



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

CLI-vending styrede udviklingen de første dage i måneden

Som tidligere omtalt er OECD's Composite Leading Indicator (CLI) vendt rundt, og for første gang i næsten to år udviser den nu en stigende tendens. Vendingen med november-tallet for CLI blev oven i købet akkompagneret af offentliggørelsen af december-tallet for amerikanske byggetilladelser, der nærmest eksploderede. 3-månedersændringen i byggetilladelser er den største siden 1983, og disse kommer til at indgå i CLI-tallet med relativt stor vægt over de kommende par måneder, så der er ingen tvivl om, at vendingen nu er bag os.

Markedet kvitterede ved at starte året med en brat stigning i aktiekurserne. Den første halvdel af måneden steg MSCI World (EUR) derfor med hele 3,7%, og de lange renter steg til det højeste niveau siden juli måned. Imidlertid ramte nyheden om et udbrud af den såkaldte coronavirus markedet cirka den 17. januar. Virussen formodes at stamme fra et relativt ureguleret og uhygiejnisk marked for blandet andet levende fødevarer i Wuhan i Kina.

Indtil videre har coronavirus vist sig at være mindre dødelig end den tidligere SARS-virus, som ramte Kina i 2003. Til gengæld ser det ud til, at den smitter hurtigere og lettere trods mange sikkerhedsforanstaltninger fra de kinesiske myndigheder, der ser ud til at være blevet overrasket over det store antal personer, som er smittede eller frygter at være det.

Coronavirus har markedets opmærksomhed

Aktiemarkedet faldt tilbage, efterhånden som antallet af smittede og døde som følge af coronavirus steg, og MSCI World (EUR) endte med kun at levere et afkast på 0,7% i januar. De lange renter faldt igen brat, idet renten på eksempelvis tyske 10-årige statsobligationer faldt med 25 bp. Tilsvarende så vi en betydeligt fladere rentekurve i både USA og Europa. Den første handelsdag i februar faldt kinesiske aktier (Shanghai Composite) med hele 8%.

Når markederne reagerer så relativt dramatisk på virusudbruddet, skyldes det den store usikkerhed, der er forbundet med de økonomiske effekter af udbruddet. På den ene side har data fra 13 tidligere globale epidemier siden 1980 vist, at effekterne på både en, tre og seks måneders sigt i gennemsnit har været positive – dvs., at aktiemarkedet faktisk er steget efter en epidemi. Selvom der er en vis variation inden for alle tre tidsperioder, er det bemærkelsesværdigt, at det annualiserede afkast faktisk tenderer at være højere end aktiemarkedets langsigtede, annualiserede afkast efter en global epidemi.

På den anden side kan der også være en vis tilfældighed i ovenstående observationer, idet de fleste tilfælde faktisk er indtruffet midt i eller lige før et større opsving i aktiemarkedet. Dertil kommer, at de fleste af epidemierne er opstået og har haft deres største virkning i EM-lande, der grundet deres økonomiers beskedne størrelse ikke har haft nævneværdig indflydelse på hverken verdensøkonomien eller de globale aktiemarkeder.

Kinas andel af verdensøkonomien er cirka fire gange større, end da landet i 2003 blev ramt af SARS

Når det hovedsageligt er Kina, der er ramt af coronavirus, må man derfor også tage i betragtning, at Kinas andel af verdensøkonomien er cirka fire gange større, end da landet i 2003 blev ramt af SARS (der også var en coronavirus og i øvrigt også antages at være opstået på et kinesisk fødevarermarked).

Den primære årsag til, at SARS ikke nåede at have større indflydelse på økonomien, var dog ikke kun, at antallet af nye smittede toppede ud efter nogle måneder – det skyldtes tilfældigt, at kinesiske fabrikker ikke lukkede ned under epidemien.

Idet den nuværende coronavirus ser ud til at være mere smitsom, kan man udmærket forestille sig, at kinesiske myndigheders reaktion vil indebære en lukning af dele af den kinesiske industri. Dette er også baggrunden for, at både den Kina-afhængige australske dollar og olieprisen er faldet kraftigt i kølvandet på virusen.

Min bedste vurdering er, at kinesiske myndigheder, som følge af den hastige spredning af virusen, få dage inde i februar vil føle sig tvunget til at lukke dele af kinesisk industri ned og bede kinesere i udsatte områder om så vidt muligt at blive hjemme og inden døre. Når antallet af nye smittede begynder at stagnere eller falde, vil myndighederne sikkert bede fabrikerne om at åbne dørene igen, hvorved vi kan få en Y-formet udvikling i økonomien (udtryk for en skarp nedtur i økonomisk aktivitet umiddelbart efterfulgt af en skarp optur).

People's Bank of China (PBOC) reagerer på virusudbrud

Det ser foreløbig ud til, at også den kinesiske centralbank deler opfattelsen af risikoen for specielt den kinesiske økonomi. I hvert fald valgte PBOC via repovente-nedsættelser at pumpe cirka 300 mia. yuan ud i det kinesiske banksystem i løbet af januar. Dette skete oven i købet efter, at PBOC allerede i starten af januar måned havde sænket reserverationskravet til kinesiske banker til 12,5 fra 13. Nedsættelsen betyder, at kinesiske banker er blevet i stand til at låne flere penge ud, hvilket vil understøtte økonomien over det næste halve års tid.

Impeachment løber ud i sandet for Demokraterne

I USA er impeachment-processen ved at nå sin afslutning, idet Senatet allerede har taget stilling til, hvorvidt der skulle føres flere vidner i sagen mod Trump. Der var lidt usikkerhed om antallet af republikanske senatorer, der ville stemme for at føre flere vidner, men i slutningen af januar viste det sig, at der ikke var nok senatorer, der ville bryde med den republikanske lejr. Derved kunne det republikanske flertal i Senatet umiddelbart tage stilling til, om præsident Trump skulle fjernes via impeachment, og det blev ikke overraskende et hurtigt "nej", der samtidig fjernede en del af den støj, som har omgivet processen.

Min vurdering er, at Demokraternes svage vidner og manglende beviser i hele processen har gavnet Trump, og at hans tilhængere og ikke mindst de vigtige uafhængige stemmer nu læner endnu mere til at stemme på Trump ved det forestående præsidentvalg.

Primærvalgene (hvor præsidentkandidaterne skal vælges af de to partier) er nu begyndt, og i Demokraternes lejr er der i skrivende stund stor uklarhed om, hvem af kandidaterne der fik flest stemmer fra de delegerede i Iowa, som afholdte det første af disse valg. Bookmakerne har i den seneste tid vist bedre og bedre odds for Bernie Sanders, der tilhører Demokraternes absolutte venstrefløj, og som formentlig vil være det værste udkomme fra et markedsperspektiv. Sanders vil dog formentlig være uspiselig for flere midtervælgere, der ikke vil købe ind på hans dagsorden om markant højere skatter, eftergivelse af studiegæld, offentlig sygesikring og mere regulering.

Amerikansk politik har understøttet aktiemarkedet i den seneste måned

Overordnet set er det derfor min vurdering, at udviklingen i amerikansk politik har understøttet aktiemarkedet i den seneste måned, og at den svækkelse, vi har set i de seneste to-tre uger, næsten udelukkende har været relateret til coronavirusens udbrud.

Industriproduktionscyklus stadig i bedring – men det går langsomt

Som tidligere omtalt gennem de seneste måneder har vi nu set bunden i industriproduktionscyklussen. Vores modeller for både industriproduktion og ordretilgang viser, at vi kan forvente en ret markant acceleration over de kommende 12 måneder – både i eurozonen og i USA. Dette er nu også ved at blive reflekteret i både europæiske og amerikanske PMI- og ISM-tal (forventning fra industrien), som var noget højere end forventet ved indgangen til februar.

Trump står til genvalg

At industriproduktionen over de kommende 12 måneder ser ud til at være i bedring, vil i øvrigt efter min vurdering øge sandsynligheden for, at præsident Trump står til genvalg. Det var nedgangen i industriproduktionen i de vigtige swing-stater i slutningen af 2016, der gjorde, at Trump kunne vinde utilfredse demokrater over midten, og det kan udmærket vise sig, at en stærk industriproduktion i valgkampens slutspurt kan vise det samme vælgersegment, at Trump faktisk har gjort en forskel for disse – selvom en stor del blot skyldes industriproduktionscyklussens inerti.

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 januar måned, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente stærke aktiemarkeder i februar. OECD's ledende indikator for hele OECD-området er nu vendt og er begyndt at stige efter næsten to års uafbrudt fald.

Udbruddet og den hastige spredning af coronavirus er naturligvis en stor usikkerhedsfaktor i en beslutning om risikoeksponering i det nuværende marked. Den store medieeksponering af virussen og det forhold, at de fleste markedsdelta- gere på nuværende tidspunkt formentlig har accepteret, at virussen kan få en stor, men forhåbentlig midlertidig effekt på primært den kinesiske økonomi, mindsker sandsynligheden for flere negative overraskelser relateret til virussen.

Trods den – indrømmet – store usikkerhed om coronavirus anbefaler jeg derfor alligevel, at man i den nære fremtid holder en overvægt til aktier og risikable aktiver i forhold til ens langsigtede målallokering.

Redaktionens afslutning: 4. februar 2020