

Markedskommentar september: Præsidentvalg, afventende centralbanker og Deutsche Bank !

September måned blev en forholdsvis rolig måned med fokus på problemerne hos Deutsche Bank og afventende centralbanker i USA og Eurozonen. Nøgletallene ser stadig fornuftige ud, og der kæmpes med at få gang i den lave global vækst og inflation. Vores afdelinger gav et afkast ml. -0,4 % til -0,2 % i måneden.

Deutsche Bank fik stillet en bøde på 14 mia. dollar i udsigt af de amerikanske myndigheder for deres rolle i forbindelse med salg af realkreditobligationer i USA op til finanskrisens start. Bødens størrelse svarer stort set til selskabets markedsværdi, så det gav en del uro blandt de finansielle aktier, og har rejst en række spørgsmål om soliditeten i banksektoren. Senere er bødens størrelse blevet rygtet lavere, og det er et spørgsmål om ikke den tyske stat og den europæiske centralbank vil redde banken, hvis den kommer i yderligere problemer. Banken er systematisk vigtigt både på globalt, europæisk og national niveau.

Både den amerikanske og europæiske centralbank er indtil videre afventende. Hvor det var forventet i USA, var det overraskende, at ECB ikke havde yderligere tiltag med for at nå deres målsætning om en inflation tæt på men under 2 %. Begge afventer den økonomiske udvikling. En rentestigning i december i USA (efter det amerikanske valg) er indpriset i obligationskurserne. ECB har det med at blive ved indtil de forventer, at de kan opnå deres målsætning. Så en forlængelse af deres opkøbsprogram må forventes, baseret på vores nuværende viden om forventninger til vækst og inflation.

Det amerikanske valg i november tiltrækker sig naturligvis stor opmærksom. Det sikre valg for markederne er Clinton, mens Trumps politik er sværere at gennemskue. Den kan muligvis føre til øget protektionisme, som vil skade verdenshandlen og dermed væksten. De seneste meningsmålinger efter den første TV debat viser et 46/40 forspring til Clinton. Som med andre store begivenheder har markederne det med at være

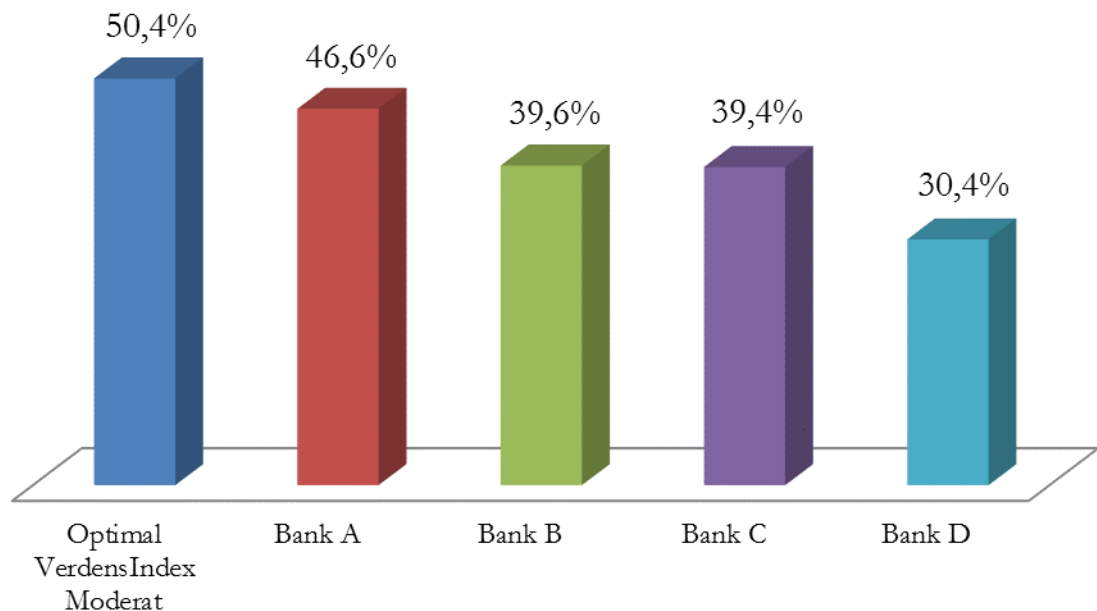
afventende op til selve valget. En afklaring er alt andet lige med til at sætte en positiv undertone på aktiemarkederne.

En produktionsreduktion hos OPEC har været understøttende for oliemarkedet. Den har sammen med den udskudte rentestigning fra USA givet medvind til aktiver fra Emerging Markets og Pacific.

Fra den hjemmelige andedam er Novos voldsomme nedtur naturligvis i fokus. Det vedvarende og tiltagende prispres i USA har fået aktien til at dykke med ca. 30 % i år. Derfor er merprisen på danske aktier i forhold til globale aktier målt på aktiepris i forhold til indtjening faldet fra 54 % til 34 % på 2 måneder.

