



Er der mere i aktiemarkedet?

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen

Vores korte svar på dette ”enkle” spørgsmål er: Ja, vi tror, at aktiemarkederne kan stige, men i en lavere takt og med større udsving i forhold til den seneste tid.

Vi har oplevet en historisk kraftig kursstigning fra finanskrisens bund. Paradoksalt, men ikke usædvanligt i en periode præget af enorm pessimisme i kølvandet på finanskrisen. Kursstigningen på det toneangivende amerikanske marked (S&P 500) startede 9. marts 2009, og ved den foreløbige top 21. maj 2013 er stigningen over de 1.059 arbejdsdage på 146,7 pct. Der har under denne stigning været to større korrektioner på ca. 16 pct. og nitten korrektioner på 5 pct. eller mere. Det placerer denne samlede kursstigning som en af de længste og kraftigste ”bear market”-reaktioner over de seneste 80 år ifølge Citi Research.

” Vi tror, at aktiemarkederne kan stige, men i en lavere takt og med større udsving i forhold til den seneste tid.

Så er der mere i aktiemarkedet?

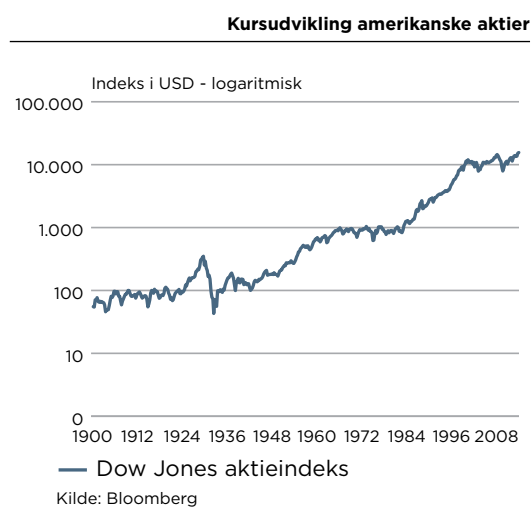
For at konkludere på dette spørgsmål, har jeg valgt at gennemgå de tre typiske hindringer for kursstigning:

- 1) for høj prisfastsættelse,
- 2) potentiel vækstnedgang
- 3) strammere likviditet

Er aktier prisfastsat for højt?

I et 100-årigt perspektiv har vi oplevet tre langvarige stigninger i aktier, som vist i figur 1 i næste spalte: i 1920’erne, fra midten af 2. verdenskrig og frem til midten af 1960’erne og så stigningen fra 1982 og frem til år 2000. Aktier var højt prisfastsat ved indgangen til dette årtusinde, og de sidste 13-15 år har været en lang korrektion af denne høje prisfastsættelse, hvor indtjeningen er steget uden en samlet kursstigning. Det ses, at det toneangivende amerikanske kursindeks først for nylig har passeret sin gamle kurstop i 2000 og 2007.

Figur 1:



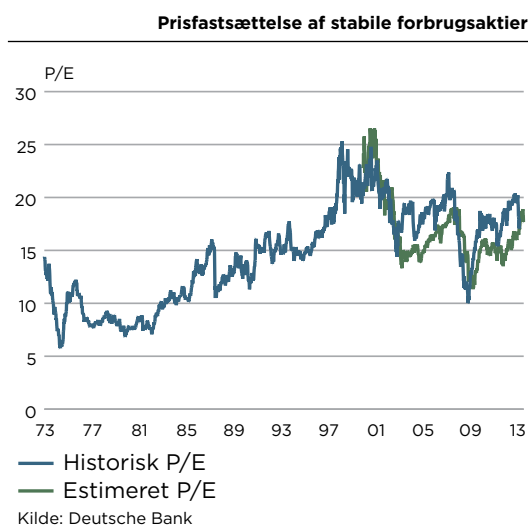
En hindring for fortsat stigning kan være for høj prisfastsættelse på aktier. Det er ikke en eksakt videnskab at måle prisfastsættelsen på

de brede aktiemarkeder. Skift i sammensætning af indeks og store indtjeningsudsving kan dog give store unøjagtigheder.

