



Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Juli 2014

Et modnende opsving – men endnu ikke euforisk

Igen – som forventet – en måned med generel bedring af de økonomiske data. Både den lidt korte industriproduktionscyklus og den længere arbejdsmarkedscyklus er i bedring.

Som jeg tidligere har beskrevet, har vi grund til at forvente en generel afmatning i væksten i industriproduktion i løbet af efteråret og ind i 2015. Endnu ser dette dog ikke alvorligt ud, og der er oven i købet tegn på, at vi igen kan få en acceleration af industriproduktionsvæksten i foråret af 2015.

Denne cyklus – styret af industriproduktion, forbrugsvækst og lagerudviklingen – er relativt kort og har ikke voldsomt stor betydning for langsigtet BNP-vækst. Her er udviklingen i "langsommere" indikatorer som arbejdsløshed, inflation og specielt byggeaktiviteten mere afgørende.

Det er derfor vigtigt at skelne mellem de forskellige cyklusser og holde øje med, hvornår de overlapper og/eller forstærker hinanden. I det kommende halve år vil industriproduktion formentlig decelerere en anelse, men arbejdsmarkedet vil efter alt at dømme styrkes yderligere, og det er denne udvikling der – sammen med stærkere forbrugsvækst og ejendomsmarked – vil medvirke til en normalisering af BNP-væksten.

Vi er også begyndt at se, at byggeaktiviteterne er begyndt at komme tilbage i flere lande.

Geopolitisk risiko

Selvom der er langt mellem de gode nyheder fra Irak og Syrien i disse dage, har markedet endnu ikke inddiskonteret en større forstyrrelse af energiforsyningen fra regionen. At ISIL/ISIS har taget magten i det østlige Syrien og det vestlige Irak kan næppe siges at være befordrende for aktie- og

energimarkedet, men samtidig må man også erkende, at områderne nu kontrolleret af ISIL/ISIS har været uden større økonomisk betydning.

Både West Texas Intermediate Crude Oil og Brent Crude Oil handles til relativt uændrede priser for den første halvdel af året.

Tilsvarende gælder, at den i forvejen meget lave VIX (optionsmarkedsaffedte forventninger til den fremtidige volatilitet i S&P500 aktiemarkedsindekset) også i det store hele er uændret lav. Kreditspændene i højrentemarkedet tyder også på, at der ikke er for mange bekymringer i markedet.

Uroen i Ukraine og nedskydningen af et Malaysian Airpassagerfly har heller ikke kunnet påvirke markedet nævneværdigt. Dog har russiske aktier og den russiske rubel taget et lille dyk, men heller ikke dette kan egentlig spores i prisgraferne, medmindre man ved, hvornår det skete.

Emerging markets-aktier – den eneste billige aktivklasse?

Mens aktiemarkedene i det hele taget har givet moderate og pæne resultater i løbet af juni-juli måneder, har investorerne for alvor fået øjnene op for, hvor billigt prisfastsat emerging markets-aktier er. I slutningen af juli har vi således oplevet stærke stigninger i flere emerging markets-landes aktiemarkeder.

En meget ekspansiv pengepolitik fra FED, BoJ, BoE og ECB har generelt hjulpet alle aktivklasser, således at både developed market-aktier og erhvervsobligationer generelt handles til historiske lave afkastkrav. Det samme gælder i øvrigt statsobligationer, hvor vi i juli måned igen ser nye, lave niveauer for

renterne. Tyske 10-årige statsobligationer handles nu igen til en rekordlav rente på omkring 1,15 %.

Den eneste nævneværdige undtagelse er efter vores vurdering emerging markets-aktier. Trods de nylige stigninger er det stadig vores vurdering, at emerging markets-aktier vil give et overlegent risiko-justeret langsigtet afkast i forhold til alle andre større aktivklasser. Dette vil med stor sandsynlighed være et tilbagevendende tema for nærværende månedskommentar.

Årsagen er, at emerging markets-aktier er "under-ejet" af investorer pga. det store had til aktivklassen siden 2011. Følgelig er afkastkravet til emerging markets-aktier stadig nær toppen af deres historiske spænd, mens afkastkravet til stort set alle øvrige aktivklasser er helt i bund eller tæt på det.

I skrivende stund handles MSCI Emerging Markets Indekset til en P/E på 13,7, en P/B på 1,61 og en CAPE (Cyclically Adjusted Price Earning) på 15,1. Samtidig er den langsigtede EPS-vækst i dette indeks næsten usammenligneligt større alle øvrige aktieindeks.

High yield og tapering

Som nævnt i sidste månedskommentar vil den langsigtede investor se med bekymring på afkastkravet i high yield-markedet. Månedsrapporten viste sig at være usædvanligt godt timet, idet den effektive rente på BofA/ML's High Yield 100 Indekset siden er steget med over 50 basispunkter.

Årsagerne til denne stigning i afkastkravet kan være flere, men efter vores mening er det mest sandsynligt, at det skyldes, at vi kommer tættere på en dato for en afvikling af den amerikanske Quantitative Easing. Allerede her i slutningen af juli måned forventes det, at de månedlige opkøb af stats- og realkreditobligationer fra den amerikanske centralbank reduceres til samlet 25 mia. dollars.

