

Månedskommentar for november

Risikoappetititen kom stærkt tilbage i november

Appetititen efter risikofyldte finansielle aktiver dominerede kraftigt i november. En afklaring af det amerikanske præsidentvalg og en vending i viruskurven i Europa har bidraget til udviklingen. Globale aktier steg med 11,4% i lokalvaluta og 9,4% i DKK ifølge MSCI ACWI. Stigninger i Developed Markets var i front med et afkast på 11,9%, mens Emerging Markets opnåede et afkast på 7,7%, begge i lokalvaluta.

Risikopræmierne (det, der skal 'belønne' investoren for den risiko, han/hun løber i sin investering) fortsatte ned på europæiske erhvervsobligationer i november. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt med 24 basispoint og 110 basispoint i forrige måned. Det resulterede i merafkast på henholdsvis 1,5% og 4,6% relativt til sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt marginalt med 4 basispoint til niveauet -0,46%. Råvaremarkedet var præget af store prisudsving. Prisen på olie og kobber steg med henholdsvis 27% og 12%, mens prisen på guld faldt med godt 6% i november.

Blandede nøgletal med lav informationsværdi – men samlet fremgang

Coronapandemien har gjort estimering af det kortsigtede økonomiske momentum mere og mere værdiløst. Den vedvarende eksistens af coronavirus har ledt til et efterhånden mekanisk kredsløb baseret på følgende parametre og rækkefølge:

Viruskurve → virusindgreb → økonomiske nøgletal

Under coronakrisen har fokus naturligvis rettet sig mod udviklingen i sammenhængens første led i form af viruskurven

– og givet retningen for de efterfølgende samfundsmæssige restriktioner og dermed det økonomiske momentum. Vækstrelaterede nøgletal er blevet en funktion af viruskurven. Den negative udlægning er, at igangværende nedlukninger vil svække nøgletallene de kommende måneder. Den positive udlægning er, at indgrebene begynder at virke. Viruskurven knækker i stadig flere europæiske lande og reducerer igen presset på sygehusvæsenet. Udviklingen i USA ventes at følge samme mønster som i Europa blot med en forsinkelse. Kredsløbet er intakt med høj forudsigelighed og lav informationsværdi.

På nuværende tidspunkt kan der på globalt plan tegnes et blandet billede af det økonomiske momentum, der afhænger af, hvor på viruskurven de enkelte lande er placeret. Momentum er svagest i Europa og stærkest i Kina. Men på aggregeret basis er der tegn på, at den positive udvikling er fortsat i november. Ifølge 'Global Growth Indicators' udarbejdet af BofAML med baggrund i 38 indikatorer er fremgangen fortsat den seneste måned. Det har samlet set udbygget den positive trend, som blev indledt i foråret.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

I øjeblikket befinder finansmarkedet sig i krydsfeltet mellem viruskurve, nedlukninger og coronavaccine, hvor nyhedsstrømmen er intens. De langsigtede positive effekter af en coronavaccine overgår de kortsigtede negative effekter fra nye nedlukninger.

En coronavaccine har været anset som det middel, som endegyldigt kan eliminere eksistensen af virus og dermed nedbryde det omtalte kredsløb. De seneste ugers nyhedsstrøm på området tillægges derfor afgørende betydning. Indikative testresultater fra Pfizer, Moderna og AstraZeneca kan tyde på, at de respektive vacciner opfylder myndighedernes kriterier

vedrørende effektivitet og bivirkninger. I så fald forbedrer det naturligvis sandsynligheden for vaccineres tildeling af såkaldte 'emergency use authorizations', der igen er forudsætningen for udrulning af vaccinationer inden for de kommende måneder. Det har flyttet forventningsdannelsen i finansmarkedet i en mere positiv retning, jævnfør publikationen "Penge retur og optimisme op". Investoroptimismen nåede for nylig det højeste niveau i knap fire år ifølge data fra AAI Sentiment Survey. Den største risiko er ikke længere den stigende viruskurve – men derimod, at vaccinerne ikke opnår myndighedernes godkendelse.

De seneste måneder har råvaremarkedet sendt interessante signaler. Kobberprisen er igen accelereret og udbygger stigningerne, som startede i foråret. Guldprisen har derimod været faldende siden august. Det kan tolkes som tegn på økonomisk genopretning koblet med en tiltagende forventningsdannelse om, at deflationsrisikoen har nået sit maksimum. Den udvikling kan forstærkes, såfremt én eller flere coronavacciner opnår en snarlig godkendelse fra myndighederne. Scenariet kan dermed komme til at udgøre et klimaks i negative realrenter og starten på en normalisering mod positive realrenter. I USA er realrenterne faldet fra niveauet 1% før coronakrisen til niveauet -1% i det 10-årige segment. Negative realrenter for segmentet i USA har blot eksisteret i få kvartaler de seneste 20 år.

Signalerne har været medvirkende til, at der er etableret en overvægt af USA Financials relativt til USA Marked. Den relative afkastudvikling for sektoren ventes at blive understøttet af en mulig normalisering af realrenterne. Den relative afkastudvikling for sektoren ventes at blive understøttet af generel økonomisk genopretning, som giver forudsætninger for en højere EPS (Earnings Per Share)-vækst i relativ forstand i en periode. Allokeringen udbygger dermed den eksisterende overvægt af EU Banks relativt til EU Marked. Samlet set taler det desuden for at fastholde den taktiske overvægt af aktier relativt til stats- og realkreditobligationer.

Redaktionens afslutning: 4. december 2020