

Månedskommentar for januar

# Volatilitetsstød medførte skift fra *risk-on* til *risk-off* i januar

Flere toneangivende aktieindeks etablerede igen rekordniveauer i første halvdel af januar. Den positive udvikling i afkastet på risikofyldte aktiver blev imidlertid brutalt stoppet mod slutningen af måneden. På én dag steg volatiliteten opgjort ved det såkaldte VIX-indeks fra 23% til 37%, hvilket er den tredje største stigning nogensinde målt i forhold til udgangsniveauet. Det finansielle stød blev blandt andet udløst af ekstraordinære store kursbevægelser og høj handelsaktivitet i den del af aktiemarkedet, som omfatter de mest 'shortede' selskaber (når man 'shorter' et selskabs aktier, spekulerer man i, at aktien vil falde i værdi.)

Ifølge MSCI ACWI faldt globale aktier med 0,2% opgjort i lokalvaluta men steg med 0,25% opgjort i DKK. Særligt afkastet på de største amerikanske selskaber kunne ikke følge med afkastet på øvrige DM. MSCI EM steg med 3,8% i lokalvaluta i januar. Samlet set var der ikke de store bevægelser på indeks for europæiske erhvervsobligationer. I januar steg kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade-obligationer med 1 basispoint men faldt med 6 basispoint for europæiske High-Yield-obligationer. Den udvikling medførte, at Investment Grade-obligationer gav et afkast på niveau med sammenlignelige statsobligationer, mens High-Yield-obligationer gav et merafkast på 0,5%. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg med beskedne 4 basispoint til -0,4% ved udgangen af januar.

## 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 bøjer nu af i USA, størstedelen af Europa og Japan. I store træk er kredsløbet intakt, hvilket betyder lav nyhedsværdi og lav informationsværdi.

Det mere miksede billede gør sig naturligvis gældende for såvel erhvervstillidsindikatorer som forbrugertillidsindikatorer. Med nedlukninger i OECD-området i endnu en periode er det derfor en udbredt forventning, at det økonomiske momentum svækkes i første kvartal af 2021.

## 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. Den seneste periodes nyhedsstrøm på området tillægges derfor afgørende betydning. Testresultater fra vacciner udviklet af JNJ

---

og Novavax blev offentliggjort i januar. Disse vacciner har tilsyneladende effektivitetsrater og bivirkningsrater, som sandsynliggør godkendelser til massevaccinering inden for nær fremtid. Det ændrer imidlertid ikke det forhold, at udbredte nedlukninger formentlig vil blive opretholdt, indtil smittetalene falder yderligere, og en større andel af vaccineprogrammerne er realiserede.

De seneste måneders høje afkast på risikofyldte aktiver har i sig selv svækket det taktiske afkast/risiko-forhold. Visse investeringsrapporter vidner desuden om en stærk præference for risikofyldte aktiver og høj allokering til erhvervsobligationer/aktier. Den seneste nyhedsstrøm på den finanspolitiske side taler fortsat i retning af en stor vilje til at understøtte økonomierne. Det gælder ikke blot under den nuværende periode med nedlukninger men også i den periode, som vil følge efter og tillade en højere samfundsmæssig aktivitet. Det manuskript har foreløbig ikke haft tendens til at udløse mere markedsbaserede stramninger primært i form af højere realrenter – hvilket holdes i live af de seneste pengepolitiske budskaber fra toneangivende centralbanker.

Det forhold bibeholder de generelt gunstige omgivelser for prisfastsættelse og risikopræmier, jævnfør publikationen "Hvorfor så negativ?". Samlet set taler det for at fastholde den taktiske overvægt af aktier relativt til stats- og 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: 10. februar 2021