

BI Strategi Kvartalskommentar

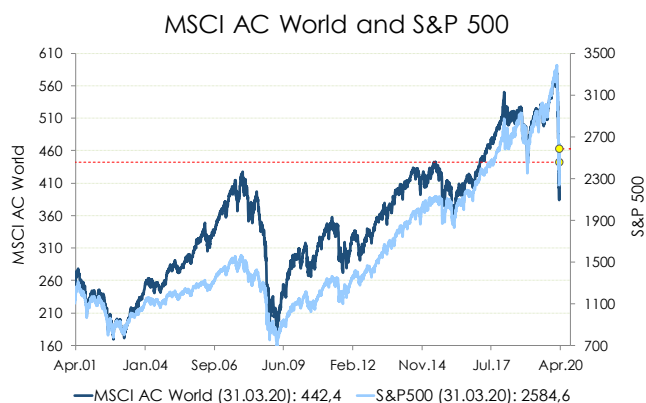
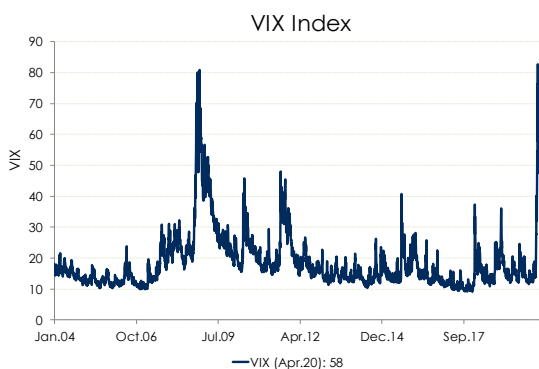
1. kvartal 2020: Covid-19 sender verden i recession og markederne ned

Af Jakob Vejlø og Mads Bech Flarup

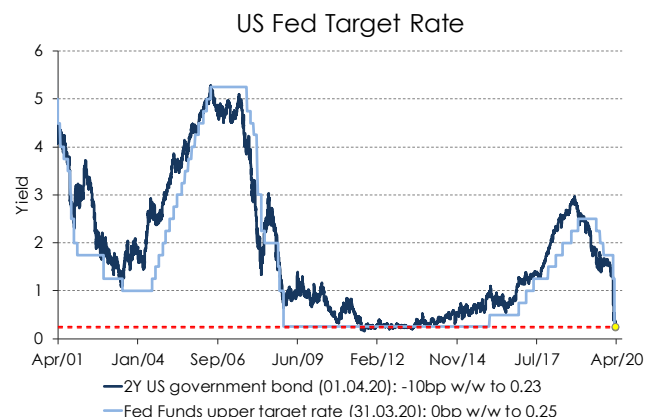
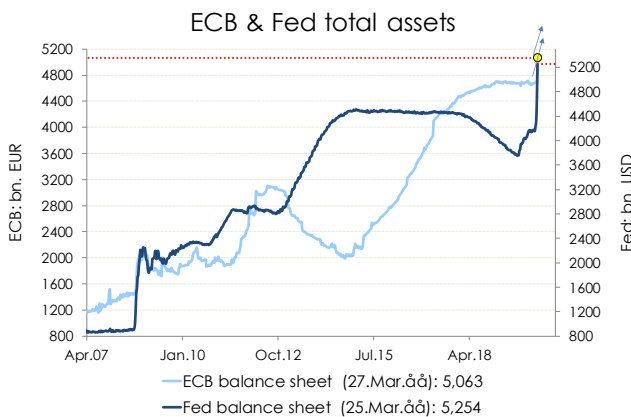
Årets første kvartal var i høj grad præget af udviklingen i virusudbruddet, som har sat store dele af den globale økonomi i stå. Det står nu klart, at en forholdsvis dyb global recession er uundgåelig, og fokus har i stedet rettet sig mod længden af denne, som mange håber og tror bliver relativ kortvarig. De finansielle markeder har reageret kraftigt på nedlukningen af økonomien, og det brede MSCI AC World verdensindeks endte kvartalet med et fald på ca. 20% målt i DKK. Faldet gør Q1 2020 til det værste kvartal siden finanskrisen. Nedturen var bredt funderet på tværs af regionerne. Emerging Markets aktier blev indledningsvist hårdest ramt med kraftige fald i særligt Kina, som er virusset epicenter. De udviklede markeder indhentede dog deres EM-peers i løbet af februar og marts, og afkastforskellen er således nede på beskedne ca. 2% ved kvartalets udgang målt i DKK. Særligt kinesiske aktier har faktisk klaret sig fomuffigt igennem kvartalet, og indekset har begrænset faldet til 10,7%. Danske aktier har ligeledes klaret sig relativt godt i årets første tre måneder, bl.a. takket være en række tungtvejende medicinalaktier, og lukker med et fald på 13,6%.

Også de mere risikofyldte obligationstyper var negativt påvirket af den generelle tilbagetrækning af risikovillig kapital. Emerging Markets obligationer i hård valuta (hedget til DKK) faldt 12,3% i Q1, mens amerikanske HY obligationer faldt 13,1%. Energisektoren i USA udgør en stor del af HY-markedet, der, foruden den generelle risikoaversion, blev presset af et kollaps i olieprisen som følge af oliepriskrigen mellem Saudi Arabien og Rusland. Parterne kunne ikke blive enige om en produktionsaftale og som en konsekvens heraf, valgte saudierne at åbne for hannerne og oversvømme markedet med olie. Yderligere er den globale efterspørgsel efter olie faldet mærkbart efter nedlukningen af store dele af den globale økonomi, hvilket har givet endnu en kæberasler til olieprisen. Prisen på en tønde råolie, WTI, koster nu ca. 20\$ mod ca. 60\$ ved årets start.

De globale finansielle markeder har rettet sig betydeligt mod slutningen af Q1, hvilket flere har advaret om, kan være et såkaldt "bear market rally" – hvor bunden ikke er fundet endnu. Amerikanske aktier er steget mere end 15% siden den foreløbige bund d. 23. marts, men er fortsat ca. 24% under toppen fra d. 19. februar. På kort sigt har markederne fundet betydelig støtte i de historisk store penge- og finanspolitiske hjælpepakker, som understøtter økonomien. I den modsatte retning trækker dog de negative økonomiske konsekvenser, som nedlukningen af samfundet har. Usikkerheden med hensyn til hvornår økonomien kan genåbne besværliggør analysen for investorerne, der på kort sigt arbejder i blinde. Markederne vil givetvis udvise betydelig volatilitet indtil antallet af nye smittetilfælde topper globalt, og man begynder at kunne skimte klare exit-strategier fra verdens statsledere. Politikerne står overfor en vanskelig balancegang, hvor en for tidligt genåbning kan føre til nye virusudbrud, mens én for sen kan gøre mere varig skade på økonomien.

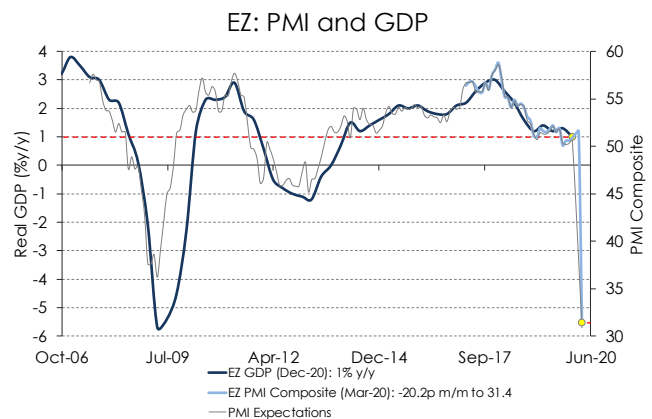
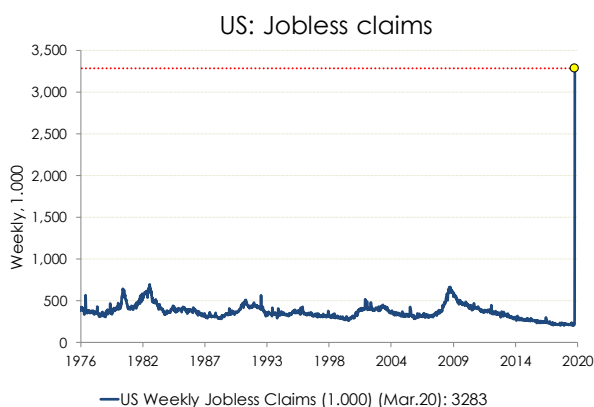


