

Markedskommentar oktober: Super Mario, robuste nøgletal og gode regnskaber løfter aktiestemningen!

Aktierne gjorde et meget flot comeback i oktober måned. En kombination af udsigten til yderligere stimuli fra ECB, hvis det er nødvendigt, robuste nøgletal fra USA, Europa og Kina, overvejende flotte regnskaber og stabile råvarepriser, gav aktierne et tiltrængt løft. Vores afdelinger har givet mellem 3,3 % og 6,5 % i afkast i oktober.

Regnskabssæsonen er i fuld gang og nærmer sig afslutningen. I USA har $\frac{3}{4}$ overgået analytikernes forventninger til indtjeningen. Derudover har $\frac{3}{4}$ af de amerikanske selskaber øget deres indtjening i forhold til 3. kvartal sidste år, hvilket er imponerende den stærke dollar taget i betragtning.

Den amerikanske centralbank er stadig på hold i forhold til en rentestigning. Men centralbanken er ikke længere bekymret for udviklingen i resten af verden, hvorved en rentestigning i december eller januar må forventes. Centralbanken vil gå afdæmpet til værks og lade renteutviklingen afhænge af de økonomiske nøgletal. En rentestigning vil være et stærkt signal til markederne om en god og holdbar økonomisk udvikling i USA.

Der skal mere end en voldsom VW krise til at påvirke den tyske økonomi. Nøgletallene udviser stor robusthed og lover godt for fremtiden.

De vedvarende lave renter har vanskeliggjort vores investeringsråderum hvad angår obligationer, da hverken stats-, flex- eller virksomhedsobligationer giver et fornuftigt forventet afkast i forhold til risikoen. Derfor har vi besluttet at investere i mindre omfang i ejendomme for at aktivere den relativt store kontantbeholdning.

De vedvarende historisk lave renter gør, at vi bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt.

ECB overvejer yderlige stimuli

ECB vil genoverveje graden af stimuli i december. Derudover slår centralbankchefen Mario Draghi fast, at det nuværende opkøbsprogram på op til 60 mia. euro om måneden vil fortsætte indtil september 2016 eller længere, hvis det bliver nødvendigt. Under alle omstændigheder vil de pengepolitiske stimuli fortsætte, indtil inflationen i eurozonen kommer op "under, men tæt på" 2 pct., der er centralbankens målsætning. Draghi fastslår, at Styrelsesrådet i ECB har taget ladegreb på geværet, hvis flere stimuli skulle blive nødvendige. Ud over snakken om eventuelle yderligere stimuli diskuterede ECB's Styrelsesråd også en yderligere sænkning af de ledende renter i banken på deres månedlige møde. Dette var udmeldinger som aktiemarkedet tog meget godt imod, da det øger optimismen og de økonomiske udsigter for Eurozonen.

En af de helt store udfordringer for ECB er fortsat uhyggeligt lave inflationsrater, der i de seneste måneder har været vendt til decideret deflation. En væsentlig del af de faldende priser er de fortsat meget lave oliepriser. Det er ECB's forventning, at inflationen i eurolandene vil forblive lav på kort sigt, mens priserne igen ventes at begynde at stige omkring årsskiftet. I 2016 og 2017 vil den bevægelse fortsætte og forstærkes, lyder forventningen.

Tyskland klarer sig igennem kriserne

Fabrikkerne i Tyskland ser ud til at køre stabilt derudad. Økonomiske analytikere har ellers frygtet, at Europas økonomiske motor er blevet ramt af VW-skandalen med fusk med dieselmotorer, af den store strøm af migranter og flygtninge, der kommer til Tyskland, og så også af problemerne med at holde vækstdampen oppe i Kina.

Nøgletallene for erhvervstilliden er fortsat robuste og gode. De tyske virksomheder er fortsat overvejende optimister i forhold til fremtiden. De tyske virksomheder er overbeviste om, at økonomien vil komme op i fart igen.

Erhvervstilliden i Kina peger mod mere stabilitet

De kinesiske indkøbschefers tillid viste sig for oktober at være en del bedre end ventet. De seneste nøgletal peger formentligt mod mere stabilitet i Kina. Det er højst sandsynligt et resultat af den aggressive politik fra Beijing i de seneste måneder og en del støtte fra det forbedrede boligmarked. Den kinesiske regering har over det seneste år sænket renterne seks gange med i alt hele 1,65%. Flere boligsalg i Kina, hvor priserne på boliger i de større byer er ved at genfinde tidligere niveauer, bidrager også positivt til en stabilisering.

Derudover tillader Kina nu 2 børn i stedet for den hidtidige 1-barns politik, og de har reduceret kapitalkravene til bankerne. Det trækker også økonomien i den rigtige retning. Der kan som i Europa forventes yderlige stimuli, hvis de nuværende ikke er tilstrækkelige til at skabe den ønske vækst på ca. 6,5 % årligt.

Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er igen på vej op i prissætning. De fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,19 mod 16,98 i slutningen af september. Tabellen nedenfor giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Februar	Ændring
Globalt:	18,19	1,21
Nordamerika:	20,39	1,33
Europa	18,16	1,26
Pacific:	15,35	1,27
Emerging Markets	13,03	0,67
Danmark	22,49	0,33

Skemaet viser, at alle aktier er steget i relativ prissætning i forhold til deres indtjening, og at danske aktier i oktober har givet lidt efter på den ellers utroligt gode performance i 2015. En indtjeningskrone koster pt. 24 % mere i Danmark end i globale aktier mod 30 % i sidste måned. Vi har en stor tiltro til, at europæiske aktier fremadrettet vil klarer sig godt både indtjenings- og kursmæssigt, og dermed indhente noget af det kursefterslæb på ca. 60-70 % i forhold til danske og amerikanske aktier, som de har opbygget over de seneste 5 år.

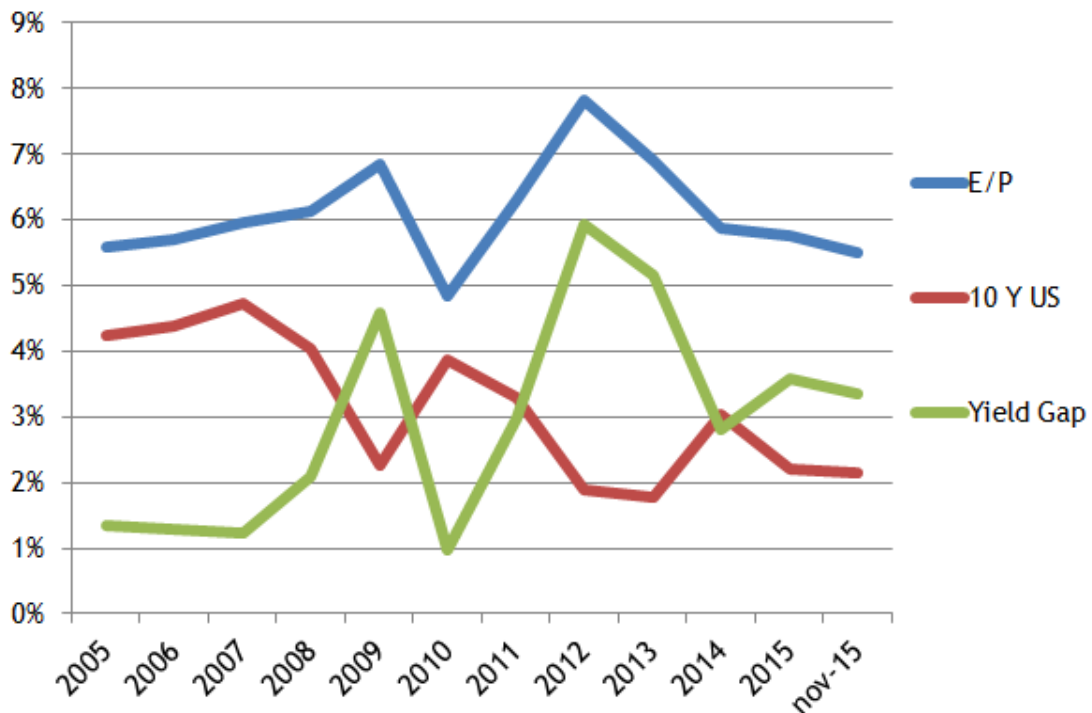
Der er kommet mere ro på de finansielle markeder. Det vidner udviklingen i frygtens indeks (VIX volatilitet) også om (se nedenfor).



Note: Udviklingen i frygtens indeks (VIX volatilitet) i 2015. Kilde SIX-Edge

Det betyder, at vi over de næste 3-6 mdr. godt kan forvente, at aktierne stiger yderligere i prissætning op til ca. 20, som vil være fair givet det aktuelle renteniveau, hvilke vil indebærer, at de stiger ca. 10 % i kurs ved det nuværende indtjeningsniveau. Stabile eller stigende råvarepriser vil alt andet lige være afgørende for udviklingen.

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 oktober blevet noget dyrere relativt til obligationer, og dermed lidt mindre attraktive, da forskellen er faldet 3,85% til 3,36%.



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

Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Okt.	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	10,8%	12,2%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	8,5%	12,7%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	9,5%	13,9%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	8,0%	-0,8%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	2,3%	22,4%	19,8%	34,4%	24,5%	-19,9%
Erhvervsobligationer, dollar:	1,8%	9,8%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	1,7%	-0,4%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	3,6%	1,7%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,2%	0,6%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	1,1%	8,3%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	1,0%	2,2%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	2,0%	8,3%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	5,9%	-2,5%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,6%	-0,4%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

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

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Som det fremgår af skemaerne var der positive takter i alle aktivklasser. Specielt aktierne havde en forrygende måned, hvor danske aktier dog haltede lidt efter.

På det nuværende lave renteniveau er stats-, flex- og virksomhedsobligationer ikke attraktive målt på forventet afkast i forhold til risiko. Derfor har vi over de seneste 3-6 mdr. haft en større kontantbeholdning (til 0% i rente) end normalt. Det er ikke en udvikling, der ser ud til at ændres inden for den nærmeste fremtid. Dette er ikke en holdbar situation.

Derfor har vi besluttet at inkludere en mindre andel af europæiske ejendomsinvesteringer uden for Storbritannien i de 3 afdelinger i stedet for obligationer. I Optimal Stabil vil ejendomsinvesteringer udgøre 3 %, mens de vil udgøre 5 % i de 2 andre afdelinger. Investeringerne i ejendomme vil igen foregå via risikospredte og likvide indeksforeninger. Afdelingerne vil fremadrettet være endnu mere risikospredte, og det vil kun øge risikoen marginalt. Det forventede årlige afkast i afdelingerne vil øges med ca. 0,25 % - 0,5 %. Ejendomsinvesteringerne vil implementeres over de næste 3-4 mdr.

På de nuværende renteniveauer bibeholder vi, som tidligere nævnt, 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.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest