



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Amerikansk centralbank beskytter aktier

I november måned så vi igen en del volatilitet i aktiemarkedet. Efter en stigning først på måneden faldt aktiemarkedet generelt som følge af bekymringer om for store stramninger af pengepolitikken i USA. Samtidig kunne man se en faldende tendens i de langsigtede inflationsforventninger, hvor de såkaldte 5Y5Y inflation swaps faldt fra omkring 2,45 i slutningen af september til omkring 2,27 i midten af november.

Chefen for den amerikanske centralbank, Jerome Powell, har tidligere holdt fast i, at den korte rente i USA var "et godt stykke under" den naturlige rente, som designerer en neutral pengepolitik. Grundet de kraftigt faldende inflationsforventninger ændrede Powell sin retorik til, at den korte rente var "lige under" den naturlige rente, hvilket fik aktieinvestorer til at ånde lettet op og sende aktier kraftigt opad i månedens sidste dage.

Volatilitetsindekset (VIX) holder sig generelt højt, og vi så da også i de første dage af december, at VIX sprang tilbage til over 25. Alt i alt kan man sige, at ideen om, at den amerikanske centralbank har udstedt en put-option til aktieinvestorer, som beskytter dem imod faldende markeder, kan understøttes af Powells handlinger. Hvor det tidligere var Greenspan, Bernanke og Yellen, der måtte lægge navn til en sådan imaginær put-option, er det nu Powell.

Den inverterede rentekurve rykker nærmere

Årsagen til nervøsiteten i aktiemarkedet er, at aktieinvestorer efter tre kedelige erfaringer med inverterede (dvs. at korte renter bliver højere end de lange renter) rentekurver i 1989, 2000 og 2006-7 ser med bange anelser på spændet mellem 2-årige og 10-årige renter på amerikanske statsobligationer.

Denne forskel indsnævredes igen i november, således at spændet nu er helt nede på 12 bps eller 0,12 pct.point. Faktisk er rentekurven allerede inverteret i USA, hvis vi kigger på

2-års og 5-års renterne. Det tyder på, at obligationsmarkedet begynder at være skeptisk mht. den amerikanske økonomis styrke og udvikling over de kommende to-tre år.

Mange analytikere har allerede formuleret forventninger om en recession i 2020. Dette ville faktisk på mange måder også passe nogenlunde med mine modeller og forventninger. Det eneste, jeg i den forbindelse er bekymret for, er, at når der er så mange, der mener og forventer det samme, så falder sandsynligheden for, at det sker.

Handelskrig og arrestation

En af årsagerne til, at aktiemarkedet steg relativt kraftigt (+4 pct.) på få dage i slutningen af november, var forventninger om handelspolitisk forbrødring mellem USA og Kina. Da det derfor blev rapporteret, at Huawei CFO, Wanzhou Meng, var blevet arresteret i Canada og på vej til at blive udleveret til USA pga. påstået brud på amerikanske sanktioner imod Iran, afstedkom det en kraftig reaktion fra de kinesiske myndigheder.

Arrestationen af Meng, som er datter af stifteren af Huawei, en af de mest betydningsfulde, kinesiske forretningsmænd, har naturligt kastet grus i forhandlingsmaskineriet

Arrestationen af Meng, som er datter af stifteren af Huawei, en af de mest betydningsfulde, kinesiske forretningsmænd, har naturligt kastet grus i forhandlingsmaskineriet, men det kan ikke udelukkes, at en senere løsladelse blot kan tjene som Trumps smøremiddel i handelspolitikken, som derved nemmere kan få en ny samhandelsaftale i stand.

Trump har tilkendegivet, at han ønsker en aftale inden 90 dage, og at han ellers har intention om at pålægge kinesisk import til USA en told på 25 pct. Kinesisk vækst ser allerede ud til at falde en anelse til omkring (stadig høje) 6,5 pct. i fjerde kvartal, men grundet den store asymmetri i samhandlen mellem de to lande står Kina til at tabe noget mere ved en fortsat handelskrig end USA.

High yield og EM-obligationer – nu med nye og større spænd

Risikable obligationer har også været ramt i de seneste måneder. Globale HY obligationer har tabt 2,4 pct. (i USD) siden årets start, og OAS (kreditspændet) er kørt ud til nu 465 bps. i forhold til amerikanske statsobligationer med samme varighed. Den effektive rente er steget fra omtrent 5 pct. i midten af 2017 til hele 7 pct. Tilsvarende udvikling kan ses for emerging market statsobligationer, hvor både effektiv rente og OAS i forhold til amerikanske statsobligationer er udvidet betragteligt.

For både erhvervsobligationer og emerging market statsobligationer gælder, at de faldende energipriser netto er en negativ effekt for aktioklassen.

For både erhvervsobligationer og emerging market statsobligationer gælder, at de faldende energipriser netto er en negativ effekt for aktioklassen. Når olieprisen er faldet med cirka 25 dollars per tønde (dvs. cirka en tredjedel) siden starten af oktober, har den en destabiliserende effekt for disse markeder.

Value og Momentum kommer tilbage

November måned viste sig at være nærmest kulminationen på den perfekte faktor-storm i aktiemarkedet. Faktorer er udtryk for investeringsstrategier, hvor man eksponerer sig til bestemte segmenter af aktiemarkedet. Value er udtryk for, at man køber billigere aktier, hvor man får ejerskab over mere bogført egenkapital eller indtjening per krone investeret end i øvrige aktier. Momentum er udtryk for, at man køber aktier, som har haft et bedre afkast end resten af markedet. Smallcap er udtryk for, at man køber mindre virksomheder. Minimum volatilitet er udtryk for, at man køber aktier, som har mindre prisudsving som følge af lavere gearing eller sikrere forretningsmodeller.

