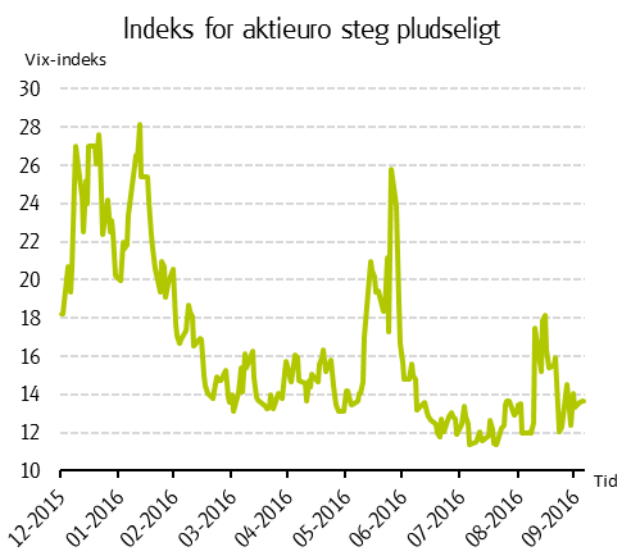




Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Nervøsitet før amerikansk præsidentvalg

Aktiemarkedet er nervøst, her en måneds tid før det amerikanske præsidentvalg. På under tre handelsdage steg VIX fra under 12 til over 20 i starten af september måned. Dette var formentlig primært relateret til usikkerhed i forbindelse med den amerikanske centralbanks rentebeslutning i september, men stigningen ville nok ikke have været så voldsom, hvis vi ikke havde et nært forestående præsidentvalg i USA.



Meningsmålinger i USA viser, at Hillary Clinton fører over Donald Trump med omkring tre procentpoint, hvilket har været tilfældet med relativt få undtagelser. Situationen ser ud til at være cementeret til hendes favør efter den første TV-debat med begge kandidaters deltagelse. Således siger bookmakerne, at der er hele 79 % sandsynlighed for, at Hillary Clinton vinder den 8. november, mens Donald Trumps odds kun indikerer en 21 % sandsynlighed for, at han skulle vinde. Tilsvarende siger den kendte statistiker, Nate Silver, som driver den statistiske analyseblog, www.fivethirtyeight.com, at Hillary Clinton har 70 % sandsynlighed for at vinde (og Trump 30 %).

” Meningsmålinger i USA viser, at Hillary Clinton fører over Donald Trump.

Hvad står præsidentkandidaterne egentlig for?

Et af usikkerhedsmomenterne forbundet med det amerikanske præsidentvalg er den uklarhed, som karakteriserer, hvad kandidaterne overhovedet mener, og hvad de vil arbejde for at gennemføre. Begge kandidater har fremsat voldsomt selvmodsigende påstande og lanceret 180-graders vendinger uden at blinke. Hillary Clinton har ofte peget på en kampagnehjemmeside, som tilsyneladende er bevidst uklart formuleret, og Donald Trump har blot flikflakket så meget med sine budskaber, at man ganske enkelt ikke kan være sikker på, hvad man skal forvente af ham, hvis han vælges.

Overordnet set er det dog min vurdering, at Hillary Clinton er "mere af det samme" i forhold til den nuværende Obama-administration. Hun er mere eller mindre mainstream demokrat, der repræsenterer eliten, og som ikke er ude på at revolutionere amerikansk politik. Ikke desto mindre er det første punkt på hendes hjemmeside (www.hillaryclinton.com) vigtigheden af, at rige virksomheder og Wall Street betaler deres "fair share". Med en republikansk kontrolleret kongres er det dog vanskeligt at forestille sig, at ret mange af hendes mærkesager vil kunne blive til noget. På den måde kan hun som præsident komme til at ligne hendes mand, Bill Clinton, som heller ikke fik ret meget gennemført pga. den republikanske kongres.

Det er vanskeligere at sige noget om, hvad der ville ske med Donald Trump som præsident. På den ene side lægger han vægt på at reducere skatterne på de mindste virksomheder (i lighed med Clinton), og han har annonceret, at han vil

sænke den meget høje, amerikanske selskabsskat fra 35 % til 15 %. Såfremt dette lader sig gennemføre, vil det utvivlsomt være en meget stor hjælp til amerikansk erhvervsliv, men det er slet ikke sikkert, at der selv med en republikansk kongres kan findes flertal til at finde besparelser, der kan modsvare sådanne skattelettelser til erhvervslivet. På den anden side har Donald Trump utallige gange gjort sig til talsmand for dybt skadelige, protektionistiske tiltag, som nominelt har til opgave at skærme amerikanske virksomheder mod konkurrence, men som reelt risikerer at medføre en international handelskrig og desuden over tid vil underminere amerikanske virksomheders konkurrenceevne.

