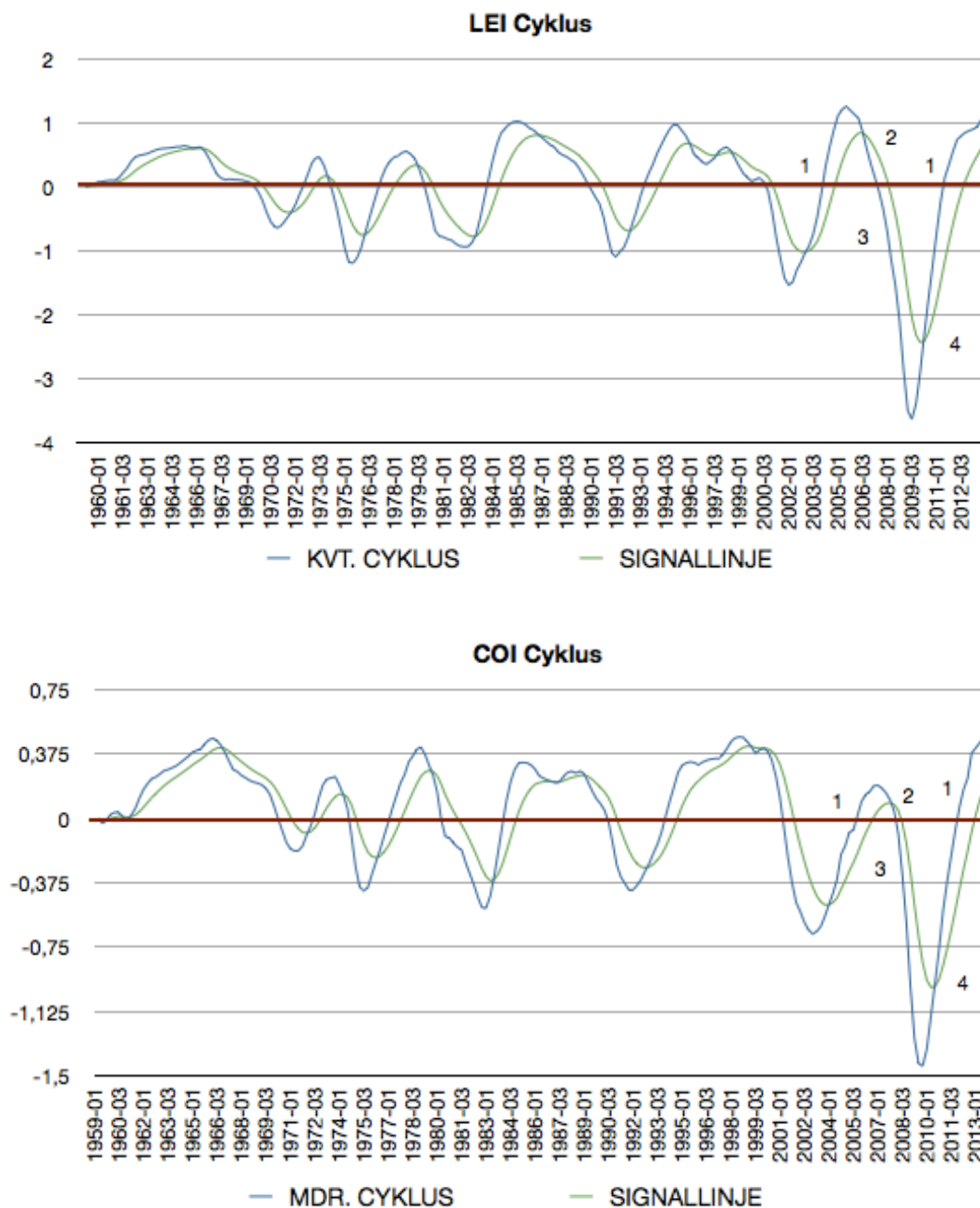
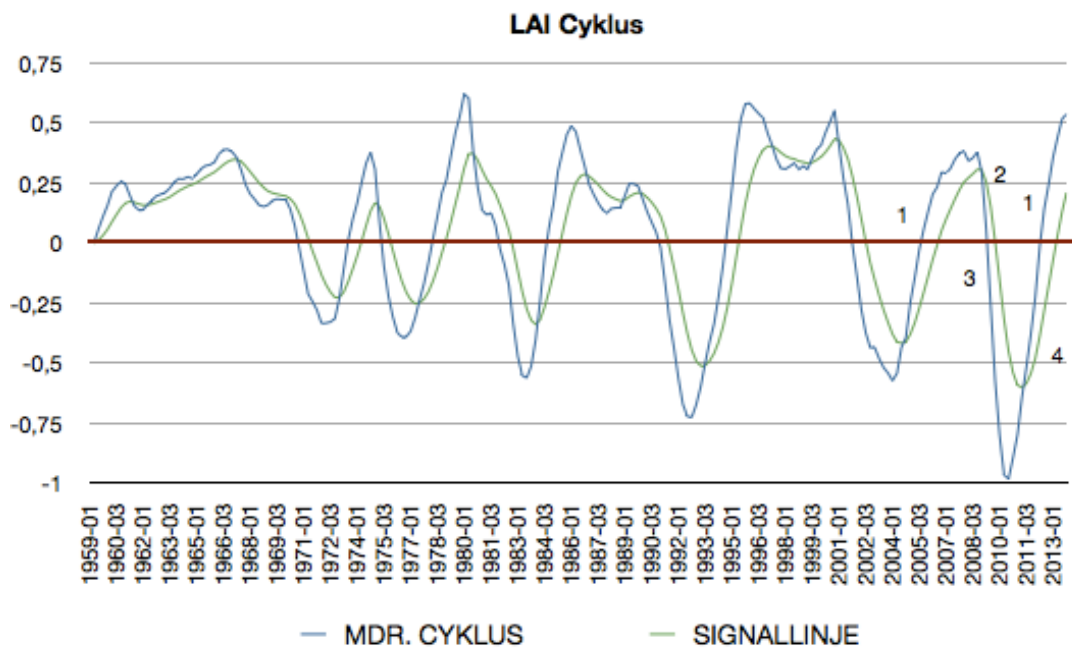


