



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Pilen peger – foreløbigt – på overvægt i aktier

Brexit-afstemning medfører nervøsitet

Den britiske folkeafstemning den 23. juni om tilknytningen til EU udgør en naturlig og væsentlig faktor i juni måned. Enkelte opinionsundersøgelser har givet "Leave-siden" et spinkelt flertal, men de fleste undersøgelser giver stadig "Stay-siden" majoriteten. Ser vi på de såkaldte prediction markets – altså bookmakere – som traditionelt har givet den bedste indikation ved sådanne hændelser fører "Stay-siden" dog klart med en sandsynlighed på 73% mod 27% til "Leave-siden".

Selvom det efter alt at dømme derfor bliver et nej til at forlade EU, er opinionsmålingerne stadig for tætte til, at markederne kan tillade sig en tilbagelænet attitude. Afstemningsresultatet åbner alt for mange spørgsmål: EU-samarbejdets karakter, nye krav fra Storbritannien og indrømmelser fra EU i tilfældet af, at Storbritannien bliver, pundets værdi, Irlands og Skotlands stilling i tilfældet af et ja til at forlade EU.

Den implicite volatilitet i pundet (dvs. valutaoptionsmarkedet) indikerer rekordstore forventninger til udsving i pundet. Tilsvarende er der tendenser til risikoaversion at spore i britiske statsgældsbeviser, hvor 10-års renten er faldet til under 1,4%.

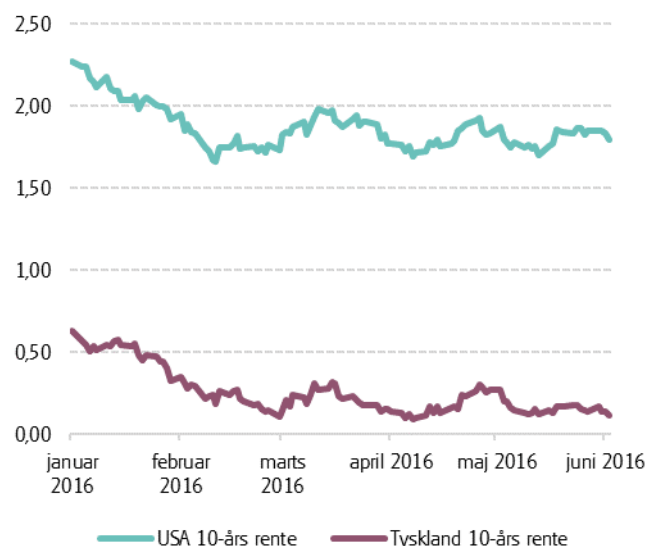
” Ingen af Sparinvests fonde er nævneværdigt eksponeret til resultatet af den britiske folkeafstemning

Ingen af Sparinvests fonde er nævneværdigt eksponeret til resultatet af den britiske folkeafstemning. Vore aktiefonde er over en bred kam undervægtet til britiske aktier i forhold til deres benchmarks, og vore obligationsfonde ligger på niveau med benchmarks.

Stærkere USD og højere renteforventninger

I sidste månedsrapport skrev jeg, at det stramme, amerikanske arbejdsmarkedet sammen med højere inflationspres ville medføre højere renteforventninger til den amerikanske centralbank samt en ny runde af stærkere USD. Det ser nu ud til at ske. USD er i maj måned styrket med 3 % overfor EUR, og december-2017 forventningen til amerikanske 3-måneders renter er steget med 11,5 bps. Min vurdering er, at disse trends vil fortsætte i juni måned, idet højere renteforventninger er naturligt med den nuværende udvikling i det amerikanske arbejdsmarked, og idet den europæiske økonomi relativt til den amerikanske ser ud til at klare sig ringe henover sommeren (se nedenfor).

Tro på stigende amerikansk rente



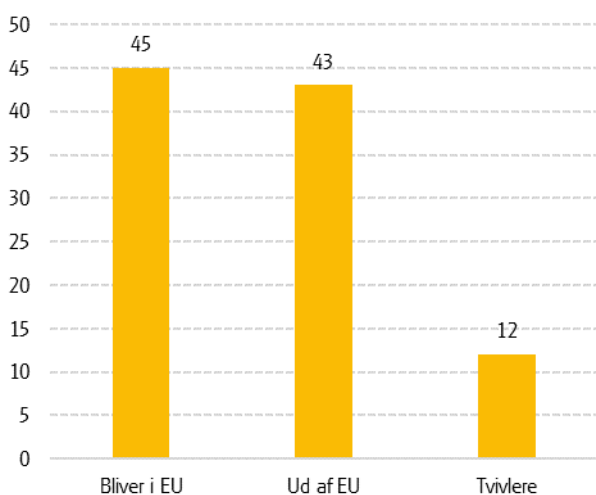
De i forvejen udfordrede, amerikanske virksomheder vil blive yderligere plaget af den igen stærkere USD, som koster dem på konkurrenceevnen. Ikke-finansielle, amerikanske virksomheders profit faldt ifølge US Bureau of Economic Analysis fra marts 2015 til marts 2016 med 5,6%.