” *Det er vanskeligere at sige noget om, hvad der ville ske med Donald Trump som præsident.*

Uændret risiko på aktiemarkedet på trods af valg

Er der større risici forbundet med at være aktieinvestor nu, end det ellers normalt er tilfældet? Det mener jeg ikke. Der er i sagens natur med jævne mellemrum valg i USA, Europa og Japan. Der er også folkeafstemninger, krige og terrorhandlinger. Men langsigtede investorer bør udelukkende se på prisen på investeringsaktiver.

Nok er aktier relativt højt prisen på nuværende tidspunkt, men der er i realiteten ikke mange brugbare alternativer, hvis man ønsker at få bare et middelmådigt afkast på sine investeringer. Risikoen i lange obligationer står ganske enkelt ikke mål med afkastet ved hold-til-udløb. Desuden er prisen på selskabsskattens afvikling af erhvervsobligationer ikke specielt attraktiv.

Når det er sagt, kan man faktisk også forestille sig en ret stor risiko ved at stå uden for aktiemarkedet i forbindelse med det amerikanske valg. Hvis investorer i forvejen er nervøse og ikke fuldt investerede i forhold til deres langsigtede målsætninger og risikovillighed, og eksempelvis Donald Trump bliver valgt til præsident og efterfølgende proklamerer, at han har støtte til at gennemføre en selskabsskattelettelse fra 35 % til 15 %, er det meget vanskeligt at forestille sig, at aktiemarkedet ikke ville stige kraftigt.

” *Man kan forestille sig en ret stor risiko ved at stå uden for aktiemarkedet i forbindelse med det amerikanske valg.*

Folkeafstemning i Italien

Den 4. december skal italienerne til folkeafstemning om ændringer af grundloven, som ville svække senatets magt. På nuværende tidspunkt er Italien regeret af et tokammersystem, som var designet til at skabe bredt samarbejde efter anden verdenskrig. Desværre har det også medført nærmest konstant skiftende regeringer og manglende politisk evne til at gennemføre de nødvendige reformer af specielt det italienske arbejdsmarked.

Premierministeren, Matteo Renzi, har udtalt, at han vil gå af, hvis han ikke er i stand til at få flertal til at gennemføre grundlovsreformen, men efter flere måneder (år) med lav vækst og skuffende italienske nøgletal, ser det nu ud som om, at han vil tabe og derfor vil blive tvunget til at gå af.

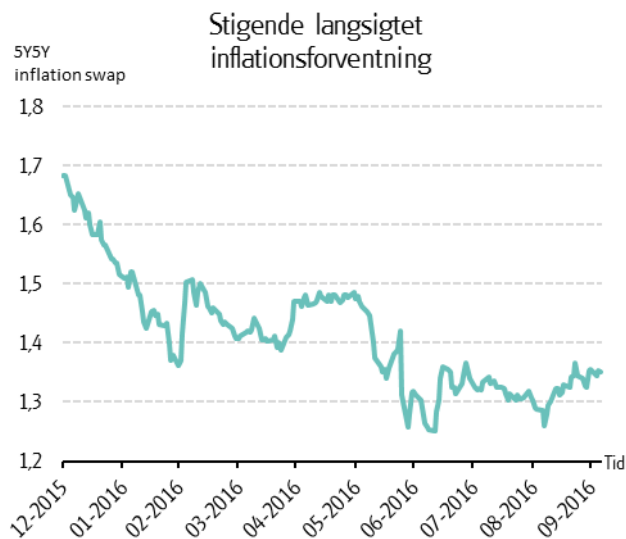
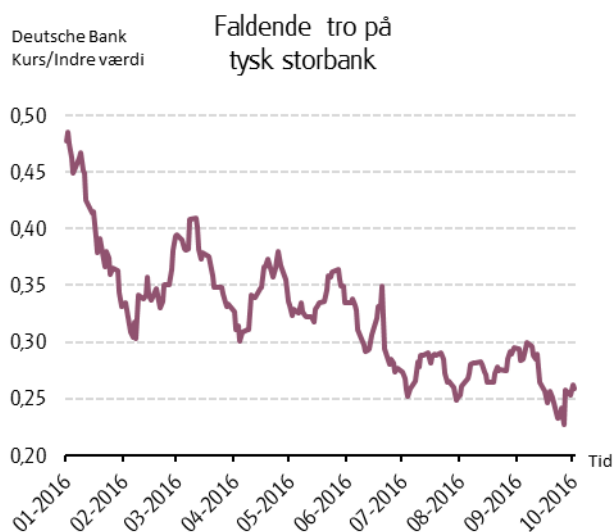
Med en enorm offentlig gældsbyrde, ingen vækst og et af de mest overregulerede arbejdsmarkeder i verden, har Italien desperat brug for reformer, men det ser i højere og højere grad ud til, at grundlovsreformen falder. Derved svækkes måske også den italienske regerings mulighed for at manøvrere i forhold til et vakkelt bankvæsen, hvor Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) næsten dagligt kan trække overskrifter. Banken handles til en kurs/indre værdi på 0,05, hvilket må siges at være så tæt på død, som en børsnoteret bank kan komme.

