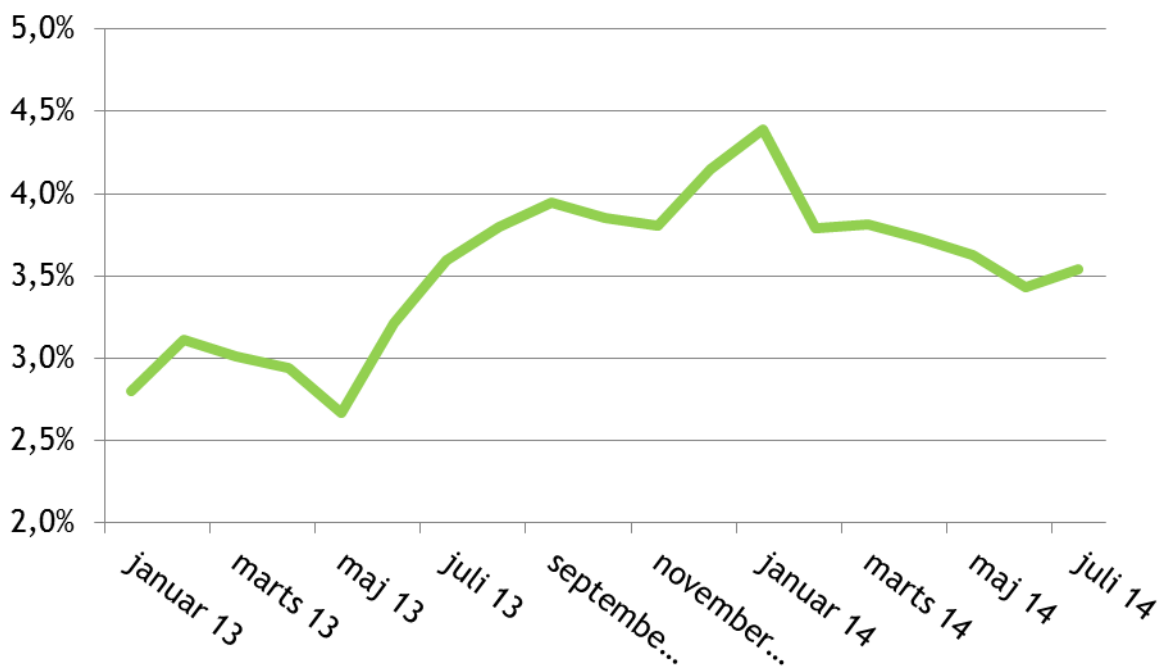
Med endnu 10 mia. dollar skåret af de månedlige opkøb, kan programmet meget vel være historie om tre måneders tid.

Efter torsdagens stærke arbejdsmarkedsrapport forventer markedet den første rentestigning i juni 2015.

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 implicite forwardrente). Den bruger vi bl.a. til at vurdere, om vi skal købe obligationer med kortere eller længere løbetid.



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

Den aktuelle 5 årige rente i USA er 1,53 % og forventes altså at stige til ca. 3,5 % over de næste 5 år. Markedet forventer altså, at den 5 årige rente stiger med ca. 2 % over de næste 5 år. Både det aktuelle niveau og forventningen til renteutviklingen virker fair givet den nuværende information, hvorved vi har en neutral vægt på rentefølsomheden i USA.

I Europa (Tyskland) er det aktuelle 5 årige renteniveau 0,35 %, mens den 5 årige forwardrente er 2,15 %. 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.

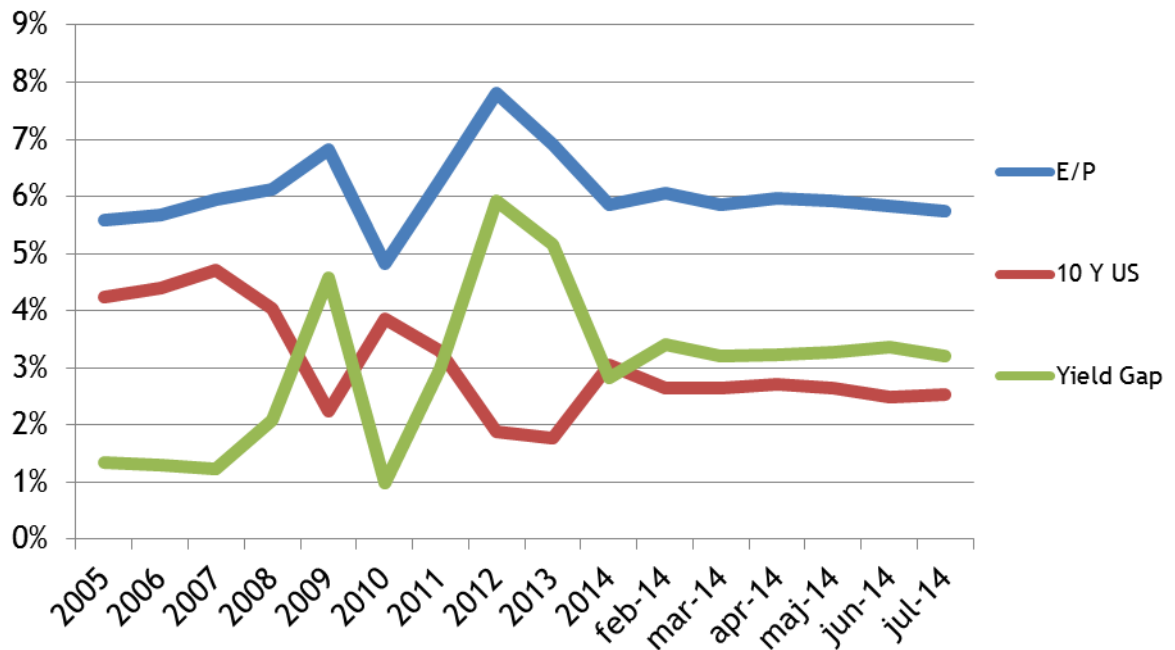
Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne fortsætter med at stige i pris. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 17,41 mod 17,14 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:	17,41	0,27
Nordamerika:	19,25	0,44
Europa	17,59	-0,09
Pacific:	15,47	0,29
Emerging Markets	12,90	0,36
Danmark	22,32	1,04

Europæiske aktier er faldet lidt i relativ prissætning, mens verdens dyreste aktier, de danske, fortsætter himmelflugten. 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 3,20 %. 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.

Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Den gode performance af både aktier og obligationer i 2014 afspejler sig ved, at afdelingerne har givet stort set det samme afkast. Den stærkere engelske økonomi understøtter Pundets værdi.

Alle aktivklasser har bidraget positivt med amerikanske aktier i front og europæiske højrente obligationer i bund.

Når man ser på prissætningen af aktier, kan vi ikke forvente afkast som de seneste 5 år. Mindre kan også gøre det, når vi ser på det aktuelle rente- og inflationsniveau. Derfor er et godt udgangspunkt at holde omkostningerne nede!

P/E tallene bekræfter, hvad mange aktieanalytikere forventer, at de gode afkast bør komme fra Emerging Markets og Japan.

Med udsigten til stigende officielle renter i bl.a. USA og Storbritannien og yderligere pengepolitiske tiltag i Europa, må vi alt andet lige forvente en svækket Euro og dansk krone kurs.

Vi forventer at lancere nye hjemmesider i løbet af sommeren, så de også kan læses på smartphones!

Vores 2 investormøder i København har indtil videre været en stor succes. Vi er i Odense d. 3/9 og forventer snart at kunne melde noget ud om Jylland.

God sommer til alle!

Karsten Hannibal,
Partner i Optimal Invest