Penge- og finanspolitiske tiltag spillede en afgørende rolle i årets første kvartal. Den amerikanske centralbank, Fed, satte den ledende rente ned to gange, først med 50 basispoint og kort derefter med yderligere 100 basispoint, således at den nu ligger i intervallet 0-0,25%. Fed valgte yderligere at genstarte QE-programmet, hvor der denne gang ikke er noget loft på beløbet, de vil købe obligationer for. Samtidig genoplivede centralbanken en række programmer senest anvendt under finanskrisen. Alene i sidste uge af marts købte Fed obligationer for mere end 600 mia. USD! De stimulerende tiltag er en konsekvens af den markante vækststopbremsning der finder sted foranlediget af virusudbruddet, samt den enorme stress der har været på de finansielle markeder. Konsekvenserne er allerede nu tydelige i de økonomiske nøgletal, hvor vi har set et kollaps i erhvervstilliden i fremstillings- og i særdeleshed servicesektoren, mens også arbejdsmarkedet er blevet hårdt ramt. Antallet af nytilmeldte ledige i USA steg til over 3 mio. i sidste uge, hvilket er fem gange højere end den værste uge under finanskrisen. Kongressen i USA har også taget konsekvensen af denne bratte vækststopbremsning og vedtog i sidste uge en finanspolitisk hjælpepakke på 2.200 mia. USD. I Europa har centralbanken og regeringer ligeledes reageret kraftigt på krisen. Den Europæiske Centralbank, ECB, var på banen med en større lempelsespakke, hvor banken bl.a. igangsætter et nyt obligationsopkøbsprogram på samlet 750 mia. euro, mens de ligeledes har igangsat en række yderligere tiltag. Derudover har en række lande været på banen med store hjælpepakker, hvor blandt andet Tyskland har vedtaget en pakke på 750 mia. euro. ECB valgte ikke at ændre ved styringsrenten, der i forvejen er -0,5%.



Renterne på de sikre statsobligationer er i løbet af første kvartal faldet betydeligt. Særligt i USA, der har haft plads til større pengepolitiske lempelser end fx Europa og Japan. De 10-årige tyske statsrenter faldt 29 basispoint i løbet af Q1, mens de 10-årige amerikanske statsrenter faldt hele 125 basispoint. Rentefaldene betød, at der på denne type aktiver var positive afkast.

Det makroøkonomiske billede blev betydeligt svækket i løbet af første kvartal, hvor nøgletallene kollapsede i hidtil uset omfang. Håbet er dog, at de vil udføre et V-formet rebound, som man fx har set erhvervstilliden i Kina gøre det. De kinesiske PMI-tal kollapsede i februar, men vendte kraftigt rundt i marts og er nu tilbage på niveauet inden nedlukningen af økonomien, hvilket dog ikke betyder, at væksten er tilbage på samme niveau! Opbremningen i den globale økonomi er gået så stærkt, at økonomernes nedjusteringer dårligt har kunnet følge med. De seneste estimater tyder på, at global vækst i 2020 ender omkring 0%. Selv denne dystre prognose kan dog vise sig at være for optimistisk, hvis nedlukningen fortsætter.