” Værdiansættelsen er ikke på et niveau, som isoleret set udgør en egentlig hindring for yderligere stigning.

Jeg har valgt at tage udgangspunkt i prisfastsættelsen af forbrugsgodeaktier, hvor det har været muligt at skaffe data tilbage fra 1973. Fordelen ved at bruge dette segment som pejlemærke for den generelle værdiansættelse er, at disse selskaber har mindre indtjeningsudsving og i det hele taget er mere stabile over tid. Derfor er det en bedre, om end ikke perfekt, indikator for, om aktier i et historisk perspektiv er prissat for højt. I figur 2 ses det, at dette vigtige segment af markedet er prissat i den øvre ende af sit historiske interval målt på prisen per indtjeningskrone. Værdiansættelsen er dog ikke på et niveau, som isoleret set udgør en egentlig hindring for yderligere stigning. Det er i øvrigt erfaringsmæssigt således, at kun en meget ekstrem prissætning er en signifikant hindring for kursstigning.

Figur 2:



Står vi over for en global vækstnedgang?

Den langsigtede drivkraft for kursstigning på aktiemarkederne er indtjeningsvækst. Den langsigtede dynamiske effekt af indtjeningsvækst er kraftfuld. Men den glemmes ofte, når der i

mere kortsigtede vurderinger fokuseres på den statistisk manglende samvariation mellem kurstigninger og økonomisk vækst. Det er uomtvisteligt, at makroøkonomisk fremgang skaber et bedre miljø for højere indtjening i virksomhederne. Det er derfor en hindring for fremgang for aktierne, hvis verdensøkonomien skulle bevæge sig ned i et lavere gear igen med lavere vækst og risiko for deflation. Vores opfattelse er, at den samlede verdensøkonomi kan fortsætte sin vækst – men den marginale drivkraft over de kommende par år vil i højere grad være USA frem for som nu Kina. Den subsidiedrevne del af væksten i Kina, hvor lokalregioner har givet store lån og favorable vilkår til særligt udvalgte virksomheder, har ledt til overkapacitet inden for flere sektorer, som eksempelvis stålsektoren og solcelleindustrien. Subsidiedrevet vækst understøtter ofte aktivitet i stedet for effektivitet. Det skaber langsigtede kapitalalokeringsproblemer. Samtidig vil væksttaket i udbygningen af veje, lufthavne og anden infrastruktur gå ned alene på grund af de allerede betydelige investeringer, der er foretaget de seneste 20 år. En fortsat voksende middelklasse vil sikre vækst i det samlede forbrug, der dog udgør en lavere andel af økonomien i Kina i forhold til mange andre lande.

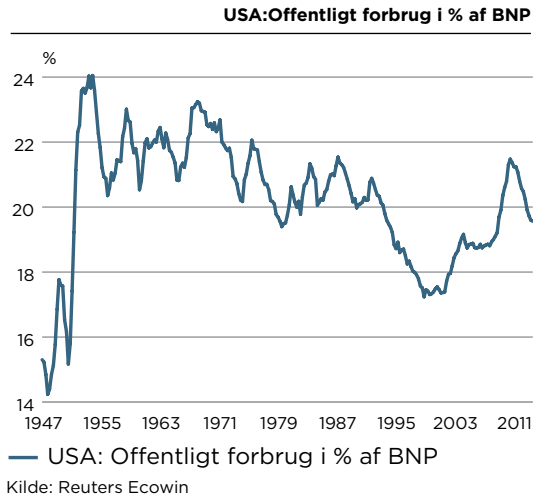
Væksten i Kina vil derfor samlet være højere end i resten af verden men aftagende i forhold til de seneste år. Med svage råvaremarkeder har størstedelen af udviklingslandene sværere ved at skabe vækst: herunder Brasilien og Rusland. Samlet set er det sandsynligt, at emerging markets får en pause som markant positiv vækstfaktor for verdensøkonomien.

” Den samlede verdensøkonomi kan fortsætte sin vækst – men den marginale drivkraft over de kommende par år vil i højere grad være USA frem for som nu Kina.

