



Månedskommentar af
chefstrateg David Bakkegaard Karsbøl

Aktier stiger på forventninger om en genåbning af økonomierne

Aktiemarkedet og øvrige risikable aktivklasser leverede meget høje afkast i april måned. For MSCI Worlds (EUR) vedkommende steg dette med 11,1% i april. High Yield-erhvervsobligationer steg med cirka 4,5%, hvilket dog dækker over meget store forskelle blandt sektorerne. Obligationer udstedt af energiselskaber, rejseselskaber, flyselskaber etc. har haft det meget vanskeligt i april, og flere priser afspejler meget høj konkursrisiko, forestående konverteringer til aktiekapital eller øvrige rekonstruktioner.

Den relativt store stigning i aktiemarkedet dækker generelt over en fortsættelse af de tendenser, som vi har set inden for faktorerne gennem de seneste år. I et faktor-perspektiv har investorer derfor (fortsat) investeret med livrem og seler og derfor gået efter store aktier, som generelt forventes at have lettere adgang til kapitalmarkedet og dermed være mindre risikable end øvrige aktier, når vi ser så dramatisk en nedgang i økonomien. Derudover ses, at Value-aktier fortsat klarer sig ringere end det brede marked. Det skyldes formentlig, at investorer fortsat ser disse som mere risikable end øvrige typer af aktier.

Omvendt har Growth-aktier (hvor hovedparten af indtjeningen og dermed investeringsrationalet forventes at ligge længere ude i fremtiden) klaret sig så godt, at deres i forvejen dyre prisfastsættelse er blevet yderligere anstrengt. De såkaldte Minimum Volatilitets-aktier, som er mere defensive, har klaret sig ganske godt indtil slutningen af april, hvor vi faktisk har set en markant vending i disse. Det er interessant at bemærke, at Small Cap-segmentet (små aktier) faktisk har givet et markant merafkast i månedens sidste dage, og det kan være tegn på en vending i denne tendens.

At det brede aktiemarked nu er tilbage på det niveau, vi havde i midten af sidste år, skal ses som udtryk for, at aktieinvestorer forventer, at den nuværende, meget dybe nedgang i økonomisk aktivitet ses som meget midlertidig, og at der

kun er få uger til, at vi ser en generel genåbning af økonomierne, som i de fleste tilfælde har fået inddæmmet coronavirussen.

Coronavirussens udbrud er inddæmmet – for nu

I langt de fleste lande har vi nu set, at virusudbruddet begynder at være inddæmmet, hvilket også grundet de drakoniske indgreb skulle være tilfældet. Med de nuværende tendenser i antallet af smittede, indlagte og døde ser det ud til, at de fleste hårdt ramte (og dermed vigtige) lande vil have tæt på nul smittede, indlagte og døde, hvis vi spoler tiden nogle få uger frem.

Men tæt på nul er ikke lig med nul, og de fleste myndigheder og analytikere er nok for mange uger siden kommet til den erkendelse, at coronavirussen nu er så udbredt globalt, at det ikke giver mening at håbe på dens fuldstændige udryddelse. Fremtiden kommer derfor til at byde på en langsom genåbning af økonomierne, hvor myndighedernes indgreb i forsamlingsfrihed, cafeliv, befording etc. bliver rullet tilbage, og hvor man derfor må forvente, at der vil komme flere, lokale udbrud.

Dette har vi også kunnet se i eksempelvis Singapore, der klogt af skade fra SARS-epidemien havde været langt dygtigere til at håndtere COVID19-udbruddet end mange andre lande. På trods af dette har Singapore oplevet et større, lokalt udbrud blandt udenlandske byggearbejdere, der ikke i samme grad havde været i myndighedernes søgelys. På den baggrund vil det derfor være myndighedernes mål at gennemføre meget omfattende og løbende tests af befolkningen samt opspore udbrud for at isolere smittede.

Der er forbundet en ret stor usikkerhed med samfundenes og virussens følsomhed over for ændringer i myndighedernes regulering. Hvor hurtige og hvor voldsomme udbrud kommer vi til at se igen? Dette er implicit spørgsmålet, som investorer

skal stille sig selv og have et eller andet svar på. Min vurdering er, at markedet – specielt aktiemarkedet – lige nu er ret optimistisk mht. myndighedernes mulighed for at foretage en kontrolleret genåbning af økonomierne samt holde de efterfølgende udbrud på et tåleligt niveau.

Et andet aspekt, som medvirker til at øge sandsynligheden for en kontrolleret genåbning, er de kliniske forsøg, som blev offentliggjort ultimo april vedrørende det bredspektrede, antivirale lægemiddel, Remdesivir. De foreløbige forsøg viser, at Remdesivir medvirker til at mindske antallet af dage, coronasmittede patienter med svære symptomer er indlagte, fra 15 til 11 dage. Antallet af dødsfald som følge af coronavirus ser også ud til at kunne reduceres ved anvendelse af Remdesivir, om end effekten her er insignifikant. Derved kan Remdesivir ifølge de foreliggende data tilsyneladende reducere indlæggelsesbehovet betragteligt, hvorved det frygtede pres på sundhedssystemet kan blive imødegået.

Centralbanker med ad libitum- pengepolitik

De seneste uger har centralbankerne – belært af finanskrisen – bidraget med ekstremt omfattende indgreb, som har til opgave at understøtte de nedlukkede økonomier. Eksempelvis har den amerikanske centralbank planlagt et opkøbsprogram for foreløbig samlet set 3,2 trillioner USD. For at undgå at trætte læseren af månedskommentaren vil jeg nøjes med at tilføje, at disse programmer aldrig er set så omfattende før, og at det næsten trodser enhver beskrivelse.

