



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Svagt, men vedholdende opsving båret frem af forsigtighed

Optimismen fortsatte i april måned, hvor MSCI World (EUR) leverede et afkast på knap 4 pct., mens de lange renter steg som følge af lidt højere inflationsforventninger. De såkaldte 5Y5Y inflation swaps, som angiver markedets forventninger til inflationen fra om fem år til om ti år, steg i både eurozonen og i USA.

I løbet af måneden så vi en række nøgletal fra eurozonen, som viste en konsoliderende tendens. Trods det forhold, at OECD's ledende indikator for eurozonen fortsat udviser en faldende tendens, er der klare tegn på, at eurozonens nære fremtid nu ser bedre ud end først frygtet.

Selvom OECD's ledende indikatorer for hele OECD-området ligeledes fortsat udviser en faldende tendens, er faldene aftagende, og det virker derfor sandsynligt, at en bund vil forekomme inden for de kommende 2-5 måneder. Obligationsmarkedet ser også ud til at anerkende denne mulighed, idet inverteringen (forskellen på 2-årige og 1-årige statsrenter) rykker længere væk i USA. I eurozonen er de korte renter fortsat så lave og negative, at vi er langt fra en inverteret rentekurve.

Arbejdsmarkedet i USA ser fortsat stærkt ud, selvom man skulle tro, at opsvingets længde og den lave arbejdsløshedsprocent snart skulle udgøre et problem. Når dette endnu ikke er tilfældet, skyldes det en langt mere forsigtig adfærd blandt husholdninger og banker i de seneste år.

Hvorfor økonomiske ubalancer kan være alvorlige

Netop opsvingets længde og rentekurvens invertering har i de seneste måneder givet anledning til mange diskussioner og forventninger om en snarlig recession. Det er min klare opfattelse, at recessions årsager er forskellige, og at specielt to på hinanden følgende recessioner næsten altid vil have to helt forskellige årsager, idet markedsaktørerne trods alt har den første i frisk erindring.

Recessionen i 2001-2002 havde it-boblens bristen som primær årsag. Selvom denne boble var anseelig, var den i højere grad en trussel imod it-investorer end den brede økonomis agenter. Den eneste bekymrende tendens før, under og efter it-boblen var egentlig det forhold, at amerikanske såvel som europæiske husholdningers gældsætning voksede hurtigere end både økonomien og deres egen indkomst.

Som svar på IT-boblens recession nedsatte den amerikanske centralbank den korte rente til den på det tidspunkt uhørt lave 1 pct., hvilket medvirkede til at skabe en omfattende spekulation i ejendomsrelaterede og kreditrelaterede finansielle instrumenter samt voldsom acceleration i gældsætning og forbrug blandt husholdningerne.

Vi ved alle, hvordan dette endte. Husholdningerne har dog efterfølgende dramatisk ændret adfærd, således at deres forbrug, opsparingsrater samt gældsætning er væsentligt mere konservative end i mange år. Samtidig er den disponible, nominelle indkomst i eksempelvis danske husholdninger steget med 37 pct. siden udgangen af 2008. I USA er indkomsterne i samme tidsrum steget med 32 pct. Grundet de meget lave renter er omkostningen til at servicere deres gæld derfor faldet dramatisk i de seneste år.

Den næste recessions centrum

Det forekommer derfor usandsynligt, at en fremtidig recession vil være skabt af et chok fra husholdningerne, som pludseligt vil reducere deres forbrug dramatisk, som vi så det i 2008. Dertil kommer, at banksystemet er klart bedre kapitaliseret end i 2007, og at reguleringen af den finansielle sektor gradvist er blevet strammet meget væsentligt. På mange måder kan man sige, at disse stramninger har været procykliske og dermed har medvirket til at gøre det nuværende opsving meget svagere, end det ellers ville have været, men det kan samtidig være en del af forklaringen på, at opsvinget dermed også har været noget længere end den historiske norm.

Mange virksomheder er i dag dybt afhængige af fortsat lave renteniveauer og stor risikoappetit blandt investorer

Hvis vi derfor i stedet skal lede efter den kommende recessions mest sandsynlige årsag, skal denne formentlig findes i markedet for erhvervsobligationer, som har flyttet problemet over i virksomhedssektoren i stedet for i husholdningerne og bankerne.

Mange virksomheder er i dag dybt afhængige af fortsat lave renteniveauer og stor risikoappetit blandt investorer. Det har udmøntet sig i, at deres effektive rentebetalinger såvel som kreditspænd er i bund. Dertil kommer, at covenants (finansielle begrænsninger for obligationsudstederne) på en stor del af markedet nu er bekymrende afslappede, hvilket historisk har været en god indikator for, når markedet har været for optimistisk og grådigt.

