

Månedskommentar for august

Appetit på risikofyldte aktiver i august – USD yderligere svækket

Den generelle appetit på risikofyldte aktiver (såsom aktier) fortsatte i august. Globale aktier steg med 5,8% i lokalvaluta og 4,7% i DKK ifølge MSCI ACWI. Stigningerne var størst i USA og Japan relativt til Europa og Emerging Markets. Ved udgangen af august har MSCI ACWI i lokalvaluta indhentet det tab på godt 30%, som indekset oplevede fra midten af februar til midten af marts. I forrige måned faldt kreditspændet (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) med 14 basispoint og 45 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade- og High Yield-obligationer. Udviklingen aflejedede merafkast på henholdsvis 0,9% og 1,9% for de to aktiver i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på en dansk 10-årig statsobligation steg med beskedne 10 basispoint i august til -0,3%.

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

Genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet i de vestlige økonomier har været i gang siden begyndelsen af maj. Coronavirus fortsætter med at påvirke processen. Udviklingen hen over sommeren har givet drejebogen for 'new normal', hvad angår håndtering af en genopblussen af coronavirus. Håndteringen ser ud til at have fællestræk. De tidligere omfattende 'lock downs' er nu afløst af selektive nedlukninger. Disse nedlukninger retter sig primært mod aktiviteter med større forsamlinger herunder restauranter/underholdning. Det omtalte mønster i form af forbedring/forværring vil formentlig være 'new normal', indtil en eventuel vaccine kan give udsigterne til et endeligt stop for pandemien.

I en økonomisk og finansiell sammenhæng er det vigtigst, hvorvidt 'new normal' kan bryde den positive udvikling i de vækstrelaterede nøgletal. Højfrekvente dataserier for økonomisk aktivitet viser, at i USA stiger Weekly Economic Index

igen efter en flad udvikling i juli, hvor viruskurven steg. I Tyskland er Weekly Activity Index steget 10 uger i træk, siden bundvendingen i midten af juni. På globalt niveau har industritilliden inden for fremstillingsindustrien de seneste tre måneder genvundet, hvad der blev tabt fra januar til april ifølge JPM Global Manufacturing PMI.

Den positive udvikling er også ensbetydende med, at genåbningen allerede har fået visse toneangivende indikatorer til at stige til niveauer, som historisk har været sammenfaldende med 'max optimisme' – det gælder særligt ordrekomponenterne i de amerikanske ISM-rapporter. Det samme gør sig gældende for visse kinesiske erhvervstillidsindikatorer, som ligeledes er steget til tæt på 'max optimisme'-niveauer. Det understreger blot, at selv en forsigtig genåbningsproces på relativt kort tid selektivt har aflejet sig i en optimisme, der kan få svært ved at udbygge sig yderligere hen over efteråret.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste måneder har udviklingen i finansmarkedet igen vist, at *ændringer* i det økonomiske momentum spiller en vigtigere rolle end *niveauer* 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 forbedringspotentialet allerede har realiseret sig og bragt de ledende indikatorer tættere på en top. Kreditspænd på globale High Yield- og Investment Grade-obligationer er de seneste måneder faldet endnu tættere på niveauer, som kendetegner perioder med mere 'normale' eksterne omgivelser. Det forhold lægger naturligvis begrænsninger på fremtidige afkast – men udgør ikke nødvendigvis en hindring for yderligere fremgang, såfremt det positive momentum fortsætter den kommende periode.

Den mere positive udvikling i såvel realøkonomier som finansmarkeder har på det seneste lagt en dæmper på de politiske indgreb. Det er værd at bemærke, at det fortsat ikke er lykkedes for de amerikanske politikere at blive enige om en såkaldt CARES 2-aftale i USA som erstatning for udløb af de støtteordninger, som var indeholdt i CARES (The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) Act. Med knap otte uger til det amerikanske præsidentvalg burde incitamenterne til at lande en aftale på tværs af det politiske spektrum dog tiltage – i fald handlekraft skal kunne bruges som løftestang i valgkampen. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), introducerede for nylig et såkaldt gennemsnitligt inflationsmål ('average inflation-targeting', AIT) på 2% over tid. Centralbanken vil nu i perioder lade inflationen overstige 2% for at kompensere for perioder, hvor inflationen har været under 2%. I nuværende omgivelser kan det blot tolkes som argumenter for en forlængelse af Fed's nulrentemiljø frem for forestående indgreb. Det er derimod mere sandsynligt, at Den Europæiske Centralbank (ECB) må forholde sig til målsætningen – særligt i lyset af et Trade Weighted Index i EUR, som er steget med knap 7% i indeværende år.

Udviklingen af en vaccine mod coronavirus tager fart - seks præparater er nu i fase III-udvikling. I bedste fald kan de første testdata forventes i fjerde kvartal, og en offentliggørelse ligger nu inden for en overskuelig tidshorisont. Et eventuelt positivt udfald kan give en bagkant for pandemien og ændre forudsætningerne for vækstforløbet i 2021 i en markant mere positiv retning.

Med baggrund i ovenstående betragtninger fastholdes den taktiske overvægt af aktier relativt til statsobligationer/realkreditobligationer. I begyndelsen 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 samfundsøkonomis vækst - stiger fra lave niveauer; jævnfør publikationen 'Overvægt EU banker versus EU Marked'.

Redaktionens afslutning: 4. september 2020