



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Blodbad for aktier

I starten af marts måned stod det i stigende grad klart, at spredningen af COVID-19/coronavirus udviklede sig til en pandemi, og at myndighederne måtte ty til meget vidtgående tiltag for at inddæmme smitten og kontrollere dens udvikling, så hospitalsvæsenet rundt omkring ikke blev overbelastede. Eksemplerne fra Kina, Italien (og nu også Spanien) skræmmer aktieinvestorerne.

Desværre viste marts måned, at historiske fortilfælde med smittespredning ikke var en god rettesnor for afkastene i aktiemarkedet. Som tidligere omtalt har myndighederne i det seneste halve århundrede været i stand til at inddæmme epidemier, inden disse udviklede sig til pandemier og havde ødelæggende indvirkning på den globale økonomi.

Indvirkningen på aktiemarkedet stammer fra myndighedernes reaktioner, som via kravet om social distancering har medført nedlukning af store dele af serviceerhvervene og til dels også fremstillingsindustrien. Kravet om social distancering betyder ligeledes, at virksomheders produktivitet påvirkes negativt, når medarbejdere skal arbejde hjemmefra, hvor de samtidig skal passe børn etc. Disse effekter kalder økonomer for 'udbudseffekter', fordi der er tale om en påvirkning af det samlede udbud og produktion.

En anden og lige så væsentlig effekt er den samlede efterspørgsel i samfundet, der påvirkes negativt af usikkerheden om jobsituation, indtjening samt muligheden for overhovedet at bruge penge, når virksomheder i stort omfang lukker.

Nødvendigheden af nedlukningen og forventningerne til dens varighed har medført et stort og meget hastigt fald i aktiemarkedet. Hastigheden er faktisk uden fortilfælde i nyere historie. Selvom det samlede fald i aktiemarkedet i marts måned 'kun' blev 13%, kunne investorer, hvis de havde købt og solgt på de værste tænkelige tidspunkter i måneden, have oplevet et tab, der var dobbelt så stort.

Meget store hjælpepakker

Når den globale økonomi er udsat for meget store, negative choks til både udbud og efterspørgsel, reagerer både finansministrene og centralbankcheferne. Finansministrene søger at

stimulere udbuddet ved at holde hånden under arbejdsmarked og indtjening via lønkomensation, subsidiering af husleje og øvrige faste udgifter samt igangsætte offentlige arbejder. Centralbankcheferne søger at understøtte efterspørgslen ved at sænke renter til nye, historiske ekstremer samt øge obligationsopkøbsprogrammerne "uden defineret slutdestination".

Allerede i kølvandet på finanskrisen og som modsvar på næsten kronisk faldende inflationsforventninger har centralbankerne lempet pengepolitikken ekstraordinært, mens finansministrene trods en del økonomisk smalhals ikke har fået bugt med gældsbyrderne fra krisen endnu – og særligt ikke i Sydeuropa.

Derfor har spillerummet for de politiske beslutningstagere efterhånden antaget paniske dimensioner, og vi risikerer som iagttagere at blive fuldstændigt farblinde pga. størrelsen af de beløb, som bliver kommunikeret fra politisk hånd. Hvad der for et år siden var et 'meget stort beløb', som politiske forhandlinger kunne trække ud over eller bryde sammen over, er nu peanuts, der forsvinder i glemslen efter enkelte pennestrøg på en politisk aftale. Det gælder i Danmark såvel som i udlandet.

Hvor er det europæiske samarbejde?

Det danske samfund er velpolstret ved indgangen til denne krise – både husholdninger, bankvæsen og staten har væsentligt lavere gældsbyrder og lavere finansieringsomkostninger end ved indgangen til finanskrisen, men sådan ser billedet afgjort ikke ud i Italien og Spanien, som derfor er ekstraordinært negativt påvirkede af den nuværende krise.

For at skære det ud i pap: Al budgetdisciplin og alle krav til eurosamarbejdet er for længst smidt ud med badevandet. Det eneste, der står tilbage, er hvilket ansigtsudtryk, tyskerne og hollænderne skal anlægge, når de skal underskrive regningen for de sydeuropæiske problemer. Selvom Danmark hverken er med i bankunion eller eurosamarbejde, skal vi sikkert også – vanen tro – til lommerne.

Man kan dårligt forestille sig, at det europæiske samarbejde kunne dumpe mere fælt end på nuværende tidspunkt. Flere lande har annonceret nationale eksportforbud for nøglemedicin, medicinsk udstyr og værnemidler for hospitalsvæsenet – selv inden for EU. Italien og Spanien har måttet ty til forsyninger fra Kina, der forstår at stikke en drillende kæp i hjulet på EU-samarbejdet. Samtidig er selv EU-tilhængerne i Italien begyndt at lyde som Matteo Salvini, lederen af det EU-skeptiske parti, Lega. Selv Mario Monti, som er en af Italiens mest respekterede og seriøse centrum-venstre-figurer (og tidligere premierminister) advarede lige ud Tyskland i et af de største italienske dagblade, Corriera della Sera.