6 år med stærk performance

Vores ældste investeringsforeningsafdeling har nu eksisteret i 6 år. Den har givet et merafkast på ca. 11,5 % i forhold til gennemsnittet af 4 af de store danske bankers sammenlignelige investeringsprodukter. Merafkastet er vel og mærke opnået uden danske aktier i porteføljen i jubelårene 2012-15, som alle bankerne har haft stor gevinst af. Resultatet vidner om de store fordelene, der er ved at investere med stor risikospredning til meget lave omkostninger (se næste side).



Note: Afkast efter omkostninger i perioden 30/9-2010 til 30/09-2016 sammenholdt med 4 af de største danske bankers investeringsprodukter med samme aktivfordeling. Kilde: InvesteringsFondsBranchen og bankernes hjemmesider.

Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne var stort set uforandret i prissætning i september. 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 20,48 mod 20,33 i slutningen af august, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

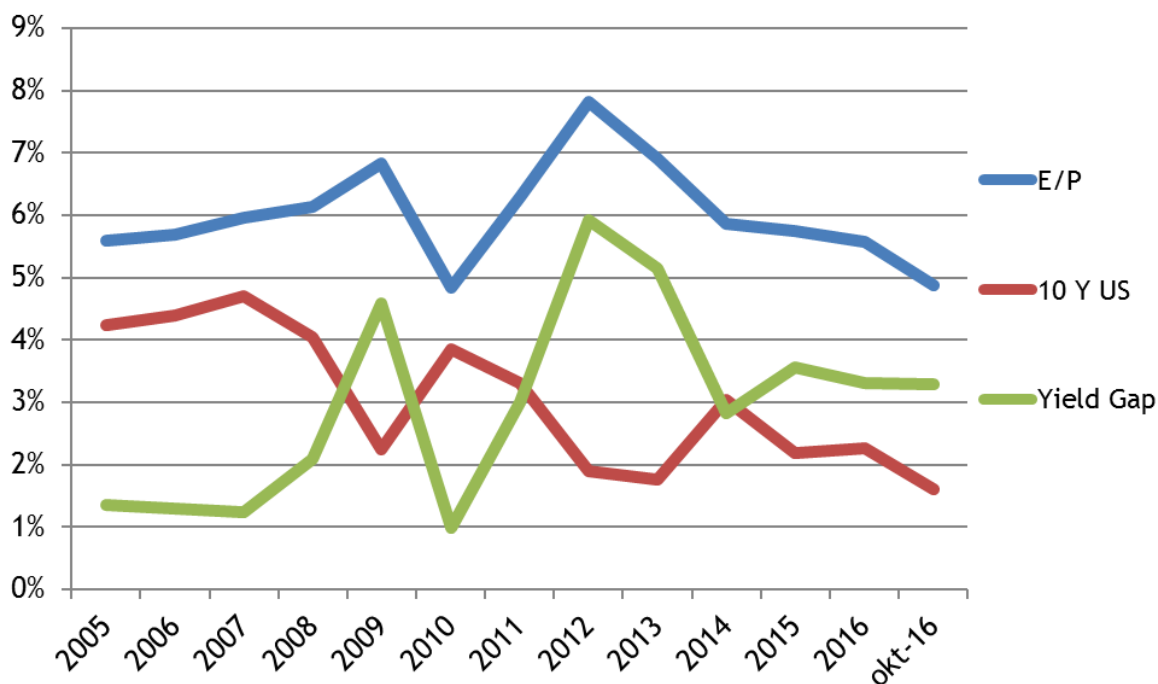
P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,48	0,15
Nordamerika:	23,28	0,15
Europa	21,35	0,48
Pacific:	16,02	0,04
Emerging Markets	14,76	0,02
Danmark	27,29	-1,47

Skemaet viser moderat fremgang i prissætningen i forhold til den aktuelle indtjening på nær i Danmark. Her har Novos vedvarende nedtur gjort prissætningen mere menneskelig. En indtjeningskrone koster stadig mest i hhv. Danmark og Nordamerika,

mens investorerne forlanger en risikopræmie for at købe Pacific og Emerging Markets. En indtjeningskrone koster pt. 34 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er et stort fald fra 41 % i sidste måned. Dermed er merprisen for danske aktier faldet meget tilbage de seneste 2 måneder, men de afspejler stadig store forventninger til de danske selskaber.

Vi tror fremadrettet stadig, at investorerne vil betale mere for en indtjeningskrone end historisk set, da obligationer, der er det naturlige alternativ, 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 september stort set uforandret i prissætning relativt til obligationer, da forskellen er 3,29 % mod 3,34 % i slutningen af august, og er dermed uforandret på året.



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

Afkast:	September	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	-0,8%	-3,0%	10,3%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	1,3%	13,5%	9,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-1,6%	-17,5%	6,0%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

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

Note: Historiske afkast *=Benchmark

Som det fremgår af skemaerne, har der kun været begrænsede bevægelser i de enkelte aktivklasser i september. Produktionsreduktion hos OPEC har sammen med den udskudte rentestigning fra USA givet medvind til aktiver fra Emerging Markets og Pacific. Danske aktier er blevet ramt af Novos nedtur.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. De vedvarende historisk lave renteniveauer gør derfor, at vi for en sikkerheds skyld bibeholder en lavere rentefølsomhed 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