



Månedskommentar af  
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

# Nye rekorder i rentemarkedet - igen

Der er nok at skrive om trods sommerferien. Markedet har ikke ligget på den lade side, men det virker, som om det er mere af det samme – blot mere ekstremt.

Sidste måned blev Danmark det første land i verdenshistorien, hvor hele statsrentekurven blev negativ. Det skyldtes dog, at vores længste udstedelse er 2039-lånet – altså en 20-årig obligation. Nu er hele den tyske statsrentekurve også blevet negativ – og deres længste obligation udløber i 2048.

I Danmark har Jyske Bank nu åbnet for et 10-årigt realkreditlån med negativ rente, og 30-årige 1 pct.-lån uden afdrag er meget tæt på kurs 100. I Italien er 10-års renten på statsobligationer nu faldet fra over 3,5 pct. i oktober til under 1,5 pct.

## Frygt eller tvang?

Normalt, når renter falder så kraftigt, som det nu er tilfældet, er der en særdeles ubehagelig årsag til det. I løbet af 2008 faldt tyske, 10-årige statsrenter med 1,57 pct. I løbet af de seneste 12 måneder til udgangen af juli er de faldet med 0,88 pct. Der er med andre ord tale om en rentefald, som svarer til mere end en halv finanskrise.

Der kan både være gode og mindre gode makroøkonomiske årsager til, at renterne falder så meget på nuværende tidspunkt, men efter min vurdering har det mindst lige så meget at gøre med markedsdynamikker, der er drevet af centralbankernes opkøbsprogrammer og forventninger om samme.

Centralbankernes omfattende og historiske opkøbsprogrammer har haft en meget stor indvirkning på specielt de aktiver, der var omfattet af opkøbsprogrammerne grundet krav til likviditet og kreditkvalitet. Den amerikanske centralbanks balance er reduceret siden 2014, men den svarer stadig til 17,7 pct. af BNP. For Bank of England er der tale om 22,6 pct. af BNP. For ECB er der tale om 39,9 pct. af BNP, og for Bank of Japan (BoJ) er der tale om hele 102,7 pct. af BNP.

*Markedet forventer, at ECB vil skulle købe obligationer fra investorer, som nødtigt vil af med dem trods de ringe afkastudsigter*

Som det fremgår, er det specielt ECB (og BoJ), der har haft en indvirkning. I realiteten har ECB allerede støvsuget markedet for højkvalitetsobligationer fra europæiske udstedere og presset prisen så langt op på disse, at de færreste investorer vil røre ved disse som langsigtede investeringer, medmindre de som eksempelvis pensionskasserne er tvunget til at købe dem af afdækningsmæssige eller regulatoriske årsager.

Forventningerne om yderligere opkøbsprogrammer bevirker dermed, at markedet forventer, at ECB vil skulle købe obligationer fra investorer, som nødtigt vil af med dem trods de ringe afkastudsigter. Disse investorer skal derfor kompenseres yderligere for at skille sig af med obligationerne, og det kan kun ske ved endnu højere priser.

Selvom der derfor – som vi skal se neden for – også kan være årsager til at tage de pessimistiske, makroøkonomiske briller på, så skyldes det heftige rentefald nok i højere grad, at det er de 'tvungne' investorer, centralbankerne efterhånden skal overtale til at sælge deres resterende beholdninger end noget andet.

## Det makroøkonomiske billede er ikke så skidt de næste 12 måneder

Der har været en del negative overskrifter om den globale økonomi i de seneste måneder. Disse er blevet akkompagneret af de laveste PMI-tal i flere år – men specielt for fremstillingsindustrien. Faste læsere af nærværende månedsrapport bør derfor ikke være overraskede, for netop en kraftig

svækkelse af væksten i industriproduktion og ordretilgang i fremstillingsindustrien har jeg skrevet om i en del måneder, og denne bør kulminere stort set nu. Ser vi på accelerationen i industriproduktionen, er vi faktisk allerede over det værste.

### *Det mest sandsynlige scenarie for eurozonen og Japan er fortsat fremgang i disse to landes arbejdsmarkeder*

Efterhånden som vi nærmer os nytår, tyder mine modeller på, at vi kommer til at opleve en væsentligt stærkere vækst i ordretilgang end på nuværende tidspunkt – specielt i eurozonen. Med hensyn til industriproduktionen vil både Japan og eurozonen komme til at se mere solide ud i slutningen af året. USA ser ud til at opleve en mere uinspirerende udvikling, men det hører med til historien, at USA allerede oplever noget højere vækstrater end eurozonen og Japan.

