



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Bevar overvægt i aktier - men pas på

I over et år har jeg i månedsrapporten anbefalet en overvægt til aktier. Det gør jeg også for august måned, men det er på tide at skærpe sin opmærksomhed. Hvis jeg ikke får ret i, at et opbremsning bliver kortvarig, kan et faseskift - se boks - have stor betydning på afkastene i de forskellige aktivklasser.

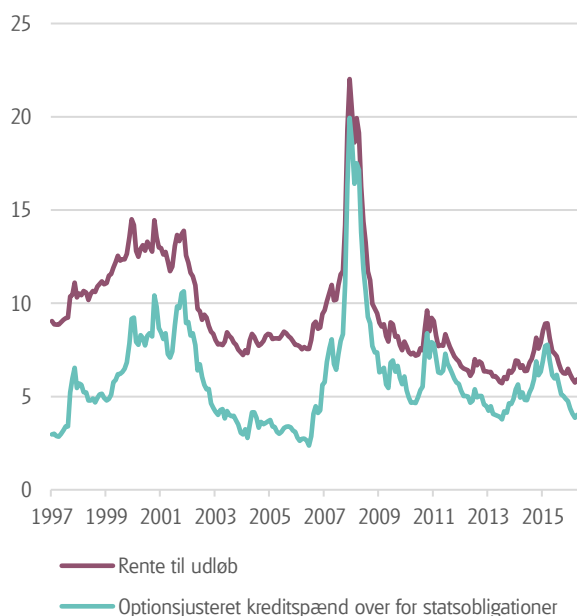
I særlig grad er det lange obligationer, som kan gå fra at være tabere til vindere. De tyske 10-årige renter er allerede steget omkring 70 basispoint siden ekspansions-fasen begyndte i midten af 2016, hvor langsigtede investorer kunne se frem til et afkast til udløb på minus 0,2 procent om året.

"Det er i særlig grad Momentum-aktier og 'Minimum Volatility'-aktier, som kan få gavn af et fase-skift"

Ser vi på faktor-afkast, er det særlig grad Momentum-aktier og 'Minimum Volatility'-aktier, som kan få gavn af et fase-skift, mens specielt 'small cap'-aktier historisk har været udfordret i en sådan fase. I betragtning af, at 'small cap'-segmentet allerede har klaret sig utroligt godt i det seneste år, kunne det være en årsag til, at den langsigtede investor skulle overveje at skalere ned på sin 'small cap'-eksponering.

High Yield-erhvervsobligationer er dyrt prisfatsat

Ringe afkastudsigter for den langsigtede investor



Faseskift – opbremsning bliver kortvarig

Det faseskift i OECD's ledende indikator (CLI), som jeg har skrevet om i de seneste månedsrapporter, er nu indtruffet. Ekspansions-fasen (hvor CLI er høj og stigende) blev ret kort i forhold til fasens gennemsnitlige længde, og det er stadig min vurdering, at der er en relativt høj sandsynlighed for, at vi også kommer til at opleve en relativt kort Decelerations-fase (hvor CLI er høj og faldende).

Årsagen hertil er, at både Eurozonens, Japans og Kinas CLI'er stadig er stigende og at den ledende indikator for USA fra Conference Board stadig er kraftigt stigende. Ser vi på de enkelte komponenter i OECD's CLI, er flere af disse også fortsat stigende (eller er i hvert fald holdt op med at falde). Dette gælder både aktiemarkedet, kurvehældningen, antallet af byggetilladelser samt forbrugertilliden.

På denne baggrund forekommer det sandsynligt, at Decelerations-fasen i USA vil være relativt kortvarig og efterfølgende bliver afløst af en ny Ekspansions-fase. Det samme vil grundet USA's store vægt heri være tilfældet for OECD's samlede CLI.

Også High Yield-erhvervsobligationer vil blive påvirket af et længerevarende faseskift. De giver typisk et månedligt afkast, der er 0,69 pct.point lavere end deres gennemsnitlige, langsigtede afkast i decelerations-fasen, og idet dette segment også har klaret sig meget godt i det seneste år og nu ser ret dyrt ud, vil den langsigtede investor også her gøre klogt i at reducere sin eksponering. High Yield-obligationer handles nu til et optionsjusteret spænd over for statsobligationer på kun 3,67 pct., hvilket er meget tæt på at være en historisk ringe risikopræmie i forhold til statsobligationer. Tilsvarende satte den effektive rente også historisk rekord i slutningen af juli måned med et niveau på kun 5,14 pct. Endnu et forhold, som bør bekymre den langsigtede investor, rapporteres det af Moody's, som gør gældende, at man i juni har observeret den højeste andel af 'covenant light'-udstedelser (dvs. med ringe adgang til kollateral for kreditor) nogensinde.

