

## **Markedskommentar november: Hysteriske kællinger, Trumponomics og Trumpflation!**

November blev måneden, hvor vi fik sat navn på den næste amerikanske præsident. Som ved Brexit afstemningen var meningsmålingerne ikke til at stole på, og bølgerne nåede hysteriske højder på markederne i timerne efter valget. Men i politik siger man som regel noget under valgkampen, som så ikke viser sig at holde stik, når man har fået magten. Trumps signalerede en blødere retorik i sin sejrstale, hvor han annoncerede store skattelettelser og infrastrukturprojekter, til gavn for økonomien, mens den uforsonlige retorik i forhold til protektionisme og handelsbarrierer blev nedtonet kraftigt. Resultater til primært stigende amerikanske aktier, en styrket dollar og stigende renter. Vores afdelinger gav et afkast ml. 0,2 % til 1,4 % i måneden.

Med flertal i begge kamre bliver det spændende at se, hvad Trump kan få gennemført af politik til gavn for økonomien og den amerikanske forbruger. Han ligger i hvert op til en ekspansiv finanspolitik, der minder om Reagans i 80'erne, og det plejer af være guf for aktiemarkedene.

Både Brexit afstemningen og det amerikanske præsidentvalg ses som øget populisme og et opgør med eliten. Det har givet en del politisk uro i Europa, hvor man frygter, at EU- og euroskeptiske partier skal vinde frem og måske rokke ved fundamentet for EU og eurosamarbejdet. 75 % af EU's befolkning skal til parlamentsvalg inden for de næste 12 mdr, og resultater heraf kan udstikke en ny og anderledes kurs for Europa. Vi får det første fingerpeg ved den italienske forfatningsafstemning i den kommende weekend.

Den politiske uro skygger for den positive økonomiske udvikling i Europa. Væksten er på vej frem og nøgletallene ser særdeles positive ud. Udviklingen bliver stadig understøttet af en lavere eurokurs, der giver øget konkurrenceevne, og lave oliepriser og renter.

En rentestigning i USA er en "done deal" og det bliver spændende at se den medfølgende pressemeddelelse efter centralbankmødet. En stor del af den fremtidige udvikling på de finansielle markeder vil blive afgjort af, hvorledes den amerikanske centralbank forholder sig til Trumps ekspansive finanspolitik, og hvorledes denne politik påvirker inflation og arbejdsløshed. Vi er af den overbevisning, at FED vil strække sig meget langt i forhold til ikke at kvæle den økonomiske vækst ved mange og hurtige rentestigninger, hvilket vil være understøttende for udviklingen på aktiemarkederne.

I Europa vil ECB forlænge deres opkøbsprogram, da de endnu ikke har nået deres målsætning om en inflation på tæt på men lige under 2 %.

Der er med andre ord stadig en hel del ubekendte på begge sider af Atlanten, hvorved en stor risikospredning er at foretrække.

## **Gang i verdensøkonomien**

Vigtigt er, at der lige nu er vækst i verdens tre vigtigste økonomiske områder - USA, Europa og Kina - på samme tid. Og det er første gang siden 2009. Det er en virkelig god nyhed, fordi et bredt funderet opsving er mere robust.

Dramatiske politiske begivenheder har forståeligt nok stjålet overskrifterne på det seneste. Men hverken Brexit eller Trumps valgsejr er de vigtigste ting, der sker i økonomien lige nu, vurderer flere eksperter. Det mest interessante er faktisk, at vi lige nu har stigende vækst på samme tid i de tre vigtigste områder.

2016 startede ellers lidt halvskidt, men i andet halvår peger væksten opad over det hele. USA's vækst har i et stykke tid været holdt tilbage af faldende investeringer i oliebranchen på grund af faldet i olieprisen, men det ser nu ud til at være stoppet, og den underliggende gode udvikling i økonomien er igen til at få øje på. Samtidig er væksten i Kina oppe i gear igen efter en svag start på året.

Brexit kan dog stadig på sigt udløse faldende investeringer og vækst i Europa. Og der er stadig usikkerhed om Trumps politik og Kinas opsving.

Det kan stadig blive alvorligt, men vi har igen set, at man skal passe på ikke at overvurdere, hvad den slags politiske begivenheder kan betyde her og nu. Hvis der kommer finansiell uro i større omfang, kan det ramme økonomien. Og Kinas opsving er lige nu drevet af byggeri og gæld.

Men her og nu ser det altså ganske godt ud!

