



10/2021

Forventninger til aktiemarkedet

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Korrektion eller ej ...

De globale aktiemarkeder er steget ca. 75 pct. i en næsten lige linje siden marts 2020, hvor investorerne begyndte at lægge Corona-pandemien bag sig. I 2021 er aktiemarkederne steget næsten 20 pct. – og lidt mere, end den underlæggende økonomiske udvikling tilsiger. Dette har startet en diskussion om en forestående korrektion på aktiemarkederne. Hvis man kigger i historiebøgerne, har der typisk været en korrektion på +10 pct. ca. hvert andet år. Over de sidste 10 år, hvor aktiemarkederne generelt har været stigende, har der været en korrektion på 10 pct. eller mere i 2011, 2013, 2015, 2016, 2018 og 2020.

En korrektion kan derfor godt være forestående, særligt når vi tillægger, at den amerikanske centralbank inden for kort tid sandsynligvis vil begynde en nedtrapning af deres opkøbsprogrammer. En handling, som historisk har skabt udsving på aktiemarkederne.



Hvis man kigger i historiebøgerne, har der typisk været en korrektion på +10 pct. ca. hvert andet år.

Som vi har beskrevet i tidligere artikler, har vi i dag negative realrenter. Negative realrenter betyder, at værdiansættelsen – alt andet lige – bliver højere, altså at p/e-niveauerne stiger. Det svarer til, at brøkr resultatet, når man begynder at dividere med et tal tæt på nul, pludseligt bliver meget stort. Omvendt giver denne udvikling også stigende følsomhed over for ændringer, hvorfor vi må forvente mere volatilitet på aktiemarkederne.

Vi bruger ikke meget tid på at analysere og forudsige den kortsigtede udvikling på aktiemarkederne. I praksis er det kun de færreste, der har held med denne disciplin, og vi tror, at man som investor er bedre tjent med at fokusere på den langsigtede udvikling og at tilegne sig langsigtet og holdbar viden for at forstå de langsigtede udviklingstendenser og forhold, der influerer på disse trends.

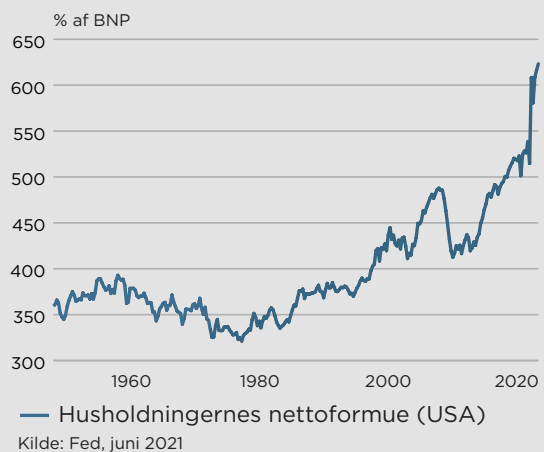
Grundlæggende ser vi positivt på de langsigtede udsigter for aktiemarkederne. Dette er forankret i, at renterne, trods den aktuelle stigende inflation, forbliver på et lavt niveau. Stigende inflation i sig selv leder ikke nødvendigvis til faldende aktiekurser. Aktiekurserne falder typisk, når investorerne frygter en recession – og dette kan ske, hvis centralbankerne strammer for meget. Stærke selskaber, der har 'pricing power' (dvs. evnen til at hæve priserne uden at dette vil ændre efterspørgslen) kan drage fordel af lidt inflation og dermed navigere gennem stigende råvare- og produktionsomkostninger.



Grundlæggende ser vi positivt på de langsigtede udsigter for aktiemarkederne. Dette er forankret i, at renterne, trods den aktuelle stigende inflation, forbliver på et lavt niveau.

Som det ses af figur 1 (tal for USA), er forbrugernes nettoformuer steget kraftigt over de seneste 10 år og i særdeleshed de sidste 18 måneder. Dette er drevet af aktie- og boligmarkederne. Boligmarkedet er således i dag forbrugernes vigtigste aktiv, og med staternes høje gældsætning har centralbankerne ikke manøvrerum til meget højere renter. Dette holder hånden under aktiemarkederne, selv om det ikke er centralbankernes primære sigte. Centralbankerne vil i den kommende tid forsøge at stramme pengepolitikken og kan måske acceptere udsving på aktiemarkederne på ca. 10-15 pct. Ved større udsving risikerer de at ramme forbrugertilliden, hvorfor vi forventer, at de vil være afmålte i deres stramminger.

Figur 1: Velfærdseffekten



I det følgende beskriver vi nærmere dagens omvendte verden, hvor det i dag i praksis er den finansielle økonomi, som dikterer den realøkonomiske udvikling.