Det er muligvis afslutningen på den amerikanske centralbanks opkøbsprogrammer og den efterfølgende forventede

normalisering af renterne, som bekymrer markedet for erhvervsobligationer. Som langsigtede investorer deler vi – trods det nu lidt højere afkastkrav til højrenteobligationer – stadig bekymringerne.

Selvom vi stadig er overbevist om det rigtige i vores strategiske tilgang – med overvægt i ikke-ratede, emerging markets-relaterede og off-benchmark obligationer – kan vi ikke se bort fra, at hvis vores benchmark bliver ramt af yderligere bekymringer, bliver vores porteføljer det også.

Lange obligationer

Foreløbig er renten på 10-årige, tyske statsobligationer faldet fra 1,93 % til 1,13 % i år. Et ret stort fald fra et i forvejen lavt niveau. Afkastkravet til europæiske, lange statsobligationer er nu så lavt, at disse også med stor sandsynlighed vil være uattraktive for den langsigtede investor.

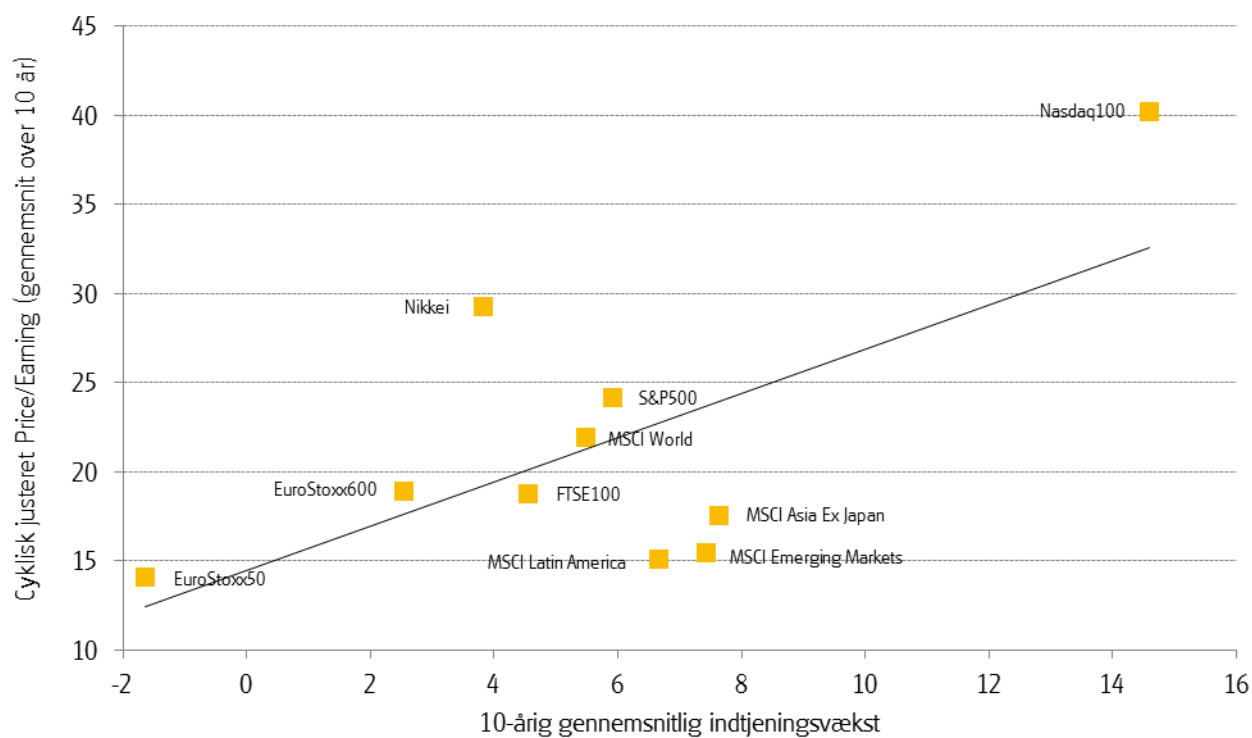
Faldet skyldes formentlig, at ECB har været så tilbageholdende med at lempe pengepolitikken, og at inflationen i euroområdet derfor har fået lov til at forblive exceptionelt lav – oven i købet med udsigt til flere måneder eller år med lav inflation.

Dog er renten i USA også faldet, og dette kan i højere grad undre, da inflationen her allerede er "normal" (omkring 2 %), og arbejdsmarkedet i hastig bedring.

Idet vi forventer en fortsat, generel bedring i de lidt langsomme konjunkturindikatorer som global arbejdsløshed, byggeaktivitet og investeringer i løbet af 2014 og 2015, vil det efter vores vurdering ikke være attraktivt at være eksponeret til lange statsobligationer.

Investorer, som ønsker alternativer til højrentemarkedet, bør derfor i højere grad overveje at eksponere sig til en kombination af emerging markets-aktier (der står til at få stor gavn af en yderligere styrkelse af den globale økonomi) samt korte statsobligationer, som kan beskytte mod stigende renterisici.

Figur 1 - Sammenhængen mellem CAPE og indtjeningsvækst



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.