



PP CAPITAL
ASSET MANAGEMENT



MARKEDSKOMMENTAR AUGUST 2019

PP Capital Asset Management A/S

Toldbodgade 31
1253 København K

+45 8833 0430
Info@pp-capital.dk

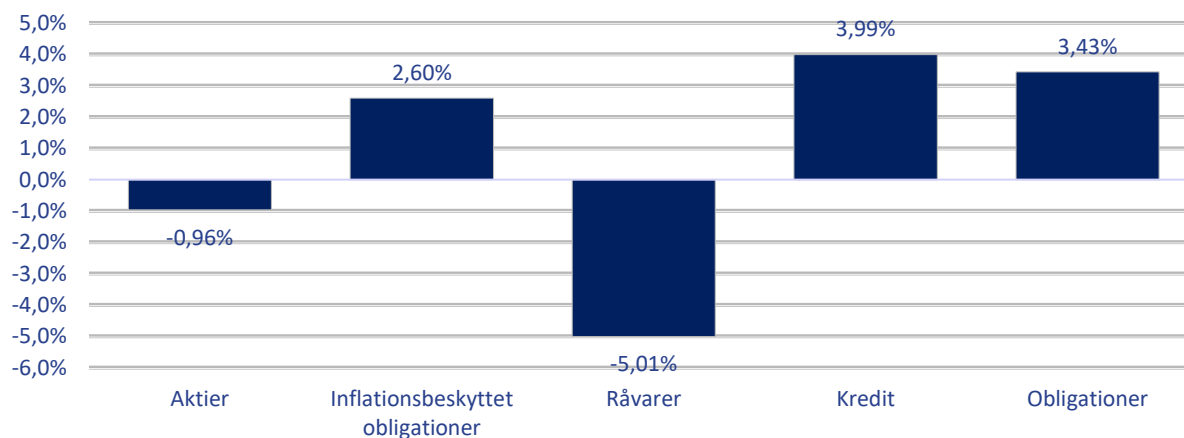
Nærværende dokument må ikke gengives, distribueres eller offentliggøres til noget formål uden forudgående skriftlig samtykke fra PP Capital Asset Management A/S

Inverteret rentekurve skaber recessionsfrygt

Forskellen mellem de lange og korte renter blev negativ i august og skabte dermed en inverteret rentekurve i USA mellem 2 og 10-års punktet. Dette øgede recessionsfrygten blandt investorer og sendte obligationer op og risikofyldte aktiver ned. Derudover fik vi også 2. kvartals BNP-tal fra Tyskland, der viste negativ økonomisk udvikling. Det skal også ses i lyset af sentiment data, der i løbet af august har været dårlige og peger på mulig negativ vækst i 3. kvartal. Tyske statsrenter faldt til et nyt historisk lavpunkt på -0,75%, hvilket også havde kraftig påvirkning på de danske obligationsrenter. Dårlige nøgletal har øget investorernes forventning til rentemøderne i ECB og FED henholdsvis d. 12. og 17. september. Det har altså være en yderst volatil måned, og vi forventer ikke, at volatiliteten bliver mindre over de kommende måneder.

Kigger vi nærmere på aktivklassernes performance i august faldt de globale aktier med cirka -0,96%, mens råvarer faldt hele -5,01%. Både stats- og kreditobligationer steg kraftigt med henholdsvis 3,43% og 3,99%. Den yderligere stigning i statsobligationer bringer årsafkastet op på imponerende 11,96%. Kreditobligationer har i år opnået et totalt afkast på 18,90%, hvilket kun er et procentpoint fra årsafkastet på globale aktier, der er steget 19,54% i 2019. Den stærke performance på tværs af aktivklasser fortsætter altså lidt endnu, og det bliver spændende at se, om det kan fortsætte de kommende måneder. Figur 1 viser aktivklassernes performance for august.

