

I vågskålen – våga eller en andra våg

Det är fortsatt COVID-19 som styr inramningen för världsekonomin och därmed också utvecklingen på finansmarknaderna. Inbromsningen i världsekonomin är just nu osedvanligt abrupt och det är svårt att sätta siffror på djupet i recessionen. Den exceptionellt snabba och kraftiga inbromsningen omöjliggör dessutom underbyggda prognoser på utvecklingen härifrån och framåt. Att tillväxttappet blir historiskt stort står dock utom tvivel, men avgörande för marknaden blir hur pass långvarig snarare än djup recessionen blir. En unik situation har samtidigt lett till extraordinära policyåtgärder från regeringar och centralbanker. Åtgärder som skapar förutsättningar för att ekonomierna ska kunna återhämta sig när restriktioner lättas. Öppnandet av ekonomierna har också lett till en ökad optimism att recessionen, om än djup, ska bli kortvarig. En optimism som även avspeglas i att börsvärderingarna har skjutit i höjden. Förväntningarna på aktiemarknaden skulle kunna tolkas som att bolagens vinster under två eller tre kvartal kommer att sjunka påtagligt, men att de redan mot slutet av året ska bli betydligt bättre. Är det rimliga förväntningar? Det är alltså omöjligt att sja om. Pandemins fortsatta utveckling blir avgörande. Risken för bakslag i form av en smittspridning som återigen ökar eller en eventuell andra våg i höst är hela tiden överhängande. Men, under de senaste nästan tjugo åren har vi haft börsvärderingar lika utmanande höga vid två tidigare tillfällen. Båda gångerna steg börserna trots att den var dyr och osäkerheten stor. Hög börsvärdering behöver inte betyda att börserna är dömd till nedgång.

Det är ytterst ovissa utsikter som fortsätter att karaktärisera finansmarknaden. Inramningen med en successiv normalisering av ekonomierna brottas med uppkomsten av nya cluster av Covid-19. Det är fortfarande för tidigt att proklamera någon seger över pandemin. I takt med att ekonomier gradvis återgår till ett normaltillstånd stiger även risken för en ökad smittspridning. Samtidigt oroar farhågor för en mer uttalad andra våg av pandemin i höst.

Det vi vet med säkerhet är att inbromsningen i världsekonomin blir en av de mest brutala någonsin. Som en följd av att flertalet länder simultant placerades i karantän har inbromsningen i världsekonomin blivit exceptionellt snabb och djup. Det är svårt att sätta siffror på djupet i nuvarande recession, men det står utom tvivel att tillväxttappet blir historiskt stort. Tappet kommer att ha varit absolut störst under april. Då var större delen av såväl Europas som USA:s ekonomi satt på sparlåga till följd av drastiska åtgärder för att förhindra smittspridningen. Från och med i maj har sedan restriktionerna successivt lättats och fallen i den ekonomiska aktiviteten som följd av detta dämpats.

Det innebär samtidigt att den statistik som nu publiceras täcker såväl perioden av nästan fullständig nedstängning som perioden av återöppnande. Resultatet blir en svårtolkad mix av data som blandar dramatiska fall med betydande återhämtningar.

Avgörande för finansmarknaderna blir hur pass långvarig snarare än djup recessionen blir. Det andra kvartalet ser ut att bli botten i världskonjunkturen och just nu verkar världsekonomin ha börjat återhämta sig. Frågan är hur snabb en sådan blir. Förutsättningarna för att världsekonomin ska kunna återhämta sig relativt kvickt, ifall pandemin skulle visa sig vara övergående, är trots allt goda till följd av de extraordinära åtgärderna från regeringar och centralbanker. Åtgärder som skapar möjligheter för ekonomierna återta förlorad mark efter att tidigare restriktioner slopats. Storleken på och snabbheten i de finans- och penningpolitiska stimulanser som har satts in saknar motstycke i historien, varför jämförelser med tidigare kriser inte blir speciellt gångbara. De medel som har pumpats in i ekonomierna förbättrar förutsättningarna för att företag och hushåll ska kunna återgå till en situation som i hög grad liknar den som rådde innan coronaviruset satte klorna i världen. Men, det är också mot den bakgrunden som tiden spelar en avgörande roll. Får vi inte bukt på pandemin kan ekonomierna komma att stängas ned helt eller delvis på nytt. Det skulle i sin tur leda till en mer utdragen lågkonjunktur och de positiva effekterna av implementerade policyåtgärder minska.

Det är samtidigt värt att påminna sig om att recessionen än så länge bara sträcker över en period på drygt ett kvartal. Vi börjar få uppmätt data på den ekonomiska utvecklingen efter att restriktioner lättats. I Kina, där pandemin startade, har vi fått hårda data för två månader efter att ekonomin öppnats upp. Dessa har rapporterat om en rekyl uppåt i industriproduktionen som varit nästan lika kraftig som det föregående fallet. Däremot är de kinesiska hushållen fortsatt försiktiga. I USA har vi fått statistik för den första månaden med lättade restriktioner. Siffror som visar på en industriaktivitet som inte hade vänt uppåt som i Kina, utan aktivitetsfallet hade bara planat ut. Däremot rapporterades detaljhandelsförsäljningen ha ökat klart mer än förväntat. Sammantaget visar tidiga data på en positiv utveckling ur ett globalt tillväxtperspektiv – en stark produktionsåterhämtning i den ledande industrinationen i kombination med en tydlig återhämtning i efterfrågan i världens stora konsumtionsekonomi. I skrivande stund har däremot inga uppmätta siffror på den europeiska aktiviteten efter öppnandet hunnit publiceras. Istället får vi här luta oss mot olika kvalitativa företags- och hushållsundersökningar som i dagsläget tyvärr är ovanligt svårtolkade.

Vad ligger då i marknadens förväntningar? Öppnandet av ekonomierna har lett till en ökad optimism att recessionen, om än djup, ska bli kortvarig. En optimism som även avspeglas i att börsvärderingar har skjutit i höjden. Priset på börserna i relation till börsbolagens förväntade vinster innevarande år är minst sagt utmanande. Det är bland annat en följd av att de aggregerade vinsterna i år förväntas bli 25-30 procent lägre än under 2019. Bolagsvinsterna spås dock nästa år vara tillbaka ungefär på fjolårets nivå varför värderingarna baserad på 2021 års vinster blir lägre, men fortfarande höga i ett historiskt perspektiv. Förväntningarna på aktiemarknaden skulle kunna tolkas som att bolagens vinster under två eller tre kvartal kommer att sjunka påtagligt, men att de redan mot slutet av året ganska omgående bli betydligt bättre.

Är aktiemarknadens förväntningar rimliga? Det är alltså omöjligt att sja om. Pandemins fortsatta utveckling blir avgörande. Risken för bakslag i form av en smittspridning som återigen ökar eller en eventuell andra våg i höst är hela tiden överhängande. Men, under de senaste nästan tjugo åren har vi haft börsvärderingar lika utmanande höga som i dagsläget vid två tidigare tillfällen. Båda gångerna steg börserna trots att den var dyr och osäkerheten ovanligt stor. Vad som hände vid båda dessa tillfällen var att bolagens vinster växte in i den höga värderingen i takt med att världsekonomin stärktes. En för stunden utmanande börsvärdering behöver inte betyda att börserna är dömd till nedgång.

Christer Tallbom
Chefekonum hos Garantum