Stærkeste vækst i Eurozonen siden 2011

Trods faseskiftet i CLI for OECD-området som helhed, fortsætter CLI for Eurozonen med at stige, og også øvrige indikatorer er ganske solide på nuværende tidspunkt. Forbrugertilliden ligger i højeste niveau siden 2011, og arbejdsløsheden fortsætter med at falde i Eurozonen.

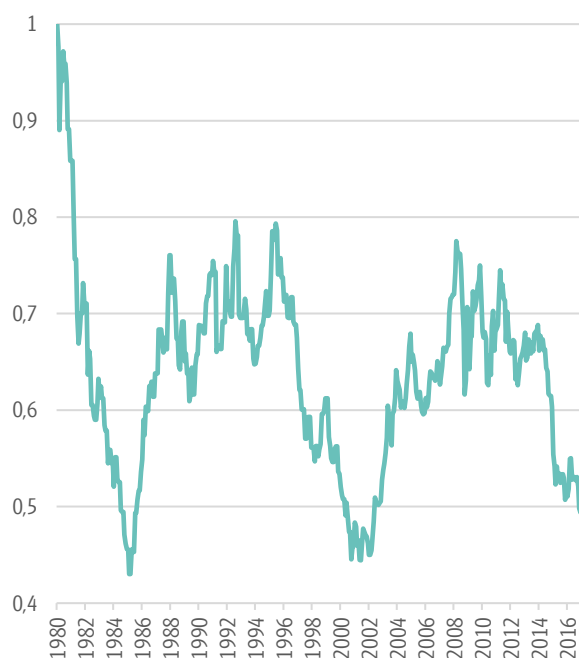
BNP-væksten for Eurozonen blev i starten af august rapporteret til 2,1 pct. (for andet kvartals vækst), hvilket også er det højeste siden 2011. Oven i købet viser højfrekvente data, at vi kan forvente en endnu højere vækstrate, når tallene for tredje kvartal bliver rapporteret.

"Det er min vurdering, at euroen om seks til tolv måneder vil være endnu højere end på nuværende tidspunkt"

Som følge af de gode, europæiske nøgletal – og svagere forventninger til amerikansk økonomi – er euroen steget til det højeste niveau over for dollaren i mere end to år. Dertil kommer, at det meget store spænd mellem tyske og amerikanske lange renter omsider er begyndt at normaliseres lidt.

Euroen er stadig billig

EURUSD købekraftskorrigeret (purchasing power adjusted)



Euroen virker overkøbt i forhold til dollaren på nuværende tidspunkt, men i købekraftskorrigeret forstand er euroen stadig ret billig i forhold til den amerikanske dollar (se graf), og derfor er det min vurdering, at euroen om seks til tolv måneder vil være endnu højere end på nuværende tidspunkt.

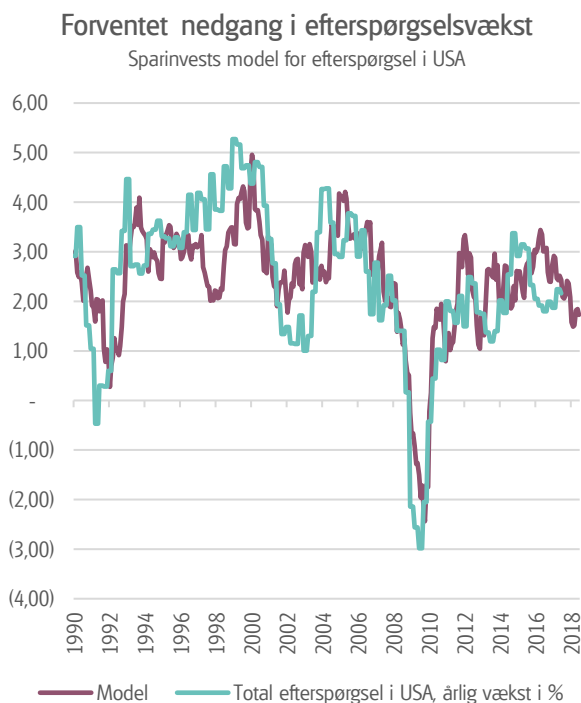
Slut med stærke aktieafkast

Den globale overskudslividitet (defineret som forskellen på den inflationsjusterede pengemængdevækst og BNP-væksten) er ganske vist næsten halveret i løbet af de sidste 12 måneder, men den holder sig stadig på et pænt niveau. Det betyder formentlig, at vi ikke skal forvente lige så stærke afkast i aktiemarkedet over de kommende 12 måneder, som vi har haft det i de seneste 12.