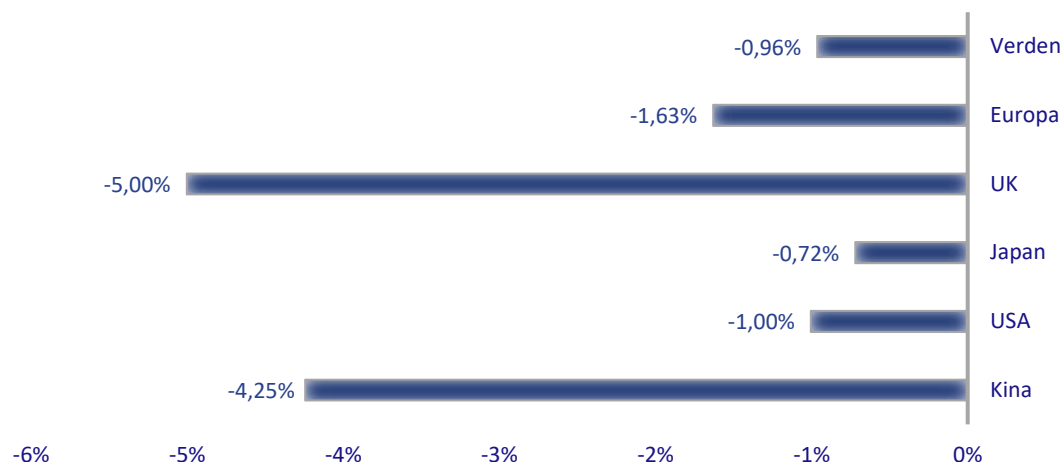
Figur 1 – Aktivklassernes performance



MSCI World Net Total Return hedged til EUR. Inflationsbeskyttet obligationer er Bloomberg Barclays Global Inflation hedged til EUR. Råvarer er S&P GSCI Excess Return CME Ind hedged til EUR. Kredit er Bloomberg Barclays US Corporate Index omregnet til EUR og obligationer er Bloomberg Barclays Global Aggregate Index omregnet til EUR. Kilde: Bloomberg og PP Capital Asset Management.

Aktierne er her givet som verdensindekset, der inkluderer aktier fra udviklede økonomier. De globale aktieafkast for august er vist i figur 2.

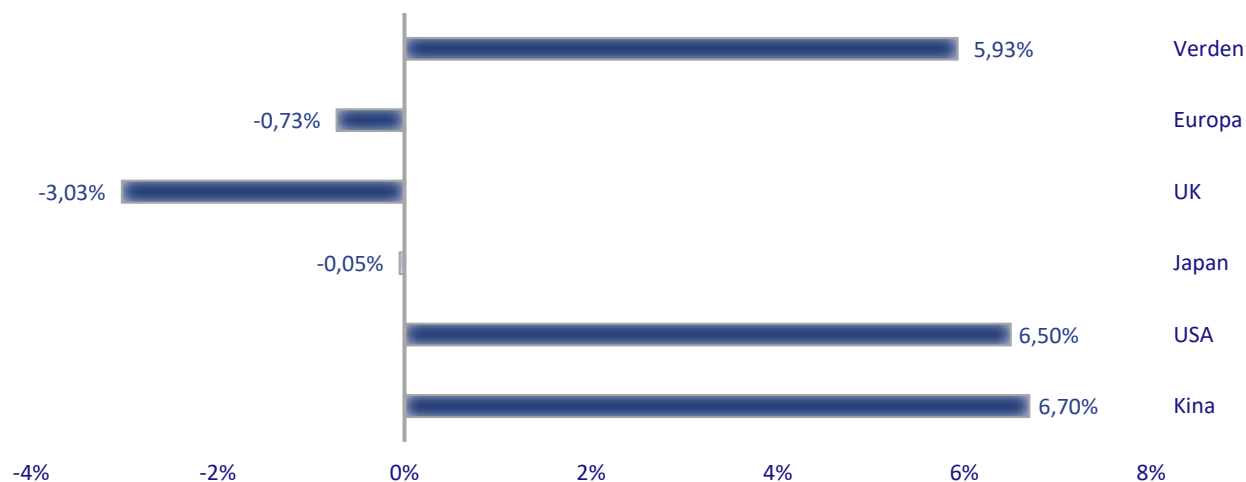
Figur 2 – Aktieafkast i august 2019 fordelt på regioner og lande



Europa består af STOXX 600 i EUR. UK er FTSE 100 i GBP omregnet til EUR. Japan er NIKKEI 225 i JPY omregnet til EUR. USA er S&P 500 i USD omregnet til EUR. Kina er Shanghai Stock Exchange Composite i CNY omregnet til EUR. Kilde: Bloomberg og PP Capital Asset Management.

Figur 3 viser landenes ét års aktieafkast. Det amerikanske aktieindeks har sammen med verdensindekset og de kinesiske aktier været sidste års vinder, mens Europa, UK og Japan har givet et negativt afkast i samme periode.

Figur 3 – Ét års aktieafkast fordelt på regioner og lande



Europa består af STOXX 600 i EUR. UK er FTSE 100 i GBP omregnet til EUR. Japan er NIKKEI 225 i JPY omregnet til EUR. USA er S&P 500 i USD omregnet til EUR. Kina er Shanghai Stock Exchange Composite i CNY omregnet til EUR. Kilde: Bloomberg og PP Capital Asset Management.

Recessionsfare lurar under overfladen - eller hvad?

