

AKTIER, KREDITSPÆND OG RENTER OP I OKTOBER

Risikoappetitten vendte kraftigt tilbage i oktober – ikke generelt, men specifikt for aktier. Aktier opnåede solide afkast og trodsede de stigende kreditspænd på erhvervsobligationer. Globale aktier i form af MSCI ACWI steg med 5% opgjort i lokalvaluta. I DKK var stigningen på 5,4% i forrige måned. Stigningerne var ført an af USA herefter Europa, Emerging Markets og Japan i bunden. Selskaber med relation til sektorerne Software, Semiconductors og Consumer Discretionary skilte sig ud på den positive side. Alene selskaberne Microsoft, Apple og Tesla bidrog med godt 1%-point til totalafkastet på MSCI ACWI i oktober.

Risikopræmierne steg på erhvervsobligationer. Kreditspændene (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) udvidede sig med 3 basispoint og 18 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Det medførte afkast på henholdsvis -16 basispoint og -12 basispoint i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg med 6 basispoint til niveauet 0,15% ved udgangen af oktober.

Aftagende ordreindgang men stigende slutpriser

Det seneste sæt af ledende vækstrelaterede indikatorer tegner stadig et billede af aftagende momentum. I de nyligt offentliggjorte flash PMI'er (Purchasing Managers' Index) fra USA og Europa falder eksempelvis forholdet mellem ordreindgang og lagerbeholdninger yderligere. Det betyder formentlig, at industriproduktionen skal fortsætte med at tilpasse sig til lavere aktivitet i den kommende periode. De seneste data vedrørende industriproduktionen i Tyskland, Japan og Sydkorea viser tilbagegang på henholdsvis 4%, 5% og 1% i forhold til måneden før. Til billedet hører, at de pågældende landes industrisektorer i høj grad relaterer sig til bilbranchen. I Kina faldt erhvervstilliden fra

NBS til 49,2 i oktober mod 49,6 i september. Komponenten for nye ordrer faldt til 48,8 og har nu ligget under indeks 50 i tre måneder i træk. På den positive side skal nævnes, at Caixin PMI steg 0,6 indekspoints til 50,6 i oktober, hvilket vidner om et mere stabilt miljø for erhvervstilliden blandt selskaber af mindre størrelse og med større eksportandel.

Til trods for udsigterne til lavere vækstmomentum inden for fremstillingsindustrien så peger de seneste indikatorer på endnu højere slutpriser. Slutpriserne fortsætter således med at agere stødpude til trods for flere på tegn på lavere aktivitet. Det tyder blot på ekstraordinære store ubalancer i den globale fremstillingsindustri. En del af den udvikling skal tilskrives brudte forsyningskæder og opbyggede flaskehalse i kølvandet på coronarelaterede restriktioner. Den øvrige del skal tilskrives en generel stærk efterspørgsel. På nuværende tidspunkt er der ikke tegn på, at den eksisterende uligevægt mellem udbud og efterspørgsel for alvor er ved at komme i bedre balance, jævnfør publikationen "Problemer med balancen".

Særligt udviklingen i Kina har forværret sig efter sommeren. Kina oplever i øjeblikket forsyningsproblemer med elektricitet og energi i et omfang, som overstiger tidligere perioder med samme flaskehalse. Disse forsyningsproblemer indtræffer denne gang uden for de energi-intensive højsæsoner, som er sommer og vinter. I flere provinser har myndighederne henstillet energitunge virksomheder til at indstille eller reducere produktionsaktiviteten. Konsekvenserne for det økonomiske momentum er usikre, men forsyningsproblemer for et så vigtigt input som elektricitet åbner potentielt udfaldsrummet for store negative overraskelser. Det favner desuden bredere end blot de direkte konsekvenser for det økonomiske momentum, idet fænomenet lægger pres på områder som prisudvikling og indtjeningssevne. Der henvises til "Mørk tid i Kina" for yderligere uddybning. Det kommer på toppen af de

gældsproblemer i den kinesiske ejendomssektor, som efterhånden har stået på i en længere periode. Data fra september og oktober vidner om noget lavere aktivitet på boligmarkedet i Kina og en negativ afsmittning på prisudviklingen.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De omtalte forhold betyder, at de taktiske omgivelser på det overordnede niveau i øjeblikket er præget af følgende justeringer i forventningsdannelsen:

- Lavere økonomisk vækst
- Højere inflation
- Fremrykning af starttidspunkter for monetære stramninger

For vækstbilledet er niveauerne ikke kritiske, men et mindre positivt momentum har indikeret en vis opbremsning de seneste kvartaler. Men i sammenligning med de generelle mønstre i tidligere opbremsningsfaser er ovennævnte komposition i forventningsdannelsen ikke den typiske – idet det lavere vækstmomentum undtagelsesvis har ledt til højere forventninger til inflation og tidligere monetære stramninger.

Igangværende regnskabssæson har foreløbig vist solide regnskaber, dog har udfaldet ikke forhindret yderligere fald i balancen mellem opjusteringer/nedjusteringer. Det vidner om det nuværende dilemma. De markant højere inputpriser lægger et stort pres på selskaberne til at overvælte disse stigninger til slutpriserne. Samlet set giver det komplekse omgivelser for finansmarkedet. Den vigtigste parameter for en forbedring af det taktiske billede er en forbedring af det økonomiske momentum – hvilket blot konflikter endnu mere med forsyningskæder, som ikke kan håndtere og imødekomme nuværende efterspørgsel. Hverken den nuværende økonomiske fase eller de højere inflationsforventninger taler i retning af lavere risikopræmier. Den neutrale taktiske allokering mellem aktier og obligationer fastholdes.

Redaktionens afslutning: 12. november 2021