

Månedskommentar for juni

# Risikofyldte aktiver udbyggede stigninger i juni

På det overordnede niveau i finansmarkedet blev udviklingen i juni en gentagelse af udviklingen i april og maj. Afkastet på risikofyldte aktiver overgik afkastet på risikofrie aktiver. Afkastmønstre afspejlede det positive momentum i de økonomiske nøgletal i forbindelse med genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet. Globale aktier steg med 2,9% i lokalvaluta og 1,8% i DKK ifølge MSCI ACWI. Udviklingen var ført an af de mere cykliske regioner. Emerging Market-aktier steg med 6,6% sammenlignet med 2,3% for Developed Market-aktier. Risikopræmier på erhvervsobligationer faldt yderligere i juni. OAS-spænd på europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt med henholdsvis 16 basispoint og 42 basispoint i forrige måned. Det medførte merafkast på henholdsvis 1,1% og 1,8% i forhold til sammenlignelige statsobligationer for de to aktiver. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt marginalt med 5 basispoint til niveauet -0,3% ultimo juni.

## Kraftfulde vendepunkter i nøgletal – i kølvandet på genåbningen

I "Allokeringsoversigten februar 2020" introduceredes det stilistiske CLI-forløb, som ventede at spille sig ud hen over den første del af coronakrisen. Det CLI-forløb indeholdt to ben. Først en periode med et negativt stød til økonomien afløst af en periode med et positivt stød til økonomien. Økonomierne i Asien startede genåbningen i marts og hovedparten af de vestlige økonomier igangsatte ved indgangen til maj – det vil sige en genåbning, som aktuelt har været mellem to og fire måneder. Det har aflejret sig i kraftfulde vendepunkter i visse økonomiske nøgletal. Erhvervs- og tillidsindikatorer har generelt genvundet en stor del af tabet under nedlukningen. Desuden har tendensen i genåbningsprocessen i store træk været, at i Asien har virksomhedssektoren rejst sig hurtigere end husholdningssektoren, mens det omvendte har været tilfældet i store dele af de vestlige økonomier. Det efterlader po-

tentiale/efterslæb begge steder men af forskelligartet karakter. Den globale samhandel og forsyningskæde må fortsat betragtes som værende langt fra normalisering. Med udgangspunkt i den aktuelle tilstand er det vurderingen, at genåbningen kommer til at strække sig over den resterende del af 2020 - naturligvis under forudsætning af, at coronavirus tillader et sådan forløb. Det scenarie kan tyde på, at økonomiske indikatorer kan udbygge de kraftfulde vendepunkter fra april/maj, da Europa og USA genåbnede. Udbygningen vil komme til at ske i et lavere tempo, hvilket er det naturlige mønster, når opsvingsperiode afløses af ekspansionsperiode. De politiske indgreb ventes at fortsætte, men kompensationspakker vil fremover blive afløst af aktivitetspakker. Førstnævnte indgreb har sikret indkomstdannelsen under nedlukningen, mens sidstnævnte indgreb skal ekspandere efter spørgslen efter genåbningen. Af aktivitetspakker under udarbejdelse/forhandling kan nævnes EU Recovery Fund på EUR 750 mia. og muligvis USA Infrastructure Bill på USD 1000 mia.

## 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.

Genåbningsprocessen er i sagens natur forbundet med en risiko for, at coronavirus vil få en genopblomstring. Erfaringerne fra Kina og Europa tyder på, at smittespredningen er forblevet på lave niveauer. Men de seneste uger viser, at registrerede smittetilfælde i USA på aggregeret basis igen accelererer – blandt andet som følge af forholdsvis store udbrud i

---

Texas, Californien og Florida. Nye såkaldte 'hotspots' er under opbygning formentlig som følge af for tidlig eller uforsigtig genåbning. Derimod kan det konstateres, at smittetilfældene falder i de tidligere hotspots herunder i New York. Ovenstående komplicerer naturligvis omgivelserne den kommende periode. Den negative udvikling i USA anses som det første advarselsflag i genåbningsforløbet blandt de vigtigste økonomier. Men udviklingen de seneste måneder har også synliggjort, at finansmarkedet kan håndtere en coronakrise og en tilhørende forsigtig genåbning, i tilfælde af at det økonomiske momentum er i bedring. Nedlukningstiltag i omtalte hotspots i USA bør ikke kunne overgå de positive effekter fra genåbningen i det øvrige USA, Asien og Europa.

Virusudviklingen i visse dele af USA har gjort udfaldsrummet i finansmarkedet mere tosidet den kommende periode – særligt i kølvandet på de store fald i risikopræmier siden midten af marts. Men risikoappetit og risikopositionering ser ikke ud til at have ændret sig nævneværdigt siden marts, jævnfør eksempelvis AAll Sentiment Survey og BofAML Fund Manager Survey. I USA er indskud på Money Market Funds steget med godt USD 1.100 mia. siden starten 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%. Det underbygger den samlede opfattelse af, at den aktuelle forventningsdannelse og positionering blandt investorer fortsat er præget af skepsis og forsigtighed. Samlet set taler det for at fastholde den taktiske overvægt af aktier relativt til statsobligationer/realkreditobligationer. I starten 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.

Redaktionens afslutning: 8. juli 2020