Modsat ser vi en bedrende væksttakt i USA drevet af et bedre boligmarked – en helt central faktor i et land, hvor det er forbrugeren, der udgør hovedparten af økonomien. En kraftig nedgang i den offentlige forbrugskvote, som vist i figur 3 nedenfor, har haft en negativ effekt på økonomien på omkring 1 pct. per år over de seneste år. Ved en stabilisering af denne, kombineret med højere aktivitet på boligmarkedet, er det muligt for USA at komme tilbage på en vækstrate på ca. 3 pct.

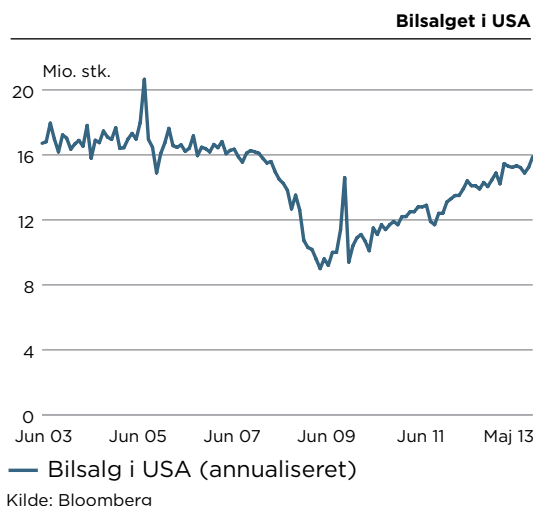
Der findes skeptikere, som fremhæver, at en stor del af den stigende aktivitet i det amerikanske boligmarked er drevet af kortsig-

Figur 3:



tede investorer. Her synes jeg, at man skulle tage et kig på et andet meget vigtigt forbrugersegment, nemlig bilsalget. Her har vi oplevet en signifikant stigning med en positiv overraskelse igen i de seneste tal, som vist i figur 4. Det er nok ikke spekulanter, der driver væksten i bilsalget i USA, men mere den almindelige forbruger.

Figur 4:



Der er mulighed for vækst i det samlede Europa fra det nuværende meget lave niveau i særligt Sydeuropa, men regionen er fortsat præget af en række strukturelle udfordringer. Der er dog enkelte lyspunkter og Spanien rapporterede sit første handelsbalance-

overskud i 40 år i marts måned – et positivt nøgletal på baggrund af et svagt vækstmiljø. Det ville være yderligere kærkomment for Europa med en svagere euro.

Det centrale for aktier er omgivelser af rimelig vækst uden et inflationspres. Det er vores hovedscenarie, at væksten i verdensøkonomien kan holde sig på et niveau, som ikke kommer til at udgøre en hindring for aktiemarkedet.

Står vi over for en kraftig likviditetsstramning?

Vi befinder os i den senere fase af det største indgreb i den frie prisdannelse på finansielle aktiver siden 2. verdenskrig. Som respons på finanskrisen smed Bernanke tre store sten i søen i form af QE1, QE2 og QE3, som skabte og skaber bølgeeffekter på tværs af alle segmenter i alle aktivklasser. Det har haft effekt. Alle søger et ”sikkert” afkast. Således har det været muligt for Apple at sælge obligationer for tre mia. dollar. Disse løber til 2043 med en årlig rente på 3,9 pct. Tager det højde for Apples teknologirisiko – eller er det mere et udtryk for den enorme sult efter at placere sig i alt, hvor der står noget med ”obligation” på?

Hvad sker der, når Bernankes sten skal fiskes op af søen igen? Giver det lige så store skvulp? Alene Bernankes tale om at reducere i den amerikanske centralbanks køb af USD 85 mia. stats- og realkreditobligationer per måned, dækkende langt størstedelen af nyudstedelsen af obligationer i USA, har resulteret i en voldsom rentestigning og kursfald på aktiemarkederne. Men en kommende reduktion af FED's køb af statsobligationer samt højere korte renter er en naturlig konsekvens af, at vi er på den anden side af finanskrisen. Den er også en naturlig konsekvens af bedringen i den finansielle sektor og af, at den økonomiske situation i den vestlige verden er i langsom bedring. Samtidig er vi i den situation, at Japan har kastet sig ud i en særdeles aggressiv pengepolitisk lempelse. Endeligt er det også muligt at forestille sig en mere aggressiv europæisk centralbank på den anden side af det tyske valg i september.