Frygten for en snarlig recession har de sidste par måneder taget til i styrke. Det kulminerede i starten af august med en invertering af den amerikanske rentekurve, der typisk er obligationsmarkedets signal for en snarlig recession. Invertering af rentekurven sker, når renten på korte obligationer er højere end renten på lange obligationer. Det betyder i praksis, at nervøse investorer ønsker højere rente nu i stedet for senere.

Invertering af rentekurven er en ting, som mange investorer har ventet på, da det anses som værende det ultimative recessionsignal og dermed en opfordring til at sælge aktier og købe obligationer. Ganske rigtigt faldt Dow Jones med 800 point samme dag, svarende til ca. 3%. Grunden til at rentekurven får så meget fokus skyldes, at det er moderen af alle rentekurver, der gik invers, nemlig 2 års renterne mod 10 års renterne. Det interessante er, at andre dele af rentekurven har været invers i noget tid. FED's egen research viser, at 10 års renten mod 3 måneders renten er mere præcis i forudsigelsen af en potentiel recession, og den har været inverteret siden maj. Men det ser ikke ud til at få ligeså meget opmærksomhed. Faktisk vil vi mene, at fokus på rentekurven har nået et ekstremt niveau, som vi ikke tidligere har set. Alle kigger tilsyneladende på rentekurven i dag og det kan man godt forstå. Dens forudsigelsesevne har været noget nær perfekt siden 1980, forstået på den måde, at en recession er kommet efter en invertering af rentekurven. Det er dog ikke en definitiv indikator for recession, hvor en recession sker umiddelbart efter invertering af rentekurven. Som et eksempel inverterede rentekurven kort i 1998, hvilket var 2-3 år "for tidligt". Derudover inverterede rentekurven kort i februar 2006, lidt over 22 måneder "for tidligt". Havde man solgt sine aktier på det tidspunkt, var man gået glip af over 20% afkast, hvis man havde været investeret i det amerikanske aktieindeks, S&P 500.

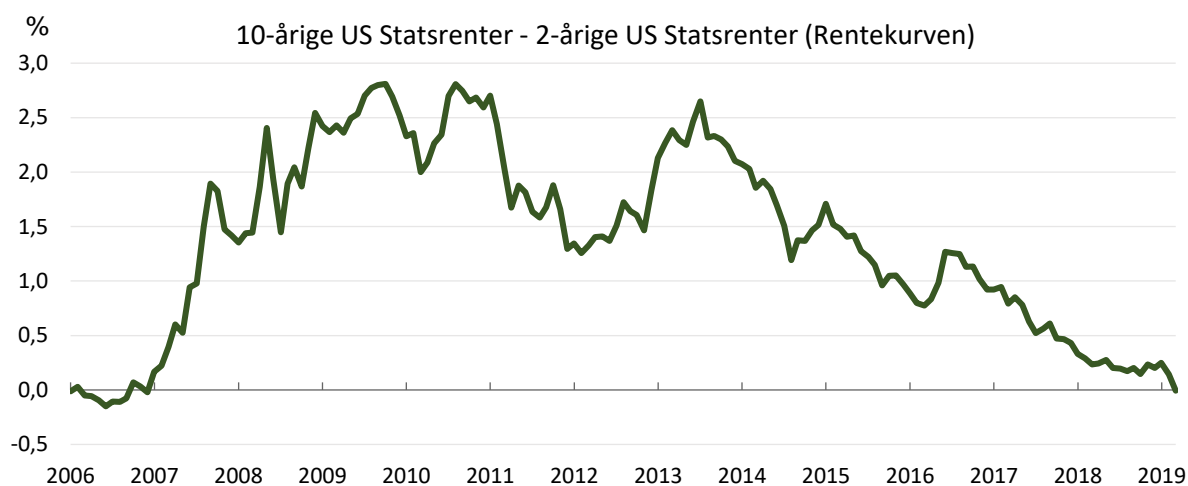
Recessionsfrygten er i vores optik blevet for ekstrem. Obligationsmarkedet priser fortsat lavere økonomisk vækst og den paniske stemning er selvfølgelig bekymrende. Kigger vi specifikt på de amerikanske statsrenter, har vi samme karakteristika som i 2008, altså et scenarie med både finansiel og økonomisk panik. Ser vi nærmere på de økonomiske data er bevægelserne i vores optik overgjorte på baggrund af den ekstreme emotionelle tilstand blandt markedsdeltagerne. I det tilfælde at renterne har

ret, vil vi stadigvæk have en del tid at gøre godt med før en eventuel recession – muligvis med gode aktieafkast til følge, som historien tidligere har vist.

