

Markedskommentar oktober: Usikkerhed om USA's præsidentvalg!

Oktober måned blev præget af stigende renter og en styrket dollar pga. en øget sandsynlighed for en rentestigning i USA og fornuftige nøgletal og tillidsindikatorer. Vores afdelinger gav et afkast ml. -0,4 % til -0,3 % i måneden.

Det store tema i markedet er naturligvis det amerikanske præsidentvalg. Her er det sikre kort Hillary Clinton i forhold til en sund og fornuftig udvikling på aktiemarkedet, mens Donald Trump alt andet lige vil resultere i øget usikkerhed i hvert fald på den korte bane pga. udsigten til handelsbarrierer og øget politisk risiko mv. Hillary havde oparbejdet et stort forspring efter de 3 TV dueller, men det forspring er begyndt at smuldre efter nye oplysninger fra FBI om hendes private e-mail sag. Det har aktierne ikke taget godt imod hen mod slutningen af måneden og i starten af november. Pga. det amerikanske valgsystem med valgmænd i enkelte stater, er Hillary dog stadig favorit til at vinde præsidentembedet. Men belært af de seneste erfaringer fra Brexit, har en hel del investorer valgt at gå kontant, og det har også været med til at ligge et nedadgående pres på aktiemarkedet.

Regnskabssæsonen har indtil videre været god i USA. 3 ud af 4 virksomheder har overrasket positivt, og man har set den første stigning i indtjeningen i 6 kvartaler. Det er som om, at den negative indvirkning af den stærke dollar så småt er ved at miste sit greb om de amerikanske virksomheder.

Der har været store fald på det danske aktiemarked (KAX indekset, hvor Novo vejer 30 %), der er faldet med 8 % i år og fortsat falder, mens disse linjer skrives. I en rapport fra Jesper Rangvid er det kommet fra, at 3 ud af 4 af de danske investorer kun investerer i danske aktier og, at risikospredningen er skræmmende lav nemlig 2 aktier. Så mange investorer ignorerer helt risikospredning efter jubelårene i 2012-15 for danske aktier.

Det har været dyrt i 2016. Heldigvis fylder danske aktier kun 3-6 % i vores afdelinger, og vi investerer efter C20 Capped indekset (hvor ingen aktie må veje mere end 20 %). Dette indeks er kun faldet 1 % i 2016.

Fornuftige udsigter for amerikansk økonomi

Den amerikanske økonomi holdt kadencen på et stabilt niveau mellem slut august og tidlig oktober, mens et "stramt" arbejdsmarked med spirende lønpres bidrog til et overvejende positivt udsyn for den amerikanske økonomi. Sådan er det seneste budskab fra Den Amerikanske Centralbank, FED. FED ser et beskedent eller moderat ekspansionstempo i amerikansk økonomi.

Det økonomiske udsyn fra de amerikanske virksomheder kalder FED for "overvejende positiv" og forventer en vækst, der fortsætter i et let til moderat tempo.

Det amerikanske arbejdsmarked "forblev stramt" med en beskedne beskæftigelsesfremgang og beskedne lønstigninger, fremgår det af FEDs seneste rapport Beige Book.

Beige Book bliver især brugt som en indikator for, hvordan Fed vælger at håndtere styringsrenten, og markedet hælder stadig til en renteforhøjelse til december.

Markedet og økonomien er med andre ord klar til en rentestigning, og det er kun evt. efterdønningerne af en Trump sejr med en potentiel forværring de økonomiske udsigter, der kan ændre dette.

ECB afventer den økonomiske udvikling

Markedsnervøsitet for neddrøsling af ECB's over to år gamle og historisk store pengeudpumpning er foreløbig ubegrundet. Først til december vil ECB-chefen Mario Draghi fortælle, hvor længe og i hvilket omfang de månedlige obligationsopkøb skal vare ved.

For nogle uger siden begyndte markedsrygterne et svirre med forlydender om såkaldt tapering, neddrøsling af opkøbene, hvilket en overgang skabte mindre nervøsitet og kursfald for både aktier og obligationer.

Men budskabet fra Draghi er blot, at en forlængelse af QE ikke var blevet diskuteret på det seneste rentemøde.

Mario Draghi understregede, at der ikke kommer ”en abrupt” afslutning på QE, og han sagde, at ”vi er fortsat forpligtiget til at fastholde en betydelig grad pengepolitisk støtte” og, at ”vi vil anvende alle instrumenter indenfor vores mandat”.

De fleste iagttagere venter, at det indebærer, at ECB på rentemødet til december vil fortælle, at man forlænger QE-programmet med mindst seks måneder. Den foreløbige slutdato er i marts 2017, men Draghi understreger også, at der er negative risici for væksten i eurozonen, bl.a. fordi den udenlandske efterspørgsel svigter, ligesom han ikke ser, at inflationen bevæger sig mod ECB's målsætning på ”tæt på, men lige under 2 pct.”.