Den globale kreditimpuls (defineret som udlånsvæksten i forhold til nominelt BNP) har ligeledes været svagt aftagende i de seneste måneder, hvilket primært skyldes tallene fra USA. Dog er dette på nuværende tidspunkt ikke bekymrende.

Vores model for den totale efterspørgsel i USA viser også tendens til en lille afmatning til omkring to pct. over de kommende 6-12 måneder. Herunder viser vores model for bilsalg i USA, at vi kan forvente en stabilisering oven på den kraftige deceleration over de seneste 12 måneder. For det europæiske bilsalgs vedkommende kan der forventes en større nedgang fra de nuværende vækst på cirka seks pct. til tæt på

nul. Den nuværende tumult i bilindustrien (hvor Teslas aktionærer foreløbig er de gladeste) ser ud til at fortsætte.



Den nuværende vækst i industriproduktion er ret høj på tværs af regionerne – kun i USA er væksten kun omkring to pct. I Europa og Japan er den cirka dobbelt så høj. Ifølge vore modeller står vi over de kommende 12 måneder over for en større deceleration – specielt i Japan og Europa. Vækstraterne for industriproduktionen vil for Europa og Japan formentlig konvergere ned mod 2 pct., hvilket også er et mere naturligt niveau givet disse landes BNP-vækst.

”Vækstraterne for industriproduktionen vil for Europa og Japan formentlig konvergere ned mod to pct.”

For USA's vedkommende kan vi formentlig se frem til en lille fremgang i væksten. Mht. væksten i ordrer i fremstillingsindustrien ser billedet lidt mere alvorligt ud, idet vi både i USA og Europa kan se frem til en kraftig deceleration over de kommende 12 måneder. Det kan ikke udelukkes, at væksten i ordretilgang i både Europa og USA bliver negative.

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke danne grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af investeringsbeviser. Materialet er alene udarbejdet som orientering, og investorer opfordres til at søge fornøden professionel rådgivning inden køb eller salg af investeringsbeviser. Opmærksomheden henledes på, at historiske afkast og kursudvikling ikke kan betragtes som en garanti for fremtidig afkast og kursudvikling, ligesom investering altid er forbundet med risiko for tab. Sparinvest påtager sig intet 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.

Er forventningerne for rosenrøde?

Givet vore modelforudsigelser oven for er det en god ide at sammenholde den forventede udvikling med diverse, toneangivende surveys. PMI surveys (composites) i både USA og Europa ligger pænt over 50, som er skillelinjen mellem forventet nedgang og opgang for de adspurgtes virksomheder.

PMI-survey er allerede ved at falde for Eurozonen. I april var den helt oppe på 56,8, hvilket var det højeste i adskillige år. Det er min vurdering, at denne survey vil falde gradvist til 51-53 over de kommende måneder, efterhånden som forventningerne i europæisk industri rammer virkeligheden.

Tilsvarende vil de amerikanske forventninger også moderere sig en anelse, og givet det ovenfor omtalte faseskift for de ledende indikatorer i USA, ville det også være naturligt at forvente en moderation i økonomisk aktivitet.

Indikator peger på aktier

Vores MomVol-indikator antog ved slutningen af juli måned en værdi på 0,96, hvilket er højere end i den forrige måned og stadig solidt over tærskelværdien på 0,6, hvorunder man bør være undervægt aktiemarkedet.

”For august måned er det stadig min vurdering, at man bør bevare en overvægt til aktier, men man bør være forberedt på en eventuel reduktion efter august”

Modsat indikatorens signal har OECD's CLI som omtalt ovenfor skiftet fase, og det betyder, at man som investor skal være på vagt. For august måned er det stadig min vurdering, at man bør bevare en overvægt til aktier, men man bør være forberedt på en eventuel reduktion efter august.

Redaktionens afslutning: den 4. august 2017