



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Optimismen breder sig

Aktiemarkedet lavede 'new highs' i oktober måned – båret frem af en bølge af forventninger og gode nyheder for aktieinvestorer. I løbet af måneden var der et bredt funderet håb om, at USA og Kina vil kunne indgå en såkaldt fase 1- aftale på trods af det forhold, at APEC-mødet i Chile, hvor dette skulle have været effektueret, blev aflyst pga. den sociale uro i landet.

Kina lader allerede til at være villig til at lempe toldsatserne på en del amerikanske landbrugsprodukter, men en efterfølgende fase 1-aftale skal ikke forventes at indeholde nævneværdige tiltag i retningen af en tilbagerulning af de eksisterende handelshindringer og toldsatser. De fleste kommentatorer betragter i højere grad blot en såkaldt fase 1-aftale som en bremse på den nuværende, lange eskalering af konflikten mellem specielt Kina og USA.

Ud over udsigterne til en fase 1-aftale har aktieinvestorer i USA også kunnet glæde sig over endnu en såkaldt 'mid-cycle'-rentesænkning. Den amerikanske centralbank (Fed) valgte i slutningen af oktober at sænke 'Feds Funds Rate' til kun 1,75 pct. Det er opsigtsvækkende, idet den amerikanske økonomi godt nok har mistet momentum i løbet af det seneste års tid, men arbejdsløshedsprocenten er fortsat meget lav – om end flere staters arbejdsløshedsprocenter er begyndt at stige – og inflationsforventningerne er fortsat relativt tæt på de ønskede 2 pct.

Derved kan vi måske tillade os at ironisere lidt over begrebet 'mid-cycle', som måske i højere grad indikerer, at centralbanken frygter, at den amerikanske økonomi ikke engang vil kunne håndtere en rente på 2 pct., selvom det er en af de stærkeste økonomier i de udviklede lande.

Vending i renter, faktorer og nøgletal

Optimismen har også manifesteret sig i obligationsmarkedet, hvor de lange renter er steget siden midten af august. Den opsigtsvækkende østrigske 'hundredeårs-obligation' med udløb i 2117 er faldet med over 20 pct. siden midten af august, idet renten på obligationen er steget fra omkring 0,6 til 1 pct.

Optimismen har også manifesteret sig i obligationsmarkedet, hvor de lange renter er steget siden midten af august

Rentesænkningen og de højere renter i USA har i sagens natur medført en væsentligt stejlere rentekurve, og for første gang siden maj er spændet mellem tremåneders-renter og 10-års-renter blevet solidt positivt, hvorved den frygtede, inverterede rentekurve er rykket et stort skridt længere væk. Som tidligere omtalt er rentekurven normalt opfattet som en af de mest pålidelige indikatorer for en fremtidig recession. 'Stejlingen' er dermed en god nyhed, som betyder, at de fleste analytikere vil tolke dette som en noget lavere sandsynlighed for en recession i USA i nær fremtid.

I Tyskland har vi set en stejlere rentekurve i løbet af de sidste måneder, selvom udviklingen ikke har været nær så udtalt. Samtidig er rentespændet mellem Tyskland og de sydeuropæiske lande indsnævret – både pga. forventninger om en finanspolitisk stabilisering i Italien, men også som følge af mindre udtalt skepsis i markedet. En tredje årsag er, at det i særlig grad er Tyskland, der er ramt af en markant deceleration i industriproduktionen, idet det er den tyske bilindustri, der lider under usikkerheden fra Brexit, omstillingen til elbiler samt eventuelt gigantbøder pga. snyd med udledningstests.

I faktor-universet kan der også spores en vis stabilisering. Defensive aktiestilarter som Minimum Volatilitets-faktoren har klaret sig markant ringere end det brede marked siden august, mens en mere aggressiv aktiestilart som 'small cap'-aktier efter længere tids ringe afkast nu er begyndt at komme tilbage.

Afklaring om Brexit nærmer sig

I Storbritannien har Boris Johnson nu udskrevet valg, som skal afholdes 12. december. Selvom hans konservative parti står meget stærkt i meningsmålingerne, er resultatet ikke sikkert. Det skyldes indretningen af det britiske valgsystem, hvor en kandidat vinder hele sin valgkreds' mandat, hvis han får flest

stemmer. Idet Brexit-partiet under ledelse af Nigel Farage har fået en del vind i sejlene i de seneste måneder, frygter de konservative, at Brexit-partiet vil kunne vinde kredse pga. tilstrækkeligt mange utilfredse, konservative vælgere. Dermed vil de konservative kun kunne etablere en mindretalsregering eller ligefrem kunne tabe valget til Labour, som ellers står meget svagt i meningsmålingerne.

