



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Rentemarkedet vandt første runde over centralbankerne

Renterne fortsatte med at falde i juni, godt hjulpet på vej af udmeldinger fra de største centralbanker. Tyske to- og 10-årige statsrenter faldt således hhv. 0,08 pct. og 0,12 pct. over måneden, mens de tilsvarende amerikanske faldt 0,16 pct. og 0,12 pct. Hovedparten af rentefaldet kan tilskrives direktøren for den europæiske centralbank (ECB) Mario Draghis tale på det årlige møde mellem centralbankerne. Her understregede han, at centralbankens medlemmer er vedholdende i forhold til deres målsætning om at nå et inflationsmål på lige under to pct. på mellemlang sigt. Markedet har i årets løb sænket inflationsforventningerne, udtrykt ved den forventede femårige inflation om fem år. Den er faldet fra 1,60 pct. gående ind i året til 1,21 pct., og faldet tog især til op mod Draghis tale.

I vores øjne var det især denne markedsforventning, der afødte Draghis stærke retorik, hvor han cementerede, at de stadig har et fuldt kampdygtigt arsenal og en villighed til at bruge det. Således nævnte han specifikt, at rentesænkninger og flere kvantitative lempelser (QE) kan være både nødvendige og rimelige for at opfylde deres mandat. Han nævnte også, at de rammer, der har været for brugen af deres værktøjer, er specifikke for de forhold, de står overfor. Dermed mere end antyder han, at de kan udvide rammerne for QE-programmet, som f.eks. hvor stor en andel af de enkelte landes obligationer de må eje. Når rammerne uden større besvær kan udvides af samme institution, som skal holde sig inden for rammerne, bliver det elastik i metermål.

Det må være skuffende og måske endda frustrerende for ECB, at markedet stadig ikke forventer, at de kan nå deres målsætning

Markedet reagerede voldsomt og i klassisk "QE"-manér på talen med store aktiestigninger og kraftige rentefald på tværs af kurven. Den førnævnte inflationsforventning steg også intradag med 0,17 pct., men på sit højeste var den stadig 0,70 pct. fra ECBs målsætning. Det må være skuffende og måske endda frustrerende for ECB, at markedet stadig ikke forventer, at de kan nå deres målsætning. Alt andet lige må det forventes at øge styrken af deres tiltag.

Trump tramper rundt i handelspolitikken

Ud over centralbankerne satte Præsident Trump endnu en gang dagsordenen for de finansielle markeder i slutningen af juni, hvor den aktuelle handelskrig med Kina blev sat på pause. Trump annoncerede i slutningen af måneden, at han som følge af genstarten på forhandlingerne med Kina vil holde ellers planlagte toldforhøjelser for 300 mia. amerikanske dollars tilbage.

Aktiemarkedet reagerede positivt, og MSCI World (i euro) endte med at stige 4 pct. i løbet af juni måned. Volatilitetsindekset (VIX) faldt fra 18 til 15 i løbet af måneden.

Min forventning er fortsat, at Trump vil trække forhandlingerne med specielt Kina i langdrag, indtil vi kommer tilstrækkeligt tæt på valget i november 2020, hvorhan med sin underskrift kan skabe en flot stigning i aktiemarkedet for at øge sine chancer for genvalg. Af denne årsag skal vi nok ikke forvente en endelig afklaring før sent i 2019 – og måske først i starten af 2020.

Nu er der svag overpessimisme

I løbet af de seneste par måneder har der været en del overskrifter om krisen i europæisk såvel som amerikansk fremstillingsindustri. Specielt PMI-tallene for fremstillingsindustrien reflekterer også en ret stor grad af pessimisme. Den svage udvikling er helt i overensstemmelse med vores modeller for

industriproduktion og ordretilgang, og disse viser fortsat, at vi bør betragte den nuværende økonomiske aktivitet som det værste, vi kommer til at opleve i denne omgang.

Således virker det efterhånden realistisk, at en bund er inden for rækkevidde i løbet af de kommende 2-4 måneder

Selvom OECD's detailhandelsvækst har modereret sig noget, er den stadig positiv, og justeret for inflation ligger den fortsat på knap 1 pct. Til gengæld har fremstillingsindustrien både som følge af overoptimistisk høj produktion for cirka 12 måneder siden samt faldende vækst i efterspørgslen skruet så meget ned for produktionen, at vi efterhånden kan forvente en ret kraftig fremgang, efterhånden som vi nærmer os nytår – og specielt derefter.

En anden faktor, som kan medvirke til at bekræfte dette billede, er de fortsat faldende, ledende indikatorer fra OECD, som dog falder langsommere og langsommere. Således virker det efterhånden realistisk, at en bund er inden for rækkevidde i løbet af de kommende 2-4 måneder (medmindre vi kommer til at se større revisioner af de allerede offentliggjorte data, som indgår i indikatorerne).

Skelsættende, danske renter

Som nævnt oven for fortsatte renterne over en bred kam med at falde i juni måned, hvilket dels skyldes de fortsat faldende inflationsforventninger, dels forventningen om en afmatning om et års tid, dels det bratte fald i PMI-tallene på tværs af regionerne.

I juni blev Danmark det første land i verdenshistorien, hvor samtlige, udstedte statsobligationer blev handlet til så høje priser, at hele rentekurven var negativ

Det danske obligationsmarked skiller sig ud derved, at Danmark i juni blev det første land i verdenshistorien, hvor samtlige, udstedte statsobligationer blev handlet til så høje priser, at hele rentekurven var negativ. Dermed kan der ikke være tvivl om, at Danmark grundet vores moderate statsgæld anses for at være et af de finansielt mest sikre lande i verden.

Realkreditmarkedet reagerede ligeledes positivt på udmeldingerne fra ECB, og danske husejere fik i løbet af måneden næsten mulighed for at udstede et 30-årigt 1 pct. lån med afdrag til kurs 100.

Også i det sydeuropæiske problemland, Italien, fik de gavn af lavere renter, idet renten på deres 2-årige statsobligation i løbet af måneden ligeledes blev negativ.

Nye, italienske kødboller på suppen

At italienske renter også kunne falde så meget skyldtes også, at regeringen, for at undgå potentielle bøder fra EU relateret til det planlagte budgetunderskud, har reduceret dette fra 2,4 pct. til 2,04 pct. Legas Salvini har dermed dækket sin flanke af over for EU, og i forhandlingerne om en række topposter i EU kunne han derfor i samarbejde med Visegradelandene gå i offensiven og sætte agendaen for disse.

I slutspillet om topposterne blev EU-lederne enige om at indstille Christine Lagarde til ECB-chefen Mario Draghis efterfølger, og den tyske forsvarminister Ursula von der Leyen til kommissionsformand. Euroen reagerede umiddelbart med et svagt fald oven på det forhalede forhandlingsresultat.

Fastholder forventning om bedre tider

Trods svage PMI-tal, udtalt pessimisme, usikkerhed om handelspolitikken (også mellem EU og USA) samt rentekurser tæt på invertering (at korte renter er højere end lange renter), er det min vurdering, at man som investor stadig skal forberede sig på, at både amerikansk og europæisk økonomi vil komme til at bedre sig væsentligt over de kommende 12 måneder. Recessionen er med andre ord udskudt foreløbig.

Neutral aktieallokering

De regionale momentum og volatilitetsindikatorer (MomVol) er fortsat høje ved udgangen af juni måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder juli. 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: 4. juli 2019