Min vurdering er, at det mest sandsynlige scenarie for eurozonen og Japan er fortsat fremgang i disse to landes arbejdsmarkeder i form af faldende arbejdsløshed, begyndende løn-inflation samt moderat fremgang i forbruget. USA er mere cyklisk udfordret, fordi landets arbejdsløshed allerede er meget lavere og af samme årsag vil have vanskeligt ved at falde så hurtigt som i eurozonen og Japan.

## Handelskrig kan medføre valutakrig og højere inflation

I juli måned var der en del frygt for, at handelskrigen mellem USA og Kina igen skulle blusse op. En direkte markedsreaktion er derfor at købe sikre aktiver – herunder specielt amerikanske statsobligationer. For at købe disse skal man som bekendt først købe amerikanske dollars, hvilket derfor medførte et opadgående pres på disse. Omvendt tillod kineserne deres valuta at falde yderligere, således at renminbi i dag er på det laveste niveau siden 2008.

### *Siden februar er prisen på de notorisk volatile bitcoins i øvrigt steget med 250 pct.*

Hvad Trump derfor (måske) kan vinde ved todsatser på import fra Kina står han omvendt til at tabe ved, at Kina grundet dets valutavækkelse står til at genvinde deres konkurrenceevne. Handelskrigens logiske efterfølger bliver derfor en valutakrig, hvor alverdens centralbanker og regeringer vil tale de-

res valuta mest muligt ned og sænke de korte renter yderligere samt genstarte obligationsopkøbsprogrammer for at stimulere økonomierne endnu mere.

Med de lave arbejdsløshedsprocenter, vi allerede nu ser, skal der derfor ikke meget til at genskabe løninflationen og forventninger om samme. Det kan meget vel være årsagen til, at guldprisen er steget over 25 pct. på et år. Siden februar er prisen på de notorisk volatile bitcoins i øvrigt steget med 250 pct.

## 'Blow-off'-fase i obligationer?

En række forhold taler for, at vi netop nu er i en eller anden form for ekstrem afslutning på en boble i obligationsmarkedet. At danske boligejere skal kunne låne over 30 år til 1 pct. i rente giver ingen mening i et risikoperspektiv, og de lange obligationer er nu grundet deres varighed og en antagelse om nogenlunde normale udsving i renterne tikkende tidsbomber uden nogen troværdig og forventelig gevinst for investorerne.

### *En række forhold taler for, at vi netop nu er i en eller anden form for ekstrem afslutning på en boble i obligationsmarkedet*

Nuvel, renterne kan blive endnu lavere – sågar endnu mere negative – men vi har for længst krydset grænsen, hvor man skal belave sig på, at man for at generere et afkast fra de nuværende niveauer skal finde et endnu større 'fjols' til at købe obligationerne.

Risikoen for en pludselig tilbagevenden til højere inflationsforventninger er også klart tilstede, når pengemængdevæksten i både USA og eurozonen er tiltagende efter et større fald i 2017-2018, og når den vigtige detailhandelsvækst næsten kun er steget siden dykket i starten af året. På nuværende tidspunkt er væksten på 3,4 pct. for USA og 2,6 pct. for eurozonen. Desuden ser banksystemerne i begge regioner stadig ud til at have lempelige udlånsvilkår og moderat til positive forventninger til efterspørgslen på lån.

## Hvor dyre er aktiemarkedene?

Mere nu end nogensinde kan det være fristende at minde sig selv om TINA (There Is No Alternative). Dvs. at der ikke er et alternativ til aktier og højrenteobligationer, hvis man gerne vil have et langsigtet afkast, når renterne er blevet så lave. Der er derfor ingen tvivl om, at obligationerne er blevet uattraktive for den langsigtede investor, men hvor dyre er alternativerne egentlig?

MSCI World handles nu (begyndelsen af august) til en Price/Earning på omkring 17,8, mens MSCI USA handles til 19,3. MSCI Europe handles til 17,6, mens MSCI Emerging Markets handles til kun 13,1. Det svarer altså – alt andet lige – til et såkaldt Earnings Yield (afkastprocent ved uændret indtjening) på mellem 5,2 pct. (U.S.) og 7,6 pct. (EM) – under alle omstændigheder væsentligt højere end renten på en hvilken som helst stats- eller realkreditobligation.

## Neutral aktieallokering

De regionale momentum- og volatilitetsindikatorer (MomVol) er fortsat høje ved udgangen af juli måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder i august. OECD's ledende indikator for hele OECD-området er fortsat faldende, selvom det sker i et noget langsommere tempo end tidligere. Der er en reel mulighed for, at vi har set bunden i de ledende indikatorer inden for de kommende 2-3 måneder, hvilket aktiemarkedet vil forsøge at komme i møde. På denne baggrund anbefaler jeg, at man i den nære fremtid holder en neutral aktieallokering i forhold til ens langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 9. august 2019