

Månedskommentar for februar

Aktieindeks i 'all time-high' - men siden presset af stigende renter

Toneangivende aktieindeks ramte rekordhøje niveauer i midten af februar – men faldt mod månedens slutning som følge af stigende renter.

Globale aktier steg med 2,4% i lokalvaluta og 2,7% omregnet til DKK ifølge MSCI ACWI. I februar var stigningerne ført an af MSCI DM, som steg med 2,6% mens MSCI EM steg med 1% opgjort i lokalvaluta. De stigende renter medførte store afkastforskelle på tværs af sektorer. Aktier med relation til Energi/Materialer og Finans/Forsikring opnåede højeste afkast, mens aktier med tilknytning til Forsyning, Teknologi og Sundhed opnåede laveste afkast.

Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation, red.) faldt med 5 basispoint på europæiske Investment Grade-obligationer og 29 basispoint på europæiske High-Yield-obligationer. Den udvikling medførte merafkast på henholdsvis 0,3% og 1,2% for de to aktivklasser i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra -0,4% til -0,1% i forrige måned. Det betød et afkast på -2,4% i løbet af februar.

Faldende viruskurve – men nøgletal fortsat uden informationsværdi

I 2021 har viruskurven indtil videre været stærkt faldende. Det gælder for USA, Europa og dele af Asien. Udviklingen følger dermed det forventede mønster, som ligger i kølvandet på nedlukningerne af den samfundsøkonomiske aktivitet. Det mekaniske forløb har i et længere stykke tid taget informationsværdien ud af de kortsigtede økonomiske data. Den overordnede tendens er stadig, at nedlukningerne rammer servicesektoren noget hårdere i sammenligning med fremstillingsindustrien.

Ikke overraskende igangsætter den faldende viruskurve nu igen et genåbningsforløb, som også har været tilfældet i de

perioder tidligere i corona-forløbet, hvor smittetrykket er faldet. De hårdest ramte sektorer vil nyde gavn af den udvikling den kommende periode.

På den økonomiske front er det mest bemærkelsesværdige i 2021 de kraftigt opjusterede forventninger til vækstforløbet for indeværende år. De optimistiske forventninger kommer dels i kølvandet på gennembruddene på vaccinefronten de seneste måneder samt udsigterne til American Rescue Plan, som i disse uger er under de afsluttende politiske forhandlinger i USA. Udviklingen har potentiale til at udløse et enormt 'pent-up demand' (hurtig stigning i efterspørgslen, red.) i OECD-området, når massevaccineringen tillader en bredt baseret og mere permanent genåbning af den samfundsøkonomiske aktivitet. Alene i USA vurderes dette potentiale til at have en bruttoværdi på over 20% af BNP opgjort inden eventuelle kontracykliske effekter.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

For første gang under corona-krisen begynder de nominelle statsrenter i USA og til dels i Europa at stige og korrigerer sig mod de højere inflationsforventninger udtrykt ved BEI, som på sædvanligvis er steget i takt med stigningerne i CLI (Composite Leading Indicator, som er - OECD's konjunkturindikator, der er et samlet mål for den globale samfundsøkonomiske vækst, red.). Det har i år givet negative afkast på hovedparten af statsobligationer og Investment Grade-obligationer i USA og Europa. Det er formentlig begrænset, hvad rentestigningerne har medført af reelle stramminger i de monetære omgivelser. Den 10-årige realrente er blot steget marginalt til niveauet -0,7% og har ikke afgørende brudt området for de særligt lave realrenter, som har været gældende siden sommeren 2020. I Tyskland er situationen endnu mere ekstrem med den nuværende 10-årige realrente på -1,4%. 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?".

De nuværende renteomgivelser er ekstremt gunstige for risikopræmier – formentlig for gunstige. Første tilpasning kan vise sig at blive starten mod en eliminering af tidligere omtalte negative realrenter. 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 'hawkish' (høgeagtige, red.) signaler fra centralbanker. Det er tilfældet i øjeblikket.

Der tegner sig omridset til endnu en acceleration i momentum hen over sommeren – som vil modne den økonomiske fremgang yderligere. Et forløb, som forventes at bringe CLI fra opsvingsfasen til ekspansionsfasen. Det er typisk positivt for afkastforholdet mellem risikofyldte og risikofrie aktiver men med en styrke, der er mere afdæmpet end i opsvingsfasen. Allokeringsovervægten af aktier relativt til stats- og realkreditobligationer fastholdes.

Den allokering er de seneste måneder blevet udbygget med strategier inden for aktiespektret som dels understøttes af det forventede CLI forløb men samtidig har en følsomhed for højere renter. CLI forløbet det seneste år har aflejret sig i indtjeningsforholdet mellem cykliske og defensive sektorer. I første halvår af 2020 kom robustheden i EPS (earnings per share)-udviklingen de defensive sektorer til gode - men i takt med vendingen i CLI er den udvikling siden hen vendt til fordel for de cykliske sektorer. Det billede ventes at blive udbygget i løbet af 2021 i takt med, at CLI bevæger sig gennem ekspansionsfasen. Allokeringsmæssigt betyder det, at sektoren Finans overvægtes i USA og Europa, mens sektorerne Sundhed og Forsyninger undervægtes i Europa - relativt til de respektive markedsindeks.

Redaktionens afslutning: 16. marts 2021