



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Composite Leading Indicators (CLI) er nu vendt

Som omtalt i sidste månedsrapport har vi nu fået den forventede vending i CLI for OECD-området. CLI stiger nu for første gang i næsten to år. Dette har normalt ret stor betydning for de afkast, vi vil opleve i forskellige aktivklasser, og for forskellige investeringsstrategier.

De væsentligste årsager til vendingen er en betydeligt stejlere rentekurve i specielt USA og ret kraftig fremgang i antallet af udstedte byggetilladelser. Dertil kommer, at ISM- og PMI-tallene (indeks for aktivitet og efterspørgsel i fremstillingsindustrien) også har nået bundet og nu viser svage stigninger – selv for fremstillingsindustrien, som ellers har været hårdt ramt af for store lagre over de seneste 12 måneder. Tilmed sker dette på en baggrund af ret kraftige stigninger i M2-pengemængdevæksten i både USA og eurozonen over de sidste par måneder.

Når CLI stiger, vil vi normalt se et marked, som tilpasser sig højere vækstforventninger over de efterfølgende 12 måneder. Dermed kan vi formentlig forvente, at også inflationsforventningerne kommer til at stige, at de lange renter kommer til at stige yderligere (trods centralbankernes opkøbsprogrammer), og at aktiemarkedet vil være vel understøttet af centralbankernes ekspansive pengepolitik.

Når CLI stiger, vil vi normalt se et marked, som tilpasser sig højere vækstforventninger over de efterfølgende 12 måneder

Ser vi på investeringsstrategier, betyder en stigende CLI typisk, at de mere risikable står til at vinde. Inden for aktieinvesteringer er det typisk de offensive faktorer Value, Momentum og Small Cap, der i sådanne perioder vil klare sig bedst, mens defensive som Minimum Volatilitet, Quality og Growth typisk vil klare sig dårligere. Endnu kan man ikke se tendenser til, at

Quality og Growth klarer sig ringere end markedet, men Minimum Volatilitet har klaret sig markant ringere end markedet de seneste tre måneder. Blandt de offensive faktorer har vi endnu ikke set en tilbagekomst for Value og Momentum, men Small Cap-aktier er vendt dramatisk tilbage siden september.

Handelsaftale og valg

Aktiemarkedet afsluttede 2019 med en fin december måned. MSCI World (EUR) leverede et afkast på 30% over hele året, og december stod for 1,2% heraf. En del af dette afkast stammer fra, at aktiemarkedet allerede har inddiskonteret et op-sving i den nuværende prisfastsættelse. Det gælder i øvrigt også i udpræget grad for højrente-erhvervsobligationer, hvor kreditspændet i de største indeks er indsnævret markant – allerede før en vending i CLI kunne bekræftes.

En medvirkende årsag til optimismen har dog været forventningen om, at præsident Trump ville indgå en handelsaftale med Kina

En medvirkende årsag til optimismen har dog været forventningen om, at præsident Trump ville indgå en handelsaftale med Kina og dermed før valget i 2020 reducere stressniveauet for aktiemarkedet, så han kunne fremvise flotte resultater i S&P500, når vælgerne skulle tage stilling.

Det forlyder fra Det Hvide Hus, at Trump vil underskrive en såkaldt fase 1-aftale med kineserne i midten af januar, og at de efterfølgende vil påbegynde forhandlinger om en fase 2-aftale, som er mere omfattende. I fase 1-aftalen vil Kina forpligte sig til i større omfang at aftage amerikanske agrikultu-

relle produkter og i højere grad respektere intellektuel ejendomsret. Til gengæld vil en god del af de toltariffer, som Trump har pålagt import fra Kina, blive tilbagerullet.

Endelig er det en del af aftalen, at Kina sigter efter overordnet at øge importen fra USA med 200 mia. dollar over de kommende to år. Dette forløb er formentlig også tilpasset for at holde hånden under den økonomiske aktivitet i USA op til præsidentvalget.

Mere ballade i Mellemøsten

I starten af januar valgte Trump at lade den næstkommanderende i Iran, Qassem Soleimani, likvidere med en drone i en lufthavn i Bagdad. Soleimani figurerede allerede på en del terrorlister, og det var allerede fastslået, at han var ansvarlig for adskillige modbydelige angreb over hele jorden i det seneste årti.

Det er højt spil af Donald Trump at beordre en sådan likvidering. På den ene side er en krig med Iran afgjort ikke et ønskescenarie for det aktiemarked, som Trump selv har defineret som en fremragende succesindikator. På den anden side er det nok tæt på at være regel nummer 1 i bogen for præsidenter, som ønsker genvalg, at man udviser handlemod og forsøger at samle nationen imod en fælles fjende.

Min vurdering er, at Trump nok forventer hævnangreb fra Iran, men at disse vil være få og små i den større sammenhæng, idet Iran afgjort heller ikke ønsker en omfattende krig med "den store satan". I stedet kommer vi formentlig til at se flere provokationer, som kan holde gryden i kog, uden at nogen af parterne kan siges at have tabt ansigt.