” Højere renteforventninger er naturligt med den nuværende udvikling i det amerikanske arbejdsmarked

Europa – frygt for stilstand og Brexit

I disse måneder er europæiske beslutningstagere primært optaget af de forestående forhandlinger med Storbritannien (hvad enten de stemmer ja eller nej til EU-medlemskab) og flygtningekrisen, som stadig langt fra er under kontrol. Dernæst er der fokus på reformer, som i specielt Frankrig fylder en del. Den franske regering har vedtaget nødvendige men upopulære arbejdsmarkedsreformer, som har til opgave at optø det noget ufleksible, franske arbejdsmarked.

Tæt løb i Storbritannien



Ovenstående problemstillinger er naturligvis også af relevans for investorer i eurozonens aktiver. De lange renter faldt voldsomt i starten af året, men har ikke rettet sig i takt med, at aktiemarkedet genvandt det tabte terræn fra faldet i januar og februar.

Min vurdering er, at europæisk økonomi vil lide under manglende tillid henover sommeren. Dels pga. Brexit-afstemningen, dels pga. den amerikanske økonomis kommende tilba-

gekømt efter sommeren og slutteligt pga. yderligere svækkelse af EUR over for USD. Europæiske nøgletal har over en bred kam rettet sig fra bunden i økonomisk aktivitet i februar, men jeg forventer, at amerikanske nøgletal vil forbedre sig mere end de europæiske i de kommende måneder.

Japan – skal lærebøgerne omskrives?

Humlebien burde ikke kunne flyve, og Japan burde med sin gældsbyrde ikke kunne finansiere sig i obligationsmarkedet. Visdom eller amnestuesnak? Japan er stille og roligt som følge af Abes og Kurodas reformprogram og ekstremt ekspansive pengepolitik gået fra at være en makroøkonomisk "basket-case" til at bevæge sig mod gruppen af lande med langt mere moderate makroøkonomiske risici. Årsagen er i særlig grad Bank of Japans kvantitative lempelser (obligationsopkøbsprogrammer), som i realiteten har betydet, at Bank of Japans ejerandel af de samlede udestående, japanske statsobligationer er steget fra 12% i starten af 2013 til nu over en tredjedel. For et land, hvor statsgælden udgør omkring 225% af BNP kan dette i betydelig grad nedbringe den makroøkonomiske risiko. Årsagen er, at hvis Bank of Japan ejer en tredjedel af den offentlige gæld, kan den i realiteten aflyses.

” Den langsigtede investor bør overveje at have en overvægt til japanske aktier

Opkøbene er naturligvis sket med friskprintede penge, men hvor økonomiske lærebøger foreskriver, at en forøgelse af pengemængden med tiden vil medføre en lige så stor forøgelse af priserne i samfundet (med andre ord: ændringer i pengemængden har ingen real effekt), så har priserne i Japan stort set ikke reageret på en stigning i den japanske pengemængde (base money) på ikke mindre end 179% siden starten af 2013. Hvor de økonomiske lærebøger foreskriver højere priser ved en pengemængdeudvidelse, er priserne dog også steget i Japan – der er blot tale om, at prisen på finansielle aktiver (specielt obligationer) er steget meget mere end almindelige forbrugspriser.

Markedet har gradvist reageret ved at lade JPY stige i værdi over de seneste to år. Statsrenterne er naturligvis også faldet dramatisk, men med så massivt et opkøbsprogram er de ikke en meningsfuld indikator for markedets opfattelse af risiko. Til gengæld kan man sige, at når den makroøkonomiske risiko er blevet reduceret markant, burde det også have en indflydelse på aktiemarkedet.

Her vil man nok blive overrasket over, at japanske aktier handler til markant lavere multipler end amerikanske og europæiske aktier (stik modsat normaltilstanden de seneste to årtier). Kun op deres udbytteprocent ser de stadig marginalt dyrere ud. Den langsigtede investor bør overveje at have en overvægt til japanske aktier.

Pas på inflationen – om nogle måneder II

Som i tidligere månedsrapporter vil jeg gentage advarslen mod stigende renter og renteforventninger. Som nævnt oven for er det kun i USA, at de lange renter er steget en anelse efter faldet i årets første måneder. Men med en oliepris, som er fordoblet siden februar måned, er der ikke mange måneder til, at år-til-år ændringen i energipriserne bliver positive og dermed et nettobidrag til inflationstallene. Mit bedste bud er, at det sker allerede i juli eller august måned.

