

Af Torben Frederiksen, direktør, Alm. Brand Kapitalforvaltning



Aktier sætter nye rekorder...

Aktiemarkederne fortsætter med at sætte rekord på rekord. Renter er fortsat meget lave, og uden de helt store udsving. Efter valget i Tyskland og en ny arbejdsmarkedsreform i Frankrig, har vi sat hak ved endnu et par begivenheder, der potentielt kunne have givet uro. Men endnu engang er uroen udeblevet. Indtjeningen i mange virksomheder viser gode takter, og centralbankerne fortsætter med at pumpe likviditet ud til investorerne. Sammenlagt har det betydet fine afkast på både aktier og obligationer.

Ovenstående kombineret med genvalg af Shinzo Abe i Japan, genvalg af Xi Jinping i Kina og konflikten i Nordkorea nedtonet, har der været nok positive begivenheder til at gyde olie på vandene. Samtidig har vi netop passeret årsdagen for, at Donald Trump indtog det Hvide Hus, ligesom der nu er udpeget en kandidat til at overtage formandsstolen i den amerikanske centralbank, FED.

Ny FED-chef udpeget

Det blev Jerome Powell, der blev udpeget som ny chef for den amerikanske centralbank. Det Hvide Hus beskriver ham som en konsensusbygger, og at han har en sund finansiell politik. De er overbeviste om, at hans faglige evner vil være et plus, i en periode hvor USA er startet med at rulle støtteopkøb af obligationer tilbage, og samtidig er begyndt at hæve renten stille og roligt.

Powell sidder allerede i FED's bestyrelse, hvor han nu ventes at afløse Janet Yellen, der har stået i spidsen for centralbanken siden februar 2014. Det mest bemærkelsesværdige ved Powell er, at han ikke er uddannet økonom. Han er jurist, og vil i givet fald være Kongressens første udnævnelse af en ikke-økonom i 40 år. Mange økonomiske kommentatorer stiller sig dog lidt skeptiske overfor Powell's ikke-økonomiske baggrund.

Et andet atypisk træk ved Powell er, at han har erfaring fra Wall Street, og så har han tidligere arbejdet i finansministeriet i George Bush seniors præsidentperiode. At han har en baggrund på Wall Street, skaber forventninger om, at han må forventes at være mere markedsorienteret i sin tilgang til især regulering af finanssektoren. Noget af en mærkesag for Trump. Han forventes dog at videreføre den nuværende forsigtige rentepolitik.

Mange iagttagere, bla. Wall Street Journal, betragter ham som »en sikker satsning«. Han ventes at fortsætte den midtsøgende, konsensusdrevne kurs, som både Janet Yellen og forgængeren Ben Bernanke har stået for. Så der er

ikke lagt om til nogen revolution. Men det er der næppe behov for, nu hvor økonomien ser ud til at rette sig, og USA, som tidligere nævnt, skal til at normalisere pengepolitikken.

Renteforventninger i USA

Med nomineringen af Powell, er der ikke ændret ved, at FED forventes at hæve renten tre gange i 2018, to gange i 2019 (tidligere 3) og en enkelt gang i 2020 (som det ser ud nu). Disse estimater kan naturligvis ændre sig med ændringer i de økonomiske nøgletal.

FED ønsker at normalisere opkøbsprogrammet af obligationer fra 1. oktober 2017. Dette skal i første omgang ske ved at lade nogle af de allerede opkøbte obligationer udløbe. Men det kom lidt som en overraskelse, at de ikke satte en slutdato på neddrøslingen, eller med andre ord, hvor meget de vil nedbringe balancen med.

Det kunne indikere at FED, ligesom den europæiske centralbank, ECB, ønsker at beholde så meget fleksibilitet som muligt i nedtrapningen - hvilket i mine øjne er en klog strategi. Vi behøver ingen store check på hverken obligations- eller aktiemarkedet. Endelig indikerede FED en langsigtet rente på 2,8 procent mod 3,0 procent i juni. Det hænger naturligvis sammen med, at de fjernede en tidligere forventet renteforhøjelse i 2019. Alt i alt var udmeldingerne på linje med vores forventninger.

