

# AKTIER NED, RENTER OP OG KREDITSPÆND UÆNDREDE I SEPTEMBER

I september havde afkastmønstrene i finansmarkedet et usædvanligt forløb. Måneden var kendetegnet ved stigende risikoaversion dog uden særlig investoraappetit til at søge mod de mest risikofrie aktiver. Samlet set betød det faldende afkast på aktier og statsobligationer og efterlod erhvervsobligationer med stort set uændrede kreditspænd.

Globale aktier faldt med 3,4% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Omregnet til DKK udgjorde tabet 2,2% i forrige måned. Udviklingen bringer MSCI ACWI tilbage på det niveau, som var gældende ved udgangen af juni. Faldene var ført an af de amerikanske aktieindeks med teknologisektoren i front, idet Nasdaq faldt med 5,3%. I den positive ende af skalaen lå MSCI Japan, som steg 4,3% i september. Der var ikke de store ændringer, hvad angår risikopræmierne på europæiske erhvervsobligationer. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt med 1 basispoint på Investment Grade-obligationer og var uændrede på High Yield-obligationer i forrige måned. Det afstedkom merafkast på henholdsvis 15 og 40 basispoint for de to aktivklasser relativt til afkastet på sammenlignelige statsobligationer.

## Forsyningsproblemer på energiområdet rammer industriproduktionen

De ledende indikatorer har på det seneste tegnet et mere entydigt billede af, at det økonomiske momentum har nået sit maksimum for denne gang. Den udvikling lader stadig 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 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 skal i den sammenhæng tilføjes, at i USA og Europa har udviklingen i de vækstrelaterede nøgletal mest karakter som en moderat opbremsning med aftagende momentum fra høje væksthiveauer i forsommeren.

Det har i store træk været det skitserede scenarie siden forsommeren jævnfør publikationen "Genåbningstoppen". De seneste ugers prisstigninger og forsyningsproblemer på særligt energiområdet vurderes dog at skubbe vækstscenariet til den negative side. Ubalancerne på energiområdet har på få uger nået et omfang, som rammer den økonomiske aktivitet. Manglen på elektricitet tvinger Kina til at prioritere mellem forsyning til husholdningssektoren eller erhvervssektoren. De kinesiske myndigheder har inden for de seneste uger selektivt har henstillet energitunge virksomheder til at reducere eller indstille produktionsaktiviteten. Det drejer sig primært om produktion inden for sektorerne stål, cement og kemikalier.

Forsyningsproblemer for et så vigtigt input som elektricitet åbner potentielt udfaldsrummet for store negative overraskelser og indtræffer på et tidspunkt, hvor de globale forsyningskæder oplever store flaskehalse. Et netværk, hvori den kinesiske industriproduktion spiller en central rolle. Forsyningsproblemet vil have vidtrækkende effekter fra indtjening til prisudvikling – ikke blot i Kina men på globalt plan. Hvad angår Kina, så har det økonomiske momentum i forvejen udviklet sig bekymrende negativt hen over sommeren. Gældsproblemerne i ejendomssektoren svækker den generelle tillidsdannelse. I kombination med de omtalte selektive nedlukninger af den samfundsmæssige

aktivitet grundet mangel på elektricitet har det skubbet vækstudsigterne i Kina i en endnu mere negativ retning, jævnfør publikationen "Mørk tid i Kina".

### **Investeringskonklusioner og aktivallokering**

Udviklingen de seneste uger vidner blot om, at de taktiske omgivelser for finansmarkedet er komplekse. Såfremt de opståede ubalancer på energiområdet ikke forholdsvis hurtigt kan reetableres fra udbudssiden i form af øget energiproduktion, vil ligevægten være tvunget til at komme fra efterspørgselsiden – hvilket vil sige lavere økonomisk momentum.

Siden forsommeren har særligt to forhold været anset som afgørende for finansmarkedet. Begge forhold baserer sig på det tab af momentum, som er fulgt i kølvandet på den eksplosive genåbning af den økonomiske aktivitet i andet kvartal.

- **Maksimum økonomisk momentum:** indikatorer i OECD-området signalerer fortsat solid økonomisk aktivitet men blot på niveauer, som er lavere end i forsommeren. Den omtalte udvikling i Kina og effekterne på den globale industriproduktion anses af have forringet det forestående vækstmomentum yderligere.
- **Maksimum 'overskudslikviditet':** genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet lægger automatisk større beslag på likviditet. Det er tolkningen, at centralbanken i USA på det seneste har fremskyndet tidspunktet for, hvornår de kvantitative lempelser (QE) nedskaleres. Tilsammen vil det opleves som en stramning af de likviditetsmæssige omgivelser for finansmarkedet.

Ovenstående er ikke et udtryk for en større bekymring for det nuværende aktivitetsniveau eller likviditetsniveau – men understreger blot vigtigheden af, hvorledes de omtalte områder ændrer sig. I omgivelser, hvor disse områder taber momentum, bliver afkastforholdet mellem risikofrie og risikofyldte aktiver mere ensartede. Taktiske aktivallokeringer er i disse perioder forbundet med lavest træfsikkerhed og dermed højest usikkerhed. Samlet set foretrækkes en neutralvægtet allokering mellem aktier og obligationer.

Redaktionens afslutning: 4. oktober 2021