

RISIKOFYLDTE AKTIVER STEG I JUNI SAMTIDIG MED KURVEFLADNING OG SEKTORROTATION

Udviklingen i finansmarkedet i juni var kendetegnet ved positive afkast på risikofyldte aktiver kombineret med en fladere rentekurve som følge af højere korte statsrenter og lavere lange statsrenter. Renteudviklingen igangsatte rotation mellem sektorer i aktiemarkedet. I juni fortsatte den udfladning af kreditspænd på erhvervsobligationer og VIX (der indikerer, hvor stor nervøsiteten er i markedet), som satte ind i midten af april.

Globale aktier steg ifølge MSCI ACWI med 2,1% i lokalvaluta og 4,5% opgjort i DKK. Stigningerne var ført an af Developed Markets relativt til Emerging Markets. Særligt renteudviklingen i juni medførte en rotation tilbage til selskaber inden for Tech, som dermed opnåede de højeste afkast og en rotation væk fra selskaber inden for Insurance/Banks, der afkastmæssigt efterlod disse sektorer i bunden. I juni faldt kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer med henholdsvis 3 og 6 basispoint, hvilket medførte merafkast på 0,2% og 0,5% relativt til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt med 6 basispoint i juni til niveauet 0,1%.

'Maks momentum' begynder at afspejle sig i nøgletal

Som fremhævet i de seneste publikationer er vækstrelaterede nøgletal i løbet af forsommeren steget til niveauer, som typisk er kendetegnet ved klimaks i det økonomiske momentum, jævnfør publikationen "Tætte på maks momentum". Den højfrekvente dataserie Weekly Economic Index publiceret af NY Federal Reserve steg nærmest lodret frem til midten af april i

forbindelse med genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet i USA. Siden starten af maj har indekset tabt højde. Det mønster forventes at blive mere udbredt i erhvervstillidsindikatorer inden for såvel fremstillingssektoren som servicesektoren i USA i den kommende periode. Ovennævnte udvikling afspejler sig i markedsforventningerne til vækstprofilen for amerikansk BNP hen over de kommende kvartaler. Ifølge Bloomberg ventes væksten at toppe i andet kvartal på et niveau, som overstiger 9% på annualiseret basis. Det er markedsforventningerne, at væksten vil aftage men forblive høj i tredje kvartal - for derefter i de efterfølgende kvartaler at falde ned på noget lavere vækstrater frem til udgangen af 2022.

De seneste erhvervstillidsindikatorer fra Asien tegner samme billede af et vækstmomentum tæt på klimaks. Det kommer til udtryk i en overvejende negativ udvikling i de kinesiske indikatorer. I Europa derimod fortsatte den generelle positive udvikling i juni blandt andet som følge af udviklingen i coronakrisen, som i Europa forløber med en forsinkelse i sammenligning med USA og Asien. Men vækstindikatorer i Europa befinder sig dog allerede på niveauer, som historisk er faldet sammen med klimaks i momentum.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Udviklingen i finansmarkedet de seneste måneder har synliggjort, at omgivelserne er blevet mere komplekse. Afkastet på risikofyldte aktiver relativt til risikofrie aktiver har i forsommeren ikke fulgt samme entydige mønster, som gjorde sig gældende i de forudgående kvartaler. Det kan være et varsel om, at forventningsdannelsen er ved at indstille sig på et skift i det økonomiske momentum i retning af mere opbremsning og mindre ekspansion, jævnfør publikationen "Genåbningstoppen".

Men kompleksiteten rækker ud over forventningerne til det økonomiske momentum. I USA og Europa har massevaccineringerne i et stykke tid tilladt genåbninger af den samfundsmæssige aktivitet – hvilket over tid vil medføre en normalisering af økonomierne. Udviklingen strider derfor mere og mere imod en fastholdelse af den gældende pengepolitik, som stadig omfatter månedlige QE-programmer på USD 120 mia. i USA og EUR 80 mia. i Europa. Det seneste FOMC-møde afslørede, at centralbanken igen måtte ændre sin økonomiske prognose i retning af højere inflation i 2021 og lavere arbejdsløshedsprocent i 2022. På mødet udtrykte flere medlemmer ønske om at fremrykke de pengepolitiske stramninger. Troværdigheden i det pengepolitiske manuskript er faldende, jævnfør publikationen "Fra sikker til skråsikker". Obligationsmarkedet har øjeblikkeligt inddiskonteret centralbankens nye signaler til niveauet for styringsrenten. Men sandsynligheden for, at korte og lange rente herfra vil bevæge sig i hver sin retning, anses som værende begrænset – så tidligt i et strammingsforløb, hvor end ikke de første tiltag er eksekveret.

Det giver for finansmarkedet omridset til udsigter præget af en kombination af to vigtige forhold. For det første, at det økonomiske momentum når sit maksimum i andet kvartal ført an af udviklingen i USA og Kina efterfulgt af Europa. For det andet, at de monetære omgivelser står foran et strammingsforløb med mindre gunstige likviditetsforhold. Samlet set ventes udviklingen at afleje sig i mere identiske afkast mellem risikofyldte og risikofrie aktiver. Overgange til opbremsningsfaser repræsenterer typisk perioder, hvor risikopræmier er færdige med at falde. Den nuværende optimistiske holdning blandt investorer vil nå sit maksimum. De taktiske strategier inden for aktiespektret fastholdes, hvilket vil sige en overvægt af Finanssektoren i USA og Europa samt en undervægt af sektorerne Sundhedspleje og Forsyning i Europa - relativt til de respektive markedsindeks. Strategiernes relative EPS-udvikling er fortsat gunstig. Strategiernes har generelt en høj følsomhed over for stigende renter. Realrenteniveauet for særligt de amerikanske statsrenter anses stadig som værende ekstraordinært negativt, hvilket muliggør en periode med et opadgående pres på renter – selv i omgivelser, hvor vækstmomentum har nået sit maksimum.

Redaktionens afslutning: 7. juli 2021