



Markedskommentar

JT, 21. august 2009

"Midtvejsklumme" – aktier vil fortsat stige...

Baggrund

2008 var en økonomisk gyser med insolvente banker, faldende huspriser og gæld i hovedrollerne. Richard Koos bog "... Lessons from Japan's Great Recession" blev lidt af en bestseller, og i nogle måneder holdt tanken om "balance sheet deflation" en del investorer vågne om natten.

Efter bankerne fik tilført frisk kapital, pengepolitikken blev lempet, og de offentlige finanser blev omlagt, er stemningen skiftet, og opmærksomheden er på "green shoots" – tegn på at recessionen nærmer sig sin afslutning.

I juli – efter 18 måneder med recession – steg industriproduktionen i USA for første gang i 9 måneder, og hushandlen steg til det højeste niveau siden august 2007. I Tyskland er stemningen i virksomhederne den bedste i 15 måneder (Markit Composite Output PMI).

"Fair value", hvis alt går godt

Indtjeningsforventningerne er fulgt med. Goldman Sachs hævdede således den 20. juli deres forventning for S&P 500 i 2010 til USD 75 (mod USD 52 i år) – en smule over gennemsnittet de sidste 50 år i forhold til BNP.

Hvis man regner med en lang rente på 5 procent og en indtjening på USD 65 – og hvis den trofaste sammenhæng, der har været mellem aktiekurser, virksomhedernes indtjening og den lange rente de sidste 50 år, holder – svarer det til, at S&P 500 vil stige 30 procent fra det nuværende niveau omkring 1.000.

Renten på 5 procent er 0,5 procentpoint over de implicite forwardrenter (der allerede er steget omkring et procentpoint siden slutningen af 2008), og gabet mellem det faktiske og det potentielle BNP vil lægge en dæmper på renten i den periode, det vil tage at realisere potentialet på aktiemarkederne.

Samlet vurdering

De væsentligste risici knytter sig til de offentlige underskud og gældsætningen i den private sektor. Hvis det bliver nødvendigt at stramme finanspolitikken, før opsvinget er blevet selv bærende, kan det forlænge recessionen, og gældsætningen vil lægge en dæmper på væksten fremover.

Muligheden for et regimeskift i forbindelse med recessionen er problematisk, og ved de to forrige eksempler (USA i 30'erne og Japan i 90'erne) faldt aktiekurserne væsentligt mere, end de har gjort denne gang, jf. vedlagte graf.

Nedbringelsen af lagrene har dog for eksempel i USA betydet mere for BNP (-2,2 procent i første halvår) end forøgelsen af det offentlige forbrug og de offentlige investeringer (+1,5 procent)*, og aktier var væsentligt dyrere ved indgangen til de to forrige recessioner – produktet af p/e-niveauet og renteniveauet var for eksempel henholdsvis 1,5 og 5,5 gange højere end i 2007.

Selv med pæne stigninger i aktiekurserne tror vi derfor ikke, den korte rente vil blive sat op, før det økonomiske opsving har bidt sig fast. Da lave renter mere end noget andet kan få aktiekurser til at stige, forventer vi, at risiciene vil stå i baggrunden, så længe S&P 500 er under ovennævnte niveau på 1.300.

* Bureau of Economic Analysis, http://bea.gov/newsreleases/national/gdp/2009/pdf/gdp2q09_adv.pdf, tabel 2, side 22.

Udviklingen i aktiekurserne

Tre udvalgte recessioner