” En kommende reduktion af FED's køb af statsobligationer samt højere korte renter er en naturlig konsekvens af, at vi er på den anden side af finanskrisen.

Væksten vil få yderligere næring, når virksomheder og private begynder at låne penge igen, altså når de trykte penge fra FED via banksystemet kommer ud at arbejde i realøkonomien, frem for blot at blive brugt til køb af finansielle aktiver. Der er vi ikke nået til endnu. FED's likviditetsstramning skal italesættes, hvilket vi netop har set, og gennemføres gradvist for, at markederne ikke skal reagere negativt. Det skal ske i takt med, at den private sektor begynder at låne penge igen, og stigende bolig- og aktiemarkeder får folk til at tro på fremtiden. Og - endnu bedre - kombineret med fornyet tro på vækst i emerging markets og nye sektorer, der hjælper til at trække vækst og optimisme.

” FED's likviditetsstramning skal ske i takt med, at den private sektor begynder at låne penge igen, og stigende bolig- og aktiemarkeder får folk til at tro på fremtiden.

Der forestår en delikat proces, hvor risikoen for kraftigt stigende renter foreligger. Hvis FED skal suge likviditet op i en situation, hvor der er gang i økonomien igen, er det tungt og risikabelt at sælge ud af de lange statsobligationer, der ligger på FED's balance. Det kan lykkes, men en pengepolitisk stramning er den væsentligste hindring for aktiemarkedet over de kommende par år.

Aktiv investeringspleje bliver afgørende

Vi befinder os i et historisk eksperiment i forhold til indgreb i prisdannelsen på finansielle aktiver. Det er altid en usikker disciplin at spå; særligt i et miljø, hvor det er svært at finde paralleller i de finansielle historiebøger. Hverken prisfastsættelse, vækst eller likviditetsstramning udgør en signifikant hindring for fortsat kursstigning lige nu, og der er formentlig mere i aktiemarkedet. Men risikoen er højere og potentialet mindre, fordi vi befinder os i den senere fase af en meget lempelig pengepolitik. Og fordi den kunstigt skabte efterspørgsel efter særligt ”sikre” obligationer og døningerne herfra har bragt prisen på alle aktivtyper op på et højt niveau. Herudover er en positiv udvikling på aktiemarkedene betinget af en rimelig vækst i verdensøkonomien, hvor en mere negativ udvikling end ventet i særligt Kina og USA kan få aktiekurserne til at falde. Endelig er der altid risikoen for den uventede hindring på vejen frem.

” Et afkast på den risikofri rente, tillagt en traditionel risikopræmie på 3-5 pct. eller samlet 5-7 pct., er et godt afkast på aktier i dette miljø. Det er klart, at et ekstraafkast skabt ved stockpicking på 3-5 pct. har en meget større relativ effekt i et miljø som det.

Det bliver derfor sværere at tjene penge – også på aktier. Et afkast på den risikofri rente, tillagt en traditionel risikopræmie på 3-5 pct. eller samlet 5-7 pct., er et godt afkast på aktier i dette miljø. Det er klart, at et ekstraafkast skabt ved stockpicking på 3-5 pct. har en meget større relativ effekt i et miljø som det. Vi har skabt et sådant merafkast historisk, og det er vores målsætning fortsat at levere det samme merafkast. Vi tror på en meget selektiv indgangsvinkel. Vi tror, at det er centralt at identificere mere tidløse og cykliske uafhængige temaer, der kan trække udvalgte aktier gennem makrocyclen. Sidste temaartikel beskæftigede sig med et eksempel på en sådan trend - ”big data” - hvor nye softwareløsninger og nye datalagringsmuligheder giver særlige vækstmuligheder for virksomheder, der enten direkte skaber disse muligheder, som Google og SAP, eller virksomheder, som udnytter disse analyseværktøjer optimalt.