Udviklingen på globale markeder i første kvartal 2020					
Renter					
	USA	Tyskland	UK	Japan	
3-månedes Tbill	-148 bp	2 bp	-56 bp	-12 bp	
2-årige renter	-132 bp	-9 bp	-41 bp	0 bp	
10-årige renter	-125 bp	-29 bp	-47 bp	3 bp	
	EUR IG spænd		US HY spænd	EM stat spænd	
Kreditspænd	146 bp		546 bp	364 bp	
Aktier					
	S&P 500	Stoxx 600	KAXCAP	Topix	
Udviklede markeder	-20.0%	-23.0%	-13.6%	-18.5%	
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina	
BRIK lande	-28.6%	-36.9%	-17.6%	-10.7%	
Råvarer					
Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer		
-15.8%	-66.5%	-5.5%	-11.0%		
Valuta vs. EUR (pos=Eur styrkelse)					
EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/SEK	EUR/NOK	EUR/CHF
-1.6%	-2.6%	5.0%	4.1%	16.7%	-2.3%

Forventninger til resten af 2020

Perspektiverne frem mod årets udgang er højst uklare. Det positive scenarie er, at vi har lagt covid-19 frygten bag os, at der eventuelt er udviklet en vaccine og en kur, at samfundet er vendt tilbage til en betydelig grad af normalitet, og at de finansielle markeder har reageret positivt igen. Myndighederne i mange lande er i disse dage i fuld gang med at lempe penge- og finanspolitikken. Disse tiltag er så kraftige, at de kan give anledning til en piskesmældseffekt – i positiv retning – på den globale økonomi og markederne 6-9 måneder frem og ind i 2021.

Det negative scenarie, vi kan stå i, er en form for selvforstærkende recession, båret af stigende konkurser blandt virksomheder, kapitalflugt og stigende arbejdsløshed. Den globale gældsætning har aldrig været højere, og her kan kimen ligge til en dybere og længerevarende økonomisk nedtur. Vi risikerer at være på vej ind i en finanskrise 2.0.

Det er umuligt at sætte sandsynligheder på det gode og det dårlige scenarie. Vi mener imidlertid, at der er klart størst sandsynlighed for, at det positive scenarie udfolder sig stadig mere synligt henover sommeren og ind i andet halvår. Kinas udvikling er et vigtigt pejlemærke. Det var her, smitten havde sit udgangspunkt i december, og det var her, myndighederne satte den første millionby, Wuhan, i karantæne i januar. Det er også i Kina, og i Sydkorea, at der i de seneste uger har været klare tegn på en udfladning i nye antal smittede. Kinas økonomi vurderes nu at operere på 80-85% af den normale kapacitet, efter at have været presset langt mere.

Følger vi Kinas eksempel, vil smitten stabiliseres i løbet af april i den vestlige verden. I Danmark er der håb om en gradvis genåbning af samfundet efter påske. I USA ved indgangen til maj. Det vil være katalysatoren for en gradvis tilbagevending til samfundsøkonomisk normalitet igen og et fornyet opsving på de finansielle markeder. Vi forventer i vores base case at aktiemarkederne som helhed vil ligge højere end aktuelt ved årets udgang. Sandsynligheden for, at aktierne kan hente hele det tabte ind igen her i 2020 (globale aktier er pt nede 20%) er imidlertid relativ lav. Udviklingen på obligationsrenterne er ligeledes behæftet med stor usikkerhed. Vi står med mange lande, der skal ud at udstede store beløb i obligationer for at finansiere den ekspansive finanspolitik. Omvendt har vi centralbanker, der er parate til at købe store beløb af både stats- og realkreditobligationer og andre typer. Vi forventer som udgangspunkt, at centralbankerne vil lykkes med at holde renterne i USA og Tyskland (og dermed Danmark) nede omkring de aktuelt meget lave niveauer. Risikoen er dog stigende statsobligationsrenter. I sammenhæng med fornyede stigende aktiemarkeder er der også udsigt til, at virksomheds- og EM-obligationer vil se faldende renteforskelle (risikopræmier) til USD- og EUR-statsobligationer igen frem mod årets udgang.

Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk