



## Månedskommentar af chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

November 2014

### Økonomisk tomgang i sigte

Ser vi på industriproduktionen (som er et højfrekvent mål for den økonomiske udvikling) og diverse surveys fra erhvervslivet, har situationen ikke ændret sig nævneværdigt fra sidste måned.

I Europa halter Frankrig stadig bagud, men Tyskland ser nu ud til at få gavn af den svækkede euro. I hvert fald kan vi nu se stærkere IFO og ZEW-tal fra Tyskland. Det overordnede billede er dog stadig, at vi for eurozonen kan forvente noget, der minder om økonomisk tomgang over de kommende måneder.

Som tidligere omtalt i månedskommentaren er nedgangen i væksten et resultat af overoptimisme i specielt Tyskland, som over sommeren havde produceret for meget i forhold til efterspørgslen. Når virkeligheden trænger sig på, nedjusteres produktionen, hvilket også reflekterer sig i IFO og ZEW-tal for både Tyskland og eurozonen som helhed.

Selvom vi kan se frem til, hvad der minder om tomgang over de kommende måneder, forventer jeg ikke recession. Årsagen er, at europæiske virksomheder nu begynder at nyde godt af den svækkede euro, og at arbejdsmarkedet stadig forbedrer sig. Dertil kommer, at energipriserne er faldet med omkring 30 %, hvilket også er en væsentlig vækstunderstøttende faktor.

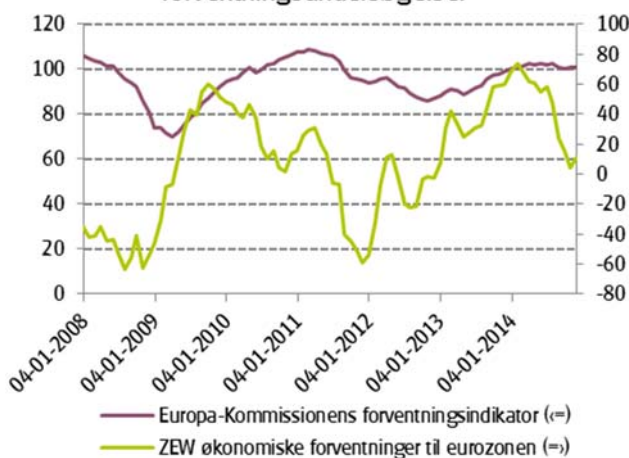
### Deflation vs. inflation i eurozonen

En væsentlig faktor for udviklingen i den europæiske inflation er importpriserne i fremstillingsindustrien. Disse priser er faldet i specielt 2013 (med over 2 %) og har medvirket til at trække den overordnede inflation ned på nu 0,4 % på europæisk plan. På grund af den svækkede euro falder importpriserne for fremstillingsindustrien ikke længere så kraftigt, hvilket fremadrettet – alt andet lige – vil medvirke til en højere inflation i eurozonen.

Dertil kommer, at pengemængden i eurozonen faktisk vokser ganske pænt. M1 pengemængden vokser nu med 6,0 % og M2 pengemængden vokser med 2,7%. Det er faktisk ikke så langt fra ECB's langsigtede målsætning på 4,5 %. ECB's store problem består naturligvis i, at de samtidig ønsker en inflation på omkring 2 %, hvilket vi er langt fra, samtidig med, at rentemarkedets afledte forventninger tyder på, at inflationen vil blive ved med at være lav i flere år.

Disse forhold er muligvis et politisk problem for ECB, men det er efter min mening langt fra givet, at det er et problem for væksten i Europa. Det værste, der kunne ske er faktisk, at vi får inflation uden lønstigninger (altså reallønsnedgang), som vi ser det i Japan for tiden. Flere ledende medlemmer af ECB har netop også påpeget, at den aggressive pengepolitik fra Bank of Japan blot øger uligheden ved at hæve aktiv/aktie-

Figur 1 - Europæiske  
forventningsundersøgelser



priserne og erodere almindelige japaneres realløn, mens effekten på den økonomiske vækst i bedste fald har været usikker.

Når tilhængere af en mere aggressiv pengepolitik fra ECB peger på USA som det gode eksempel, er det efter min mening misvisende. Nok har pengepolitikken i USA været yderst aggressiv, men når økonomien nu stormer fremad (i hvert fald i forhold til Europa), skyldes det i højere grad, at man på ganske vist uskøn vis reelt rekapitaliserede bankerne via det såkaldte Troubled Assets Relief Program og øvrige hjælpeprogrammer. Dermed undgik de også stort set den ubehagelige kombination af bank- og statsgældskrise, som Europa oplevede i 2011-12.