Dertil kommer, at den føromtalte finansielle regulering har medvirket til, at bankernes mæglervirksomheders eksponering til og egenbeholdning af virksomhedsobligationer i dag kun er en brøkdel af, hvad den var for blot 6-7 år siden. Af samme årsag er markedsdybden og likviditeten potentielt dramatisk forværret, hvilket desværre specielt vil komme til udtryk i et generelt 'risk-off' scenario, hvor mange investorer søger at sælge på en gang.

Den næste recessions årsag og virkning

Hvornår et sådant 'risk-off' scenario kan forekomme vil efter min vurdering være afgjort af centralbankernes vilje til at stramme pengepolitikken herfra. Arbejdsløshedsprocenterne i de store regioner er kraftigt faldende og ret lave, men vi har endnu ikke set nogen nævneværdig inflation – faktisk overhovedet ikke.

Grundet centralbankernes frygt for deflation vil de med stor sandsynlighed være meget tilbageholdende med at stramme pengepolitikken, hvilket allerede har været tilfældet. ECB's indskudsrente har nu været nul eller negativ i syv år. Jeg forventer ikke nævneværdige stramninger i hverken USA eller Europa det næste års tid, men derefter kan arbejdsløshedsprocenterne være faldet så meget, at de føler sig nødsaget til at begynde at hæve de korte renter.

Derfra er der dog formentlig stadig et stykke tid til, at det begynder at have større effekt på markedet for virksomhedsobligationer, selvom ændringer i pengepolitikken naturligvis kan have større indflydelse på tilliden blandt investorer til den tid.

Det globale benchmark for 'investment grade' erhvervsobligationer (USD) har nu en effektiv rente på under 2,9 pct. Med en kort rente i USA på 2,5 pct. er det et meget begrænset kreditspænd og dermed rentepremie, som efter min mening ikke står mål med risikoen for stramninger inden for de kommende to års tid.

En større effekt vil formentlig også kunne mærkes på aktie-markedet – både gennem det forhold, at virksomhedernes finansieringsrente kommer til at stige, men også fra, at deres udstedelser dermed – alt andet lige – vil blive reduceret. Specielt i USA har udstedelserne gennem omfattende aktietilbagekøbsprogrammer gået til at understøtte aktiepriserne. Denne understøttende faktor kan vi dermed ikke i samme omfang se frem til i de kommende år, når pengepolitikken strammes.

Lyspunkter i Europa

Nok om langsigtede hår i suppen. Lad os i stedet se på de kortsigtede lyspunkter. Ser vi på eurozonen, er der fortsat mere, som tyder på, at andet halvår kan byde på positive overraskelser. Først og fremmest er gabet mellem bløde (forventningsbaserede) data og hårde (direkte målbare) data nu indsnævret til nul. Med andre ord er der nu ikke længere grund til at tro, at markedsaktørerne i eurozonen vil blive systematisk skuffede over de kommende måneder. En større risiko for europæiske aktier er dermed taget af bordet.

En større risiko for europæiske aktier er dermed taget af bordet

Dertil kommer, at både industriproduktionen og ordretilgangen i europæisk fremstillingsindustri ser ud til at accelerere kraftigt fra de nuværende og lidt bedrøvelige niveauer over de kommende 12 måneder. Hvis vi dertil antager, at de ledende indikatorer for eurozonen bunder ud inden for 2-5 måneder, vil vi nemt kunne se recessionsfrygten blive gjort grundigt til skamme i andet halvår.

Dette betyder efter min mening også, at vi fra nu af kan komme til at se en større stigning i de lange renter i eurozonen.

Neutral aktieallokering

De regionale momentum og volatilitetsindikatorer (MomVol) er steget yderligere ved slutningen af april og har nu en værdi på 0,94, hvilket er et stykke over tærskelværdien, som afgør, om man kan forvente stærke eller svage aktiemarkeder i den efterfølgende måned. Alle regionale aktiemarkeder havde ved udgangen af april ret høje værdier for MomVol-indikatoren,

hvilket medfører en forhøjet sandsynlighed for yderligere, pæne afkast i aktiemarkedet i april måned.

På den anden side er OECD's ledende indikator for hele OECD-området fortsat faldende, hvorfor jeg på den baggrund anbefaler, at man i den nære fremtid holder en neutral aktieallokering i forhold til ens langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 10. maj 2019