Fortsat kunstigt lave renter

De meget lave renter er bevidst skabt af centralbankerne, der gennem store opkøb af obligationer presser renterne i bund. Det gælder ikke alene på de obligationer, der købes op, men det har også en afsmittende effekt på stort set alle andre aktivklasser. Det gælder obligationstyper, der ikke købes direkte op i aktier, ejendomme osv. Alt sammen som konsekvens af at investorerne intensiverer jagten på at finde afkast. Mange tvinges derfor ud i at tage risici, som man ikke nødvendigvis har lyst til. Som jeg tidligere har skrevet, er det ikke et sundhedstegn. Jeg frygter, at den dag opkøbene for alvor stopper, vil der være lang kø ved udgangen. Mange investorer vil få travlt med at sælge ud, og vi vil se risikopræmierne (det merafkast en investor bør kræve for at investere i mere risikofyldte aktiver) stige til et mere normalt niveau igen.

Opbremsningen i opkøb er vi ved at se. Men stadigt kun i meget beskedent omfang. Den amerikanske centralbank nedbringer nu deres beholdning af obligationer med USD

6 mia. om måneden. Dette er ud af deres beholdning på svimlende USD 4.500 mia. Ifølge planen vil de gradvist øge reduktionen til USD 50 mia. om måneden.

I Europa har ECB sagt, at man vil halvere opkøb fra EUR 60 mia. til 30 mia. om måneden. Til gengæld forlænger man opkøbsperioden frem til september 2018. Ydermere vil man holde døren åben for at forøge opkøb, hvis det skulle blive nødvendigt. Det er værd at bemærke, at opkøbene i Europa fortsat overstiger langt over udstedelsen af nye obligationer, der "kun" er på EUR 12-15 mia. om måneden.

Alt i alt kan man sige at centralbankerne farer med lempe. Den største fare - for mig at se - er, at vi nærmer os mere og mere et "chicken race". Med andre ord, hvem bliver den første, der trykker på salgsknappen.

Med ovenstående er der udsigt til, at rentefesten kan fortsætte en rum tid endnu. Oprindeligt var ECB's opkøbsprogram sat til at slutte ved årets udgang, men er, som nævnt, forlænget til september 2018 og måske endda endnu længere. Om en forlængelse kommer til at ske, afhænger af om inflationen, eller forventningerne til det, kommer til at stige.

Det har til centralbankens store frustration vist sig ualmindeligt svært at leve op til en målsætning om at ramme en inflation på (tæt på) 2 procent. I de senere år er inflationen i bl.a. Europa faktisk kun nået op omkring 2 procent i perioder, hvor olieprisen er steget og derved trukket forbrugerpriserne op.

Spørgsmålet er derfor: Hvorfor er inflationen ikke steget mere? Særligt på trods af at arbejdsløsheden er faldet dramatisk. Og set i kombination med en ekstrem lempelig pengepolitik som fortsat byder på negative renter og en seddelpresse, der kører i højeste gear.

Det er især udeblivelsen af en højere lønvækst, der bekymrer centralbankerne. Al tidligere faglitteratur siger, at lav arbejdsløshed fører til højere lønninger (også kaldet Phillips-kurven).

Udfordringen er, at i dag er stigningen i lønninger lavere for enden af en given arbejdsløshed, end det tidligere har været tilfældet. Udviklingen burde dog ikke komme bag på nogen, da tidligere studier netop adresserer dette problem. Jeg tror, årsagen skal findes i den øgede deregulering og globalisering. Det er med andre ord en dynamisk udvikling, som centralbankerne ikke i tilstrækkelig grad har værktøjer til at imødegå. Og så kan der være det psykologiske aspekt i, at mange tidligere har oplevet, og stadig kan huske, økonomiske krisetider.

De fleste virksomheder viser, at de stadig kan tjene penge. Men med de meget lave renter, og med udbytte i størrelsesordenen tre til fire procent, belønnes også de virksomheder, der tjener knap så meget. Igen fordi investorerne mangler alternativer til investering i noget, der måske giver nul - som nævnt før, er det ikke et sundhedstegn.

Og den store nedtur, efter en lang årrække med stigninger på både obligations- og aktiekurser, skal nok komme. Men som altid er timingen altafgørende. Umiddelbart er min vurdering, at det ikke kommer til at ske indenfor det næste år.

Investorerne har i de seneste mange år været forkælet på alle fronter. Alle aktivklasser er steget i værdi, og det eneste, der ikke har været fornuftigt at have, er kontanter. Fremadrettet er det helt store pejlemærke - i mine øjne - inflationsforventninger. Og fordi det er centralbankernes styringsmål, vil det være en stigning i den forventede inflation, der afgør hvor meget og hvor hurtigt, renterne vil blive hævet.

