



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Nye rekorder i rentemarkedet – igen-igen

Indledningen bliver endnu en gentagelse fra de seneste månedsrapporter: renterne sætter endnu engang nye bundrekorder og bevæger sig ned på et niveau, som man indtil for nylig mente, at man nemt kunne udelukke nogensinde ville kunne lade sig gøre. Tyske 30-årige obligationers rente faldt i august kraftigt og endte på -0,175 pct.

Hvad er det for en aktivklasse, der har givet bedst afkast i år? Så vidt jeg kan se, er det ultra-lange, obligationer fra udstedere af høj kvalitet. Således har den østrigske 2,1 pct.-obligation med udløb i 2117 ved udgangen af august givet et afkast på næsten 80 pct. siden nytår. Det er ret opsigtsvækkende, og den østrigske stat har endda kun den næsthøjeste rating (AA+). Denne obligation har en ekstrem rentefølsomhed med en såkaldt varighed med 58. Med andre ord kan investorer i obligationen forvente, at hvis det generelle renteniveau stiger med 1 pct.-point, så vil obligationens værdi falde med 58 pct. Ved det nuværende prisniveau kan investorer i obligationen se frem til et annualiseret afkast på 0,6 pct. i 98 år - hvis den østrigske stat ikke går konkurs. Og det kaldes 'sikkerhed'.

Retningen på den seneste års renteutvikling kan derfor forekomme velbegrunder, men hvis der er en ting, som snart to årtier i de finansielle markeder har lært mig, er det, at ingen tendens varer ved. Bobler starter ofte af velbegrunder årsager, som flere og flere investorer får øjnene op for. Efterhånden varer tendensen så længe, at kun få kan forestille sig, at den skulle vende. Og til sidst ender den med, at alle tror, at It-aktier eller husmarkedet altid vil stige, eller at renter altid vil være lave og/eller falde yderligere. For det er der, vi er nu.

Der er en udtalt grad af overpessimisme, som specielt er relateret til den tyske fremstillingsindustri

Ser vi imidlertid på renten på 30-årige tyske statsobligationer har denne de sidste tyve år trods det store fald fra cirka 6 pct. til nu -0,2 pct. faktisk fra tid til anden haft abrupte stigninger. I dette tidsrum er det hele syv gange sket, at renten er steget med mere end 1 pct.-point. I gennemsnit cirka hvert tredje år, og det er nu sjovt nok tre år siden, den sidste stigning påbegyndtes.

En anden årsag til, at vi kan have set bunden nu er, at der er en udtalt grad af overpessimisme, som specielt er relateret til den tyske fremstillingsindustri. Sidstnævnte har ganske rigtigt lidt gevaldigt pga. svag efterspørgsel på biler samt et i forhold til den brede forbrugsvækst for optimistisk produktionsvækst for et år siden. Lige nu ser vi dog det modsatte, og derfor er det min vurdering, at væksten vil stige kraftigt i tysk fremstillingsindustri over de kommende 12 måneder. Dette vil smitte af på inflationsforventningerne og renterne.

Store spændinger i EU

I Italien dannedes i august en ny regering bestående af Femstjerne-bevægelsen (M5S) og Partito Democratico (PD), som er et af de 'gamle' partier, som M5S ellers blev stiftet som protest imod. Regeringsdannelsen var en reaktion på Salvinis ønske om nyvalg (Lega stod til stor fremgang), og havde desuden baggrund i uenighed mellem M5S og Lega om store skattelettelser, som var på kanten af det tilladelige i forhold til EU's budgetregler. Den nye regering er derfor i sit udgangspunkt betydeligt mindre på kollisionskurs med EU, og det forventeligt lavere budgetunderskud har allerede medført en betydelig stigning i kursen på italienske statsobligationer.

I Storbritannien spiller den nye premierminister, Boris Johnson, højt spil i form af en kontroversiel suspendering af parlamentet, der reelt har til formål at blokere for forskellige fraktioners muligheder for at hindre et Brexit, som alt andet lige vil komme til at foregå 31. oktober. En fraktion af de konservative (Johnsons eget parti) er stærkt utilfredse med suspensionen og truer med valg, men et sådant valg vil i realiteten

stå mellem Johnson og Corbyn fra Labour. Derved er et valg uønsket – selv for såkaldte 'Remainers' inden for de konservative. Derved er vi som følge af suspensionen rykket et afgørende skridt nærmere på en afklaring af Storbritanniens tilknytning til EU.

Euroen fortsatte sit fald over for dollaren i august og nåede i slutningen af måneden det laveste niveau i to år. Den fortsatte uro om de overordnede linjer i EU-samarbejdet, udsigten til endnu lempeligere pengepolitik og ikke mindst det store rentespænd til amerikanske aktiver vil efter min vurdering blive ved med at veje tung på euroen over de kommende måneder, om end en acceleration i tysk industriproduktion (omtalt neden for) kan udgøre en stabiliserende faktor.

