



Månedskommentar af  
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

## Sælg i maj, og gå væk?

MSCI World (EUR) tabte i maj måned 5 pct. Så igen i år pas-sede den gamle parole om, at "sell in May and go away". Hvis årsagen ikke skal findes i parolen selv, skal den nok findes i frygten for, at Trumps handelskrig imod Kina i maj måned så ud til at eskalere. Dertil kommer tilsyneladende et stort fald i vækstforventningerne i specielt USA, hvor de lang-sigtede inflationsforventninger (5Y5Y) derfor faldt med hele 0,17 pct. i løbet af maj. På tværs af de store regioner er PMI-tallene raslet ned i takt med, at virksomheder som følge af svag efterspørgsel har måttet skrue ned for vækstforventningerne.

Amerikansk BNP-vækst ligger på 3,1 pct., og der er væsentlig fremgang i det såkaldte NAHB-indeks, som måler den forventede aktivitet i det amerikanske ejendomsmarked. Dertil kommer en væsentlig stigning i Empire Manufacturing indekset i de seneste måneder. Alligevel ser det ud til, at markedet pludseligt har fået øjnene op for de svage PMI-tal og det forhold, at OECD's ledende indikatorer for USA har været faldende i snart et år. De ledende indikatorer for USA fra Conference Board er også på det svageste niveau siden begyndelse af 2016.

Der har været en del omtale af bilindustrien, som udover kæmpebøder for NOX-gas-manipulationer også står over for en nedgang i efterspørgslen. Mine modeller viser, at bilindustrien generelt kan forvente et fald i salget på 3-4 pct. over det kommende år. Modgangen er foreløbig blevet mødt af en større række massefyringer blandt bilproducenterne.

Obligationsmarkedet har svaret ved at sende renteforventningerne i bund – specielt for de korte renter over de næste par år. 2-års-renten i USA er faldet så meget, at rentekurven trods uændret Feds Funds Rate på 2,5 pct. faktisk er stejlet. Så stort er faldet, at rentemarkedet nu forventer to rentesænkninger á 0,25 pct. i indeværende år.

### Kæmpe 'game of chicken' i rentemarkedet

Rentemarkedet har dermed udfordret den amerikanske centralbank på troværdigheden eller fagligheden. Den sidste rentestigning var i december 2018, og den forekom på en baggrund af faldende renteforventninger, hvorfor aktiemarkedet reagerede med et større fald i december.

*Centralbankernes reaktion på den store ændring i markedets forventning til renteudviklingen vil være afgørende for risikable aktiver*

Efterfølgende blev yderligere rentestigninger skrinlagt, og nu skal den amerikanske centralbank altså – trods rekordlav arbejdsløshed og meget moderat inflation – lide den bet nærmest at blive tvunget af markedet til at sænke renten igen. Nogle analytikere forventer hele tre sænkninger i løbet af resten af året, hvilket måske virker hysterisk.

Centralbankernes reaktion på den store ændring i markedets forventning til renteudviklingen vil være afgørende for risikable aktiver – herunder aktiemarkedet. Min forventning er, at specielt den amerikanske centralbank vil anerkende den potentielle svækkelse af den amerikanske økonomi, som rentemarkedet nu har indpriset, men det er samtidig min forventning, at centralbanken vil være tilbageholdende med at gøre noget aktivt for at lempe pengepolitikken så kort tid efter, at man havde hævet renten – med mindre Trumps handelskrig for alvor kaster grus i vækstmaskineriet.

### Afmatning i USA næste halve år

Selvom jeg fortsat holder fast i min forventning om, at den amerikanske økonomi mister momentum i de kommende måneder, er det også min vurdering, at vi kommer til at se en acceleration igen fra begyndelsen af 2020. Dertil kommer, at Trump og republikanerne vil have stor interesse i at holde

hånden under økonomien, hvis sandsynligheden for genvalg skal maksimeres. Trump har gentagne gange anvendt S&P500 performance som målestok for sin egen succes, hvilket derfor øger sandsynligheden for, at han politisk vil holde hånden under aktiemarkedet, hvis det sætter sig for meget.

