

Månedskommentar for december

# Risikoappetit blev opretholdt i december

Mod slutningen af 2020 dominerede risikoappetitten fortsat i finansmarkedet. Den negative udvikling i viruskurverne i USA og Europa blev holdt op imod positive nyheder på områderne vacciner, hjælpepakker og Brexit.

Globale aktier steg med 3,8% i lokalvaluta opgjort på MSCI ACWI. Omregnet til DKK udgjorde stigningen 2,3%. Udviklingen var trukket af Emerging Markets, som steg med 5% opgjort i DKK. Den positive udvikling gjorde sig også gældende i kreditmarkedet. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation, red.) på europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt med henholdsvis 2 basispoint og 13 basispoint i december. Det medførte merafkast på henholdsvis 0,3% og 0,9% for de to kategorier i forhold til afkastet på sammenlignelige obligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer forblev uændret på niveauet -0,5% i forrige måned.

Prisstigninger kendetegnede også udviklingen på store dele af råvaremarkedet. Priser på olie og kobber steg med henholdsvis 8,8% og 2,9% i december.

## Blandede nøgletal i kølvandet på nye nedlukninger

Coronapandemien har gjort estimering af det kortsigtede økonomiske momentum mere og mere værdiløst. Den vedvarende eksistens af coronavirus har ledt til et efterhånden mekanisk kredsløb baseret på følgende parametre og rækkefølge:

Viruskurve → virusindgreb → økonomiske nøgletal

Under coronakrisen har fokus naturligvis rettet sig mod udviklingen i sammenhængens første led i form af viruskurven – og givet retningen for de efterfølgende samfundsmæssige

restriktioner og dermed det økonomiske momentum. Vækstrelaterede nøgletal er blevet en funktion af viruskurven. Den negative udlægning er, at igangværende nedlukninger vil svække nøgletallene de kommende måneder. Den positive udlægning er, at indgrebene begynder at virke. Viruskurverne ser ud til at have toppet i Europa og USA – dog med tendens til højere smittetryk i de sidste uger af 2020. Kredsløbet er intakt med høj forudsigelighed og lav informationsværdi.

De blandede nøgletal er eksempelvis afspejlet i de ugentlige indeks over den økonomiske aktivitet. I Tyskland har indekset været faldende siden midten af september. I USA har indekset derimod været i en stigende trend siden maj. Det mere miksede billede gør sig nu også gældende for erhvervstillidsindikatorer, hvor nye samfundsmæssige restriktioner ikke kan undgå at svække det økonomiske momentum.

## Investeringskonklusioner og aktivallokering

Coronakrisen har budt på mange overraskelser. Det gælder såvel på det sundhedsmæssige område som på det økonomiske område. Med de nylige godkendelser af coronavacciner i USA og Europa er det nu endnu mere sandsynligt, at forløbet i forbindelse med coronakrisen kan beskrives ved tre overskrifter:

- Nedlukning/genåbning (kortsigtet)
- Coronavaccine
- Genopretning/Normalisering (langsigtet)

Forløbet er naturligvis stærkt forsimplet. Pointen er, at coronavaccinen bliver det middel, som kan sikre en langsigtet genopretning og normalisering af den globale økonomi. De seneste ugers nyhedsstrøm på området tillægges derfor afgørende betydning. Vacciner fra Pfizer/BioNTech og Moderna har fået tildelt såkaldte 'emergency use authorizations'. Vaccinen fra AstraZeneca er under vurdering. Det understøtter

---

sandsynligheden for, at det som minimum vil være de tre vacciner, som kommer til at blive standarden i OECD-området i nær fremtid.

Coronakrisen flyttede i løbet af foråret den økonomiske position fra en såkaldt 'late cycle'- position til en 'early cycle'- position. Ved normale konjunkturcykler er sådanne bevægelser typisk flere år om at realisere sig – men med coronakrisen var det en realitet i løbet af få måneder. 'Early cycle'-positioner kendetegnes typisk ved stor ledig kapacitet i produktionsledet. På den baggrund kan det forventes, at de kommende år vil være præget af lav investeringsaktivitet og behersket lønudvikling. Netop disse forhold ventes at være afgørende for, at den økonomiske politik vil forblive lempelig de kommende år. 'Early cycle'- positioner udtrykt ved vendepunkter i jobmarkedet har i historisk sammenhæng været indledningen til en positiv trend i indtjeningen. Det har desuden aflejret vigtige afkastmønstre i finansmarkedet. For det første har afkastet på risikofyldte aktiver trendmæssigt overgået afkastet på risikofrie aktiver, når arbejdsløsheden har været faldende. For det andet har aktier i gennemsnit givet positive afkast i nedtursfaser i CLI (Composite Leading Indicator, som er - OECD's konjunkturindikator, der er et samlet mål for den globale samfundsøkonomis vækst, red.), når disse faser er indtruffet i perioder med et jobmarked i fremgang. For uddybning henvises til publikationen "Fra 'late cycle' til 'early cycle'".

Samlet set taler det for at fastholde den taktiske overvægt af aktier relativt til stats-/realkreditobligationer. Denne overordnede allokering er de seneste måneder blevet udbygget med strategier inden for aktiespektret. Senest er der etableret en undervægt af EU Health Care versus EU Marked, idet sektoren har mere defensive karakteristika for så vidt angår indtjenings- og afkastmønstre i relativ forstand.

Redaktionens afslutning: 5. januar 2021