

## **Markedskommentar april: Stigende vækst- og inflationsforventninger i Europa!**

Efter 14 mdr. med stigninger kunne vi i april notere mindre fald på 0,4 % - 0,6 %. Den øgede optimisme i Europa resulterede i en stærkere euro og stigende renter. Regnskabssæsonen i USA er startet med overvejende positive overraskelser.

De finansielle markeder har en stærk tiltro til den europæiske centralbankchef Mario Draghi. Det forventes, at ECBs opkøbsprogram sætter gang i en øget vækst og inflation i Eurozonen. Deflationsspøgelset og stagnationen er blevet udskiftet af bedre nøgletal og tillidsindikatorer, så Europa forhåbentligt snart igen kan fremvise vækstrater på over 1,5-2 % og en inflation i underkanten af 2 %, der er ECBs målsætning. Dette vil være med til at understøtte de europæiske aktiemarkeder.

Stigende renter er gode nyheder for vores afdelinger. Det øger det forventede afkast på sigt, da vi kan placere pengene til en højere rente. Derudover har vi aktuel en lavere rentefølsomhed i afdelingerne, hvorved de bliver mindre ramt af rentestigningerne.

Den stigende oliepris er med til at øge inflationsforventningerne og dermed rentestigningerne. Renterne er stadig historisk lave, så vi fortsætter fremadrettet med at have en lavere rentefølsomhed end benchmark.

Euroen er steget med 4 % i forhold til dollaren i april måned efter en lang række måneder med fald. Vi bibeholder en undervægt af dollar i forhold til euro sammenholdt med benchmark, men øger dollarandelen en smule i takt med dollarfaldet.

Grækenland spøger stadig en smule i kulissen, men landets indflydelse på de finansielle markeder er aftaget i styrke.

Vi nærmer os den første rentestigning fra USA, hvorved vi må forvente øget udsving.

## Vending på vej i Europa

De europæiske obligationsrenter er igen begyndt at stige som en resultat af stigende vækst og inflationsforventninger.

Den europæiske fremstillingsindustri har for første gang i otte måneder været i stand til at hæve sine salgspriser. Det påvirker obligationsmarkedet og dermed renterne, hvis rekordlave niveauer længe har været et billede på europæisk stagnation.

Med andre ord er der gang i en ændring i det europæiske rentebillede. Deflationsfaren i eurozonen er foreløbig drevet over, og der er generelle tegn på vækst i hovedparten af de 19 lande, og mængden af negative renter er langsomt ved at trække sig tilbage.

Nedenfor ses udviklingen i EURUSD kursen (blå graf) og den 10 årige statsrente i Tyskland (grøn graf) fra starten af 2014.



*Note: Indekseret kursudvikling for EURUSD (blå linie) og 10 årige tyske renter (grøn linie). Kilde SIX Edge.*

Udsving i renter og euro er med til at øge forudsætningerne for, at vi kan generere et merafkast via vores løbende porteføljepleje.

## Fine regnskaber fra USA

Den amerikanske regnskabssæson er fuld gang, og over 200 selskaber i det store S&P 500 aktieindeks har aflagt regnskab. Starten har været god med stigninger på ca. 5 pct. i overskud i forhold til året før, hvilket er bedre end forventet. Tallene er specielt imponerende set i lyset af en oliesektor, der er hårdt ramt.

Af regnskaberne fremgår det, at de eksportorienterede selskaber næsten alle er ramt af den høje dollarkurs. Men de amerikanske virksomheder er gang på gang i stand til at øge lønsomheden.

## Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er steget en anelse i prissætning igen i april bl.a. pga. forventning om øget indtjening, men de fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,72 mod 18,50 i slutningen af marts. Dermed handler aktierne stadig over det historiske P/E niveau på ca. 16,7 bl.a. pga. de lave renter og forventning om øget indtjening i virksomhederne. Når renterne er lave, er investorerne villige til at betale mere pr. indtjeningskrone, da obligationer er et alternativ til aktier. Tabellen på næste side giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

<b>P/E:</b>	<b>Februar</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	18,72	0,22
Nordamerika:	20,00	0,11
Europa	19,29	-0,18
Pacific:	17,17	0,63
Emerging Markets	14,64	0,92
Danmark	28,44	0,46