Analyse af den amerikanske økonomi, og forventninger til 2014

Jeg har i figur 1 vist henholdsvis Leading, Coincident og Lagging Indicator for den amerikanske økonomi. Data bag graferne er fra Conference Board. Som navnet antyder er Leading Indicator (LEI) en ledende indikator bestående af 10 nøgletal, mens Lagging Indicator (LAI) bestående af 7 nøgletal er bagudrettet i forhold til at følge økonomien. Coincident består af 4 nøgletal, som er sammenfaldende med økonomien. Mange har det største fokus på LEI, da det forståeligt nok er mest praktisk at vide, hvor vi skal hen end hvor vi har været. Dette er dog en fejl, da de tre indikatorer skal ses i sammenhæng med hinanden.

Jeg har vist indikatorerne i cyklusser, og inddelt dem i fire faser: Fase 1, 2, 3 og 4. Fase 1 er en periode med stigende vækst, fase 2 er aftagende vækst, fase 3 er negativ eller ingen vækst og fase 4 er tiltagende vækst. Når cyklussen bryder op gennem 0-linjen er vi i fase 1, mens et brud ned igennem signallinjen er fase 2. Fase 3 starter når cyklussen bryder ned gennem 0-linjen og fase 4 når cyklussen bryder op igennem signallinjen.



