

Månedskommentar for marts

Afkastet på risikofyldte aktiver i front i marts

Fleere toneangivende aktieindeks ramte rekordhøje niveauer i slutningen af marts i takt med, at stigninger i statsrenterne begyndte at flade ud.

Globale aktier steg med 3,5% i lokalvaluta og 5,6% omregnet til DKK ifølge MSCI ACWI. I marts var stigningerne igen ført an af MSCI DM, som steg med 4,2%, mens MSCI EM faldt med 0,9% opgjort i lokalvaluta. Til trods for den høje risikoappetit var afkastmønsteret noget mere uklart på tværs af aktiesektorer. I marts var afkastene ført an af sektorerne Forsyning og Forbrug (Consumer Staples), mens Teknologi og Cyklisk forbrug (Consumer Discretionary) opnåede laveste afkast.

I forrige måned steg kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade-obligationer med 1 basispoint og gav et afkast på niveau med sammenlignelige statsobligationer. OAS-spænd på europæiske High Yield-obligationer faldt med 9 basispoint og gav et merafkast på 0,4% i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg marginalt fra -0,1% til 0% i marts.

Vækstrelaterede nøgletal i USA eksploderer

De seneste uger er særligt vækstrelaterede nøgletal eksploderet i de økonomier, som er længst fremme med massevaccinationen mod coronavirus. Det kan særligt aflæses i erhvervstilliden blandt amerikanske selskaber. Ifølge ISM befinder optimismen inden for fremstillingsindustrien i USA sig på det højeste niveau siden 1983. Tilsvarende rapport med relation til servicesektoren viser, at den nuværende erhvervstillid er på det højeste niveau siden dataseriens start i 1997. Den udvikling afspejler flere forhold:

- For det første kan en del af det kraftige momentum betragtes som et mekanisk fænomen, der automatisk indtræffer, når den samfundsmæssige aktivitet kan spille sig ud i omgivelser med færre restriktioner.

- For det andet kan udviklingen betragtes som indledningen til realisering af det enorme 'pent-up demand'-potentiale, som stammer fra de seneste økonomiske hjælpepakker og det tilknyttede opsparingsoverskud i husholdningssektoren. Et beløb, som i USA udgør op imod USD 4.500 mia. – svarende til over 20% af BNP.

Ovenstående forhold rummer nogle af de vigtigste input til overvejelserne om udviklingen i de taktiske indikatorer de kommende måneder. Med de nuværende rekordhøje tillidsniveauer kan det ikke længere betvivles, at "maks optimisme" allerede er i gang med at realisere sig – hvilket i langt højere grad koger vurderingerne af de fremtidige taktiske omgivelser ned til, hvor længe disse særligt høje tillidsniveauer kan vare ved.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

For første gang under coronakrisen er obligationsmarkedet begyndt at inddiskontere et mere optimistisk forløb for den økonomiske udvikling. Det har i særdeleshed medført store tab på dele af det amerikanske obligationsmarked. I midten af marts var 'drawdown' på amerikanske 30-årige statsobligationer nået et niveau i omegnen af 25%. Det er dog mere tvivlsomt, hvorvidt rentestigningerne har medført reelle stramninger i de monetære omgivelser. Den 10-årige reale statsrente i USA er blot steget marginalt til niveauet -0,6% og ikke afgørende brudt området for de særligt lave realrenter, som har været gældende siden forsommeren 2020. I Tyskland er situationen endnu mere ekstrem i form af en 10-årig real statsrente på -1,7%. Negative realrenter er et forholdsvis sjældent fænomen i USA. De seneste 20 år har realrenterne været positive i 18 år og negative i blot 2 år, jævnfør publikationen "Hvorfor så negativ?".

Renteomgivelserne er dermed fortsat gunstige for risikopræmier – formentlig for gunstige. Historisk har rentestigninger overvejende været positivt for afkastet på risikofyldte aktiver og udviklingen i risikopræmier – når stigningerne har været udløst af højere vækstforventninger frem for signaler om snarlige monetære stramninger fra centralbanker. Det er tilfældet i øjeblikket. Hen over sommeren er der således ikke udsigt til pengepolitiske stramninger i OECD-området. I Europa har ECB for nylig meddelt, at obligationsopkøbene fra PEPP vil blive forøget frem til udgangen af andet kvartal. Tiltaget skal ses som et modtræk til de seneste måneders stigende renter. I USA har Fed sat høje ambitioner for genopretning af jobmarkedet udtrykt i budskabet om *“Achieving and sustaining maximum employment”*.

Omgivelser med taktiske indikatorer tæt på ”maks optimisme” bør altid give anledning til overvejelser om et eventuelt forestående faseskifte i det økonomiske momentum. På nuværende tidspunkt anses massevaccinationen og dermed genåbningsprocessen i OECD-området at være i den indledende fase – hvilket kan sikre højt økonomisk momentum tæt på sit maksimum i endnu en periode. Det er typisk positivt for afkastforholdet mellem risikofyldte og risikofrie aktiver men sandsynligvis med en styrke, der bliver mere afdæmpet hen over den kommende periode. Allokeringsovervægten af aktier relativt til stats- og realkreditobligationer fastholdes. De seneste måneder er den overordnede taktiske allokering løbende blevet udbygget med strategier inden for aktiespektret – som dels understøttes af det forventede forløb i CLI (Composite Leading Indicator, som er - OECD's konjunkturindikator, der er et samlet mål for den globale samfundsøkonomis vækst), men samtidig har en følsomhed over for højere renter. Det betyder, at finanssektoren overvægtes i USA og Europa, samt at sektorerne Sundhedspleje og Forsyning undervægtes i Europa relativt til de respektive markedsindeks. Der henvises til publikationen *“CLI og indtjeningsvendingen”* for en uddybning og en status på disse aktiestrategier.

Redaktionens afslutning: 13. april 2021