Når Europa derfor på nuværende tidspunkt er særligt udsat for et deflationært pres, skyldes det i særlig grad det forhold, at europæiske banker er i færd med at nedbringe deres balancer for at kunne leve op til nye regulatoriske krav i Basel III akkorden – blandt andet nye og strammere krav til solvens og likviditet. Udlånene falder med andre ord stadig – selvom det går langsommere og langsommere.

Desuden kan man påpege, at den demografiske udvikling i eurozonen faktisk har toppet, når vi i et forbrugsperspektiv næppe kommer til at se lige så gode år som i årene op til krisen i 2008-9. I takt med, at befolkningen i Europa ældes, og andelen af personer i den arbejdsdygtige alder i forhold til +65-årige falder, kan man udmærket forestille sig, at den gældsnedbringelse, som startede med finanskrisen, vil fortsætte mange år endnu. Dette vil alt andet lige medvirke til at dæmpe forbrugsvæksten og dermed også inflationen.

## USA ligner efterhånden "overophedning"

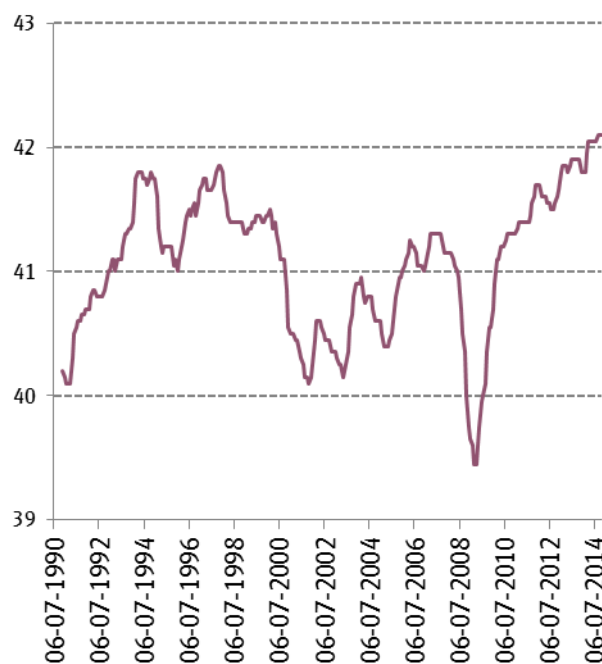
Ser vi på USA, er situationen ret anderledes. Forskellen på økonomisk realvækst mellem USA og Europa har næsten aldrig været større end i perioden 2012-13 – og den nuværende forskel på 1,6 % er også i den høje ende historisk set.

Kort sagt går det faktisk godt i USA, og man kan argumentere for, at det faktisk på visse punkter minder om en "overophedning" af den amerikanske økonomi. Jeg bruger citationstegn, fordi udtrykket efter min mening er dårligt defineret og misvisende. Hvis vi ser bort fra, at inflationen ikke er faretruende høj, er der en række tegn på, at økonomien i det hele taget er kendetegnet ved stærk optimisme på grænsen til det urealistiske.

Den gennemsnitlige arbejdstid i fremstillingsindustrien har aldrig været højere. I 2014 har den for første gang oversteget 42

timer. Dertil kommer, at den gennemsnitlige arbejdstid i på tværs af alle sektorer også er ved at nå nye højder. Dette er en af de væsentligste, ledende indikatorer for økonomien og arbejdsmarkedet, idet arbejdsgivere ved øget ordreindgang og optimisme starter med at bede eksisterende medarbejdere om at arbejde mere, før de ansætter flere medarbejdere. Derudover er antallet af arbejdsløse, som første gang melder sig til arbejdsformidlingen, det laveste siden en kort periode i 2000.

Figur 2 - USA – Gennemsnitlige arbejdstid i fremstillingsindustrien



Ser vi på husmarkedet, er der visse tegn på svaghed (det laveste niveau af nyudstedte realkreditobligationer siden 2000), men ser vi på National Association of Home Builders (NAHB) forventningsindeks, ligger det nu på 58 – hvilket indikerer en solid ekspansion af aktiviteter. Antallet af byggetilladelser understøtter disse forventninger.

Den amerikanske økonomis svaghed kan meget vel vise sig at være den stærke dollar, som gør det vanskeligere at afsætte varer i specielt Europa. De ret stærke forventninger i ISM-tal (flere af dem tæt på 60) vil derfor formentlig falde til tættere på 50-55 (50 indikerer ekspansion) i de kommende måneder.

## Aktiemarkedet – stadig stærkt momentum

November måned har endnu engang udvist et stærkt momentum i aktiemarkedet. Volatilitetsindekset (VIX) er tilbage på omkring 12, og S&P500 handles nok engang på historisk høje niveauer.