Programmernes størrelse og centralbankernes beredvillige indstilling er formentlig den primære faktor bag de relativt høje afkast i risikable aktiver i april måned, og der er foreløbig intet, der tyder på, at centralbankerne skulle trække den store, understøttende hånd tilbage fra markedet i overskuelig fremtid.

Afgrundsdybt fald i økonomisk aktivitet

Den globale aktivitet er som nævnt oven for faldet hastigere og dybere end på noget tidspunkt i nyere historie som følge af nedlukningen. Global handel er – trods hensigter om at holde handlen åben – faldet dramatisk. Arbejdsløsheden for specielt serviceerhverv er eksploderet, og flyselskaber overalt er gået konkurs eller er på randen heraf.

Lagerbeholdningerne af forbrugsgoder tårner sig op. Olielagre bugner (se nedenfor), og kreditspænd for de hårdest ramte sektorer (energi- og flyselskaber) er nu højere end under finanskrisen. Uanset hvor lempelig centralbankernes pengepolitik er, og hvor store hjælpepakker regeringerne rundt

omkring lancerer, vil det ikke ændre på, at vi står over for omfattende konkurser fra et meget hårdt ramt erhvervsliv.

Selvom man formentlig snart vil kunne finde støtte i specifikke, ledende indikatorer som eksempelvis byggetilladelser, vil det derfor ikke give mening at fæstne sin lid til disse i noget større omfang. Det er mere end noget andet hastigheden, hvormed nedlukningen af økonomierne rulles tilbage, der kommer til at bestemme, hvor stor væksten over de kommende kvartaler kommer til at være.

Hvad betyder en negativ oliepris?

I slutningen af april så vi for første gang i historien en negativ pris på olie. Der var tale om West Texas Intermediate-råolie, hvor marts-kontrakten på levering i Cushing, Oklahoma, løb ud. En del ejere af disse futures-kontrakter har formentlig ikke forstået risikoen ved at eje disse, idet de også udgør en forpligtelse til at tage imod olie. En del af ejerne af kontrakterne har ejet disse for at spekulere i udviklingen i olieprisen eller afdække en risiko og kunne nu pludselig ikke finde nogen, der var interesserede i at købe kontrakterne og dermed overtage forpligtelsen til at tage levering af olien. Den lokale lagerkapacitet i Cushing var næsten fuldt udnyttet, hvorfor det krævede negative priser at overtale de resterende med lagerkapacitet til at tage imod olien.

At olieprisen for WTI Crude-olie således blev negativ er nok relateret til den generelle afmatning i efterspørgslen på olie, men det er i lige så høj grad en lokal dynamik, som gør sig gældende. Nordsøolien (Brent-råolie), som handles til levering hele fem forskellige steder, og hvor levering kan foregå med tankskibe (og ikke rørledninger etc.), vil formentlig aldrig på samme måde blive udsat for negative priser. Når det er sagt, er der ingen tvivl om, at energipriserne er de laveste i flere årtier, og at dette forvolder meget store problemer i energisektoren. Samlet set er lavere inputomkostninger dog et gode for verdensøkonomien.

R0 – det nye tal at kigge på

Idet den økonomiske aktivitet og dermed afkastene i de forskellige aktivklasser kommer til at afhænge af hastigheden, hvormed økonomierne genåbnes, bliver det nødvendigt at følge det såkaldte R0-tal. Dette tal er i epidemiologiske sammenhænge udtryk for, hvor mange personer en smittet person overfører smitten til. Før nedlukningen af økonomierne var R0 væsentligt højere end 1, hvorfor vi kunne se en smittespredningsvækst på mellem 30% og 40% om dagen. Nedlukningen har betydet, at R0 er faldet til under 1, hvorfor antallet af nye smittede og døde har været i en ret konstant faldende tendens siden februar eller marts (afhængigt lande).

Nu, hvor beslutningstagerne føler sig sikre nok på at have smittespredningen under kontrol, skal den ekstremt omkostningsfulde, økonomiske nedlukning rulles tilbage (dog stadig med en del restriktioner), hvorved R_0 må forventes at stige. Det er derfor ikke utænkeligt, at vi kommer til at se en R_0 over 1 igen, men hvis den stiger hastigt til væsentligt over 1, vil det være et meget uønsket tilbageslag for erhvervslivet, der ikke kan tåle yderligere månedsvist af nedlukning.

En væsentlig stigning i R_0 vil derfor i de kommende måneder være den væsentligste risiko for investorer.

Aktieallokering

Momentum- og Volatilitetsindikatoren (MomVol) steg en anelse i april måned, men den er stadig væsentligt under tærskelværdien på 0,6, hvorfor vi – alt andet lige – kan forvente svage aktiemarkeder i maj. Offentliggørelsen af OECD's ledende indikator (CLI) for hele OECD-området er ikke længere suspenderet grundet coronavirussen, men OECD udtaler selv, at man ikke kan forvente, at CLI kan være en ledende indikator i det nuværende, økonomiske miljø, som i højere grad er underlagt beslutninger fra politisk hånd. Med andre ord er CLI ikke i umiddelbar fremtid en pålidelig indikator – selvom man bør observere dens udvikling.

Idet centralbankernes pengepolitik i så stort et omfang vil være understøttende for risikable aktivklasser, og idet vi står over for en gradvis genåbning af økonomierne, vil jeg umiddelbart forvente højere afkast i risikable aktivklasser end i mere sikre som stats- og realkreditobligationer. Dog er MomVol-indikatoren stadig ret lav, så man kan ikke støtte sig op ad denne. Samlet set vil jeg derfor i maj måned blot anbefale en neutral aktieallokering i forhold til ens langsigtede udgangspunkt.

Redaktionens afslutning: 5. maj 2020