### *Trump og republikanerne vil have stor interesse i at holde hånden under økonomien, hvis sandsynligheden for genvalg skal maksimeres*

Vore modeller for industriproduktion og ordretilgang for varige forbrugsgoder i USA viser, at vi kan forvente en generel svækkelse – faktisk tæt på nulvækst – over de kommende fem-seks måneder, men de viser også, at specielt ordretilgangen med stor sandsynlighed vil rette sig fra begyndelsen af 2020.

Med andre ord vil den amerikanske centralbank, hvis den venter tilstrækkeligt længe (to-fire måneder), få bekræftet sin pengepolitik, mens rentemarkedet vil skulle erkende, at de var for pessimistiske mht. udsigterne for amerikansk økonomi.

## Overoptimismen er væk

De sidste tegn på overoptimisme i eurozonen er nu væk. Skællene er faldet fra øjnene blandt europæiske investorer og økonomiske agenter, og man har endnu engang accepteret, at eurozonens vækst er strukturelt udfordret. Det er både godt og skidt. Godt, fordi der nu er mulighed for at blive positivt overrasket. Skidt, fordi det viser, at væksten stadig halter bagud i eurozonen i forhold til resten af verden.

### *Både industriproduktion og ordretilgang til den europæiske fremstillingsindustri ser sørgelige ud i disse måneder*

Både industriproduktion og ordretilgang til den europæiske fremstillingsindustri ser sørgelige ud i disse måneder, hvorfor eurozonens PMI-tal (specielt for industrien) er lave. Men nu kan det faktisk ikke gå ringere. Europæisk fremstillingsindustri tillid vil gradvist vende sig til det bedre over de kommende måneder, og specielt i begyndelsen af 2020 vil vi se ret høj ordretilgang som følge af, at den nuværende overreaktion, som skyldes svag udvikling i detailhandlen på tværs af OECD-landene.

## Kan Trump time markedet?

Som tidligere nævnt mener jeg, at man som investor ikke skal overse muligheden for, at Trump vil forsøge at påvirke markedet forud for sin genvalgskampagne. Hvis aktiemarkedet sætter sig yderligere herfra, vil han være hurtig til at beskyldte centralbanken for destruktiv påvirkning. Næste amerikanske præsidentvalg er som bekendt i november 2020, og det er derfor nok for tidligt for Trump at smide benzin på aktiebålet, hvis han vil have en flot, opadgående tendens frem til udgangen af sin første præsidentperiode.

Min forventning er, at han først i begyndelsen af 2020 vil begynde at nævne nogle af de tiltag, som vil være i stand til at afholde arbejdsløsheden fra at stige og aktiemarkedet fra at falde. Hans utraditionelle og kontroversielle facon skal dog nok sørge for, at vi kommer til at høre mere desangående.

## Min største bekymring

På nuværende tidspunkt ser vi en generel vækstnedgang, som også har været fint forudset af de ledende indikatorer, som har været faldende på tværs af de store regioner i omkring et år. Foreløbig er denne udvikling forventet og inden for det normale. Banksektoren og husholdningerne er velpolstrede, så eventuelle problemer vil ikke komme fra dette hjørne.

Jeg er snarere bekymret for kombinationen af virksomheder, som har stor gæld i forhold til indtjening, og forretningsmodeller, som er afhængige af fortsat lave renter og normal udvikling i efterspørgslen af deres produkter. Vi ser – som omtalt oven for – allerede en betydelig tilbagegang i OECD's detailhandelsvækst, som dog stadig er positiv. Hvis globale forbrugere af en eller anden årsag bliver endnu mere tilbageholdende, så detailhandelsvæksten bliver negativ, kan det – trods den ovenfor omtalte nuværende overpessimisme – tvinge dem til at reducere produktionen yderligere og dermed også ansættelsesplaner.

Hvis vi skal have en negativ spiral i løbet af det kommende års tid, har jeg vanskeligt ved at se, at den skulle kunne opstå på anden vis. At det skulle ske nu, anser jeg dog for usandsynligt. Dette skal i øvrigt ses i sammenhæng med udviklingen i de ledende indikatorer nedenfor.

## Bevar neutral aktieallokering

De regionale momentum- og volatilitetsindikatorer (MomVol) er fortsat høje ved udgangen af maj måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder juni. 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 to-tre 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: 6. juni 2019