



Månedskommentar af  
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

# Var Powells investorgaranti værdiløs?

I november måned ændrede chefen for den amerikanske centralbank, Jerome Powell, retorik ved at indikere, at man var noget tættere på en naturlig rente, end markedet først troede. Med andre ord kunne man opfatte situationen således, at Powell reagerede på den udtalte uro i aktiemarkedet i de seneste måneder ved at slække på ambitionen om at stramme pengepolitikken alt for meget.

På daværende tidspunkt kunne man spekulere over, om Powell derved – på samme vis som sine forgængere – i overført betydning havde udstedt en slags garanti i form af en put-option til aktieinvestorer, idet han med pengepolitiske reaktioner (dvs. lempelser) ville beskytte dem imod større fald.

*Efter min vurdering skyldes de negative afkast først og fremmest, at aktieinvestorer gik ind i 2018 med for stor en optimisme*

Lidt før jul hævede den amerikanske centralbank renten til 2,5 pct., hvilket i store træk var forventet. Alligevel faldt aktiemarkedet kraftigt over juledagene, så det samlede fald i december måned for MSCI World (EUR) blev 8,5 pct.

VIX indekset steg i løbet af december til over 35, hvorefter det faldt tilbage til omkring 25 – hvilket stadig er højt. Der er ingen tvivl om, at markedet er ret nervøst over udviklingen de seneste måneder. Efter min vurdering skyldes de negative afkast først og fremmest, at aktieinvestorer gik ind i 2018 med for stor en optimisme.

Dette var i særlig grad tilfældet i Eurozonen, men det gjaldt også for amerikanske investorer. Desværre er der stadig en tendens til, at specielt de europæiske tillidsindikatorer er meget høje i forhold til den faktiske udvikling i de hårde data, og

derved er der stadig basis for skuffelse blandt de i undersøgelsen adspurgte aktører.

Efter min mening har Powell og den amerikanske centralbank i det hele taget gjort som forventet, og de er dermed i det store ikke skyldige i de dårlige afkast for de risikable aktivklasser. Ser vi da også på markedet for rentefutures i USA, er det nu priset ind, at renteforhøjelserne helt stopper, og at man inden december 2020 vil have sænket renten mindst en gang.

## Stort fald i renter og renteforventninger

Der begynder efterhånden at være en del skepsis mht. vækst og inflationsudsigterne for det kommende år. I både USA og Eurozonen har vi set de langsigtede inflationsforventninger (5Y5Y swaps) falde betydeligt i de seneste måneder. Fra udgangen af september er inflationsforventningen i USA faldet med hele 0,35 procentpoint til omkring 2,1 procentpoint, hvilket næsten er alarmerende for centralbanken.

*Ser vi på de lange renter, er udviklingen også præget af svækkede vækst- og inflationsudsigter. Den 10-årige amerikanske renter er faldet med 0,3 procentpoint alene i december*

I Eurozonen er der kun tale om et fald på omkring 0,15 procentpoint til godt 1,5 procentpoint, men dette bør også bekymre ECB, idet den ikke har foretaget sig andet end at ud fase sit obligationsopkøbsprogram. Det er min vurdering, at de første måneder af 2019 vil byde på skuffelser fra specielt

den europæiske økonomi. Derfor vil faldet formentlig fortsætte, og af samme årsag skal man ikke blive overrasket over at se flere opkøbsprogrammer fra ECB.

Ser vi på de lange renter, er udviklingen også præget af svækkede vækst- og inflationsudsigter. Den 10-årige amerikanske rente er faldet med 0,3 procentpoint alene i december. For de tyske statsobligationer er rentefaldet mere begrænset, men her er renten også allerede under 0,2 pct. Det kan ikke udelukkes, at vi i løbet af foråret kommer til at se negative 10-årige renter i Tyskland igen.

## Shut-down: Muren har ramt muren

Den føderale statsmagt i USA er for en fjerdedels vedkommende lukket ned, og en del af de statsansatte modtager ikke løn. Årsagen er en såkaldt "shut-down" pga. manglende godkendelse af bevillinger fra kongressen. Det er demokraterne, der modsætter sig Trumps forslag til budgettet, som indeholder et forslag om bevilling til muren på USA sydgrænse mod Mexico.

*Det ser ud til, at demokraterne har fået skovlen under Trump – og dette er blot begyndelsen*

Med demokraternes nye flertal i repræsentanternes hus ser det dog ud til, at de selv kan stemme et budget igennem, som indeholder finansiering til genåbning af de berørte, føderale statsfunktioner – uden finansieringen til muren. Vælger Trump at nedlægge veto mod dette forslag i forsøget på at bevare muligheden for at få finansieringen af muren igennem, vil det formentlig yderligere undergrave hans popularitet.

Det ser ud til, at demokraterne har fået skovlen under Trump – og dette er blot begyndelsen, idet vi i de kommende måneder kommer til at se repræsentanternes hus igangsætte den ene undersøgelse af Trump og hans medarbejdere igen efter den anden.