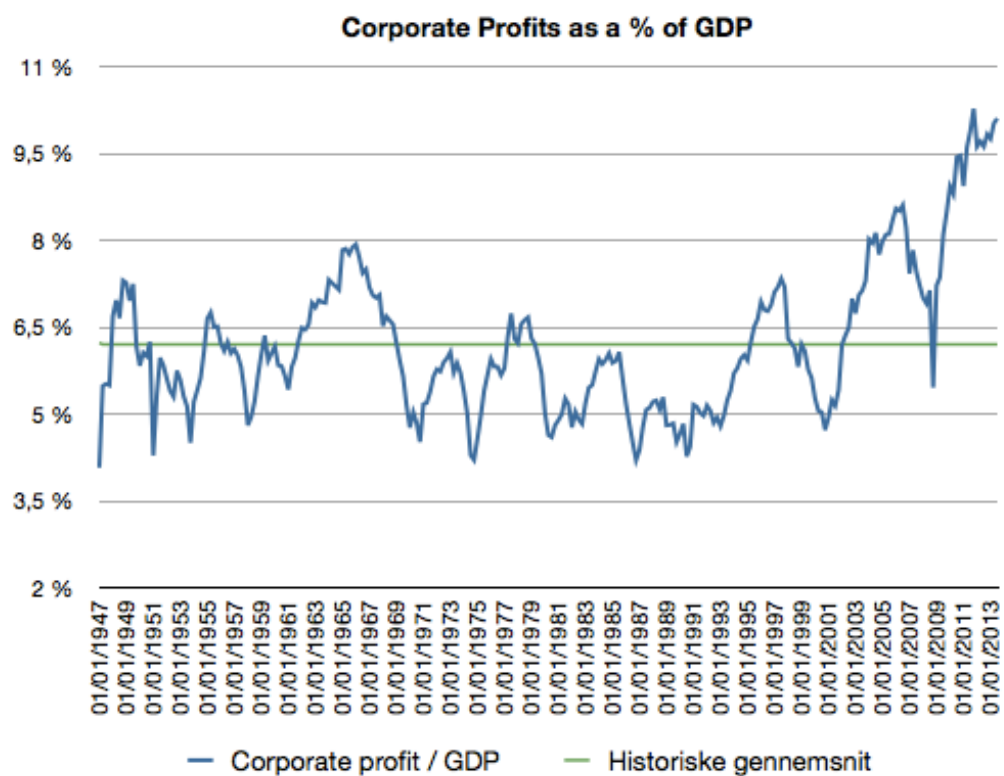
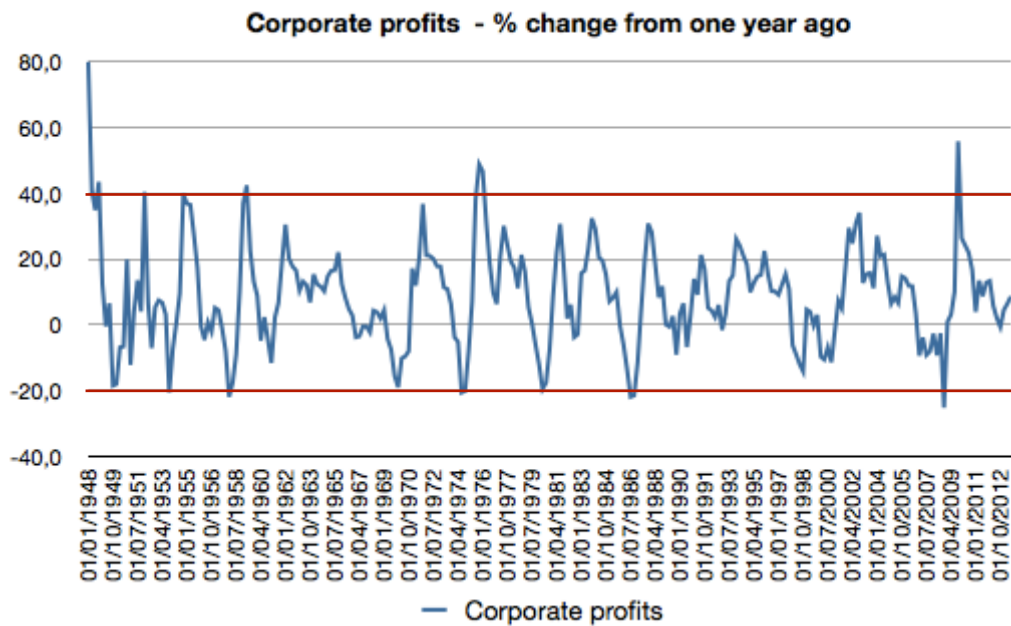


Som man kan se, så er vi i øjeblikket i fase 1, som altså var lig med stigende vækst, omend det er begrænset. Så når folk (red. økonomer, analytikere etc.) påstår, at vi står i starten af et sløvt opsving, så ser dette ikke ud til at passe - hvertfald hvis man ser på disse indikatorer. Alt tyder mest på, at vi er tættere på toppen end bunden. LEI skal dog først gå i fase 3 før der er tale om decideret recession, men en afmatning/fald i LEI og COI igennem 1. halvår 2014 ser jeg som en stor mulighed.

