

MIKSEDE AFKAST FOR RISIKOFYLDTE AKTIVER OG RENTEFALD I JULI

Juli bød på miksede afkast for risikofyldte aktiver i omgivelser med forholdsvis store fald i renter på de toneangivende statsobligationer.

Globale aktier gav i forrige måned et afkast på 0,7% i lokalvaluta og 0,6% i DKK ifølge MSCI ACWI. En udvikling med forholdsvis store variationer i underindeks. På landeniveau steg amerikanske aktier med 2,3%, mens japanske aktier faldt med 2,4% opgjort i lokalvaluta. Developed Markets-aktier steg med 1,7%, mens Emerging Markets-aktier faldt med 6,1% opgjort i lokalvaluta. Rentespænd på kreditobligationer steg generelt i juli. På europæiske erhvervsobligationer steg kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) med 1 basispoint og 15 basispoint på henholdsvis Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer, hvilket gav merafkast på 0,1% og -0,1% i forhold til afkast på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt i forrige måned med 22 basispoint til niveauet -0,15%. På tilsvarende obligationer i USA var faldet på 25 basispoint til niveauet 1,2%, hvilket medførte et afkast på 2% i juli.

Genåbningstoppen viser sig efterhånden mere generelt i nøgletallene

I juli udviste de fremadrettede indikatorer mere generelle tegn på topvendinger. Forløbet i OECD's vækstindikator, CLI (Composite Leading Indicators), er dermed i gang med at bevæge sig fra ekspansion til opbremsning – med Kina og USA tidligst i det forløb, jævnfør publikationen "Genåbningstoppen". I USA faldt ISM-indekset inden for fremstillingsindustrien igen, hvormed indekset er faldet fra det høje topniveau på 64,7 i marts til 59,5 i juli. Tillidsniveauet er dermed fortsat højt – men vigtigst er, at optimismen er aftagende.

Omtalte udvikling i tillidsindikatorerne indtraf endnu tidligere i Kina og er generelt fortsat i juli. De kinesiske myndigheder synes allerede at være fanget i et dilemma. I slutningen af marts henstillede People's Bank of China (PBoC) til at holde igen med nye udlån for den resterende del af 2021. Siden denne henstilling er impulsen fra kreditområdet aftaget yderligere. I starten af juli lempede PBoC pludselig bankernes reservekrav med 50 basispoint, hvilket var den første lempelse af denne karakter siden marts 2020. Det er på den baggrund nærliggende at tolke, at impulsen fra kreditområdet igen er blevet en for kontraktiv faktor for landets økonomiske vækst.

Genåbningsforløbet i Europa er i øjeblikket mindre fremskreden som følge af en generel langsom start på massevaccineringerne. Den seneste udviklingen i vækstindikatorer fra Europa tyder dog på, at genåbningsforløbet bliver stærkt og i store træk vil blive drevet af de samme dynamikker, som eksempelvis har kendetegnet den økonomiske udvikling i USA. Udviklingen i vækstindikatorerne i juli indikerer, at en genåbningstop i Europa også er inden for rækkevidde.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

I juli har udviklingen i finansmarkedet synliggjort, at de taktiske omgivelser er blevet mere komplekse. Afkastet på risikofyldte aktiver relativt til risikofrie aktiver følger ikke længere samme entydige mønster, som gjorde sig gældende i de forudgående kvartaler. Det kan ses som et varsel om, at forventningsdannelsen i finansmarkedet er ved at indstille sig på et skift i omgivelserne. Følgende forhold anses som afgørende for den kommende periode:

- Maksimum økonomisk momentum
- Maksimum 'overskudslikviditet'

Kompleksiteten i finansmarkedet rækker dermed 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 kvantitative lettelser (QE)-programmer på USD 120 mia. i USA og EUR 80 mia. i Europa. Herfra er det mest et spørgsmål om tid, hvornår de omtalte QE-programmer nedtrappes. Den igangværende økonomiske genopretning vil lægge beslag på likviditet og mekanisk medføre, at 'overskudslikviditeten' vil falde markant de kommende kvartaler. Det vil opleves som strammere likviditetsomgivelser i finansmarkedet.

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 ført an af udviklingen i USA og Kina efterfulgt af Europa. For det *andet*, at de monetære omgivelser står foran et stramningsforløb 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, hvilket kan være begyndt at afspejle sig i kreditmarkedet. I sådanne omgivelser vil den nuværende optimistiske holdning blandt investorer også nå sit maksimum. Som følge heraf har det taktiske risikoniveau bevæget sig i et mere balanceret forhold de seneste måneder. På overordnet niveau betyder det, at aktier neutralvægtes i forhold til obligationer. Udviklingen i det taktiske risikoniveau har i forrige måned også inddraget aktiestrategierne – hvor overvægten af Finanssektoren i USA og Europa samt en undervægt af sektorerne Health Care og Utilities i Europa relativt til de respektive markedsindeks - blev elimineret.

Redaktionens afslutning: 5. august 2021