Vending i de ledende indikatorer rykker tættere på

Selvom både finansielle markeder og diverse surveys i erhvervslivet er præget af tungsind og depressive strømninger, må vi ikke forfalde til gruppetænkning. Hovedparten af de negative forventninger, som præger overskrifterne, er relateret til den store tilbagegang i fremstillingsindustrien – og i særlig grad tysk fremstillingsindustri. Den deraf følgende svækkelse i eksporten hører med til dette billede.

Hvis Tyskland vitterlig er ved at gennemgå en recession, må den siges at have skizofrene træk, idet den tyske forbruger indtil videre virker upåvirket

Som i de tidligere månedsrapporter må jeg endnu engang konstatere, at det værste med stor sandsynlighed nu er bag os. De kommende tolv måneder kommer vi til at se en betydelig fremgang i tysk industriproduktion, der for tiden ligger på minus 5 pct. Efter min vurdering kan vi om tolv måneder nemt komme til at se så meget som plus 5 pct. i stedet. Samme billede kan i øvrigt – om end i mindre omfang – tegnes af USA, som også står foran en større acceleration i væksten i både industriproduktion og ordretilgang for varige forbrugsgoder.

Hvis Tyskland vitterlig er ved at gennemgå en recession, må den siges at have skizofrene træk, idet den tyske forbruger indtil videre virker upåvirket (detailhandelsvæksten ligger på 4,4 pct.), og idet den tyske serviceindustri også fortsat klarer sig fint. Desuden stiger arbejdsløshedsprocenten ikke endnu.

For USA's vedkommende er det også bemærkelsesværdigt, at fragtomfanget ikke viser tendens til at falde, hvilket ellers

har været en ret stabil indikator for en nært forestående recession. Misforstå mig ikke: jeg synes bestemt, at man skal tage en inverteret rentekurve alvorligt, men for mig ser det ud til, at obligationsmarkedet bekymrer sig om et problem, som formentlig vil opstå på et senere tidspunkt end først antaget. På kort sigt (6-12 måneder) kan markedsaktørerne blive overraskede over, at økonomierne igen kommer til at vise tegn på fremgang.

Kina og råvarer

Vender vi blikket mod Kina, ser vi, at de ledende indikatorer fortsat er lave, men de har været stigende i et halvt år. Desuden har landets såkaldte kreditimpuls (ændringen i udestående gæld som andel af BNP) også været kraftigt stigende siden udgangen af 2018. Politbureauet svarer igen på den handelspolitiske trussel fra Trump ved at lempe finanspolitikken og forsøge at stimulere den kinesiske økonomi.

Som følge heraf har vi for første gang i flere måneder set en ændring i priserne på industrielle råvarer i forhold til øvrige råvarer. Prisen på industrielle råvarer falder typisk hurtigere end øvrige råvarer, når økonomien er i nedgang, og det kan derfor være en tidlig indikator på en cyklisk vending, at de nu stiger hurtigere.

De ledende indikatorer fra OECD udviser fortsat en faldende tendens, men det sker nu i et noget langsommere tempo, der – som tidligere omtalt – kan indebære, at en bund heri vil forekomme inden for de kommende 2-3 måneder. Dette gælder i særlig grad USA, idet Europas ledende indikator forløb falder stabilt, men også relativt langsomt.

Hvad kan man overhovedet få i rente på obligationer?

Selvom renterne er faldet siden sidste månedsrapport, må jeg endnu engang advare langsigtede investorer imod at eksponere sig for meget til lange obligationer, hvor afkastpotentialet er yderst begrænset, og hvor risikoen er stigende dag for dag, hvis vi er ved at se en vending i de ledende indikatorer.

Hvis ens risikotolerance ikke flugter med en aktieeksponering, kan man overveje flere alternativer, som godt kan klare sig fint, selvom renterne skulle begynde at stige. Globale High Yield erhvervsobligationer har på nuværende tidspunkt en effektiv rente på cirka 5,4 pct. (målt i amerikanske dollars), hvilket svarer til et optionsjusteret spænd til statsobligationer på cirka 4,4 pct. - et ikke helt uattraktivt merafkast i et alt-andet-lige-scenario.

En anden mulighed er 'emerging markets'-statsobligationer, der i hård valuta på nuværende tidspunkt har en effektiv rente

på cirka 5,2 pct. og et optionsjusteret spænd til sikre statsobligationer på cirka 3,5 pct.

Aktieallokering

De regionale Momentum og Volatilitetsindikatorer (MomVol) viste et fald i løbet af de sidste to måneder, men de var fortsat høje ved udgangen af august måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder i september. 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: 5. september 2019