



Markedskommentar oktober 2018

Er de store aktiekursfald velbegrundede eller en overreaktion?

De globale finansmarkeder har på det seneste været i massiv modvind anført af især de globale aktiemarkeder, som har lidt store tab – måske som udtryk for, at investorer hjemtager gevinster, efter nogle pæne stigninger tidligere i år.

Usikkerheden på de finansielle markeder har også ramt SISA's porteføljer således er strategi Stabil faldet med 1,14 % i 2018. Da strategi Vækst har en større eksponering til det globale aktiemarked, er strategien således også blevet hårdere ramt og er faldet med 3,68 %.

De nye kursfald indtræffer i en periode, der i forvejen er præget af stor uro og usikkerhed – blandt andet som følge af handelskrigen mellem USA og Kina, stigende renter i USA, usikkerhed om det italienske budget for 2019 og senest også nogle halvsloje væksttal fra Kina, hvor handelskrigen begynder at sætte sig spor. Det spørgsmål som alle søger svar på nu er, er det vi oplever på markederne i øjeblikket en midlertidig korrektion eller er vi på vej ind i længere varende recession?

Recession eller ej?

Lad os kigge på makroøkonomien først: Med de seneste kursfald i USA er 179 af de 500 selskaber i S&P 500-indekset faldet 20 pct. eller mere siden deres seneste kurstop, og det kunne indikere, at vi er på vej ind i en recession i USA. Det er der imidlertid intet, der tyder på, når vi kigger på andre økonomiske indikatorer og nøgletal. Faktisk peger økonomien den modsatte retning. Mod fortsat stærk vækst til gavn for selskabernes indtjening og dermed også aktiekurserne.

I den senere tid har vi godt nok set en afmatning på det amerikanske boligmarked, og djævlens advokat kunne argumentere for, at det er et andet tegn på en forestående recession. Men samtidig er det ikke så overraskende, at de stigende renter i USA påvirker boligsalget negativt, og yderligere har orkanen Florence haft en negativ effekt på bolig tallene, der ofte er præget af store udsving.

Set fra et makroøkonomisk perspektiv er der altså ikke noget, der efter vores vurdering forklarer og retfærdiggør de store kursfald i oktober.

Lavere indtjeningsvækst forude

Men hvad så når vi ser på virksomhedernes indtjening? Det er et andet centralt fokusområde, når man vurderer værdiansættelsen af aktier, og her er forventningen, at væksten i virksomhedernes indtjening topper i år og vil falde til næste år. Her vil djævlens advokat argumentere for, at det er et perfekt tidspunkt at sælge sine aktier, når indtjeningsvæksten topper – men det er efter vores vurdering en forsimplet og forhastet konklusion.

Allerede da den amerikanske skattereform blev vedtaget i slutningen af 2017, vidste vi, at det ville give et boost til virksomhederne indtjening i 2018, og at væksten i deres indtjening ville toppe i år. Intet nyt der. Samtidig er der absolut ikke udsigt til en nedgang i indtjeningen i 2019. Indtjeningen vil blot ikke vokse lige så hurtigt som i år. Hvor vi i år ser en indtjeningsvækst på den gode side af 20 pct., hvilket er helt ekstremt højt, er markedsforsynetningen en vækst i niveauet 10 pct. i 2019, hvilket stadig er et rigtig fornuftigt niveau. Og selv hvis væksten blot ender på det halve af det, vil det efter vores vurdering fortsat være nok til at understøtte aktierne.

Den igangværende amerikanske regnskabssæson giver heller ikke anledning til at løbe skrigende mod døren på aktiemarkedet. Her har vi generelt set fornuftige tal fra de selskaber, der indtil videre har lagt tal på bordet.

En velkendt hurdle

Men hvad så med geopolitik og pengepolitik. Er der noget der, som får faresignalerne til at blinke netop nu? Efter vores vurdering er der ikke meget, der den seneste måned har ændret sig fundamentalt i forhold til geopolitik. Handelskrigen er stadig en stor hurdle, men også en velkendt hurdle.

Ser vi på pengepolitikken, hersker der tydeligvis en udbredt bekymring for, at den amerikanske centralbank, Fed, vil hæve renterne i et tempo, der slår det økonomiske opsving ihjel. Vi vurderer dog, at Fed vil være i stand til ramme den rette balance i sine renteforhøjelser. Fed er efter vores vurdering ikke domineret af såkaldte høge, der hælder til hårde stramninger af pengepolitikken.

I Europa er det især ny usikkerhed relateret til Brexit og den økonomiske politik den nye italienske regering lægger op til, der skaber bekymringen. Det er vores vurdering, at der vil blive fundet en løsning på begge forhold. Vi forventer således at Brexit ender med en aftale om en "blød" Brexit, da en "hård" Brexit især vil ramme UK og kan medføre recession i 2019/2020. Den Italienske regering har fremlagt sit budget for 2019, som har givet anledning til panderynker i EU, og EU har således truet med at give Italien et rødt kort i form af en bøde. Det er dog aldrig sket før, og vi forventer da også at det vil blive ved truslen.

Hvad gør vi som investorer?

Men hvor efterlader det så os som investorer? Selv om vi overordnet er ganske fortrøstningsfulde, må vi anerkende, at aktiemarkedet i øjeblikket er præget af stor nervøsitet, som ikke altid er rationelt begrundet i økonomiske data. Usikkerhed kan på kortere sigt være en stærk negativ drivkraft for aktiekurserne – og den nuværende usikkerhed kan sagtens vare ved en rum tid endnu.

Men på lidt længere sigt er det imidlertid svært at ignorere den økonomiske vækst og virksomhedernes indtjening, og i lyset af de aktuelle udsigter for vækst og indtjening ser vi kursfaldene som en klar overreaktion og holder fast i vores strategi og aktieeksponering.