

Månedskommentar for maj

Positive afkast på aktier i maj

– men tegn på udfladning siden midten af april

I løbet af foråret har der været en tendens til udfladning og mere sidelæns bevægelse i finansmarkedet. Det gælder for et bredt spektrum af områder, herunder kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på erhvervsobligationer, VIX-indekset, statsrenter i USA, toneangivende aktieindeks og cykliske versus defensive aktiesektorer. Det kan være de indledende reaktioner på 'maks. momentum' i de vækstrelaterede nøgletal, som igen falder sammen med tillidsindikatorer, som på det seneste har udtrykt høj optimisme blandt investorer.

I maj gav globale aktier et afkast på 1,1% ifølge MSCI ACWI (opgjort i lokalvaluta) og -0,1% (opgjort i DKK). På europæiske Investment Grade-obligationer steg kreditspænd med 2 basispoint og medførte et afkast på niveau med sammenlignelige statsobligationer. På europæiske High Yield (HY)-obligationer var kreditspænd uændrede i maj, og det afstedkom et merafkast på 0,3% i sammenligning med afkastet på statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg i perioden marginalt med 5 basispoint til niveauet 0,1% ved udgangen af maj.

'Maks. momentum' begynder at afspejle sig i nøgletal

Som fremhævet i de seneste publikationer er vækstrelaterede nøgletal i løbet af foråret steget til niveauer, som typisk er kendetegnet ved klimaks i det økonomiske momentum (jævnfør publikationen "Tættere på maks. momentum"). Den højfrekvente dataserie 'Weekly Economic Index' publiceret af Federal Reserve steg nærmest lodret frem til midten af april i forbindelse med genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet i USA. Siden midten af april har indekset bevæget sig sidelæns. Stort set samme konklusioner kan udledes af ISM-rapporterne inden for både fremstillingssektoren og service-sektoren i USA. Ovennævnte udvikling afspejler sig i markedsforsventningerne 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 markedsforsventningerne, at væksten vil aftage men forblive høj i tredje kvartal - for derefter i de efterfølgende kvartaler at falde ned på noget lavere vækstrater frem til udgangen af 2022.

De seneste erhvervstillidsindikatorer fra Asien tegner samme billede af et vækstmomentum tæt på klimaks. Det kommer til udtryk i fald i PMI'er i Sydkorea, Taiwan og en mikset udvikling fra de kinesiske indikatorer. I Europa derimod fortsatte den generelle positive udvikling i maj blandt andet som følge af udviklingen af coronakrisen, som i Europa forløber med en forsinkelse i sammenligning med USA og Asien. På samme vis befinder vækstindikatorer i Europa sig dog allerede på niveauer, som historisk er faldet sammen med klimaks i momentum.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Det økonomiske konjunkturforløb har siden begyndelsen af 2020 haft et ekstraordinært forløb. Den økonomiske tilbagegang i 2020 blev voldsom men kortvarig, idet det negative vækstmomentum blev presset sammen på blot to måneder i marts og april. På tilsvarende vis signalerer visse ledende indikatorer nu, at det igangværende positive momentum bliver presset igennem i et tempo, som medfører, at forløbet formentlig bliver af kortvarig karakter. Det ekstraordinære vækstforløb hen over andet og tredje kvartal 2021 kan som nævnt sammenfattes i fænomenet 'maks. momentum', som vurderes at have følgende overordnede konsekvenser for økonomi og effekter i finansmarked:

-
- Maks. momentum = forestående økonomisk faseskift
 - Maks. momentum = minimum risikopræmier
 - Maks. momentum = optimistisk investorsentiment
 - Maks. momentum = signaler om økonomiske stramninger frem for lempelser

Det er af afgørende betydning, at der i kølvandet på 'maks. momentum' kan ses frem til et faseforløb, som vil komme til at afspejle en vis 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 allokeringstrategier mellem de to aktivklasser karakteriseret ved lavest træfsikkerhed. Den taktiske aktivallokering er for nylig begyndt at forberede den skitserede udvikling. Overvægten af aktier og undervægten af stater/realer blev i slutningen af april neutraliseret til benchmark (jævnfør publikationen "Taktisk risikoniveau sænkes"). På sædvanlig vis har 'maks. momentum' efterladt risikopræmier på lave niveauer. Eksempelvis tangerer kreditspænd på globale HY-obligationer igen de absolut laveste niveauer siden finanskrisen. Den nuværende indtjeningsrelaterede prisfastsættelse på globale aktier har på tilsvarende vis ikke været højere siden finanskrisen. De lave risikopræmier falder igen sammen med generel høj investoroptimisme og høj allokering til risikofyldte aktiver. Det er helt i tråd med en adfærd, som typisk følger det økonomiske momentum.

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.