

Sådan udnytter du de øk

Kan økonomiens historie lære os at sammensætte en portefølje? Få svaret i denne masterclass, hvor du kan læse, hvordan du skal investere i de forskellige konjunktur-faser.



Af **Jesper Lund**
Direktør
Dansk Finansservice

Årstiderne fortæller os noget om det forventede vejr på et givent tidspunkt af året. Det kan vi forholde os til. Derfor er det logisk, at vi klæder os i vintertøj om vinteren og sommertøj om sommeren. Indimellem arter vejret sig dog anderledes, end årstiderne tilsiger. Derfor tjekker vi som regel vejrudsigten og ser ud af vinduet og tilpasser påklædningen efter, om solen skinner, eller om det regner. Det samme bør selvfølgelig gælde for vores investeringer. Konjunkturerne er økonomiens årstider, og du bør sammensætte din portefølje efter den forventede økonomiske udvikling ved eksempelvis at investere (mest) i aktier, når økonomien historisk set vil belønne dette, og investere (mest) i obligationer, når dette forventes at blive belønnet. Men du skal også være i stand til at imødekomme ændringer i økonomien på kort sigt. Det er her, at kendskab til de økonomiske konjunkturer kan komme dig til gavn. Du skal kunne læse den økonomiske vejrudsigt, så du kan klæde din portefølje rigtigt på, både på kort og lang sigt. De økonomiske konjunkturer er opkaldt efter deres ophavsmænd:

- Kitchin-cyklen varer 3-5 år
- Juglar-cyklen varer 7-11 år
- Kuznets-cyklen varer 15-25 år
- Kondratiev-cyklen varer 45-60 år

Det vil være for omfattende at beskrive alle fire cykler grundigt i denne artikel, men de beskrives kort i tabel 1. I arbejdet med at styre en portefølje på kort til mellemlang sigt er det Kitchin-cyklen, som er den vigtigste. Derfor har jeg valgt at beskrive denne.



Konjunkturerne er de økonomiske årstider - er du klædt rigtigt på? Foto: olaser/iStockphoto

Bliv din egen meteorolog - kend økonomiens fire faser

For at vi kan udnytte konjunkturerne, er det et must at kunne se nogle basale mønstre og at kunne sortere i den ofte forvirrende nyhedsstrøm. For at lette dette arbejde opdeles de økonomiske konjunkturer i fire faser:

- 1 TIDLIGCYKLISK**
- lavkonjunktur eller begyndende opsving
- 2 MIDTCYKLISK**
- konjunkturstigning eller ekspansion
- 3 SENCYKLISK**
- højkonjunktur eller opbremsning
- 4 RECESSION**
- konjunktur nedgang eller kontraktion.

I det følgende beskrives den typiske økonomiske og psykologiske tilstand i de fire forskellige faser af Kitchin-cyklen.

Kitchin-cyklens fire faser

1 TIDLIGCYKLISK - LAVKONJUNKTUR

Efterhånden som efterspørgslen tager fart, må selskaberne til at øge deres lagre. Det fører til flere nye ordrer og giver derved ekstra stimuli til økonomien. I denne fase når renten, beskæftigelsen og lønningerne bunden. Økonomien er dårlig, investeringerne ringe og arbejdsløsheden stigende. Ejendomsmarkedet ligger underdrejet, og liggetiderne for ejendomme er lange. Bankerne er skræmte og vil nærmest ikke tale med kunderne om lån. Med tiden vokser virksomheders og privates indeståender, men ingen er særlig vilde med at investere eller øge forbruget. Medierne fokuserer mest på økonomiens negative elementer, og hvad der kan gå galt. Man hører stadig om elendighed. Dommedag er aflyst, men man ser



INVESTORSKOLENS MASTER CLASS

ER AKTIONÆRENS
ARTIKELSERIE,
DER GÅR BAG OM
INVESTERINGS-
MARKEDERNE.
ARTIKLERNE
ER SKREVET TIL
ERFARNE INVESTO-
RER. MEN NYBEGYN-
DERE, SOM GERNE
VIL BLIVE KLOGERE
I EN FART, MÅ OGSÅ
GERNE LÆSE MED.

Økonomiske konjunkturer



Tabel 1: De fire konjunkturcykler

Cykel	Længde	Drivkraft og årsager til cyklerne
Kitchin	3-5 år	Udsving i lagre, kapacitetsudnyttelse og beskæftigelsen. Denne cykel påvirker ikke samfundet i alvorlig grad, selvom nedgangen er mærkbare.
Juglar	7-11 år	Udsving i industriens anlægsinvesteringer såsom bygninger, maskiner og skov. Udsving i denne cykel kan have stor betydning for økonomien, som vi f.eks. så det med stigninger og fald i IT-investeringer fra 1998 til 2003. Mit bud er, at denne cykel nåede bunden i 2009/2010.
Kuznets	15-25 år	Udsving i byggeriet, demografi og infrastrukturelle investeringer. Variationerne inden for byggeriet er som regel alvorlige og kan føre til store udsving i bankernes indtjening. Crash i ejendomsmarkedet fører nemlig ofte til, at adskillige banker går ned.
Kondratiev	45-60 år	Udsving i verdensøkonomiens aktivitet, som skyldes innovation eller tekniske fremskridt, såsom jernbanen, dampmaskinen og internettet. Kondratiev-cyklen kaldes også for en supercykel. Supercykerne er så langvarige, at det er svært at benytte dem som styringsmekanismer.

Kilde: Wikipedia

stadig familier knibe tårer i TV-udsendelser som for eksempel Luksusfælden.

Aktierne er begyndt at stige. I begyndelsen er det især forbrugsrettede papirer som byggeaktier, detailhandelskæder og producenter af kortvarige forbrugsgoder, som stiger stærkt. De finansielt stærke byggerelaterede selskabers aktier er steget meget siden 2009 – for eksempel Brdr. A. O. Johansen og Rockwool. Men nogle knækkede halsen, blandt andet Sjælsø Gruppen. Andre som for eksempel DLH og Sanistål sidder stadigvæk fast i økonomisk kviksand, fordi de ikke var stærke nok finansielt, da krisen ramte i 2008/09. Samme tendens sås indenfor finanssektoren, hvor alle banker tog et dyk, men hvor de stærkeste og mest tilpasningsdygtige steg vold-

Fortsættes på side 32 >>

» Fortsat fra side 31

somt i kurs fra foråret 2009 og stadig er her i dag. Ser vi tilbage på forrige konjunkturbund i cirka 2002/03, ser vi det samme billede. Fra 2003-2007 steg flere danske banker mange hundrede procent- herunder Jyske Bank, Spar Nord og Sydbank. Vi ser denne tendens igen fra 2009 frem til i dag. I denne fase ligger mineaktier og producenter af kapitalvaregoder i bund, blandt andet var FLS i bund i 2009, men steg voldsomt derefter. Aktiestigningen vækker undren, fordi indtjeningen i de pågældende aktieselskaber fortsat kan være faldende. Råvarepriserne falder. Det samme gælder guld, som er kulmineret noget før den egentlige lavkonjunktur.

2 MIDTCYKLISK – KONJUNKTURSTIGNING

Med en accelererende økonomi forsøger virksomhederne at øge deres lagre, men fordi deres eget salg stiger, kan de komme bagud med lageropbygningen. Efterhånden som økonomien ekspanderer, bliver leveringstiderne længere, hvilket kan få virksomhederne til at hamstre varer. Man vil i denne fase se en række industriaktier stige i kurs. I denne fase er renten og beskæftigelsen svagt stigende.

Økonomien får sit første opsving på grund af stigende købelyst blandt forbrugerne. Nybyggeri og køb af forbrugsgoder går i vejret, ligesom efterspørgslen efter forbrugslån stiger. Industri og detail har relativt store lagre, men disse reduceres efterhånden. I den modne fase af opsvinget begynder industrien for alvor at registrere stigende ordreindgang, og måske ser man for første gang en forhøjelse af diskontoen. Inflationen har nået bunden. Ejendomspriserne for private boliger stiger, mens det professionelle ejendomsmarked stagnerer. Opsparingen falder. Medierne er i opsvingets begyndelse fortsat pessimistiske og vender først til større optimisme, når opsvinget er midtvejs. Men annoncer for nye investeringsforeninger og børsintroduktioner er stadig fåtallige. Aktierne har tillige været stigende i længere tid, måske fra seks til ni måneder, før det økonomiske opsving startede. I opsvingsfasen er det især industriaktierne, som stiger stærkt. Medvirkende til stigningerne er, at der opkøbes flere og flere virksomheder. Denne såkaldte take-over aktivitet er med til at presse kurserne/værdierne på virksomheder op. Man ser nu flere børsintroduktioner.

Råvarer har nået bunden, og der er i opsvingets første faser ingen tegn på stigning. Men senere i opsvinget begynder



stadig flere råvarer at stige. Guldprisen når bunden efter længere tids fald.

3 SENCYKLISK – HØJKONJUNKTUR

I den sidste fase af konjunktoren har virksomhederne store- måske for store- lagre. Dette fører til, at nogle virksomheder for en tid holder inde med at bestille varer. I 2009 talte jeg med flere leverandører, der meldte om nærmest totalt stop for ordrer. Her vender den lagerdrevne cykel, og i de næste 9-12 måneder nebringes lagrene til næsten ingenting. I denne fase er renten normalt høj og/eller stigende. Økonomien er blomstrende, og industriens kapacitetsudnyttelse er høj, men mange steder er der flaskehalse. Inflationen og den korte rente stiger. Industrien er begyndt at udvide kapaciteten. Vi så for eksempel, at H+H og Rockwool i 2006-2007 byggede fabrikker som rasende, og ejendomsdeveloperen Sjølsø Gruppen havde mere end nok at se til. H+H havde lav soliditet og røg

ind i en hård turn-around. Rockwool havde stor soliditet og kørte videre uden skrammer, mens for eksempel Sjølsø Gruppen bukkede under. I denne fase går efterspørgslen på arbejdskraft, kapital og råvarer i vejret. Stadig flere virksomheder begynder at sælge ud af deres værdipapirbeholdninger for at skaffe likviditet til kapacitetsudvidelse. Der er flere børsintroduktioner og emissioner end tidligere.

Medierne og stemningen i samfundet er positiv. Samtidig annonceres der for nye investeringsforeninger, og mere eller mindre lødige investeringsprojekter og kapitaludvidelser er ikke usædvanlige. Økonomer snakker nu om udsigt til lavere vækst eller sågar om en blød landing. Ejendomsmæglere siger, at det kører, og at de ikke forventer deciderede prisfald. Det vil sige, at ejendomsmæglerne vrøvler, har glemt historien eller begge dele. Aktierne begynder at falde, nogle måneder før økonomien når sin

top. Kursfaldene begynder først og rammer hårdest i forbrugsaktierne og sidst i virksomheder inden for råvareforarbejdning, minedrift samt kemikalie- og medicinalindustri. Internationalt begynder kursfaldene sandsynligvis først i de toneangivende markeder som eksempelvis USA, Storbritannien og Tyskland. Børsintroduktioner enten aflyses eller flopper. Råvarer er nu i en klart stigende trend. Det gælder også prisen på transport, herunder Baltic Dry-indekset og fragtfutures, der toppede midt i 2008. Det efterfølgende fald i fragtraterne sås tydeligt i kurserne på rederiaktier som for eksempel D/S Norden, Golden Ocean Group og Jinhui Shipping. Guld bryder op fra en bundformation og starter en stigende trend, som den vil så fra 2009 til 2011.

4 RECESSION/NEDGANG – KONJUNKTURFALD

I den sene fase af en recession er lagrene lavere end normalt, fordi selskaberne gennem et stykke tid ikke har afgivet ordrer på noget. I september 2013 kom Nykredit med en analyse, som viste, at de danske virksomheders lagre stadig ligger langt under det historiske gennemsnit gennem de sidste 20 år. Toppen lå i 2008. Den absolutte bund i lagrene indfandt sig sidst i 2010. Virksomhedernes lagre er for tiden cirka ti procent mindre end gennemsnitligt. Renten er sandsynligvis faldende i denne fase. Beskæftigelsen er stærkt faldende i begyndelsen, mens den sent i fasen er svagt stigende. I USA har beskæftigelsen længe været stigende, og nu ser vi i Danmark, at beskæftigelsen har nået bunden og er svagt stigende. Konjunkturerne i Danmark er forskudt cirka et til to år i forhold til i USA. Det har historisk været sådan at konjunkturedgange og opgange sætter ind i USA før end i resten af Vesten. Den opmærksomme investor ved, at ejendomspriserne og bankaktierne stagnerede i 2006/07- det vil sige noget før end i Danmark og andre lande i Europa

Økonomien er præget af drastiske fald i det private forbrug, og industrien får stigende overkapacitet. Inflationen er i en periode stigende men topper midt i konjunkturfaldet. I denne periode rammes mange rentefølsomme brancher af konkurser, og ejendomsmarkedet præges af tvangsauktioner. En stigende del af bankernes udlån bliver ufrivillige forlængelser af gamle engagementer. Mange oplever presset likviditet, og konkurser er derfor hyppige, som vi har set det i de senere år.

Tabel 2: Økonomiske indikatorer

De ledende og samtidige indikatorer skal helst være stigende, før man investerer i aktier. Når de efterfølgende indikatorer er faldende, er det generelt set hverken sikkert eller givtigt at købe aktier.

LEDEDE INDIKATORER

- Gennemsnitlig arbejdsuge for produktionsarbejdere i fremstillingsindustrien
- Indekset for oprettelse af nye virksomheder
- Aktieindekser (f.eks. C20 og S&P 500)
- Antal udstedet byggetilladelser for opførelse af private boliger
- Antal nye beskæftigede i fremstillingsindustrien
- Nye ordrer, forbrugsgoder og materialer
- Kontrakter og ordrer på anlæg og udstyr
- Nettoændring i varebeholdninger på lager og på ordrer
- Procentvise ændringer i engrospriser for råmaterialer, for eksempel fødevarer og foder
- M1-pengemængden, det vil sige den cirkulerende pengemængde
- Rentestrukturen – diskontoen og korte renter stiger

SAMTIDIGE INDIKATORER

- Beskæftigelsen (det vil sige ledighed)
- Personlige indkomster/reallønnen
- Antal ansatte uden for landbrug og fiskeri
- Industriproduktion og handel

EFTERFØLGENDE INDIKATORER

- Inflationsudviklingen i serviceerhvervene
- Bankernes gennemsnitlige udlånsrente til sunde låntagere
- Udlån til industri- og handelsvirksomheder
- Enhedsomkostning (labour cost) per produceret enhed
- Produktion og varebeholdninger
- Gennemsnitlig ansættelsesvarighed (tegn på, at økonomien har klaret sig dårligt)
- Forholdet mellem forbrugernes gæld og deres personlige indkomst (voksene gæld)

Kilde: Businesscykle.com

Medierne bliver pessimistiske. I begyndelsen tales der om en blød landing eller kortvarig tilbagegang. Ingen vil rigtig sige, at bjørnen kommer, selvom der stinker af bjørn. Ord som rentedød, hård landing, krak og depression bliver almindelige. Man ser stadig flere annoncer for opkøb af sølvtøj og smykker til smeltning. De fleste aviser skriver om elendighed, dommedag, og at ”det aldrig bliver det samme igen”. Familier tuder på TV og i ugeblade på grund af fyringer, konkurs og tvangsauktioner. Aktierne falder. Der er ingen børsintroduktioner, men muligvis emissioner for at reetablere egenkapital. Dette billede så vi blandt andet i B&O, H+H, Sanistål, TK Development og i en lang række banker. Råvarerne har toppet og er nu begyndt at falde. Guld er begyndt at falde samtidig med eller kort efter råvarerne. Guld toppede i august 2011.

Det er klart, at det ikke er altid gået som beskrevet. Men det beskrevne forløb

er, hvad man normalt kan forvente over en hel konjunkturcyklus. Men kan man også måle konjunkturerne mere præcist? Ja, der findes en lang række anerkendte metoder til at vurdere de økonomiske konjunkturer - nemlig de økonomiske indikatorer.

De økonomiske indikatorer

Det er ikke blot konjunkturerne, som er interessante for os. Man skal også forsøge at identificere de forskellige økonomiske indikatorer, der virker som termometre på den økonomiske aktivitet:

- De ledende økonomiske indikatorer
- De samtidige økonomiske indikatorer
- De efterfølgende økonomiske indikatorer.

De økonomiske indikatorer kan ses i tabel 2. Det specielle for os aktieinvestorer er, at aktiemarkedet i sig selv er en

Fortsættes på side 34 >>>

VIDENSBANKEN
SHAREHOLDERS.DK

DU KAN OGSÅ
LÆSE MERE OM
KONJUNKTURERNE
I AKTIONÆREN,
NOVEMBER 2012,
SIDE 28.

» Fortsat fra side 33

af de ledende indikatorer for realøkonomien eller bruttonationalproduktet (BNP). I gennemsnit topper aktiemarkedet ni måneder før BNP og bevæger sig derpå sidelæns eller falder. Ved konjunkturbunde er det lidt anderledes, for aktierne begynder i gennemsnit at stige, fem måneder før BNP når bunden. Det er ikke desto mindre en stor mental udfordring at købe (eller beholde) nær bunden og fastholde sin investering, mens man ser realøkonomien forværres.

Alle investorer er forskellige, så der kan ikke gives en generel anbefaling, hvordan man skal agere. Lad os simplificere tingene ved at antage, at man investerer langsigtet og ikke kan tjene på kursfald, det vil sige uden mulighed for at shorte. Da vil investorer købe aktier, når de forventer, at aktierne vil stige, og sælge, når de forventer, at aktierne vil falde. I en sådan verden er kunsten at købe aktier, når der er et voksende antal beviser på, at økonomien er i fremgang eller kommer i fremgang. Dette kan aflæses i de økonomiske indikatorer – se tabel 2. Omvendt skal man rebe sejlene, når det går den modsatte vej. Såfremt man kan og vil shorte, kan man også tjene penge på de økonomiske nedkørsler eller i det mindste beskytte hele eller dele af sin portefølje. Brugen af finansielle instrumenter til risikoafdækning er relevant og interessant, men det er uden for artiklens rammer at komme nærmere ind på anvendelsen af finansielle instrumenter.

Hvornår skal man så investere og i hvilke selskaber?

Forskellige sektorer og de selskaber, som ligger i dem, udvikler sig forskelligt, alt efter hvor i konjunkturerne vi befinder os. Ifølge den anerkendte Global Industry Classification Standard (GICS) er der ti sektorer. Under disse ti sektorer findes der 24 industrigrupper. Sektorinddelingen, som også ses i Jyllands-Posten, er ikke perfekt, da nogle selskaber opererer i flere sektorer, og derfor er svære at placere optimalt.

På aktiemarkedet ekspanderer de forskellige sektorer normalt i nævnte rækkefølge: Først stiger Finans og Forbrugsgoder. Derpå stiger Materialer og Industri. Så følger IT og Telekommunikationsservices. Og når økonomien topper, så stiger Konsumentvarer først, og derpå Forsyning. De defensive sektorer Energi, Konsumentvarer og Sundhedspleje er forholdsvis stabile, idet indtjeningen i selskaberne i disse sektorer normalt ikke svinger ret meget hen over en konjunktur. Se tabel 3.

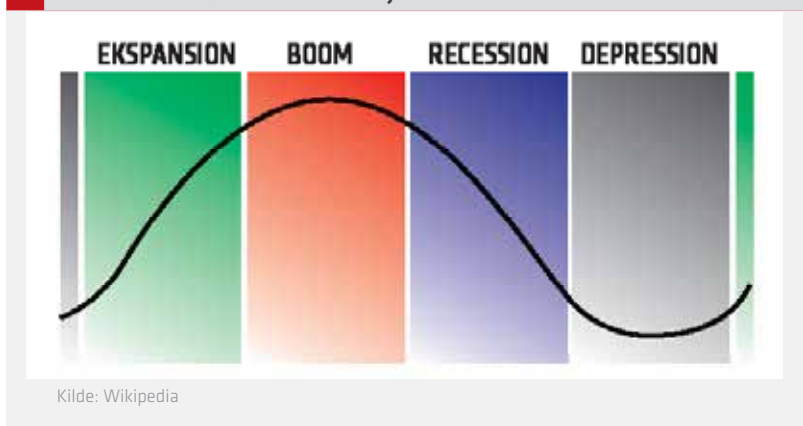


Tabel 3: Inddelingen i sektorer og industrigrupper*

Timing	Sektor	Industrigruppe (branche)
Defensive	Energi	Energi
	Konsumentvarer	Fødevarer, drikkevarer og tobak Husholdning og personlige plejeprodukter
	Sundhedspleje	Healthcare-udstyr og -services Farma, bioteknologi og medico
Tidlig cyklisk	Finans	Banker og pengeinstitutter Realkredit, finansieringsselskaber Forsikring Byggeri
	Forbrugsgoder	Biler og komponenter Varige forbrugsgoder, tekstil med videre Forbrugerservices (underholdning, hotel) Medier Detailhandel (fødevarer, fødevarer- og emballageproducenter)
Midt-cyklisk	Materialer	Materialer (som papir, kemi, enzymer)
	Industri	Kapitalgoder (industrivarer), maskinproduktion Kommercielle og professionelle services, entreprenører Transport, herunder luftfart
Sen-cyklisk	Informations-teknologi	Software og services Teknologi, hardware og udstyr Halvledere og halvlederudstyr
	Telekom.-service	Telekommunikationsservice
	Forsyning	Forsyning (kan inddeles i el- og vandforsyning)

* Jævnfør Global Industry Classification Standard (GICS) Kilde: Wikipedia og Dansk Aktiehåndbog 1995-96

Illustration af økonomiske konjunkturer



Jeg vurderer, at vi i oktober 2013 befinder os et sted fra sidst i den tidligcykliske til begyndelsen af den midtcykliske fase. Vi er altså i ekspansionsfasen. Derfor har jeg blandt andet investeret i Finans, Forbrugsgoder og Materialer. For at have en

'buffer' til at stabilisere porteføljen med har jeg desuden investeret tungt i defensive sektorer.

Det 'eneste', der nu er tilbage, er at vælge de enkelte aktier ved hjælp af fundamental og teknisk analyse – og det er din udfordring. ■



Det sikre valg

vp.VOTE[®] gør det nemt at afholde elektroniske valg

Medlemmer af virksomhedens afdelinger, afgrænset som f.eks. afdelingsledere og afdelingschef eller afdelingschef og medarbejdere kan afholde elektroniske valg, og medlemmerne kan afstemme på et af de af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige.

vp.VOTE[®] er en sikker og nem løsning, der giver medlemmer af virksomhedens afdelinger og medarbejdere en sikker og nem måde at afstemme på. Medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige, og medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige. Medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige, og medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige.

Medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige, og medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige. Medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige, og medlemmerne kan afstemme på et af de afstemningsmuligheder, der er tilgængelige.

1. Afstemningsmuligheder
2. Afstemningsmuligheder
3. Afstemningsmuligheder
4. Afstemningsmuligheder
5. Afstemningsmuligheder