Muren har med andre ord ramt muren, og demokraterne vil stikke kæppe i hjulene på alt, hvad der kører for Trump. Hans påståede heksejagt er end ikke begyndt, og vi kommer derfor til at se flere desperate og mærkværdige tweets og udtalelser fra hans side, efterhånden som demokraterne for alvor tager fat.

Efter min vurdering har dette potentialet til at undergrave tilliden til den amerikanske økonomi på et tidspunkt, hvor tilliden fortsat er ret stærk, men hvor sprækkerne allerede viser

sig pga. svagere udvikling i arbejdsmarkedet og med faldende forventninger til indtjeningsvæksten for amerikanske virksomheder.

## Stadig for stor optimisme – specielt i Eurozonen

En af mine største bekymringer for de kommende måneder er de alt for rosenrøde forventninger til europæisk økonomi. Selvom den italienske 10-års-rente er faldet betragteligt, og gældsmarkederne tilsyneladende tror på, at de har styr på budgettet i forhandlingen med EU, viste deres PMI-tal for december, at økonomien er tæt på recession.

Det samme gælder Frankrig, som oven i købet har måttet slås med gule veste og optøjer i gaderne. Dertil kommer, at Storbritannien på den eller den anden måde (dvs. med eller uden en aftale med EU) kommer til at træde ud af EU i slutningen af marts. Forhandlingerne om denne udtræden har været præget af lige dele kynisme fra EU og inkompetence fra Storbritannien, og usikkerheden om Storbritanniens stilling efter marts er derfor massiv.

*Europæiske tal vil derfor efter min mening være den største skuffelse for markedet i de kommende måneder*

De ledende indikatorer for Eurozonen fra OECD er faldet 11 måneder er træk, hvorfor vi med andre ord kommer til at se faldende vækst i mindst 6-9 måneder fremover.

Er Eurozonens økonomiske aktører og investorer forberedt på dette scenario? Tilsyneladende ikke. Alle fem forventningsindikatorer fra EU-kommissionen, som har kvantificeret forventninger for industrien, servicesektoren, forretningsklimaet, forbrugerne og investorerne siden 1985, viser trods faldende tendenser siden foråret stadig meget høje niveauer sammenholdt med den faktiske udvikling i de mere håndgribelige tids-serier for Eurozonens økonomi.

Det samme billede gør sig gældende i USA – men slet ikke i samme omfang. Europæiske tal vil derfor efter min mening være den største skuffelse for markedet i de kommende måneder.

## Første "bløde" data fra amerikansk arbejdsmarked?

Som om det hele ikke var nok, ser vi måske nu de første spæde tegn på et amerikansk arbejdsmarked, som er ved at have toppet ud efter en ret enestående udvikling siden 2009. Både de såkaldte Continuing Claims og Initial Jobless Claims

(fortsat arbejdsløse og førstegangsløse) er stigende. Endnu kan vi ikke konkludere, at den vedholdende, nedadgående tendens i disse to mål for arbejdsløshed er knækket, men tallene fra de seneste uger kan være bekymrende.

*Når aktiemarkedet klarer sig ringe, er virksomhederne mindre tilbøjelige til at ansætte flere medarbejdere i de efterfølgende måneder*

Derudover kan vi se på NFIB-målingens "Hiring Plans" (dvs. små og mellemstore virksomheders intentioner om at ansætte flere), at disse er faldet fra et ellers rekordhøjt niveau. Slutteligt kan man også normalt observere, at når aktiemarkedet klarer sig ringe, er virksomhederne mindre tilbøjelige til at ansætte flere medarbejdere i de efterfølgende måneder.

På den baggrund er det min forventning, at vi kan komme til at se den amerikanske arbejdsløshedsprocent for december eller januar stige til 3,8 pct. og dermed lede til overskrifter om, at arbejdsmarkedet nu igen leverer "bløde" tal.

## Aktieallokering

De regionale momentum- og volatilitetsindikatorer (MomVol) viser efter de kraftige fald i december alle værdier under 0,6, som er tærskelværdien for, om man kan være investeret i aktier eller ej. Amerikanske aktier har stadig stærkere momentum end resten af verden. Europæiske aktier er svagest. EM-aktier er – selvom de også er under tærskelværdien – bemærkelsesværdigt uanfægtet af tumulten i december.

Den overordnede MomVol-indikator faldt til kun 0,29 ved udgangen af december. At aktiemarkedene stadig havde et vist momentum i de seneste måneder (MomVol-indikatoren lå lige over tærskelværdien) var mit argument for, at man trods lave og faldende, ledende indikatorer kunne have en neutral aktieallokering i forhold til sin langsigtede målallokering.

På denne baggrund ændrer jeg derfor nu min anbefaling til, at man skal være undervægt aktier og øvrige risikable aktivklasser i forhold til sin langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 4. januar 2019