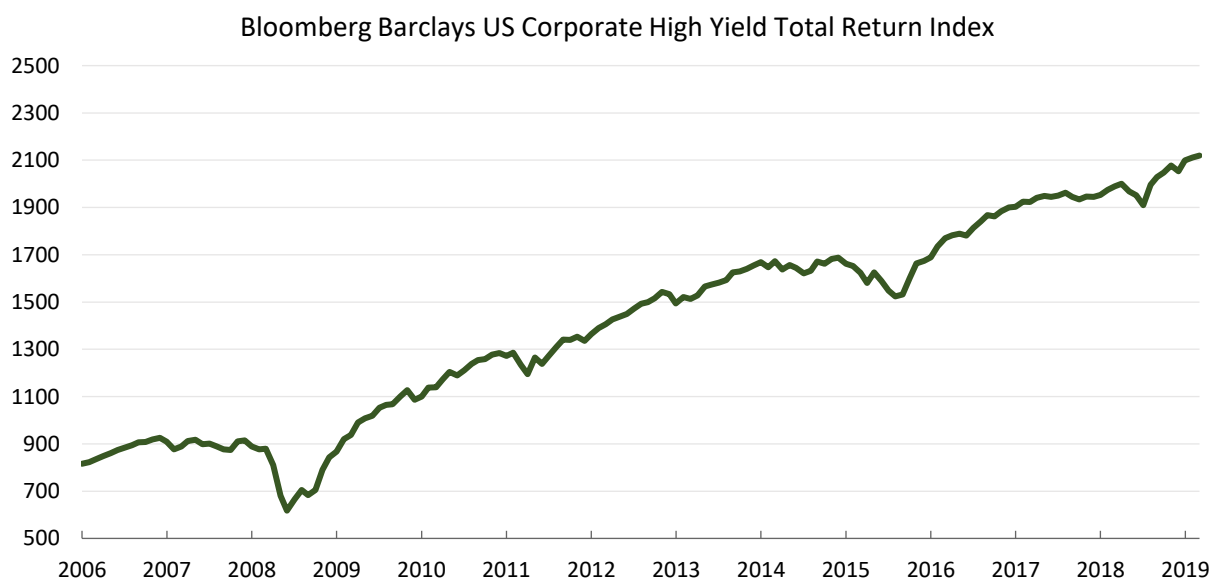
Et kig på den underliggende data

En af de faktorer der gør, at vi mener recessionsfrygten er overgjort er, at vi ikke har fået bekræftende signaler fra blandt andet kreditmarkedet. Typisk i recessionsperioder vil der blive solgt kraftigt ud af højrente kreditobligationer (HY). På nuværende tidspunkt ser vi højrentekreditindeks lave nye all-time highs, hvilket står i skærende kontrast til rentesignalerne. Vi har nedenfor vist udviklingen i rentekurven og det amerikanske HY kreditindeks.

[Graf 1 – Rentekurven](#)



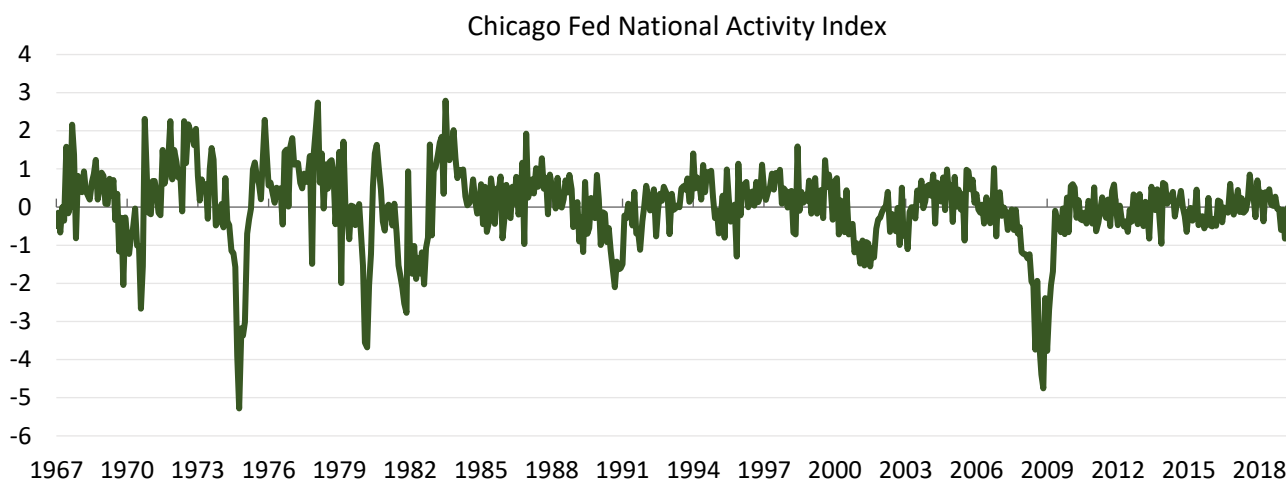
[Graf 2 – Total afkastet på amerikanske højrenteobligationer](#)



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

Vi mener man skal ignorere den nuværende recessionspanik og i stedet tage et grundigt kig på økonomien. Hvis vi starter helt fra bunden og kigger på den økonomiske aktivitet i USA via Chicago Fed National Activity Index, er væksten aftagende, men ikke på recessionsniveau. Indekset skal forstås på den måde, at hvis det tager en nulværdi, er det forbundet med økonomisk ekspansion i forhold til det historiske niveau. Under 0 betyder lavere vækst end det historiske gennemsnit.