Jeg skrev tidligere, at sammenhængen mellem indikatorerne er vigtig, da bevægelser i den ene typisk er grund til ændring i den anden. Der har været en mindre afmatning i både LEI og COI det seneste stykke tid. Denne afmatning kan i høj grad tilskrives stigningen i LAI, som har haft kraftig momentum og også er i fase 1. Grunden til at man bør følge LAI nøje, selvom den egentlig er bagudrettet, er at den som en sen-indikatorer følger renten. En stigning i LAI tyder dermed på, at økonomien er "stærk" (alt er relativt), og der derfor er et voksende omkostningspres i økonomien. Dette skaber et pres på virksomhedernes indtjening, og de vil derfor skære ned på investeringer, produktionen og LEI vil begynde at falde. Thomson Reuters skrev fornyeligt en artikel med en statistik om virksomhedernes egen forventning til Q4, hvor de bruger det de kalder en "N/P earnings ratio". Denne viser forholdet mellem S&P 500 selskaber, der viser negative forventninger til Q4 i forhold til positive. Ratioen var på 11,4, som var et rekordhøjt niveau. Dette betyder at der var 113 negative og kun 9 positive. Nedenunder er vist den årlige procentvise ændring i virksomhedernes indtjening, samt virksomhedernes indtjening som en andel af BNP. Det ses at den procentvise ændring i indtjeningen er faldet, dog stadig positiv, og det tyder også på svagere indtjening fremadrettet. Med hensyn til den anden graf ses det tydeligt, at virksomhederne har opnået en rekordhøj indtjening i forhold til BNP¹. Det historiske gennemsnit for hvad indtjeningen normalt udgør af BNP er på ca. 6%. Det er usædvanlig sjældent at noget ligger omkring sit gennemsnit, men det vil dog altid søge herhen imod - det er jo dette, som skaber gennemsnittet. Så at håbe/tro på, at indtjeningen vil forblive ved med at være 70% over sit gennemsnit er ikke noget jeg vil satse mine penge på. Min vurdering er derfor, at denne stigning i LAI og dens høje

¹ John Hussman har gennemgået denne situation detaljeret i flere af hans nyhedsbreve, og jeg kan kun anbefale at læse disse - www.hussman.com

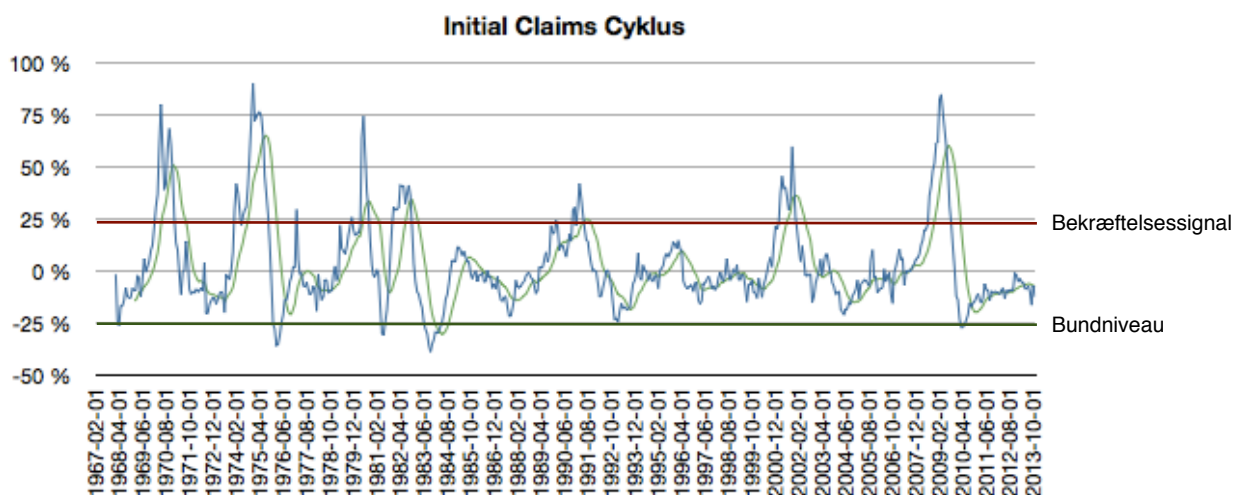
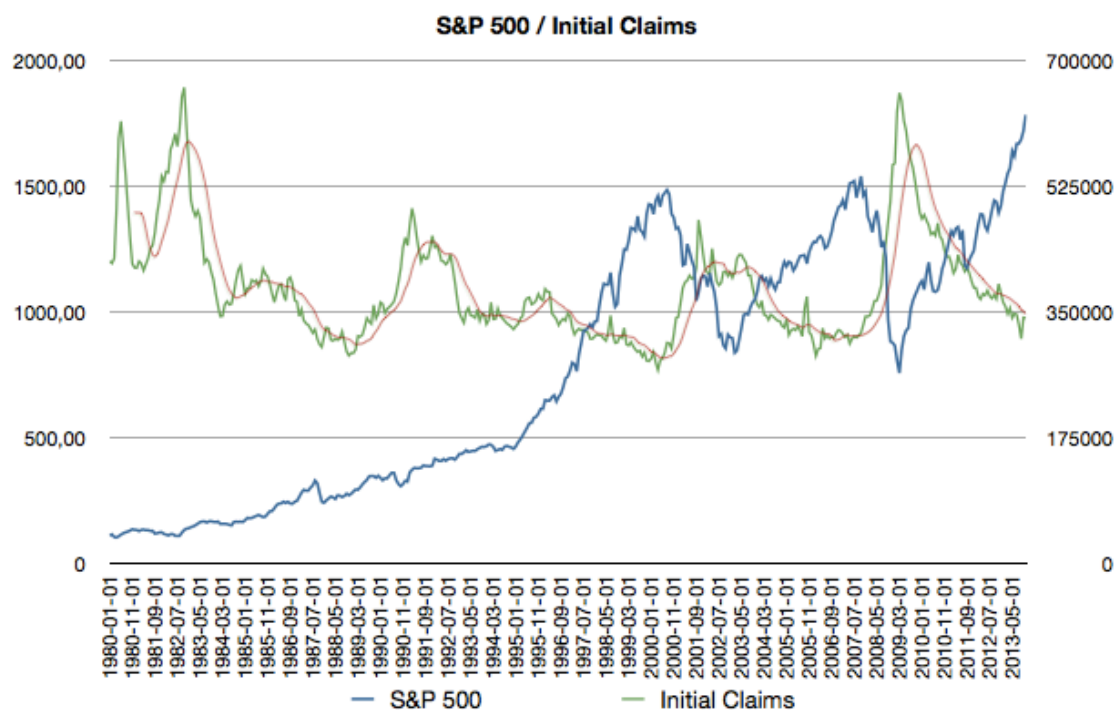
momentum gør, at vi vil begynde at se, at virksomhedernes indtjening kommer under pres igennem 2014.



