

Månedskommentar for september

Øget volatilitet og mindre risikolyst dominerede i september

Finansmarkedet var i september præget af øget volatilitet og mindre risikolyst. Den øgede volatilitet havde givetvis relation til stigningen i registrerede smittede med coronavirus i Europa. Samme udvikling var tilfældet, da antallet af registrerede smittede steg i USA i juni/juli. Globale aktier faldt med 2,7% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Omregnet til DKK udgjorde faldet 1,5%. Risikopræmierne (det, der skal 'belønne' investorer for den risiko, han/hun løber i sin investering) steg på europæiske erhvervsobligationer. Kreditspændet (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) blev udvidet med 4 basispoint og 26 basispoint på henholdsvis Investment Grade- og High Yield-obligationer i Europa i september. Det medførte merafkast på henholdsvis -0,1% og -0,8% for de to aktiver relativt til sammenlignelige statsobligationer i forrige måned. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt marginalt fra -0,3% til -0,4% i september.

'New normal' for håndtering af coronavirus - positivt momentum intakt

Genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet i de vestlige økonomier har været i gang siden starten af maj. Coronavirus fortsætter med at påvirke processen. Udviklingen i Europa har visse sundhedsmæssige fællestræk med udviklingen i USA i forsommeren. Det vigtigste element er, at antallet af døde med coronavirus i Europa foreløbig ligger på et lavt niveau sammenlignet med udviklingen i marts/april. Myndighederne i Europa har de seneste uger indført lignende restriktive indgreb, som USA rullede ud hen over sommeren. Disse tiltag relaterer sig til restauranter/barer, forsamlinger og hjemmearbejde. Hårde nedlukninger er afløst af bløde nedlukninger. Det mønster af forbedring/forværring vil formentlig være 'new normal', indtil en vaccine kan give udsigterne til et stop for pandemien.

I en økonomisk og finansiell sammenhæng er det vigtigst, hvorvidt 'new normal' for alvor kan bryde den positive udvikling i de vækstrelaterede nøgletal. Højfrekvente dataserier i form af ugentlige indeks for økonomisk aktivitet kan give en indikation af den allersæneste udvikling. I USA tyder det på, at den positive trend er genetableret i sensommeren efter en mere sidelæns bevægelse i juli. I Tyskland er den positive trend fortsat i et uændret højt tempo frem til midten af september, hvorefter stigningstakten er begyndt at flade ud. Endelig er der tegn på, at Kina oplever en mere bredt baseret genopretning af økonomien. Den udvikling inkluderer i højere grad et positivt momentum i servicesektoren. Det betyder, at på globalt niveau er den såkaldte Global Current Activity Indicator (som måler vækstsignalet i de store højfrekvente aktivitetsindikatorer for den amerikanske økonomi), udarbejdet af Goldman Sachs, steget for femte måned i træk – dog med tendens til en lavere stigningstakt hen over sommeren. Det harmonerer med en genåbningsproces, som har været særlig kraftfuld omkring vendepunktet i forsommeren og som efterhånden flader ud i takt med, at flere dele af økonomierne er blevet faset ind i forløbet.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste måneder har udviklingen i finansmarkedet igen vist, at *ændringer* i det økonomiske momentum spiller en vigtigere rolle end *niveauet* for økonomisk aktivitet – hvad angår risikopræmier og afkastmønstre. Som nævnt har det positive momentum i de økonomiske nøgletal udbygget sig i takt med genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet – hvormed en del af forbedringspotentiallet allerede har realiseret sig og bragt visse ledende indikatorer tættere på en top.

Men af mere strategisk og langsigtet karakter har coronakrisen på dramatisk vis øget arbejdsløsheden i OECD-området til 8,8% i løbet af foråret. Den er sidenhen faldet marginalt til

7,7% i forbindelse med genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet. Økonomierne kan nu anses at være i en 'early cycle'-position. Det mest bemærkelsesværdige er, at jobmarkedet har bevæget sig mellem positionerne 'late cycle' og 'early cycle' på blot få uger. Ved normale konjunkturcykler er sådanne bevægelser typisk flere år om at realisere sig. 'Early cycle'-positioner har fællestræk. De kendetegnes typisk ved stor ledig kapacitet i produktionsleddet. På den baggrund kan der forventes, at de kommende år vil være præget af lav investeringsaktivitet og behersket lønudvikling. Netop det forhold ventes at være afgørende for den økonomiske politik. Såvel finanspolitik som pengepolitik vil de kommende år doseres med det formål at absorbere den ledige kapacitet. For uddybning henvises til publikationen "Fra 'late cycle' til 'early cycle'".

På virusfronten er det sandsynligt, at de kommende måneder stadig vil være præget af 'new normal', som indebærer et mønster af forværring/forbedring. På det sundhedsmæssige område er udfaldsrummet derfor stadig uforudsigeligt og bredt – og virusudviklingen vil givetvis stadig determinere det helt kortsigtede udfald i finansmarkedet. Udviklingen af en vaccine mod coronavirus tager fart med aktuelt 11 præparater i fase III-udvikling. I bedste fald kan de første testdata forventes i fjerde kvartal, og offentliggørelser ligger nu inden for en overskuelig tidshorisont.

Men i fald 'new normal' medfører lav risiko for hårde nedlukninger og indebærer langvarig ekstrem lempelig økonomisk politik, så giver det i kombination med en intensiveret og fremskreden vaccineudvikling forudsætningerne for økonomisk fremgang. Den taktiske overvægt af aktier relativt til statsobligationer/realcreditobligationer fastholdes. I starten af juni blev den allokering udbygget med en taktisk præference for europæiske banker. Historisk har sektoren givet de højeste afkast, når CLI (Composite Leading Indicator) - OECD's konjunkturindikator, der er et samlet mål for den globale samfundsøkonomiske vækst - stiger fra lave niveauer; jævnfør publikationen "Overvægt EU banker versus EU Marked".

Redaktionens afslutning: 5. oktober 2020