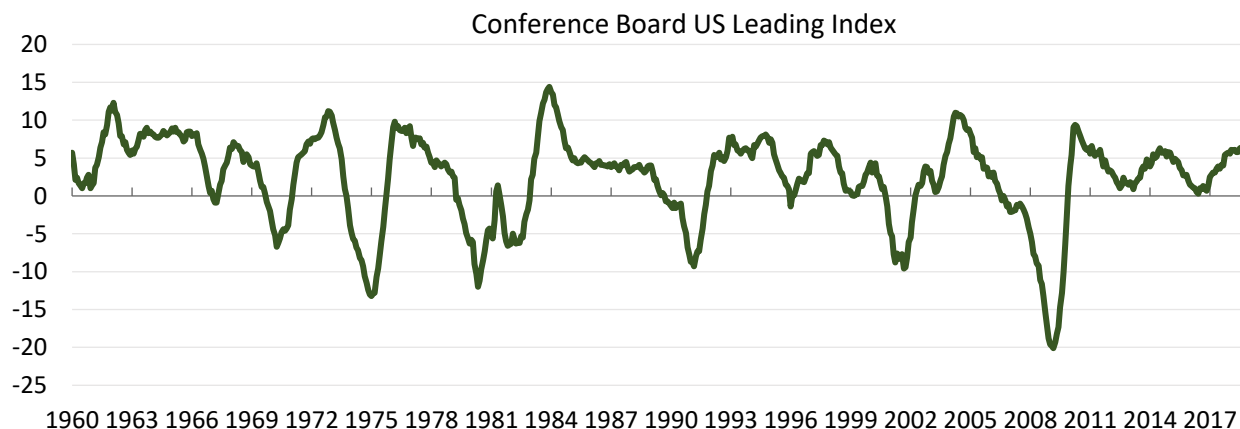
[Graf 3 – Økonomisk aktivitet](#)



Kilde: Chicago FED & PP Capital Asset Management

Samme billede gør sig gældende, hvis vi tager et kig på én af de vigtigste ledende økonomiske indikatorer for USA, Conference Board US Leading Index. Her ser vi også et indeks der trender nedad, men som ikke er på noget, der minder om recessionsniveauer.

[Graf 4 – Ledende økonomisk indikator](#)