## Prissætning af aktier og obligationer

Globale aktier er steget lidt i prissætning i november, da amerikanske aktier vægter 55 %. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,68 mod 20,53 i slutningen af oktober, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

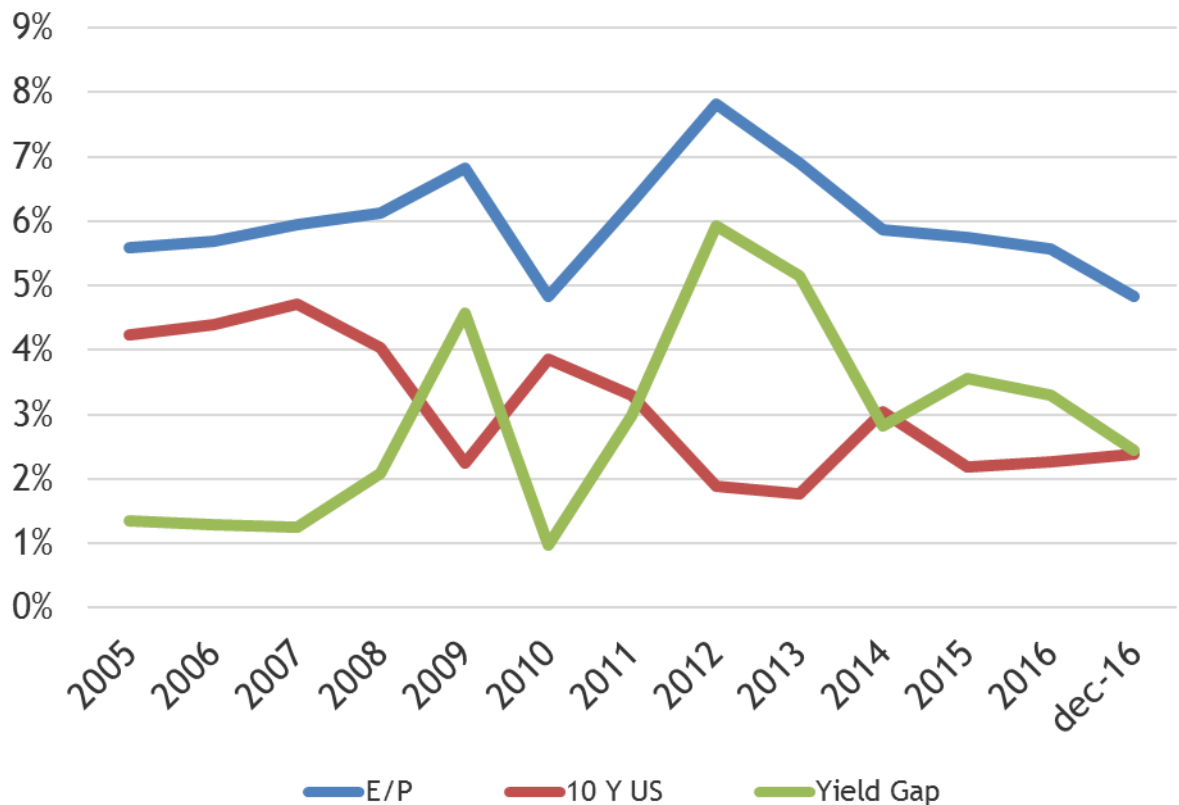
P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,68	0,15
Nordamerika:	22,98	0,22
Europa	22,12	-0,30
Pacific:	17,01	0,53
Emerging Markets	14,60	-0,34
Danmark	24,28	-1,87

Danske aktier har fortsat deres triste år. Novo har fået endnu en tur igennem vridemaskinen og er faldet over 40%. Men da indtjeningen ikke er faldet (det er kun forventningerne til fremtiden), er danske aktier blevet billigere målt pr. indtjeningskrone og nærmer sig nu den gennemsnitlige prissætning. Vi har som tidligere skrevet længe rystet på hoved over merprisen for danske aktier. En indtjeningskrone koster pt. nu kun 17 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er et voldsomt stort fald fra 54 % fra 4 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 lavere 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 på næste side), er

de globale aktier i oktober blevet dyrere i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 2,45 % mod 3,05 % i slutningen af oktober, og dermed er aktier blevet dyrere relativt til obligationer i løbet af 2016 (faldende grøn linie på næste side). Spændet nærmer sig det historiske niveau på ca. 2,1 %, hvorved specielt amerikanske obligationer fremstår mere attraktive i forhold til globale aktier end længe set.



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 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historisk perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Aktierne har klaret sig klart bedre end obligationerne i november. Amerikanske aktier har vundet både på optimismen omkring Trumps politik med store skattelettelser og infrastrukturprojekter til gavn for økonomien samtidig med, at dollaren er steget som følge af de afledte stigende inflations og renteforventninger. Emerging Markets aktiver er blevet hårdest ramt af den potentielle protektionisme via handelsbarrierer, mens ejendomme, hvis kurs typisk er et mix mellem rente- og vækstudviklingen, er blevet ramt af de stigende renter. De stigende renter giver os bedre muligheder for at levere højere afkast på sigt.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. Den seneste yderligere rentestigning får os dog 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 er meget dyr set på 10 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euroen skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden, f.eks. efter en evt. annoncering af en nedtrapning af ECBs opkøbsprogram.

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest