

Månedskommentar for april

## Høj risikoappetit fortsatte i april

I april ramte flere toneangivende aktieindeks igen rekordhøje niveauer. Udviklingen faldt sammen med, at den implicite volatilitet udtrykt ved VIX-indekset (der indikerer, hvor stor nervøsiteten er i markedet) i forrige måned faldt under indeks 20, hvilket er det laveste niveau siden udbruddet af coronapandemien.

I april steg globale aktier med 3,7% i lokalvaluta og 1,9% omregnet til DKK ifølge MSCI ACWI. Stigningerne var igen ført an af MSCI DM, som steg med 4%, mens MSCI EM steg med 2,2% opgjort i lokalvaluta.

Den positive afkastudvikling gjorde sig også gældende for erhvervsobligationer. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade- og High Yield (HY)-obligationer faldt med henholdsvis 6 og 11 basispoint i april. Det resulterede i merafkast på henholdsvis 0,4% og 0,9% i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg marginalt fra 0% til 0,1% i forrige måned.

### Ekspløsiv økonomisk vækst i gang i USA

USA's håndtering af vaccineudrulningen i 2021 har stået i stærk kontrast til håndteringen af epidemien i 2020. Det afspejles i Joe Bidens nye målsætning om at have afgivet 200 mio. vacciner mod tidligere 100 mio. inden for de første 100 dage i præsidentembedet. I det lys har USA gode forudsætninger for at genåbne den samfundsmæssige aktivitet.

De seneste uger er de positive udsigter begyndt at slå hårdt igennem på vækstrelaterede nøgletal. Ifølge ISM befinder optimismen inden for fremstillingsindustrien i USA sig på det højeste niveau siden 1983. Inden for servicesektoren er optimismen på det højeste niveau siden dataseriens start i 1997. I første halvår af 2020 afspejlede Weekly Economic Index fra Federal Reserve Bank of New York på udmærket vis udviklingen i vækstmomentum hen over perioden med henholdsvis nedlukning og genåbning af den samfundsmæssige aktivitet

i USA. Inden for de seneste uger er aktivitetsindekset eksploderet og indikerer dermed rekordhøj momentum i den realøkonomiske aktivitet i øjeblikket.

Ovennævnte udvikling afspejles i markedsforventningerne til vækstprofilen for amerikansk BNP hen over de kommende kvartaler. Ifølge Bloomberg ventes væksten at toppe i indeværende kvartal på et niveau, som overstiger 8% på annualiseret basis. Det er markedsforventningen, at væksten vil aftage men forblive høj i tredje kvartal - for derefter i de efterfølgende kvartaler at falde til noget lavere vækstrater frem til udgangen af 2022.

### Investeringskonklusioner og aktivallokering

Den aktuelle situation i finansmarkedet afspejler på sædvanlig vis de meget positive momentumssignaler:

- OAS-spænd på HY-obligationer i USA tangerer de rekordlave niveauer fra 2017/2018.
- Flere toneangivende aktieindeks sætter 'all-time-highs'.
- Tillidsindikatorer udtrykker i overvejende grad meget høj optimisme blandt investorer.
- Rekordstor tilstrømning til aktiefonde særligt i USA de seneste måneder.

Ovenstående udvikling er i sig selv ikke problematisk. Men en yderligere udbygning vil typisk kræve, at vækstindikatorer de kommende måneder stiger yderligere fra de nuværende meget høje niveauer. Det er muligt - men ikke særligt sandsynligt. Indikatorerne giver en forventning om, at særligt jobrelaterede data i den kommende periode vil være så stærke, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og derefter andre toneangivende centralbanker vil begynde at sende de første signaler om en mindre lempelig udvikling i de pengepolitiske omgivelser. Dét pengepolitiske forløb er i gang i Kina, hvor People's Bank of China har henstillet bankerne til at holde igen med nye udlån for den resterende del af 2021. Signalet skal ikke overfortolkes som en større monetær stramning. Men det vil formentlig betyde, at kreditimpulsen

---

vil aftage yderligere de kommende kvartaler. En generelt mindre gunstig impuls fra pengepolitikken ventes at medvirke til at svække det taktiske momentum og reducere den i øjeblikket særligt høje risikoappetit blandt investorer.

Som omtalt har det nuværende ekstraordinære høje vækstmomentum en høj sandsynlighed for at aftage efter andet kvartal. I så fald kan der ses frem til et faseforløb, som kommer til at afspejle opbremsning i den økonomiske vækst. Opbremsningsfaser aflejrer sig typisk i finansmarkedet ved mere identiske afkast på aktier og obligationer – og i sådanne faser er taktiske allokeringsstrategier mellem de to aktivklasser karakteriseret ved lav træfsikkerhed. Det taktiske risikoniveau relateret til aktivallokeringerne er begyndt at forberede den skitserede udvikling. Overvægten af aktier og undervægten af stats- og realkreditobligationer er for nylig blevet neutraliseret til benchmark (jævnfør publikationen "Taktisk risikoniveau sænkes"). Foreløbig fastholdes de taktiske strategier inden for aktiespektret, hvilket vil sige en overvægt af finanssektoren i USA og Europa samt en undervægt af sektorerne Sundhedspleje og Forsyning i Europa - relativt til de respektive markedsindeks. Strategiernes relative EPS-udvikling er fortsat gunstig. Strategierne har generelt en høj følsomhed over for stigende renter. Realrenteniveauet for særligt de amerikanske statsrenter anses stadig som værende ekstraordinært negativt, hvilket muliggør en periode med et opadgående pres på renter – selv i omgivelser, hvor vækstmomentum har nået sit maksimum.

Redaktionens afslutning: 7. maj 2021