Når udviklede landes markeder overordnet set ser dyre ud, skyldes det, at de dyre aktier er blevet historisk dyre i forhold til de billigste aktier. Ser vi på de såkaldte Fama-French data og sammenligner den gennemsnitlige Price/Book (3,71) for den dyreste tredjedel af markedet med den gennemsnitlige Price/Book (1,09) for den billigste tredjedel af markedet, har forskellen ganske enkelt aldrig været så stor.

Selvom vi ikke har data for resten af de udviklede markeder, gælder det samme formentlig i disse. Langsigtede investorer bør afgjort holde sig dette for øje. En yderligere udvidelse af den relative prisfastsættelse (hvad enten det er på basis af Price/Book, Price/Earning eller Price/Cash-flow) vil være ekstremt i historisk sammenhæng (siden 1926) og hidtil uset.

Skeptikere vil stille spørgsmålstegn ved det forhold, at der er udsigt til økonomisk tomgang i Europa i de kommende måneder og, at aktiemarkedene over en bred kam bliver ved med at stige. Det er forståeligt, men historien viser, at der i det korte løb (under 36 måneder) ikke er nogen sammenhæng mellem BNP-vækst og aktiemarkedets afkast. Faktisk tyder meget på,

at en høj arbejdsløshed ofte understøtter aktiemarkedets afkast, fordi virksomhederne har adgang til rigelig og billig arbejdskraft.

I det korte løb er aktiemarkedet dermed ikke nødvendigvis overkøbt, men for den langsigtede investor er det utvivlsomt dyrt. Undtagelsen er muligvis emerging markets, som faste læsere af min månedskommentar vil vide, at jeg har et godt øje til. Derudover kommer naturligvis value-aktier, som nævnt ovenfor.

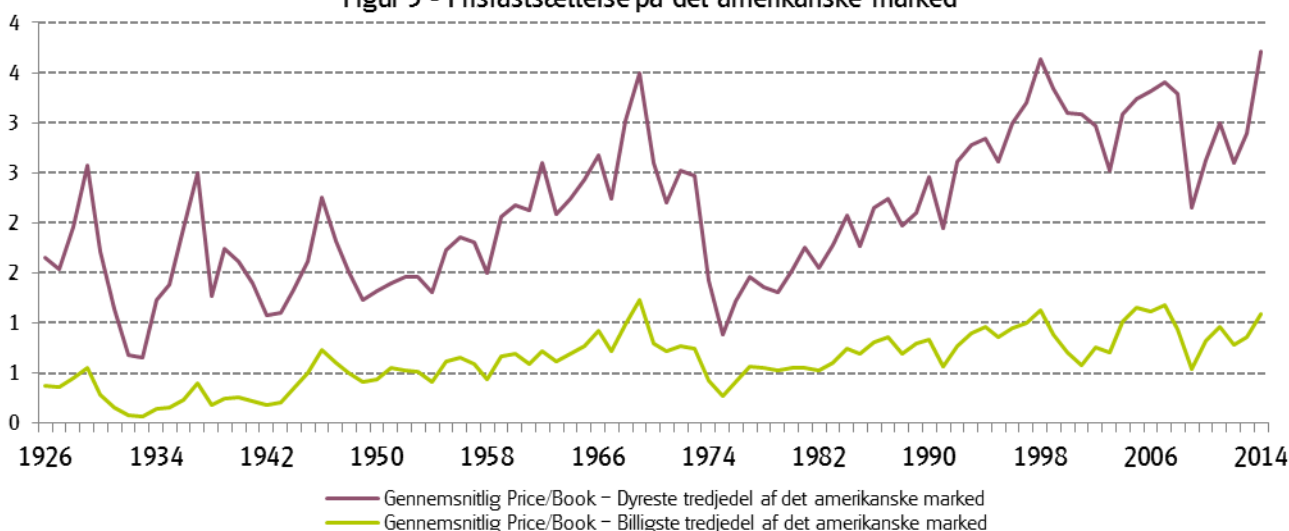
## High yield – igen interessant

Siden jeg i månedsrapporten fra juni måned advarede mod de langsigtede perspektiver for investorer i high yield markedet, ser disse nu igen ud til at have rettet sig. Det såkaldte Options Adjusted Spread mellem high yield papirer og statsobligationer er steget med 120 basispunkter siden juni.

Desuden viser både Lending Surveys fra ECB og fra den amerikanske centralbank, at de største banker forventer at øge udlånene til virksomheder. Dette vil ske i konkurrence med investorer i erhvervsobligationer, hvorfor markedet for disse vil være understøttet i de kommende måneder.

*Redaktionen er afsluttet den 28. november 2014*

Figur 3 - Prisfastsættelse på det amerikanske marked



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.