Ovenstående kan være med til at trække negative overskrifter (både BMPS og folkeafstemningen), så det vil formentlig holde de europæiske statsrenter i ave nogle måneder endnu.

” *Italien har desperat brug for reformer.*

Bøde til Deutsche Bank fra de amerikanske myndigheder

Få banker – hvis nogen overhovedet – kan siges at have samme systemiske vigtighed som Deutsche Bank. Alene bankens derivatbog siges at have en samlet bruttoeksponering på 42 trillioner EUR, hvilket er næsten tre gange så meget som eurozonens samlede bruttonationalprodukt. Banken handles til en kurs/indre værdi på 0,26, fordi aktiemarkedet er bange for, at de blive tvunget til at deltage i en kapitaludvidelse (hvorved de eksisterende aktionærer ville blive udvandet kraftigt). Bankens situation er ikke forbedret af, at amerikanske myndigheder har pålagt den en bøde på 14 mia. EUR for svigagtig omgang/salg af lån i forbindelse med finanskrisen for snart ti år siden.



Rygtterne siger, at bøden nu nærmer sig de lidt over 5 mia. EUR, som banken allerede har afsat til den, hvilket har fået aktiekursen og bankens erhvervsobligationer til at stige de seneste dage, men det er klart, at Angela Merkel og de tyske myndigheder følger situationen nøje. Min vurdering er, at Merkel og hendes myndigheder ikke vil lade de amerikanske myndigheder være den udløsende faktor for en endnu en finanskrisen i eurozonen. Det er muligt, at EU-regler umuliggør eller besværliggør en redning af banken, men den er ganske enkelt for stor og vigtig til at få lov til at gå ned. Med andre ord bør europæiske aktieinvestorer have is i maven – selvom de ikke nødvendigvis bør købe Deutsche Banks aktier.

” *Europæiske aktieinvestorer bør have is i maven.*

Pas på inflationen og de lange renter

Som tidligere omtalt nærmer vi os hastigt det tidspunkt, hvor de årlige stigninger i energipriserne for alvor begynder at blive store. Om blot en måned vil niveauet, hvorfra de årlige stigninger udregnes begynde at falde kraftigt, hvilket vil fortsætte til og med februar 2017. Inflationen kan stige kraftigt, men midlertidigt på denne baggrund, og det kan skabe nervøsitet i de lange renter. På trods af situationen i Italien vil olieprisen derfor formentlig medvirke til et opadgående pres. Dette pres forventer jeg dog vil være stærkest i USA, hvor de makroøkonomiske nøgletal også er stærkere end i Europa for nærværende (se også nedenfor).

Indikatorer peger på fortsat stigning

Vore indikatorer viser, at vi fortsat kan forvente en stigning i de ledende indikatorer i de tre største lande/regioner i OECD – USA, Europa og Japan. Dertil kommer, at vore modeller for industriproduktion viser, at væksten vil være kraftigt accelererende i specielt USA, som hen over nytår vil opleve stor fremgang i fremstillingsindustrien.

” *Inflationen kan stige kraftigt, men midlertidigt.*

Emerging markets-aktier klarer sig godt

Emerging market-aktier klarer sig godt i disse måneder. Det skyldes primært, at energipriserne og råvarepriserne er steget pænt, men der kan også være tale om, at investorerne vender tilbage til en aktivklasse, som simpelthen har været hadet af for mange i for lang tid, og som derfor relativt til de udviklede markeds aktier var blevet for billig. EM-aktier er stadig væsentligt billigere end DM-aktier, og med højere energi- og råvarepriser kan indtjeningsvæksten hurtigt komme tilbage. Derfor kan man udmærket forestille sig yderligere fremgang for EM-aktier.

” *Investorerne vender tilbage til en aktivklasse, som simpelthen har været hadet af for mange i for lang tid.*

Redaktionens afslutning: 6. oktober 2016