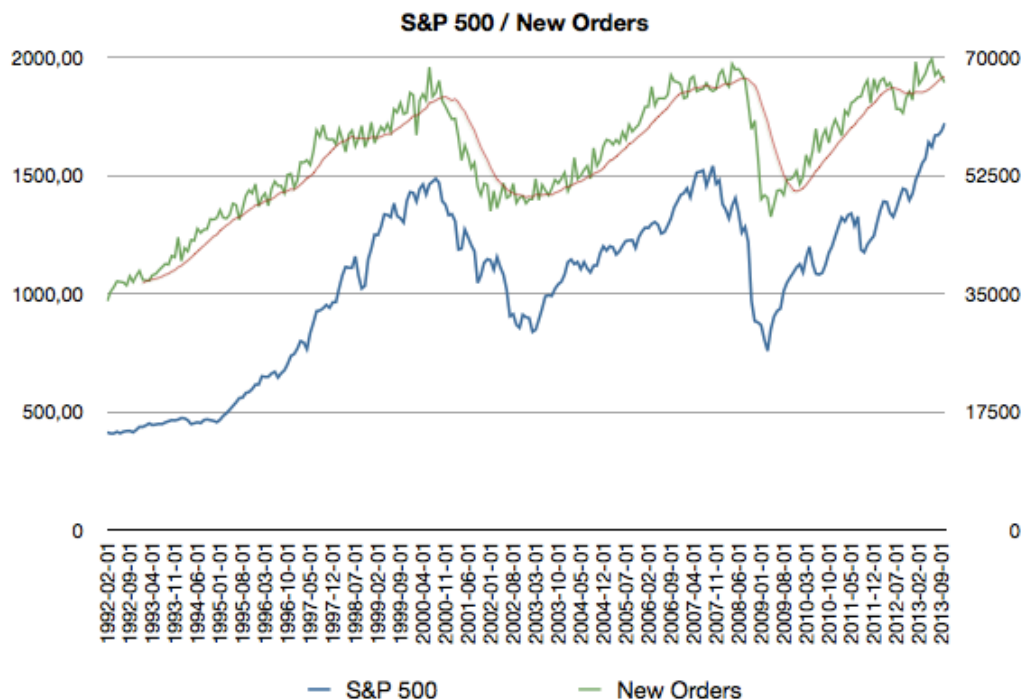
Jeg vil kort gennemgå vigtige nøgletal for den amerikanske økonomi, og deres betydning for aktiemarkedet. Det vil umiddelbart kun blive nøgletal, som anses for værende ledende-indikatorer præcis som aktiemarkedet.

Den første er "Initial Claims" - et nøgletal der viser antallet af ansøgere til understøttelse pga. arbejdsløshed.

Ofte har niveauet omkring 300.000 været en bund i antallet af ansøgninger, før der kom en nedtur i økonomien. Et faldende antal ansøgninger er selvfølgelig godt nyt for økonomien, og derfor er der også en tendens til, at aktiemarkedet stiger når antallet af ansøgninger falder. Jeg har også inkluderet en graf, som viser nøgletallet som ROC på månedsbasis. Her ses at niveauet omkring -25% ofte har været en bund, med det jeg vil kalde et bekræftelsessignal omkring 25% på at en nedgang i økonomien er undervejs. Vi skal altså se en bund i antallet af ansøgninger omkring 300.000 samt en stigning i momentum før vi kan snakke om en konjunkturvending. Dette passer fint i tråd med business cycle modellerne, der viser at vi er tættere på toppen end bunden i amerikansk økonomi.

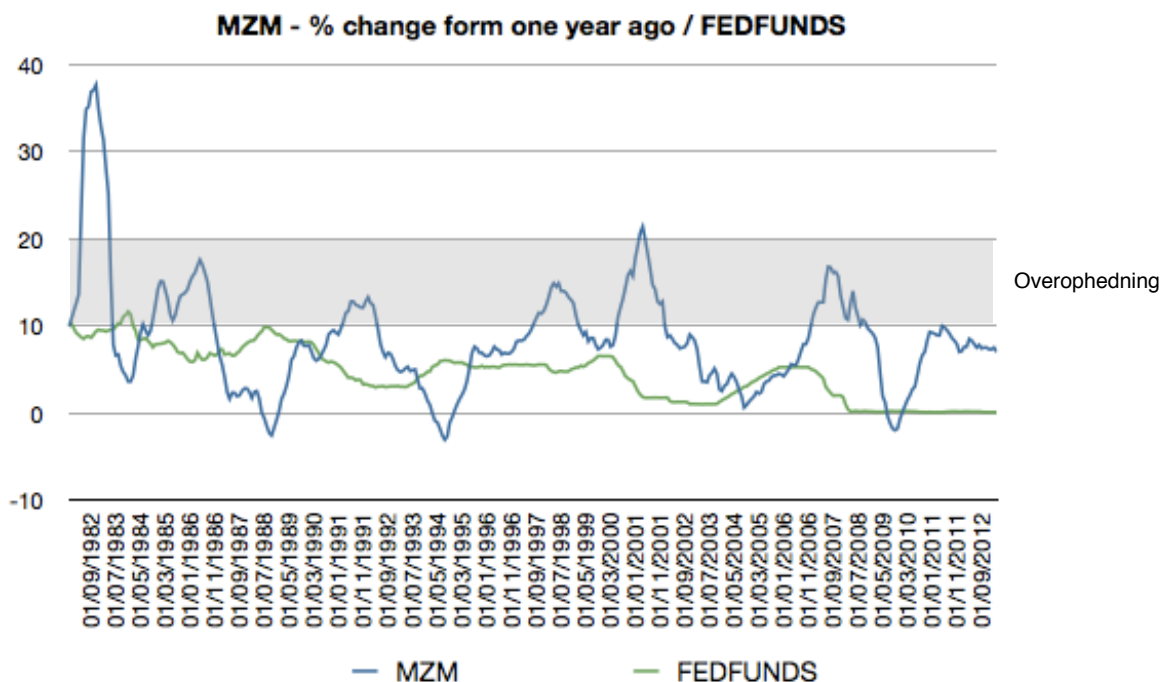


Det næste nøgletal er “New Orders”. At der er en vis korrelation mellem dette nøgletal og aktiemarkedet, er vist at underdrive det. Det skyldes selvfølgelig at når ordreindgangen stiger er det et tegn på en stærk økonomi, virksomhedernes omsætning forøges og dette gavner aktiemarkedet. Her er indtrykket det samme som ved det forgående, at vi umiddelbart er langt inde i en “højkonjunktur”. Indikatoren har taget et lille dyk ned mod det glidende gennemsnit på det seneste, men dog ikke noget der endnu signalere nedtur. Men det drager som sagt mod den samme konklusion som det tidligere viste gør.



Det næste er en graf, som viser den årlige procentvise ændring i pengemængden defineret som MZM (Money with Zero Majority) sammen med den effektive Fed Funds Rate. En stærk vækst i pengemængden viser, at der bliver sprøjtet meget likviditet ind i økonomien og at der er meget kredit tilgængelig for virksomheder, forbrugere og investorer. I tider med stigende vækst i pengemængden har aktiemarkedet det derfor godt, mens det modsatte sker når pengemængden falder.

Sammenhængen mellem pengemængden og renten er tæt, da en stærkere økonomi (pga. stigende pengemængde) gør, at de korte renter begynder at stige (LAI). Efterspørgslen efter penge reduceres dermed (negativ feedback), og dermed falder pengemængde og derefter de korte renter (positiv feedback). Som vi kan se er væksten i pengemængden aftagende fra et niveau omkring 10%. En tommelfingerregel er, at når den procentvise ændring i pengemængden kommer over 10% ser vi en overophedning. Med den aftagende vækst burde vi altså se stigende korte renter i en normal situation. Vi står dog langt fra i en normal situationen, da centralbankerne har udvidet deres værktøjskasse med stadig mere kreative pengepolitiske løsninger. Men det vigtige at bide mærke i er, at væksten i pengemængden altså er aftagende, hvilket er et negativt tegn for økonomien og især aktiemarkedet.



Konklusion:

Ovenstående er på ingen måder en komplet analyse af den amerikanske økonomi, men det giver dog et nogenlunde billed af tilstanden. Konklusionen må være at vi er længere inde i et normalt konjunkturforløb end størstedelen af analytikere/økonomer mener. Der snakkes meget om påbegyndelsen af et spinkelt opsving, men fakta er at nøgletallene har vist forbedring siden slutningen af 2009. Så min vurdering er at vi er tættere på en top end på en bund i økonomien. Jeg tror derfor heller ikke at 2014 bliver det år, hvor vi vil se en ekspansion i den økonomiske aktivitet - nærmere tværtimod.

Det svære med business cycle analyse er at få den korrekte timing, da der oftest er en lang lag-periode. En nedgangsperiode kan sagtens komme i 2014, men det vil først kræve en svækkelse i både Leading og Coincident Indicators (og gerne i fase 3) og faldende momentum i de forskellige nøgletal, før denne påstand kan gives med rimelig underbyggelse. Men hvis vi skal lege videre med påstanden bør vi begynde at se faldende indtjening hos virksomhederne igennem 1. halvår 2014, uden der dog er tale om en økonomisk nedgang. Det vil selvfølgelig være dårligt nyt for aktiemarkedet, og jeg forventer derfor at de stigninger vi har set i år, vil forsætte et stykke ind i 2014, men derefter aftage. Ud fra teorier omkring "sector rotation" så vil sektorer som materials, health care, consumer staples, utilities og energy klare sig godt i fase 2.

I forhold til min egen investeringsmetode kigger jeg gerne på volatilitet i markedet, da det typisk er tegn på stressfulde perioder gerne med fald. Der er intet tegn på volatilitet i øjeblikket, så jeg ser ingen grund til at trække sig ud af markedet, hvis man har en nogenlunde normal investeringshorisont.

Disclaimer: Oplysningerne i dette materiale er ment som generel information for modtageren. Det der er skrevet afspejler alene min egen holdning, og skal ikke tages som investeringsrådgivning. Læsere bør derimod opfordres til selvstændigt at analysere og kritisk undersøge materialet med hensyn til fortolkninger og antagelser. Jeg skal gøre opmærksom på, at investering i værdipapir er forbundet med risiko, og man derfor altid bør konsultere en professionel rådgiver før man handler. Jeg frasiger mig ethvert ansvar for tab eller skade, det være sig direkte eller indirekte, som kan hidrøre fra anvendelsen af oplysninger fra dette materiale.

Datakilder: Al data er fra <http://research.stlouisfed.org>.