

Månedskommentar for maj

Høje afkast på risikofyldte aktiver i maj – genåbning inddiskonteres

I løbet af maj begyndte hovedparten af de vestlige lande genåbninger af samfundsmæssig aktivitet. Finansmarkedet reagerede på de første signaler om et positivt momentum i de økonomiske nøgletal. Det medførte høje afkast på risikofyldte aktiver.

I maj steg globale aktier med 4,2% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Omregnet til DKK udgjorde stigningen 2,7%. Risikopræmier faldt på erhvervsobligationer. På europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt spændet på OAS (option-adjusted spread) med henholdsvis 17 basispoint og 77 basispoint i maj. Det medførte merafkast på henholdsvis 0,9% og 3,4% relativt til sammenlignelige statsobligationer i forrige måned. Renteniveauet på globale statsobligationer forblev lavt i maj. Renten på 10-årige danske statsobligationer var -0,34% primo maj og -0,28% ultimo maj.

Genåbning er lig med positivt momentum i økonomiske nøgletal

Den omtalte genåbning af samfundsmæssig aktivitet i de vestlige økonomier kom til udtryk i hovedparten af nøgletallene. Eksempelvis steg den globale erhvervstillid inden for fremstillingsindustrien fra 39,6 i april til 42,4 i maj ifølge data fra JPM Global PMI. Det udtrykker en erhvervstillid, som fortsat er ekstrem lav – men vigtigst er, at tillidsdannelsen har retning mod et mere optimistisk niveau. Ligesom overgangen fra nedlukning til genåbning udgør et vendepunkt i coronakrisen, udgør selv en marginal stigning i tillidsindikatorerne et afgørende vendepunkt i forventningerne til fremtiden.

Det er fortsat for tidligt at konkludere på genåbningen i de vestlige økonomier. Erfaringerne fra Asien er blandede. Der

har været nye delvise nedlukninger i Kina, Hongkong, Sydkorea og Singapore. På den baggrund er det nærliggende at forvente, at Europa og USA også kommer til at opleve nye virusudbrud i et omfang, der kommer til at medføre nye delvise nedlukninger. Forsigtighedsprincippet ser ud til at være ét af fællestrækkene for landenes tilgang til genåbningen. Det er netop tilgangen med forsigtighedsprincippet i fokus, som kan reducere scenariets største risiko – hvor en voldsom genopblomstring af coronavirus i værste fald kan resultere i fornyet generel nedlukning. Men i netop den sammenhæng er det vurderingen, at nedlukningsperioden har flyttet finansmarkedets generelle forventning til genåbningsforløbet i en markant mere forsigtig retning. Der vil formentlig være en accept af en forsigtig genåbning, 'blot' processen viser sig løbende at være i fremdrift. Samlet set svarer det til en udvikling i CLI, hvor frit fald hen over første og andet kvartal vil blive afløst af et vist positivt momentum hen over sommeren.

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. Genåbningen af de vestlige økonomier er fortsat i sin initiale fase. Det er ensbetydende med, at det positive momentum i de økonomiske data har mulighed for at fortsætte de kommende måneder – i takt med, at genåbningen folder sig ud. Scenariet bør være understøttende for risikofyldte aktiver. OAS-spænd på globale High Yield-obligationer er faldet fra 1.100 basispoint under nedlukningen til nuværende 666 basispoint i forbindelse med genåbningen. I den sammenhæng vurderes kre-

ditmarkedet igen at spille en afgørende rolle for aktiemarkedet. I nuværende omgivelser er det værdiløst at estimere en 'ligevægtspræmie' men blot referere til, at gennemsnitsniveauet for OAS-spænd har ligget i underkanten af 600 basispoint siden 1998. Men coronakrisen sætter naturligvis en grænse for, hvor langt risikopræmierne kan og bør falde. Genåbning er ikke normalisering. Den taktiske overvægt af aktier relativt til stater/realer fastholdes – dog har en stor del af potentialet allerede realiseret sig i takt med de lavere kreditspænd på erhvervsobligationer hen over de seneste uger.

Coronakrisen har naturligvis skabt stor usikkerhed om indtjeningsevnen. Men ifølge Citi's Earnings Revision Index ser det ud til, at nedjusteringerne af EPS nåede sit klimaks i midten af marts i forbindelse med nedlukningen. Indekset er siden hen steget, hvilket formentlig skal tillægges indregningen af de positive effekter af genåbningen. Udviklingen er overordnet set en fundamental positiv faktor for aktiemarkedet. Coronakrisen medførte historisk store tab på risikofyldte aktiver frem til midten af marts. Den udvikling aflejrede naturligvis lav risikoappetit og høj risikoaversion blandt investorer. Det mest bemærkelsesværdige er, at ifølge AAll Sentiment Survey og BofAML Fund Manager Survey ser risikoappetitten og risikoaversionen ikke ud til at have ændret sig nævneværdigt siden – trods den igangværende genåbning og trods historisk høje afkast på risikofyldte aktiver de seneste uger. Det kan indikere, at den aktuelle positionering og forventningsdannelse fortsat er præget af skepsis og forsigtighed.

På risikosiden er genåbningsprocessen forbundet med mulighed for, at nye virustilfælde bryder ud i et omfang, som tvinger myndigheder til fornyet nedlukning. Det udfald anses som den største risiko for den kommende periode. På den geopolitiske front er spændingerne mellem USA og Kina igen steget. Det har øget risikoen for restriktive tiltag fra begge parter - hvilket typisk dæmper det positive økonomiske momentum og leder til højere risikopræmier på finansielle aktiver.

Redaktionens afslutning: 11. juni 2020