

AFKASTET PÅ RISIKOFYLDTE AKTIVER I FRONT I AUGUST

I august var det i overvejende grad de risikofyldte aktiver, som opnåede de højeste afkast – en udvikling, som blev ført an af aktier og High Yield (HY)-obligationer.

Globale aktier steg ifølge MSCI ACWI med 2,6% opgjort i lokalvaluta. Opgjort i DKK blev afkastet på 2,9% i forrige måned. Stigningerne var ført an af teknologi-sektoren. Det medførte en stigning i Nasdaq på 4% i august. Selskaber inden for Banker og Forsikring lå ligeledes afkastmæssigt i front understøttet af svagt stigende statsrenter i perioden. På europæiske Investment Grade-obligationer steg kreditspændet med 1 basispoint i august. Udviklingen medførte et merafkast på 2 basispoint i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. På europæiske HY-obligationer faldt kreditspændet derimod med 10 basispoint, og merafkastet blev på 64 basispoint i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer.

Vækstrelaterede nøgletal overrasker mere entydigt på nedsiden

Med udviklingen i august begynder de vækstrelaterede nøgletal at tegne et mere entydigt billede af aftagende momentum. Erhvervstillidsindikatorer inden for fremstillingsindustrien er den seneste måned faldet yderligere i de toneangivende økonomier i OECD-området. Den tilsvarende indikator for Kina offentliggjort af NBS (National Bureau of Statistics) udviser fald for femte måned i træk. Ordreindekset, som i marts lå på knap 54, er faldet til under 50 ved udgangen af august.

Den omtalte udvikling lader ikke til at være i tråd med den generelle forventningsdannelse. De såkaldte "Economic Surprise Indices" offentliggjort af Citi er faldet fra rekordhøje niveauer i midten af 2020 til nu negative niveauer for både USA, Europa og Kina. Det er et udtryk for, at en bred kurv af nøgletal i de nævnte

økonomier nu har udfald, som ikke lever op til markedsforventningerne. Det anerkendes, at et stigende smittetryk fra mere smitsomme varianter af coronavirus har spillet en rolle i det omtalte tab af økonomisk momentum. Men hovedårsagen vurderes at være en konsekvens af det eksplosive vækstmomentum, som blev udløst i første del af 2021 i kølvandet på massevaccineringer. Et væksttempo af den karakter kan kun opretholdes i en begrænset periode. Men det aftagende vækstmomentum rækker ud over det forløb, som ligger i kølvandet på Genåbningstoppen. Kredit- og likviditetsindikatorer har i et stykke tid signaleret, at de ellers så gunstige effekter fra disse områder ville blive noget mere kontraktive (strammet) hen over 2021 i både Kina og USA. Det vidner igen om, at det er ændringer frem for niveauer i variable med relation til den økonomiske politik, som spiller den væsentligste rolle for det økonomiske momentum.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Genåbningsforløbet af de globale økonomier er efterhånden så fremskreden, at de taktiske omgivelser er begyndt at blive mere komplekse. Komplexiteten består i et trendsifte i nedenstående to forhold, der på sædvanligvis ventes at påvirke afkastforløbet i finansmarkedet i den kommende periode.

- Maksimum økonomisk momentum

Som omtalt giver de ledende indikatorer et mere entydigt signal om, at den økonomiske vækst har nået et toppunkt i såvel OECD-området som i Kina. Et vendepunkt er under etablering og vil generelt set bringe den økonomiske fase fra ekspansion til opbremsning. Det aflejrer sig i et forløb, hvor markedsestimaterne for BNP-væksten i de toneangivende økonomier efterhånden domineres af nedjusteringer.

- Maksimum 'overskudslikviditet'

Udrulningen af coronavaccinerne er så fremskreden, at de væsentligste virusrelaterede restriktioner er faset ud. Den samfundsmæssige aktivitet er ikke normaliseret – men tæt på. 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. Her fra er det mest et spørgsmål om tid, hvornår de omtalte QE-programmer nedtrappes. 'Overskudslikviditeten' udtrykt i forholdet mellem pengemængdevækst og økonomisk vækst har allerede nået sig maksimum i USA. Det samme gælder for kreditområdet i Kina, som siden årsskiftet har bevæget sig i en mere kontraktiv retning.

De ovennævnte to punkter forventes at være de afgørende parametre for finansmarkedet den kommende periode. For det første vil en faseovergang fra ekspansion til opbremsning typisk medføre risikopræmier, som bunder. Det må forventes, at faseforløbet aflejrer sig i en mere afdæmpet forventning til EPS (earnings per share)-udviklingen – hvor nedjusteringer af indtjeningsestimater overgår opjusteringer i en periode. I opbremsningsfaser bliver afkastforholdet mellem risikofrie og risikofyldte aktiver mere ensartede. For det andet vil den faldende "overskudslikviditet" forringe de ellers så gunstige betingelser for investorerne risikoappetit og allokering af kapital mod mere risikofyldte aktiver. I sådanne omgivelser er taktiske aktivallokeringer forbundet med lavest træfsikkerhed og dermed højest usikkerhed. Af disse årsager foretrækkes en neutralvægtet allokering mellem aktier og obligationer.

Redaktionens afslutning: 7. september 2021