



Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

April 2015

Indikatorer for fremstillingsindustrien – lovende for EM og EU

Indikatorerne for fremstillingsindustrien peger fortsat på en stærkere europæisk vækst henover sommeren og faktisk helt til slutningen af 2015 (hvor modellernes horisont slutter). Det er i særlig grad Tyskland, som er ved at opleve en genkomst i væksten efter en svag slutning på 2014. Dernæst kommer Italien, som også godt kunne trænge til lidt vind i sejlene. Frankrig er håbløst bagud og præsterer ifølge modellerne knap nok at "flatline" resten af året.

Ser vi på USA, tegner der sig efterhånden et tydeligt billede af et V-formet opsving, hvor vi desværre endnu ikke har set bunden, der efter alt at dømmes kommer til at forekomme i slutningen af sommeren 2015. Dog indikerer modellerne, at den amerikanske økonomi kan komme kraftigt tilbage henimod slutningen af året.

Emerging Markets ser mere og mere lovende ud, og aktiekurserne er da også ved at reflektere dette, men der burde stadig være noget at hente. Specielt de asiatiske lande under et vil ifølge modellerne opleve endnu stærkere vækst, hvilket er væsentligt for de langsigtede investorer. Det er i særlig grad de asiatiske landes vækst, som afgør EM-aktiers afkast relativt til de udviklede landes aktiemarkeder.

Når EM-aktier stadig er relativt billige sammenholdt med udviklede landes aktier, giver det mening at forvente stærke afkast for både EM-aktier og EM-valutaer over de kommende måneder.

Forventninger til vækst i fremstillingsindustrien

	Ændring i vækst	Nuværende vækst	Skønnet vækst (2015)
EU	3,1	0,1	3,2
Tyskland	3,7	-0,1	3,6
Frankrig	0,5	0,5	1,0
Italien	4,2	-2,2	2,0
Spanien	2,2	-0,6	1,7
USA	0,5	4,4	4,9
Japan	3,9	-1,1	2,9
Emerging Markets	2,8	3,1	5,9
Asien	3,0	5,3	8,3
Latinamerika	5,7	-1,4	4,3
Verden	1,9	2,5	4,4

Pas på inflationen i Europa

Der er ingen tvivl om, at annonceringen af ECB's opkøbsprogram (QE) har haft stor indvirkning på prisfastsættelsen af europæiske aktiver. Europæiske aktier, obligationer og ejendomme er steget betragteligt i løbet af det seneste halve år, hvor spekulationerne om opkøbsprogrammet begyndte.

Et af resultaterne er derfor også rekordlave renter i specielt de obligationer, som er "eligible" (dvs. godkendte) til at blive købt som en del af ECB's opkøbsprogram. Som følge heraf ser vi nu, at broderparten af europæiske, lange statsobligationer handles til en rente på under 0,5 %. Med en langsigtet inflationsforventning i markedet (ifølge de såkaldte 5Y5Y inflation swaps) på 1,68 % er investorer dermed i reale (inflationsjusterede) termer næsten sikre på at tabe ved at investere i lange obligationer.

Men det kan blive endnu værre, hvis inflationsforventningerne – og dermed de lange renter – stiger. Allerede nu ser vi, hvad der for ganske få år tilbage ville have været de spæde tegn på højere inflation: 1) strammere arbejdsmarkeder, 2) højere lønninger, 3) lavere valuta og 4) importpriser, som ikke længere falder. Olieprisen, som har relativt stor betydning for den generelle prisudvikling, er i EUR steget med næsten 30 % siden midten af marts.

I eurozonen er arbejdsløshedsprocenten nu faldet til 11,3 %. OECD estimerer NAIRU (dvs. det niveau af arbejdsløshed, under hvilket der begynder at kunne forekomme opadgående lønpres) til 9,7%. Ved den nuværende forbedring i arbejdsmarkedet vil det altså ikke være mere end halvandet år, før vi begynder at opleve et større opadgående lønpres. Dette vil i øvrigt ifølge vores foreløbige oplysninger være sammenfaldende med udløbet på ECB's opkøbsprogram. Idet markedet altid forsøger at foregribe begivenhedernes gang, ville det dog nok være urealistisk, at der skulle gå så lang tid, før de lange renter igen begynder at stige. Som så meget andet i markedet er det et spørgsmål om timing.

Mit bedste bud på begyndelsen på stigende renter vil være hen over sommeren 2015, idet Europas økonomi efter alt at dømme har rettet sig betydeligt på det tidspunkt, samtidig med, at USA ser ud til at have "bundtet ud" fra det nuværende, milde tilbageslag.

Betydningen af højere renter

Mens de korte renter (som bestemmes af centralbankerne) vil være lave en rum tid endnu – specielt i eurozonen – er de lange renter efter alt at dømme tæt på bunden. Det er ret væsentligt for den langsigtede investors aktivallokering. I de seneste ti år har der været en ret tæt samvariation mellem de lange renters udvikling og det relative afkast mellem value-investeringsstrategier og growth-investeringsstrategier.

Value-selskaber (dvs. aktier, som er billige på P/B, P/E, P/S eller udbytteprocent) har som oftest en relativt stor del af deres fremtidige indtjening i nær fremtid, mens growth-selskaber typisk handles på baggrund af en forudsætning om vækst i indtjening, hvorfor en større andel af den fremtidige indtjening ligger længere ude i fremtiden.

Når nutidsværdien af selskaber skal estimeres, skal alt fremtidigt cash-flow tilbagediskonteres til nutiden. Når rentekurven derfor falder, tenderer growth-selskabernes værdi at stige relativt til value-selskaber (og omvendt). Det meget store rentefald, vi har set siden 2007 er ved at være ved vejs ende. Vi kan naturligvis stadig se lavere renter som følge af ECB's op-

købsprogram og en generel mangel på obligationer, som opfylder kriterierne for at kunne blive købt i programmet (dvs. højeste kreditkvalitet, som specielt Tyskland kan levere), men de langsigtede, fundamentale forhold må nødvendigvis pege på højere renter.

Den anstrengte udvikling i value-aktier ser derfor ud til at måtte ende inden for en overskuelig fremtid. Vi så allerede tendenser til en stabilisering af value-aktiers relative afkast i forhold til det generelle marked og til growth-aktier i særdeleshed fra midten af 2013 til midten af 2014. Med det store rentefald i slutningen af 2014 og ind i 2015 blev value-aktier derfor slået tilbage. Med flade til stigende renter må vi som value-investorer derfor øjne lys for enden af tunnelen.

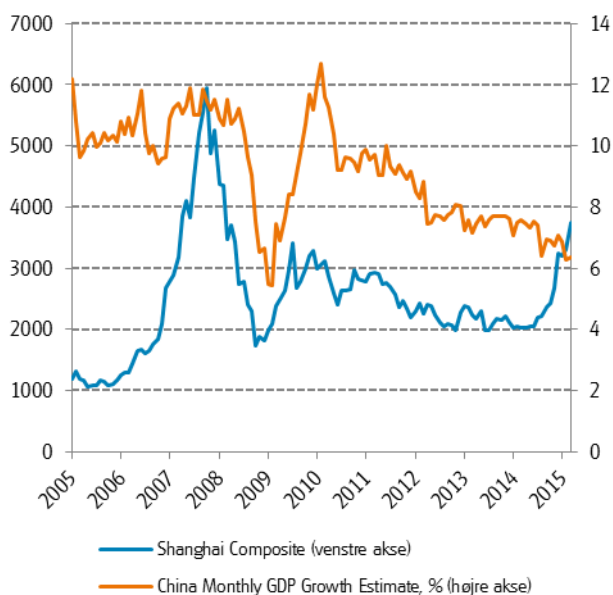
Kina – en boble i aktier?

Der har været en hel del lys for enden af tunnelen i Kina i det seneste år. Ikke for økonomien, men for aktieinvestorer, som i Shanghai Composite har fået et afkast på over 100 % på under et år. Som det også er tilfældet i Europa og USA er aktiemarkedet i Kina efterhånden for en stor dels vedkommende i højere grad drevet af forventninger om statslige, fiskale og/eller pengepolitiske stimulus-programmer.