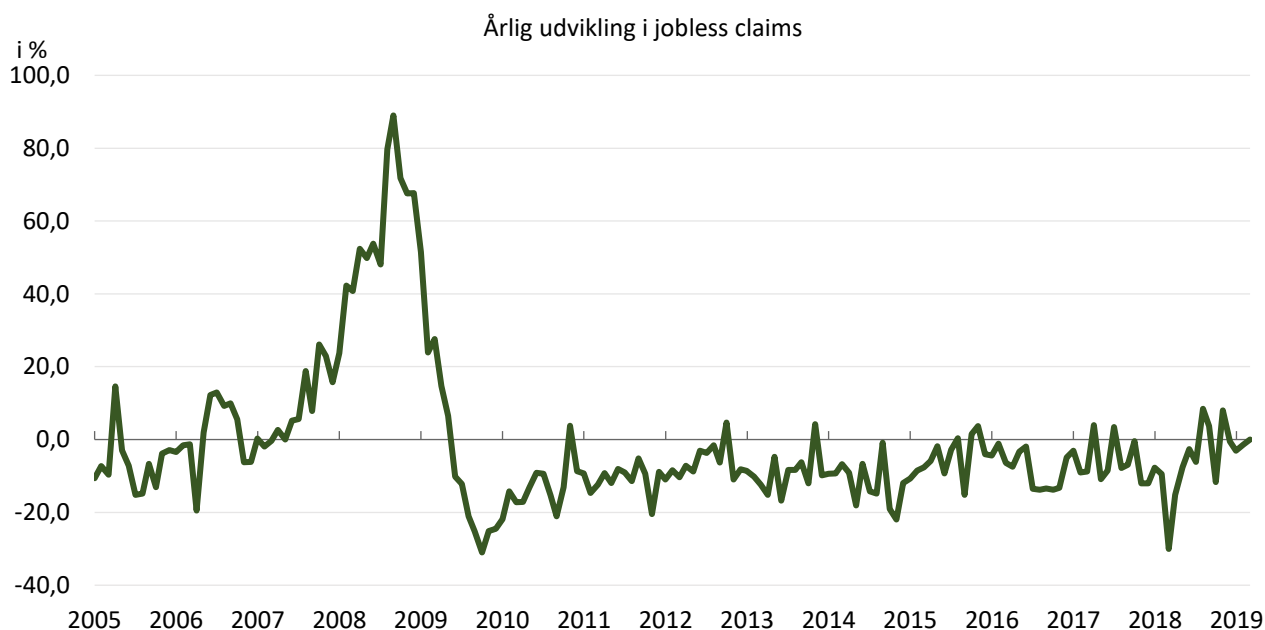


Kilde: Conference Board & PP Capital Asset Management

Tommelfingerreglen med den ledende økonomiske indikator er, at det bliver kritisk for økonomien, når den falder under 0,70%. Ultimo juli er værdien 1,6%, altså et godt stykke fra den kritiske linje. Allerede nu kan vi se, at økonomien ikke er så dårlig, som obligationsmarkedet antyder.

Dette bekræftes yderligere af hårde nøgletal såsom jobless claims, housing starts og inflation. Alle forbliver fortsat i væksttempo - på trods af generel aftagende vækst. Læg dertil at både små forretningsdrivende og de amerikanske forbrugere fortsat er relativt sikre på den amerikanske økonomi. Graf 5 viser udviklingen i jobless claims, mens graf 6 viser den årlige udvikling i det amerikanske forbrugerprisindeks. Graf 7 viser udviklingen i housing starts.

[Graf 5 – Årlig udvikling i amerikanske jobless claims](#)



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

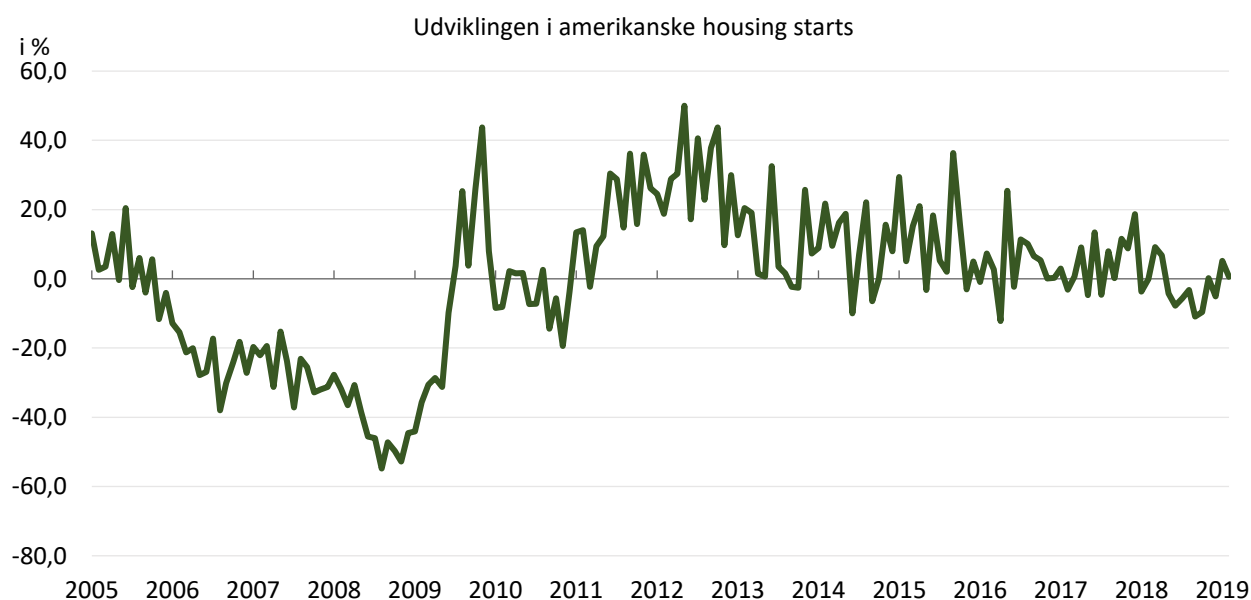
Vi ser ikke nogen kraftig stigning i antallet af jobless claims fra USA, som vi plejer at se, når økonomien går i recession. Antallet er steget en smule, hvilket er forventeligt med tanke på lavere økonomisk vækst. Samme udvikling kan ses i forbrugerprisindekset, der er faldet en smule siden toppen i 2018. Mønstret går igen i housing starts, som dog viser en forbedring oven på den negative udvikling i 2018.