To forskellige verdener

For at forstå hvorfor vedvarende likviditetstilførsel og negative realrenter ikke er midlertidige, er man nødt til at forstå, at den reale eller fysiske verden gennem de sidste 30 år er blevet reduceret til en brøkdel af den finansielle verden. Finansielle instrumenter er mindst fem gange større end verdensøkonomien, mens den globale gæld er 3,5-4 gange større. For USA's vedkommende er gælden inklusiv langsigtede sundheds- og pensionsforpligtelser seks gange større end verdensøkonomien. Dette kan sammenholdes med typiske gælds niveauer på 1-1,5 gange i perioden 1950-80. I takt med at gælden er blevet større, er vores evne til at håndtere højere renter og øget volatilitet på de finansielle markeder faldet tilsvarende. Hvert år skal gæld svarende til omkring 65 pct. af verdens BNP refinansieres, og hvis det skulle ske til højere renter, ville det øjeblikkeligt slå igennem på den reale økonomi. Centralbankerne er blevet fanget i en fælde, de selv har kreeret gennem gentagne gange at adressere bump i økonomien med pengeudpumpning og lavere renter og efterfølgende aldrig at have fået normaliseret pengepolitikken tilstrækkeligt.



Centralbankerne er blevet fanget i en fælde, de selv har kreeret gennem gentagne gange at adressere bump i økonomien med pengeudpumpning og lavere renter.

Likviditet er ilten, der driver den finansielle økonomi, og behovet for stadigt stigende aktivpriser kræver konstant mere likviditet. Ellers truer stigende volatilitet og faldende aktivpriser i den finansielle økonomi stabiliteten i vores realøkonomi. Dette forklarer, hvorfor centralbankerne ikke kan normalisere. Svaret på centralbankernes ageren ligger således i mindre grad i udviklingen i den reale økonomi. Deres hænder

er bundet af den "superstruktur", som de gennem de sidste 30 år har skabt gennem overdreven likviditetstilførsel.

Forbrugerne er blevet afhængige af høje og stigende aktivpriser. Hvis huspriserne falder, går økonomien i recession. Hvis aktiemarkedet falder, falder forbrugeroptimismen, og hvis faldet er tilstrækkeligt stort, går økonomien i recession. Det er den omvendte verden. Almindelige mennesker – og specielt de yngre – har forstået, at ejerskab af aktiver, herunder egen bolig, er altafgørende for ens langsigtede økonomiske velbefindende. Kun at have en lønindkomst er ikke længere nok, for lønindkomst er linket til realøkonomien, som fylder mindre og mindre i forhold til den finansielle verden. Samtidigt stiger ejendomspriserne med eksplosiv hast i den vestlige verden, da finansieringsomkostningerne er så lave. Dette er med til yderligere at "finansialisere" økonomien, og dermed gøre det endnu mindre realistisk, at centralbankerne vil kunne ændre pengepolitikken.

Efter de ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltag i kølvandet på Covid-19-recessionen ventes den finanspolitiske indsats i USA og Europa at aftage med ca. 2.500-3.000 mia. USD over de næste to år. Samtidigt forventes henholdsvis den amerikanske og europæiske centralbank (Fed og ECB) at ville reducere obligationsopkøbene hen mod slutningen af 2021. Dette vil være en markant opstramning af likviditeten oven på en allerede aftagende finanspolitisk impuls. Centralbankerne ønsker at gøre dette for at forsvare deres troværdighed og for senere at ligge inde med lidt tørt krudt, hvis økonomien får et større tilbagefald. Dog tror vi, at en tilbagetrækning vil blive afmålt af hensyn til bolig- og aktiemarkedene.



Vi tror, at en tilbagetrækning vil blive afmålt af hensyn til bolig- og aktiemarkedene.

Dele af realøkonomien er brandvarme, mens andre dele fortsat fryser grundet eftervirkningerne af Covid-19, høj gældsætning eller teknologisk disruption. Dette har skabt flaskehalse og inflationære tendenser i økonomierne. De stigende aktivpriser skaber også en øget samfundsmæssig ulighed, idet den voksende finansielle økonomi primært er til glæde for dem, som allerede er formuende. Dette er en kompliceret problemstilling, hvor den stigende globale velfærd også har flyttet 600 mio. mennesker ud af ekstrem fattigdom. Staterne vil formentligt over tid søge at løse uligheden gennem forskellige former for skattereformer og sociale overførsler frem for ændret pengepolitik. Det er nemlig staterne, som er mest gældsatte og derved har mest at tabe ved stigende renter.

I et miljø med fortsat lave renter vil boliger og vækstaktier forblive højt prisfastsat, men vi må regne med stigende volatilitet, da det er sandsynligt, at centralbankerne endnu engang vil forsøge at "normalisere" pengepolitikken – uden succes. Hvad, der tidligere blev betragtet som en "neutral pengepolitik", er ikke længere et relevant pejlemærke for centralbankernes handlinger.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

cww.dk · Tlf: 35 46 35 46 · cww@cww.dk · CVR 14 21 13 49