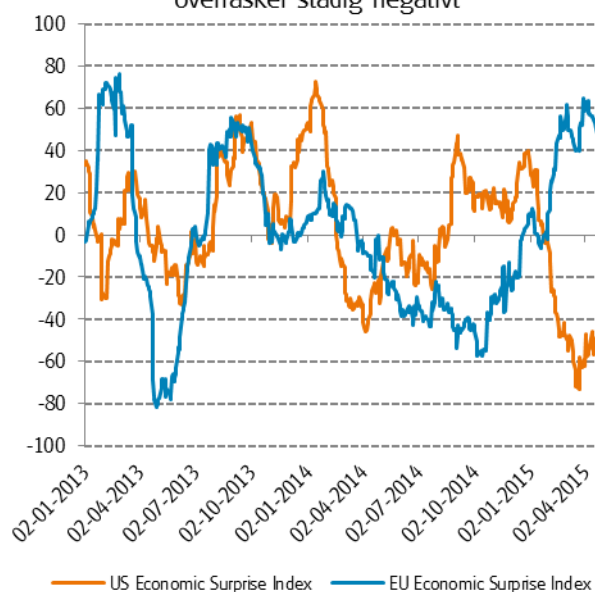
De kinesiske myndigheder har som modsvar på svækkelsen i økonomien med lavere ejendomspriser og lavere aktivitet i det ellers rødglødende ejendomsmarked valgt at sænke kravene til banksystemets reserve-ratioer med 1 %-point, at skyde 60 mia. USD ind i banksystemet (ved at konvertere bankobligationer til egenkapital) ind i tre af de mest betydningsfulde "policy-banks" og introducere et nyt refinansieringsprogram, som minder om ECB's LTRO-program. Antallet af nye kontooprettelser hos kinesiske børsmæglere tyder på, at kineserne har vendt kasinoerne ryggen og nu sætter alt på et bræt: aktiemarkedet.

For langsigtede investorer begynder kinesiske aktier at se farlige ud. For det første lugter de langt væk af spekulation, når de kan stige så meget på så kort tid. For det andet er de gået fra at være relativt billige til at være relativt dyre. Og for det tredje kan man frygte, at myndighederne som følge af den generelle svækkelse i den kinesiske økonomi kan blive nødt til at lancere flere og større stimulusprogrammer for at holde aktiefesten kørende.

Figur 1 - Voldsom stigning i kinesiske aktier



Figur 2 - Amerikanske data overrasker stadig negativt



USA – yderligere svækkelse i data

Som omtalt i de seneste månedsrapporter har jeg forventet en generel svækkelse i amerikanske data. Dette er nu godt undervejs, men kommer som nævnt ovenfor formentlig til at vare nogle måneder endnu.

Den stærke dollar og en generel overoptimisme ved årsskiftet samt forventningen om snarlige stramninger af pengepolitikken har ledt investorerne til at tage et pusterum fra en ellers overordentlig tilfredsstillende udvikling i de seneste år.

Jobtallene for marts måned var ret svage, og ISM-tallene udviste også en mat tendens. Detailsalget er nu kun steget 1,3 % på et år, og kapacitetsudnyttelse samt hussalg og husbyggeriet skuffede også.

Det er vigtigt for mig at understrege, at USA efter min mening ikke er på vej ind i en recession. Der er blot tale om en generel svækkelse i forhold til de høje forventninger, USA gik ind i året med. Efter min vurdering vil USA for året som helhed udvise en pæn vækst, men vi vil se nogle skuffelser henover sommeren.

Grækenland

Situationen i Grækenland er stadig tilspidset. Grækenlands nominelle BNP er stadig 25 % lavere end før krisen, og gælden i forhold til BNP er næsten fordoblet. Samtidig er forventningerne til BNP-væksten for 2015 i Grækenland i løbet af marts måned reduceret fra omkring 1,3 % til det halve.

At dømme på renteutviklingen i euroområdet statsgæld er Grækenland stadig et isoleret og derfor håndterbart problem. Græske statsrenter er faldet en anelse i de seneste dage, men de er stadig markant højere end de øvrige landes statsrenter, og samvariationen med disse er ret begrænset. Med andre ord regner markedet foreløbig ikke med, at modstanden mod spareprogrammer og reformer skal brede sig fra Grækenland til de øvrige sydeuropæiske lande.

I den seneste uge besluttede den græske premierminister Alexis Tsipras at køre Yanis Varoufakis, som tidligere har været hovedansvarlig for forhandlingerne med Troikaen, ud på et sidespor. Indtil nu har forhandlingerne fra græsk side ikke vist sig at bære den forventede frugt, og utilfredsheden med resultaterne ses nu i meningsmålinger i Grækenland. At Varoufakis's rolle nu er begrænset tolkes positivt i markedet, som nu i højere grad kan forestille sig en endelig og acceptabel aftale mellem Grækenland og dets kreditorer. At der stadig er lang vej, er der dog ingen tvivl om.

Redaktionen er afsluttet den 29. april 2015

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.