

Månedskommentar for juli

Positive afkast på risikofyldte aktiver i juli – men svækket USD

På det overordnede niveau blev udviklingen i finansmarkedet i juli en gentagelse af udviklingen i andet kvartal. Afkastet på risikofyldte aktiver overgik igen afkastet på risikofrie aktiver. USD blev imidlertid svækket med knap 5% mod DKK i forrige måned, hvilket naturligvis dæmpede afkastet af amerikanske aktiver omregnet til DKK. Globale aktier steg med 4,0% i lokalvaluta men blot 0,3% i DKK ifølge MSCI ACWI. Stigningerne var ført an af aktieindeksene i Emerging Markets og USA, som ofte profiterer på lavere USD. OAS-spænd på erhvervsobligationer faldt med 22 basispoint og 37 basispoint på henholdsvis europæiske IG-obligationer og HY-obligationer. Det medførte merafkast på henholdsvis 1,3% og 1,6% for de to aktivklasser i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på en dansk 10-årig statsobligation faldt med marginale 6 basispoint i juli til niveauet -0,4% ved udgangen af måneden.

Coronavirus fortsat afgørende for genåbningsprocessen

Coronavirus fortsætter med at påvirke genåbningsprocessen og dermed den økonomiske udvikling. Lande, som foretog såkaldte hårde nedlukninger, har generelt kunnet genåbne uden væsentlig acceleration af smittetilfælde. Hvorimod lande, som foretog bløde nedlukninger og tidlige genåbninger, har tendens til fornyet acceleration af smittetilfælde.

I den sammenhæng har USA oplevet et tilbageslag i genåbningsprocessen grundet det stigende antal smittetilfælde, som satte ind i midten af juni. Inden for de seneste uger har USA indført nye restriktioner i de hårdest ramte stater, som primært vil ramme aktiviteter forbundet med større forsamlinger herunder restauranter/underholdning. Højfrekvent data fra USA tyder på nuværende tidspunkt på mindre aktivitetsfald i restaurantbesøg/detailhandel og en stabil industriproduktion i juli. Genåbningsprocessen i andre toneangivende økonomier har den seneste måned udviklet sig noget mere problemløst i sammenligning med USA. Som forventet indtræffer

nye udbrud af coronavirus i Asien og Europa, men hovedsageligt i form af klyngeudbrud, som forsøges omkranset ved selektive indgreb.

På den baggrund fortsatte den vigtige industrikyklus sin fremgang i juli – med stigninger i samtlige toneangivende økonomier. Mest bemærkelsesværdig var stigningen i Kina, hvor Caixin PMI steg til 52,8 i juli. Det er det højeste niveau siden begyndelsen af 2011. På globalt basis tyder det på, at det positive økonomiske momentum er fortsat ind i juli – omend med en noget mere moderat stigningstakt sammenlignet med det kraftfulde vendepunkt i starten af maj.

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. Det er primært den forømtalte virusudvikling i visse dele af USA, der har gjort udfaldsrummet i finansmarkedet mere tosidet den kommende periode – særligt i kølvandet på de lavere risikopræmier siden marts. Med til det billede hører dog også, at der de seneste tre uger har været en tendens til en ny udfladning af viruskurven på aggregeret basis i USA. Den udfladning er netop trukket af en mere positiv udvikling i de hårdest ramte stater i den sydlige del af USA. I USA er antallet af coronarelaterede dødsfald på daglig basis steget til godt 1.000 fra omkring 600 i ugerne hen over juni/juli. Det er dog fortsat markant lavere end niveauet på over 2.500 i midten af april. Antallet af døde er således ikke fulgt med stigningen i smittetallet. Lignende divergerende udvikling er konstateret i andre dele af verden.

I fald omtalte tendens får mere vedvarende karakter kan det tale for, at nye samfundsmæssige nedlukningstiltag bliver såvel mindre akutte som af mindre omfattende karakter end tidligere.

Risikoappetit og risikopositionering ser ikke ud til at have ændret sig nævneværdigt siden marts, jævnfør eksempelvis AAI Sentiment Survey og BofAML Fund Manager Survey. I USA er indskud på Money Market Funds steget med godt USD 1.100 mia. siden begyndelsen af marts. Blot USD 300 mia. blev indskudt i perioden, hvor S&P500 faldt – mens USD 800 mia. er blevet indskudt i perioden, hvor S&P500 er steget med knap 40%; jævnfør publikationen "(Mange) penge på siden". Tendensen er dog vendt de seneste fem uger, hvor der er trukket omkring USD 200 mia. ud af Money Market Funds. Samlet set underbygger det opfattelsen af, at den aktuelle forventningsdannelse og positionering blandt investorer fortsat er præget af skepsis og forsigtighed. De overordnede positive økonomiske data fortsætter med at afleje sig i revideringerne af indtjeningsestimater. Ifølge Citi's Earnings Revision Index ramte det negative momentum i estimatjusteringerne sit maksimum i midten af marts. De seneste tre måneder er indekset steget markant i takt med vendingen i CLI. Med baggrund i ovenstående betragtninger fastholdes den taktiske overvægt af aktier relativt til stats- og 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 stiger fra lave niveauer; jævnfør publikationen "Overvægt EU-banker versus EU-marked".

Redaktionens afslutning: 4. august 2020