

Opdatering på finanskrisen

D. 29. oktober 2008

Volatiliteten er i top og appetitten på risiko er i bund – hvilket er dårligt nyt for aktierne

I de forgangne uger har aktiemarkedene gang på gang sat nye standarder for størrelsen af kursudsving - også kaldet volatilitet. Vi har gentagne gange understreget, at en vending i aktiekurserne vil hænge snævert sammen med et betydeligt fald i volatiliteten. På baggrund af de sidste to ugers rekordhøje volatilitet er det toneangivende danske aktieindeks, OMX C20, i den forgangne uge faldet med cirka 20 procent til indeks 248 ved redaktionens afslutning.

De danske kursfald er en spids større end tendensen i resten af verden. Således er det amerikanske S&P 500 indeks i samme periode faldet til 940,5 (-1,5%), og NASDAQ handles i indeks 1.649,5 (-2,8%). I Asien handles Nikkei i indeks 8.211,9 (-11,8%), mens Euro Stoxx 50 handles i 2.340,0 (-11,2%).

En af forklaringerne på, at Danmark har haft et større fald, er, at Danmarks Nationalbank - modsat den Europæiske Centralbank (ECB) - har været nødt til at hæve renten ekstraordinært grundet salgspres på den danske krone. Kronen har været under pres, idet udenlandske investorer har solgt ud af danske kroner og værdipapirer noteret i danske kroner. De danske renteforhøjelser vil formentlig betyde højere huslejer i 2009 for boligejere med flexlån. Dog er der rygter om, at der i skrivende arbejdes på en redningspakke til det danske realkreditmarked.

I takt med at presset på den danske krone aftager, forventer vi, at Danmarks Nationalbank igen vil sænke renten til et niveau omkring 0,25-0,50 procentpoint over den Europæiske rente.

De kraftige kursfald på aktierne hænger også sammen med, at de finansielle markeder har fået øjnene op for de økonomiske realiteter, og blandt de seneste nøgletal er der flere indikationer på recession i både USA og Europa. Hertil kommer, at der er sæt tvivl om tilstrækkeligheden og virkningen af de vedtagne redningspakker i USA, Europa og Asien.

De seneste konsensus-prognoser for renteutviklingen spår en rentenedsættelse fra den Amerikanske Centralbank i størrelsesordenen 0,50 procentpoint onsdag d. 29. oktober - fra det nuværende niveau på 1,5 pct.

Det ventes, at den Europæiske Centralbank vil følge efter - om end med en smule forsinkelse - i takt med, at inflationen i Europa fortsætter med at falde. I de seneste uger er olie- og råvarepriserne aftaget markant, hvilket bestyrker markedets tro på europæiske rentenedsættelser senest i begyndelsen af 2009 og muligvis allerede på rentemødet d. 6. november 2008. Olien handles f.eks. p.t. til USD 61,5, hvilket svarer til et fald på 13,5% over den sidste uge og hele 58,0% siden toppen på USD 146 i juli 2008.

En mulig forsinkelse i nedsættelsen af de Europæiske renter vil medføre en svækkelse af USD over for Euro på kort til mellemlang sigt, inden den igen styrkes. Den amerikanske dollar handles til kurs 597,5 over for danske kroner, hvilket er en stigning på +28,0 % i forhold til den laveste kurs i juli 2008.

Vores tidligere prognoser angående en stigende USD har været begrundet i en forbedring af den amerikanske økonomi, altså en fundamental stigning. Den nuværende - og noget bratte styrkelse af USD - er derimod en ren "finanskrise-stigning", og denne kan aftage med finanskrisen og i takt med, at det europæiske renteniveau nærmer sig det amerikanske.

Hvad skal der til for, at pilen vender?

Det er i kreditmarkedet, vi skal finde nøglen til aktiestigninger. Nøglen - eller nøglerne - hedder:

- forminskelse af kreditspændene
- en optøning af interbank markedet
- et fald i de lange renter

Mens de to førstnævnte faktorer primært vil gavne pengeinstitutternes likviditetssituation, samt erhvervslivets kreditvilkår, så vil den tredje faktor også have indflydelse på boligejernes råderum.

Derudover skal vi have brudt den onde "afviklingscirkel", på engelsk kaldet risk unwinding. Blandt grundene til de fortsatte kursfald er tvangssalg af lånearrangementer og hedgefundes korte positioner. Endvidere oplever investeringsforeningerne et tilbagesalg af investeringsforeningsbeviser, og pensionsselskaberne løber ind i tvangssalg som følge af de negative kursudviklinger.

Det er vigtigt at understrege, at aktierne historisk set ikke er dyre, og i skrivende stund er selv de værst tænkelige recessionsscenerier inddiskonteret i aktiekurserne. Det hjælper dog ikke så meget, når ingen investorer har appetit på risiko, og det nuværende marked ikke er styret af rationelle beslutninger!