Prissætning af aktier og obligationer

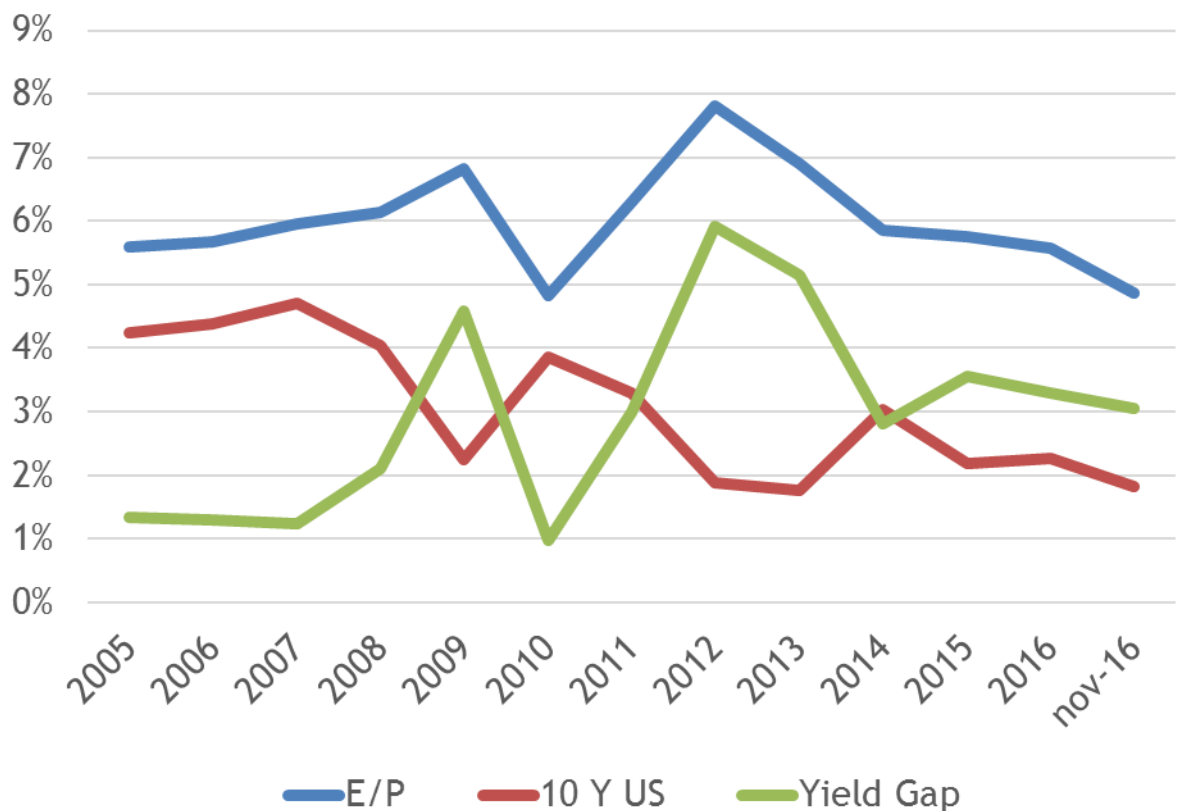
Aktierne var stort set uforandret i prissætning i oktober. De fremstår dog stadig billige i forhold til obligationer historisk set. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,53 mod 20,48 i slutningen af septemer, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,53	0,05
Nordamerika:	22,77	-0,51
Europa	22,42	1,07
Pacific:	16,48	0,46
Emerging Markets	14,94	0,16
Danmark	26,15	-1,12

Skemaet viser, at de 2 dyreste regioner Nordamerika og Danmark er faldet i pris, mens forventningen til den fremtidige indtjening i Europa er stigende. Den kommer også fra et lavt niveau efter finans- og gældskrisen. Vi har længe rystet på hoved over merprisen for danske aktier. En indtjeningskrone koster pt. 27 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er et stort fald fra 54 % fra 3 mdr. siden.

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

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 oktober blevet dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 3,05 % mod 3,29 % i slutningen af september, og er dermed aktier blevet dyrere relativt til obligationer i løbet af 2016 (faldende grøn linie).



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

Afkast:	Oktober	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	2,6%	-0,3%	10,3%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	-1,3%	12,6%	9,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-4,1%	-22,3%	6,0%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Som det fremgår af skemaerne, har de fleste obligationstyper givet et negativt afkast i oktober pga. den stigende rente. Emerging Markets aktiver er blevet understøttet af stabile råvaremarkeder. Europæiske ejendomme har haft en skidt måned, antageligt pga. de stigende renter.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Den seneste rentestigning får os ikke til at øge rentefølsomheden, da renterne stadig er historisk lave hvorved, at rentefølsomhed fortsat er lavere 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