I Sparinvest har vi typisk implementeret en eller flere af de ovennævnte faktorer i vores fonde. I de balancerede fonde, som både indeholder aktier og obligationer, har vi eksponeret

os til alle faktorer (dog ikke minimum volatilitet). Oven i købet søger vi at implementere en såkaldt dobbelt-sortering på value og momentum, så vi køber det segment af aktiemarkedet, som både er billigere og har stærkere momentum end resten af markedet.

Markedet vil om få måneder igen begynde at se merafkast fra kombinationen af value og momentum.

Uheldigvis har specielt andet halvår af 2018 foreløbig været nogle historisk ringe måneder for netop dette segment, og smallcap-faktoren har også været i kraftig modvind. Kun den ene faktor, som vi ikke har implementeret i de balancerede fonde aktieeksponeringer (minimum volatilitet) har vist sig at fungere i år.

Netop fordi disse faktorer har fungeret historisk ringe, er det vores forventning, at dette er et forbigående fænomen, og at markedet om få måneder igen vil begynde at se merafkast fra kombinationen af value og momentum.

Frankrig som råddent æble

'De Gule Veste' blokerer indfaldsveje til Paris og demonstrerer på næsten daglig basis deres utilfredshed med præsident Macrons reformer og/eller mangel på samme. Protestbevægelsen 'De Gule Veste' har tilsyneladende hverken ledere eller program eller sammenhængende synspunkter. En af de få ting, som forener dem, er modstanden imod højere brændstofbeskatning.

Landets økonomi er sandet til i årtiers regulering, som fordyrer tilværelsen og holder håbefulde uden for arbejdsmarkedet.

Derudover er de utilfredse med høj arbejdsløshed, lavere fartbegrænsninger på landeveje, skattelettelse til 'de rige', samt at Macron er blevet for elitær. Et gennemgående træk for bevægelsen er tilsyneladende, at der er tale om den nedre middelklasse. Folk med arbejde og ren straffeattest der blot er blevet trætte af, at det er vanskeligt at få tilværelsen til at hænge sammen økonomisk. Landets økonomi er sandet til i årtiers regulering, som fordyrer tilværelsen og holder håbefulde uden for arbejdsmarkedet.

Alligevel er der ikke noget entydigt ønske om at deregulere den franske økonomi, og det virker derfor nærmest ironisk, at

bevægelsen går på gaden næsten samme uge, Frankrig overtager den lidet misundelsesværdige titel som det hårdest beskattede land i verden fra Danmark.

I de finansielle markeder handles fransk statsgæld til betydeligt lavere rente end italiensk statsgæld, men det virker i stigende grad som en misforståelse. Vel har Italien en gældsratio på 131 pct. imod Frankrigs 97 pct. (ved udgangen af 2017), men Italien havde faktisk i 2017 et lavere budgetunderskud, og landets ledende indikator (fra OECD) falder langsommere end den franske.

Dertil kommer, at det franske skattetryk har været konstant stigende siden 2009, mens det italienske har været faldende siden 2012. Kommissionens økonomiske tillidsindikator falder også hurtigere for Frankrig end for Italien. Spoler vi derfor tiden nogle måneder frem, er det mit bedste bud, at spændet mellem renterne i Frankrig og Italien vil indsnævres, og at markedet i højere grad vil blive overrasket over negative nyheder fra Frankrig og til dels positive nyheder fra Italien, som i højere grad har markedsvenlige reformer på tapetet.

Macrons reaktion på demonstrationerne lugter af desperation. En forhøjelse af minimumslønnen med 100 EUR vil med garanti skabe endnu mere arbejdsløshed, og afskaffelsen af skat på visse pensionsudbetalinger vil skabe et større hul i statskassen uden at øge arbejdsudbuddet. At han også sænker skatten på overarbejde vil trække arbejdsudbuddet i den rigtige retning, men det vil også medvirke til at forværre de offentlige finanser. Macrons handlinger tegner et billede af et land, som er ved at overhale Italien mht. underskudsbudgettering og vanskeligheder med at overholde Maastricht-kriterierne.

Aktieallokering

De regionale momentum og volatilitetsindikatorer (MomVol) viser alle med undtagelse af Europa en beskeden fremgang ved slutningen af november måned. Amerikanske aktier har stadig markant stærkere momentum end resten af verden. Europæiske aktier har overtaget EM-aktiers bundplacering.

Man bør bevare en aktieallokering, som er neutral i forhold til sin langsigtede målallokering.

Den overordnede momvol-indikator antog værdien 0,71 ved udgangen af november, hvilket var højere end ved udgangen af oktober (0,67). Derved ser det – trods faldet i starten af december måned – stadig ud til, at der er et rimeligt stærkt momentum i aktiemarkedet i december.

Til gengæld viser OECD's ledende indikator for hele OECD-området fortsat en faldende tendens, hvilket tyder på en efterhånden ret konsistent decelererende tendens i økonomierne.

På den baggrund fastholder jeg min anbefaling fra de forrige måneder – at man bør bevare en aktieallokering, som er neutral i forhold til sin langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 11. december 2018