Graf 6 – Årlig udvikling i det amerikanske forbrugerprisindeks



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

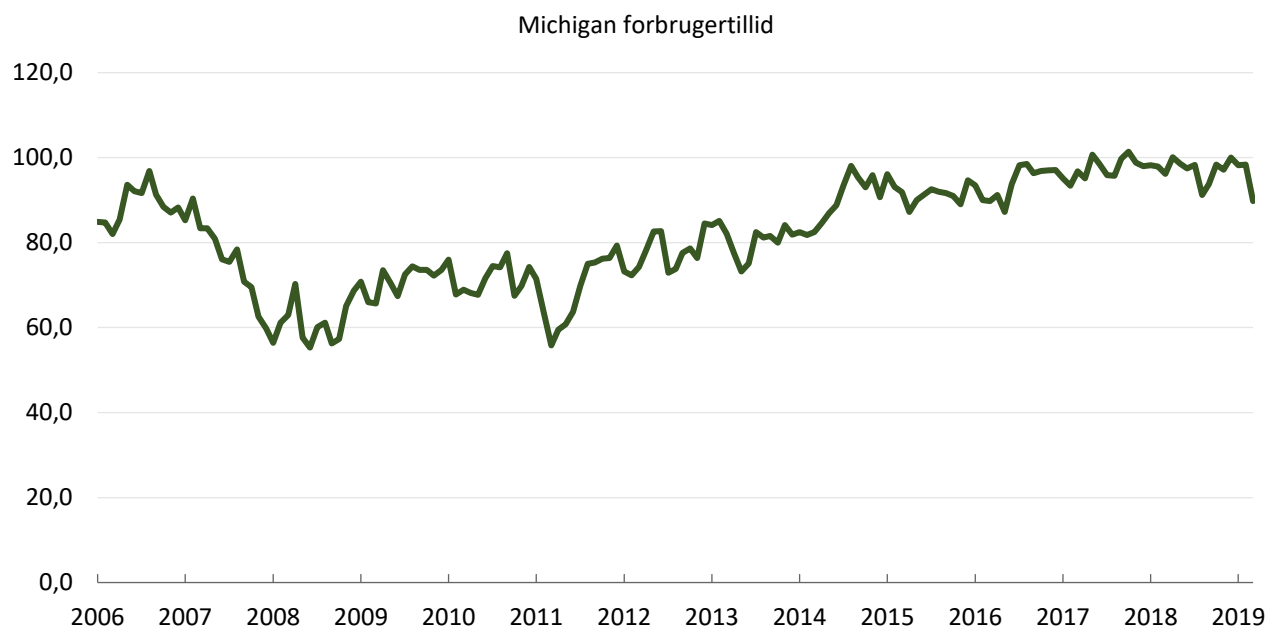
Graf 7 – Årlig udvikling i antallet af påbegyndte nye amerikanske huse



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

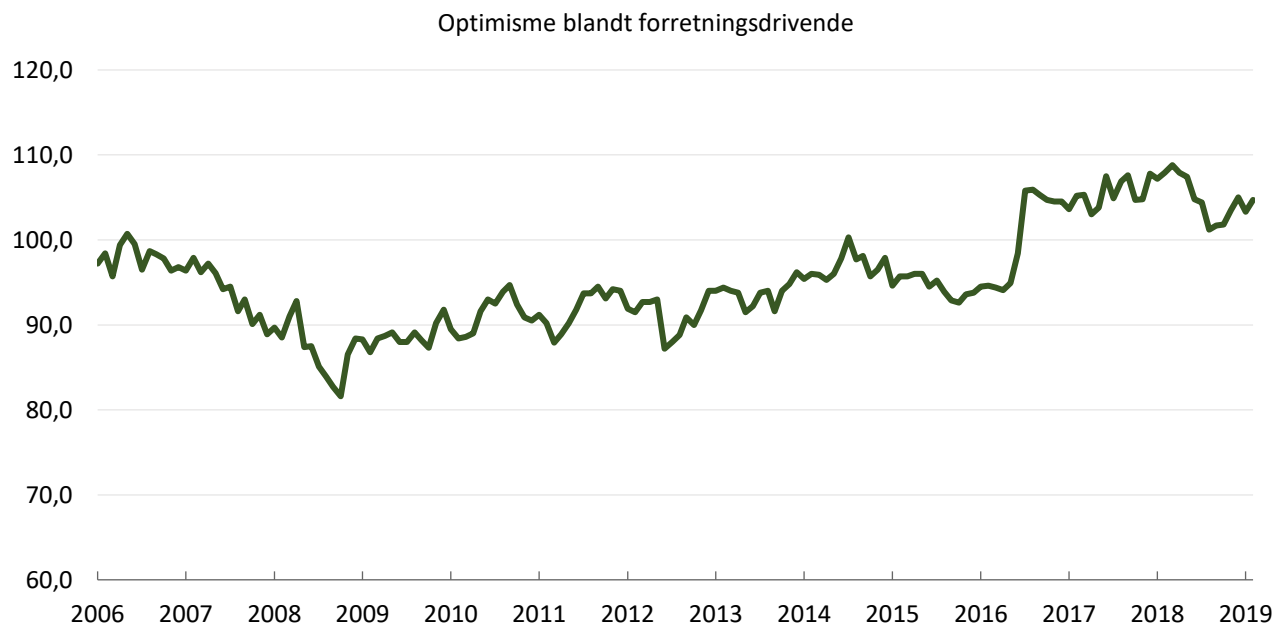
I graf 8 og 9 vises udviklingen i den amerikanske forbrugertillid og optimismen blandt små forretningsdrivende.