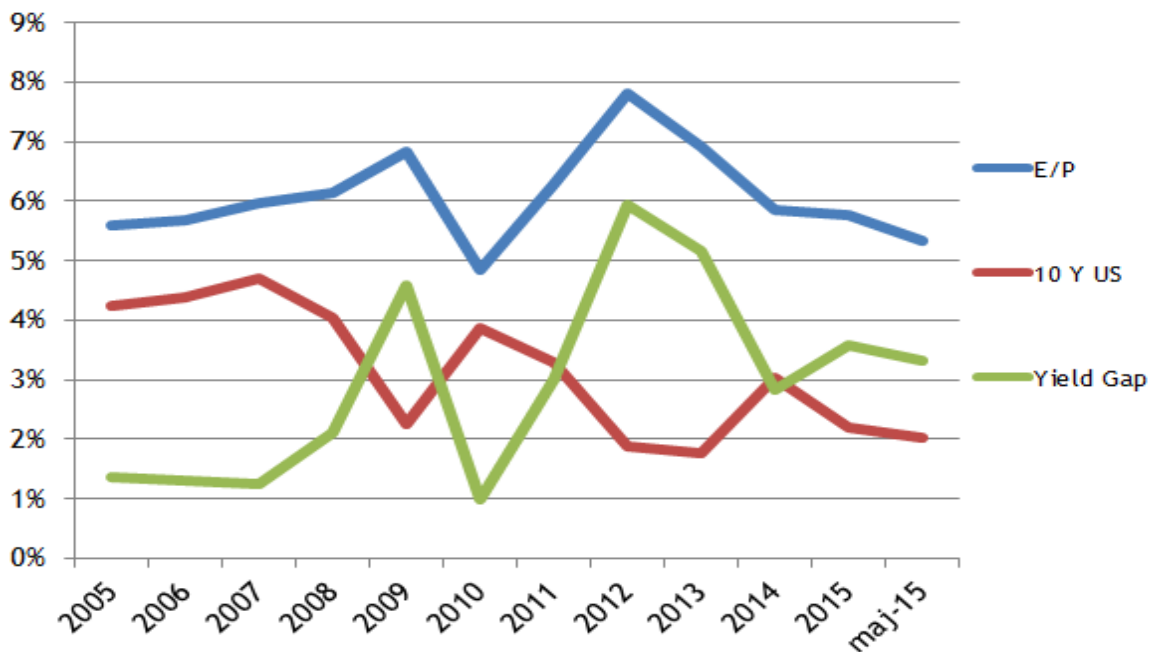
Skemaet viser, at prissætningen af specielt aktier fra Pacific og Emerging Markets, der begge er relativt billigt prisfastsat, er steget mest. Danske aktier er stadig verdens dyreste, som Børsen skrev om mandag d. 4/5. Forventningerne til den fremtidige indtjening er tårnhøje.

Aktier fra Eurozonen (grøn linie) har stadig et kursmæssigt efterslæb på over 50 % i forhold til amerikanske aktier (blå linie) og over 75 % i forhold til danske aktier (rød linie) i de 4 år og 7 mdr. Optimal Invest har været i gang (se figur nedenfor). Europæiske og danske aktier har haft en forrygende start på 2015, mens amerikanske aktier (målt i USD) er tæt på uforandret.



*Note: Indekseret kursudvikling for amerikanske aktier (blå linie), danske aktier (rød linie) og Eurozone aktier (grøn linie) alle ekskl. udbytter. Kilde SIX Edge.*

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 nedenstående graf), er de globale aktier i april blevet en dyrere relativt til obligationer, og dermed mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 3,48 % til 3,31 % (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 % er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	April	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	-3,1%	10,2%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	0,0%	17,0%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-0,8%	22,0%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	2,8%	19,8%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	-5,7%	9,9%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	-0,7%	0,9%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	0,0%	2,4%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	-0,4%	1,1%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	-3,4%	7,4%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	-1,5%	3,0%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	-2,4%	9,6%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	-1,4%	7,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,4%	0,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

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

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

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Både aktier og obligationer i dollar blev ramt af dollarfaldet på 4,2 % i april. Emerging Markets aktier klarede sig godt bl.a. pga. stigninger i Kina. Generelt har eurostyrkelsen gjort det svært for ikke euro-aktiver.

På de nuværende renteniveauer bibeholder vi en lavere rentefølsomhed, hvorved vores afdelinger vil være mere robuste over for evt. rentestigninger. Derudover har vi stadig en højere andel af euro og danske kroner ift. dollar.

På næste siden ses kursudviklingen for vores ældste afdeling Optimal VerdensIndex. Som det fremgår, er det naturligt med udsving fra tid til anden. Det afgørende som investor er, at man har valgt en investering, der passer til ens tidshorisont og risikoprofil.



*Note: Kursudviklingen i Optimal VerdensIndex siden børsnoteringen 15/10-2010. Data fra SIX Edge.*

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal,  
Partner i Optimal Invest