Men jeg tror ikke, at de gevinster obligationsinvestorer har været vant til over de seneste næsten 30 år, kommer til at fortsætte. Jeg har, sammen med mange andre,

mange gange postuleret, at renterne vil stige. Og måske alt for tidligt. Men, der er i min optik ikke nogen tvivl om, at tidspunktet, hvor jeg får ret, nærmer sig med hastige skridt. Centralbankernes eksperiment med store opkøb ser ud til at have virket, men der kommer en dag, hvor disse opkøbsprogrammer skal ruller tilbage.

Aktiv vs. passiv investering

I lyset af de seneste ændringer i skattereglerne omkring investering i udenlandske ETF'er, og qua den aktuelle debat om denne aktivklasse, synes jeg, det er relevant at genoptrykke en artikel min gode kollega, chefanalytiker Michael Friis, skrev for nyligt:

"I øjeblikket strømmer pengene fra aktive investeringsformer over i de passive. I hvert fald når vi kigger mod udlandet. De passive investeringer sker oftest gennem billige indeksfonde som ETF'ere. Men hvorfor flytter investorerne i stigende grad deres penge over i passive byggeklodser?"

Svaret er, at ETF'ere er blevet smartere. I dag kan du som privatinvestor udnytte disse nye generationer af ETF'ere, fordi du kan investere i temaer og megatrends, samtidig med at du opnår en billig og bred eksponering.

Førhen var det ikke muligt. Private investorer var nødt til at investere i enkeltsekskaber, der var rettet mod en branche, tema eller trend. Risikoen blev, at investorerne kunne ramme forbi skiven og satse på de forkerte sekskaber, selvom de havde set rigtigt på trenden.

Et godt eksempel på nye smarte ETF'ere er bl.a. fokus på den demografiske udvikling. Der er ingen tvivl om, at verdens befolkning bliver ældre, og at disse ældre har flere penge mellem hænderne end tidligere. Spørgsmålet er, hvilke trends, der kommer i fremtiden på baggrund af den aldrende befolkning.

Hvor de lidt mere traditionelle investeringsforeninger fokuserer på den negative side, nemlig medicin og plejehjem, så er det langt fra sikkert, at verden kommer til at se sådan ud.

Hvad nu hvis teknologien via robotter betyder, at plejehjem bliver overflødige, fordi vi kan være i vores hjem langt oppe i årene? Eller endnu bedre; at vi samtidig bliver mere mobile via eksempelvis exoskeletter. Så er det måske mere sandsynligt, at det er rejseselskaber og krydstogtselskaber, der kommer til at nyde godt af væksten i velhavende og rørige ældre.

Der findes ETF'ere i markedet, som via deres spredning i 80-100 sekskaber dækker alle disse trends trukket af den aldrende befolkning. ETF'erne indeholder rent matematiske sekskaber, hvor over halvdelen af omsætningen er eksponeret mod 60+ segmentet.

Af andre store temaer, der dækkes af nye og smartere ETF'ere kan nævnes robotteknologi, Internetsikkerhed og e-handel.

Nu kan det lyde som om, at ETF'ere fjerner behovet for at tænke selv. Det er ikke tilfældet. Der er fortsat mange faldgruber. Men det handler mere om timingen end om ETF'erne. 3D-printere er et godt eksempel. Investorer strømmede ind i 3D-printsektoren for nogle år siden, men det holdt ikke, da teknologien ikke var klar endnu.

Så rammer man forkert eller for tidligt, så er man en smule mere beskyttet ved at investere i ETF'ere."

Der er i mine øjne mange gode argumenter for at investere "passivt". Det er en billig måde at replicere et givent indeks. Men der er også nogle ulemper. For det er og bliver en standardpakke. Og man går jo heller ikke i Brugsen for at købe standardkurven. For så kommer man hjem med en hel del varer, man måske ikke har brug for.

Jeg tror grundlæggende på, at den aktive investering giver god værdi. Men måske i kombination med passive strategier, giver det bedst mening.

Hvad gør vi i Alm. Brand

Der er stadig ingen større ændringer i vores porteføljer. Dog har vi nu valgt at reducere vores investering i japanske aktier. Vi har fået et ganske fornuftigt afkast, og har valgt at tage profitten.

Overordnet set har vi stadig en forkærlighed for europæiske aktier frem for amerikanske. I Europa har vi en forkærlighed for hollandske og franske banker.

På obligationssiden har vi gennem lang tid haft et godt øje til konverterbare realkreditobligationer. Men i takt med, at de er blevet dyrere, har vi valgt at nedbringe en stor del af denne eksponering.

Mange venlige hilsner,
Torben