Markedsreaktionerne har da også været forholdsvis afdæmpede, når vi ser bort fra den knap 4% store stigning i olieprisen i umiddelbar forlængelse af likvideringen. Aktiemarkedene er faldet omkring 1%, og de lange renter er faldet med 10bp i både Tyskland og USA. Det er bevægelser inden for normalen.

"Impeachment" af Trump ser ikke ud til at lykkes

Selvom Demokraternes "impeachment"-forsøg ser ud til at glide helt af på Trump, skal selve processen dog nok stadig ses som en irriterende byrde for Trump. I Repræsentanternes Hus, hvor Demokraterne har flertal, er det nu efter flere måneders høringer blevet vedtaget, at Trump skal indstilles til "impeachment", der er en politisk proces (og ikke juridisk, hvorfor den ikke kan sammenlignes med en rigsretssag), som kan udmunde i afsættelse af præsidenten.

Det er dog Senatet, hvor Republikanerne har flertal, der skal tage stilling til, hvorvidt "impeachment" skal gennemføres, og

trods stort anlagte overskrifter og politiske domme i medier etc. er det på det foreliggende grundlag meget vanskeligt at forestille sig, at Trump skulle blive afsat.

Hele "impeachment"-processen skal derfor efter min vurdering i højere grad ses som en måde, hvorpå Demokraterne kan sætte de republikanske kandidater til Senatet under pres i swingstaterne – dvs. de stater, hvor der ved det forestående valg er størst tvivl om, hvorvidt senatspladserne vindes af Republikanerne eller Demokraterne. Ved at tvinge de republikanske senatorer til at tage stilling til, hvorvidt Trump skal "impeaches" inden valget, håber Demokraterne på, at Trump-venlige senatorer i swingstater kan skræmme midtervælgere over i den demokratiske lejr.

Vi har endnu til gode at se, om denne strategi virker for Demokraterne, som kæmper op ad bakke om Senatet. På nuværende tidspunkt er der ifølge bookmakerne en sandsynlighed på cirka 70% for, at Senatet bevares på republikanske hænder. For Repræsentanternes Hus' vedkommende er der cirka 70% sandsynlighed for, at dette bevares på demokratiske hænder. For selve præsidentposten har oddsene i takt med "impeachment"-høringernes tandløse udfald ændret sig i Trumps favør, idet der nu er cirka 52% sandsynlighed for hans genvalg – en stigning på 5 procentpoint fra før høringerne.

USA-valgets effekt på aktier

Alternativet til Trump ser i stigende grad ud til at være den tidligere vicepræsident under Obama, Joe Biden, der anses for at være en midtsøgende demokrat. Hos bookmakerne ses en sandsynlighed på 30% for, at han bliver Demokraternes kandidat. Den næstmest sandsynlige (24%) demokratiske kandidat er Bernie Sanders, der tilhører Demokraternes ekstreme venstrefløj. Sanders ville være en stor kæp i hjulet for aktiemarkedet pga. sine ideer om højere skatter og mere regulering, men lidt primitivt kan vi estimere sandsynligheden for et markedsvenligt udfald til 52% (Trump) + 30% (Biden) = i alt 82% sandsynlighed. Denne sandsynlighed er endda nok større, idet der også findes andre markedsvenlige kandidater hos Demokraterne.

Brexit er nu givet med Johnsons sejr

Med Boris Johnsons valgsejr er det nu givet, at Brexit gennemføres, og det er kun et spørgsmål om, hvorvidt det bliver den ene eller den anden aftale, Johnson er i stand til at forhandle sig til med EU. Svaret fra det notorisk EU-positive Skotland har været initieringen af en proces, som skal klarlægge og lovliggøre en skotsk uafhængighedsafstemning i forhold til både Storbritannien (som en del skotter ønsker at udtræde af) og EU (som en del ønsker at forblive i).

For mig har pundets reaktion på de politiske begivenheder i Storbritannien siden 2016 været mest betydelig, idet britiske aktier og obligationer kun i ringe omfang var påvirket efter de første dage. Pundet så derimod ud til at være varigt påvirket, og det giver derfor en grund til optimisme, at den første reaktion på Johnsons valgsejr var en styrkelse heraf – trods skotsk tale om uafhængighed.

Aktieallokering

De regionale Momentum- og Volatilitetsindikatorer (MomVol) er steget en anelse, og de ligger fortsat meget højt og over tærskelværdien på 0,6 ved udgangen af december måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder i januar.

*OECD's ledende indikator for hele
OECD-området er nu vendt og er
begyndt at stige efter næsten to års
uafbrudt fald*

OECD's ledende indikator for hele OECD-området er nu vendt og er begyndt at stige efter næsten to års uafbrudt fald. På denne baggrund anbefaler jeg, at man i den nære fremtid holder en overvægt til aktier og risikable aktiver i forhold til ens langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 6. januar 2020