Oliepris fordoblet siden januar 2016



En anden årsag til stadig at forvente stigende renter og inflationsforventninger er, at vore indikatorer peger på en væsentlig forbedring i specielt den amerikanske økonomi og emerging markets i andet halvår.

” Jeg stadig er mere optimistisk på den europæiske økonomis vegne end flertallet i analytikerkorpsset

Opdatering på indikatorer

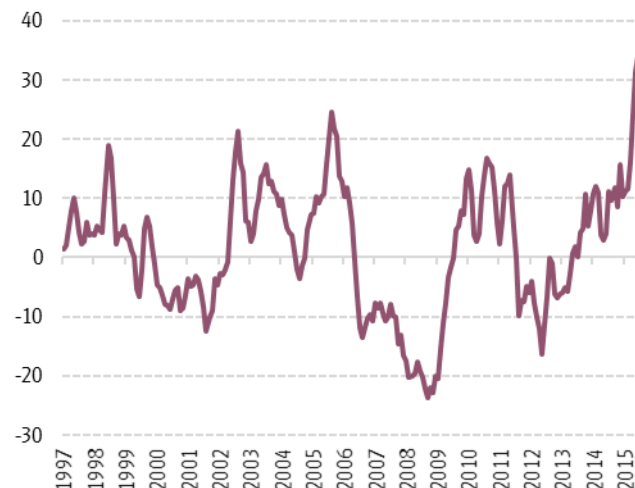
Decelerationen i den amerikanske industriproduktion er nu til ende, og vi står ifølge vore modeller formentlig over for den kraftigste forbedring i væksten i industriproduktion i flere år i andet halvår af 2016 i USA. For Europas vedkommende bliver udviklingen ifølge modellerne væsentlig mere afdæmpet, og vi må på den baggrund forvente, at bekymringerne for den europæiske vækstkrise vil fortsætte ind i 2016, selvom jeg stadig er mere optimistisk på den europæiske økonomis vegne end flertallet i analytikerkorpsset.

For USA's vedkommende viser vores 3-års model for væksten i byggeri af beboelsejendomme (en vigtig, ledende indikator), at der stadig er grund til at være optimistisk på den lidt længere bane for USA. Vækstraterne kommer her ifølge modellen til at ligge på cirka 20% om året, hvilket langt højere end det historiske gennemsnit på 6%.

Ser vi på bilsalget, er der allerede nu tendenser til opbremsning i USA, hvilket ifølge vore modeller vil udarte sig til et regulært fald i løbet af de næste 12 måneder. Dette synes sandsynligt, idet amerikanske bilfabrikker i de seneste år har været exceptionelt aggressive mht. at tilbyde billig finansiering af bilkøb, hvorved det samlede forbrug er blevet fremskyndet.

Anderledes positivt ser der faktisk ud for Europa, hvor vi ifølge modellerne vil kunne forvente cirka 3-4% vækst over de næste 12 måneder. En anden årsag til ikke blive for depressiv på Europa vegne er, at byggetilladelser i Eurozonen vokser kraftigt. I årets første måneder har væksten heri ligget på 22-34% i forhold til sidste år. Forbruget i Eurozonen er også stadig solidt med en realvækst på 2,1%. Med en (stigende) vækst i forbrugslån på 5,3% i Eurozonen er der ikke nogen grund til at tro, at forbrugsvæksten vil aftage væsentligt fra det nuværende niveau.

Kraftig vækst i byggetilladelser i Eurozonen



Ser vi på vore modeller for ledende indikatorer, må vi stadig forvente en gradvis bedring af den globale vækst i resten af året og ind i de første måneder af 2017. Specielt USA's ledende indikator burde begynde at stige, da det er her, at gabet mellem de faktiske tal for OECD's Leading Indicator og modellens forudsigtelse om 12 måneder er størst.

Momentum-Indikator siger køb

Vores MomVol-indikator (som kan antage værdier mellem 0 og 1, og hvor værdier over 0,6 udgør et "købssignal") er med en værdi på 0,77 nu igen i markedet (en stigning fra sidste måneds 0,44). At indikatoren er steget så meget på en måned skyldes, at den screener globale aktiemarkeder i lokale valutaer, og at disse er steget pænt gennem måneden. Mange af disse markeder har været tæt på at give individuelle købssignaler i sidste måned, og de er nu kommet over tærskelværdierne.

Sammenholder vi MomVol-indikatoren signal med det forhold, at vore indikatorer for de ledende indikatorer peger op ad resten af året, burde vi have et potent købssignal for aktier. Der er med andre ord grund til overvægt over sommeren (forløbig).

Redaktionens afslutning: 6. juni 2016