Der har været spekulationer om, hvor meget dette kan have på sig. Selv udtaler Farage, at han ved sidste valg specielt tog stemmer fra Labour, og at man derfor af denne grund ikke skal frygte, at Labour kommer til at vinde valget pga. Brexit-partiets succes.

Pundet er styrket i de seneste måneder, efterhånden som vi er rykket tættere på klarhed om Storbritanniens tilknytning til EU

Under alle omstændigheder noterer jeg mig, at pundet er styrket i de seneste måneder, efterhånden som vi er rykket tættere på klarhed om Storbritanniens tilknytning til EU, og at denne klarhed i stigende grad peger på en udtræden i nær fremtid. Min vurdering er, at alene en afklaring om Storbritanniens tilknytning til EU vil være en af de største, positive nyheder i Storbritannien i efterhånden flere år. Landets ledende indikator har været konstant faldende siden midten af 2017, og husprisernes stigningstakt har været faldende siden 2016.

En afklaring – selv en udtræden af EU – vil formentlig også være godt nyt for den underdrejede, europæiske bilindustri, som lider under forventningen om store bøder som omtalt ovenfor.

Opdaterede modeller

Med hensyn til bilsalget viser vore modeller, at decelerationen burde være ovre i både USA og eurozonen, og at de kommende 12 måneder – alt andet lige – burde byde på fremgang. Det samme gælder for industriproduktionen, som jeg tidligere har omtalt. En vending er som forventet allerede indtrådt, idet decelerationen nu er aftagende. Selvom det ser ud til, at modelforventningen har været lidt mere positiv end den faktiske udvikling i industriproduktionen, er der stadig ingen tvivl om, at specielt Tyskland kommer til at opleve en ret stor bedring i fremstillingsindustrien – og herunder den pressede bilindustri – over de kommende 12 måneder.

Specielt Tyskland kommer til at opleve en ret stor bedring i fremstillingsindustrien – og herunder den pressede bilindustri – over de kommende 12 måneder

Det samme er tilfældet for hele eurozonen, som også kan se frem til en markant bedring i fremstillingsindustriens ordretilgang. I USA har væksten i industriproduktion og ordretilgang for varige forbrugsgoder også oplevet en tilbagegang, om end det slet ikke er sket i samme omfang. USA har derved et bedre udgangspunkt og kommer derfor ikke til at opleve helt så stor bedring over de kommende 12 måneder.

Indflydelse på de ledende indikatorer burde være positiv fra en vending i aktiemarkedet, stejlere rentekurve og (forventeligt) en kraftig acceleration i industriproduktion over de kommende måneder. Dette bestyrker formodningen om, at en vending i de ledende indikatorer er inden for rækkevidde, hvilket vil have stor indflydelse på afkastet i de forskellige aktivklasser.

Opdaterede afkastforventninger

Det langsigtede afkast i aktiemarkedet er stadig under pres som følge af anstrengt prisfastsættelse. På nuværende tidspunkt skal investorer ikke forvente årlige afkast på mere end 4-5 pct. i amerikanske aktier, 5-6 pct. i globale aktier, 6 pct. i europæiske aktier og 7 pct. i émerging markets-aktier.

De risikable aktivklasser har allerede priset en tilbagekomst af det økonomiske momentum ind

På den korte bane er aktieafkastene dog i høj grad domineret af de ledende indikatorer, så hvis vi oplever en bund og vending i disse, vil aktierne kunne levere højere, annualiserede afkast over de efterfølgende måneder. Med allerede høj værdisættelse i aktiemarkedet og snævre kreditspænd i markedet for erhvervsobligationer, lader det til, at de risikable aktivklasser allerede har priset en tilbagekomst af det økonomiske momentum ind.

Der, hvor en sådan vending er mindst ventet, lader derfor til at være i markedet for sikre aktiver, hvilket i særlig grad vil være top-’ratede’ statsobligationer (tyske, hollandske, danske). Idet specielt Tyskland har oplevet faldende renter som følge af den store nedgang i bil/industriproduktion, forventer jeg, at det specielt er tyske statsobligationer, der er prisfastsat for højt. Vi må dog formode, at et chok i form af stigende,

tyske renter også vil forplante sig til danske stats- og realkreditobligationer.

Aktieallokering

De regionale Momentum- og Volatilitetsindikatorer (MomVol) er steget og derved fortsat over tærskelværdien på 0,6 ved udgangen af oktober måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder i november. 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 chance for, at vi har set bunden i de ledende indikatorer inden for de kommende 2-3 måneder, hvilket aktiemarkedet forsøger at komme i møde. På den baggrund anbefaler jeg, at man i nær fremtid holder en neutral aktieallokering i forhold til ens langsigtede målallokering, dog peger pilen opad for risikable aktiver og nedad for sikre aktiver.

Redaktionens afslutning: 7. november 2019