Graf 8 – University of Michigan Consumer Sentiment



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

Graf 9 – NFIB Small Business Optimism Index



Kilde: Bloomberg & PP Capital Asset Management

Med det her i tankerne er det sandsynligvis ikke på nuværende tidspunkt, at man som investor skal gå i panik over sin aktierisiko. I vores øjne er frygten for recession og lavkonjunktur på kort sigt overdrevet. Vi tilkendegiver, at der er kommet en del gule

flag, der på sigt kan ændre sig til røde. Det skal især ses i lyset af handelskrigen mellem USA og Kina, protester og uro i Hong Kong, samt usikkerheden omkring Brexit. Det betyder også, at man kan forvente mindre perioder med volatilitet og faldende markeder. Derfor er det vigtigt i sådan et miljø, at være langsigtet og udnytte mulighederne for at lave en god handel, når volatiliteten indtræffer.

Uroen påvirker konverteringsadfærd på det danske obligationsmarked

Vi kan ikke undgå at kommentere på udviklingen i det danske obligationsmarked oven på de kraftige rentefald, vi var vidner til i august. De faldende renter øger nemlig konverteringstempoet for boligejere. Ved udgangen af september bliver der udtrukket omkring 185 mia. fra markedet, hvor især 2% og 2,5% segmenterne står for skud. Det kommer også til at bidrage negativt på vores obligationsafkast i september, svarende til cirka 0,15%. Både 2% og 2,5% obligationerne har haft det svært i takt med de faldende renter, idet kurserne påvirkes negativt af øget træk og øget salgspres fra udenlandske investorer. Selvom vi forventer, at salgspreset vil fortsætte i 2% og 2,5% segmentet, er det vores vurdering, at segmentet ser attraktivt ud efter de seneste kursfald. Det skal ses i forhold til andre obligationer med lav varighed. Vi forventer de løbende udtræk vil falde langsomt efter januar på grund af træthed i konverteringsadfærden. Konverterbare obligationer med lavkupon er fortsat jaget af investorer, som bliver presset ud i længere obligationer for at kunne generere positive afkast. Som vores analyse viser, kan det blive problematisk, hvis renterne priser en recession ind uden at det sker. Derfor ser vi en stor risiko i at tage for meget varighed ind i vores obligationsporteføljer på nuværende tidspunkt.

September byder på rentemøde i ECB og FED, hvor begge parter forventes at sætte renterne yderligere ned. I Danmark forventes der også en rentesækning, dog er det sandsynligt, at den ikke bliver lige så stor som den fra ECB. Vi vurderer at en rentesækning allerede er priset ind i obligationsmarkedet og skulle ECB, FED og nationalbanken ramme markedets forventninger præcist, forventer vi ikke den store reaktion i renterne.

Disclaimer

Alt af PP Capital Asset Management påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet.

Oplysninger som er forelagt i dette materiale, er udarbejdet af PP Capital Asset Management og kan ikke anses for at være egentlige investeringsanalyser, investeringsanbefalinger eller tilbud. Materialet er til orientering og kan være baseret på simuleringer, særlige forudsætninger, offentligt tilgængelige oplysninger samt egne data og beregninger. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende investeringsprodukter.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator eller garanti for fremtidige afkast eller kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser.

Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, gør PP Capital Asset Management opmærksom på, at skattebehandlingen afhænger af en Kundes individuelle situation og kan ændre sig fremover.

Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning. PP Capital Asset Management anbefaler altid kunder, at gennemgå materialet med deres finansielle rådgivere, advokater og skatterådgivere førend investeringer foretages.

Materialet kan på intet tidspunkt anvendes som et tilbud om at købe eller sælge et investeringsprodukt.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra PP Capital Asset Management.