Ifølge Monti risikerer Tyskland, at de seddelpresseivrige, syd-europæiske lande simpelthen stemmer hen over hovedet på tyskerne i Den Europæiske Centralbank for at printe penge til at dække regningerne. Så hvis Nordeuropa ikke af egen vilje vil sende penge via finanspolitikken, kan de komme til at betale via højere inflation (alt andet lige) gennem en revolution i pengepolitikken.

Har vi set bunden i inflationsforventningerne?

Nogle gange er det værdifuldt at tage et skridt tilbage fra markedet, så man ikke kommer til at lide af nærsyn og snæversyn. Dag-til-dag-udviklingen kan man nok forstå, hvis man ellers følger med i overskrifterne, men man risikerer også at blive revet med af samme panik, angst, grådighed eller glæde som resten af markedets aktører.

Når jeg har forsøgt at lave øvelsen i de seneste måneder, er jeg uvægerligt kommet til den konklusion, at det specielt er inflationsforventningerne, der virker uholdbart lave. Dette mente jeg endda, før coronavirussens udbrud, hvor de såkaldte 5Y5Y-inflationswaps i EUR handlede til 1,2-1,3% (dvs. at markedet forventede, at den gennemsnitlige inflation fra om fem år til om 10 år ville ligge på det niveau).

Efter coronavirussens udbrud er 5Y5Y-inflationswaps faldet til et ekstremt lavpunkt på kun 0,7%. Offentliggørelsen af ECB's obligationsopkøbsprogram har efterfølgende fået dem til at stige til cirka 1%, men det er stadig langt under normalen og langt under ECB's målsætning på 2%.

Meget få (ud over tyskerne) ville være kede af højere inflation og forventninger til samme. Desuden er finansiering af de enorme behov for stimuluspakker via seddelpressen også den på kort sigt mindst smertefulde tilgang. Vi kan ikke øge skatterne i Europa, for de er i forvejen så høje, at det vil gå ud over vækst og beskæftigelse (og dermed skatteprovenu). Det er også vanskeligt at se, hvordan de i forvejen bebyrdede, europæiske obligationsmarkeder skal kunne bære flere

kæmpeudstedelser, så de vil få brug for hjælp fra seddelpressen, hvilket Monti også truer med.

Det er derfor min vurdering, at investorer fremover må skulle forberede sig på, at inflationsforventningerne begynder at stige – efter fire årtiers næsten konstant fald i samme. Renterne ville normalt stige på en sådan udsigt, men højere renter i det nuværende klima er nok det sidste, centralbankerne vil acceptere, så med næsten uendeligt omstillelig pengepolitik vil renterne formentlig forblive relativt lave en rum tid endnu.

Højere inflationsforventninger vil formentlig være gode nyheder for råvarer, der ellers har været kronisk uinspirerende investeringsobjekter siden finanskrisen. Dertil kommer ejendomme og aktiemarkedet i almindelighed, der også – alt andet lige – vil nyde godt af højere inflation.

Har de styr på det i USA?

En af mine største bekymringer for tiden er, om de har styr på coronavirussen i USA. Nok lukkede præsident Trump grænserne for kinesere hurtigt efter smittens udbredelse, men derudover gjorde han ikke meget andet for at forberede sig på, at den kom til USA. Nu breder smitten sig hastigt, og USA ser ud til at blive meget hårdt ramt. Idet det amerikanske aktiemarked udgør over halvdelen af verdensmarkedet, vil smittens udvikling i USA have stor indflydelse på den globale investortillid.

Den individualistiske kultur i USA, som jeg ellers mest har godt at sige om, kan også udgøre en hindring for effektive tiltag til at hindre smittens spredning. Dertil kommer den noget fragmenterede håndtering og manglende koordinering mellem delstaterne.

Aktieallokering

Momentum- og volatilitetsindikatoren (MomVol) er faldet en del siden udgangen af februar måned, og den er nu under tærskelværdien på 0,6, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente svage aktiemarkeder i april. Offentliggørelsen af OECD's ledende indikator for hele OECD-området er suspenderet grundet coronavirussen, og der er grund til at formode, at den opadgående tendens, som kunne skimtes til og med den sidste værdis offentliggørelse, nu vil være kraftigt misvisende. På grund af det negative momentum og den store usikkerhed om coronavirussen anbefaler jeg derfor, at man i den nære fremtid holder en undervægt til aktier og risikable aktiver i forhold til ens langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 6. april 2020