

RISIKOAPPETITTEN FIK COMEBACK I DECEMBER

Appetitten efter risikofyldte aktiver vendte tilbage i december. Nyhedsstrømmen var igen domineret af udviklingen i coronavirus. På den negative side ledte det stigende smittetryk til de velkendte samfundsmæssige restriktioner særligt i Europa og Asien. På den positive side var der visse tegn på, at det stigende smittetryk ikke belastede sygehusvæsenet i samme omfang, som var tilfældet tidligt i pandemien. Samlet set gav det forhåbninger om, at effekterne på det økonomiske momentum ville være begrænsede og af mere kortvarig karakter.

I december steg globale aktier med 3,7% ifølge MSCI ACWI (opgjort i lokalvaluta). Stigningen udgjorde 3,3% omregnet til DKK. Indeksstigningen på overordnet niveau var imidlertid drevet af en afkastudvikling, som på sektorniveau var ført an af de defensive segmenter. De største stigninger i december forekom inden for sektorerne Health Care, Utilities og Consumer Staples – mens afkastene inden for sektorerne Consumer Discretionary, Energy, og Communication Services lå i bunden.

Den højere risikoappetit gjorde sig også gældende for afkastudviklingen på rentebærende aktiver. I december faldt kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) med 12 og 39 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Udviklingen medførte merafkast på henholdsvis 76 og 138 basispoint for de to aktivklasser relativt til afkastene på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg marginalt fra -0,08% til 0,07% i løbet af december.

Tab af økonomisk vækstmomentum i december

Hovedparten af de vækstrelaterede indikatorer fortsatte med at falde i løbet af december. Ordrekomp-

ponenterne i de såkaldte Flash PMI'er (Purchasing Managers' Index), som blev offentliggjort for nyligt, viste fald i USA, Europa og Japan. Det forlænger den periode med tab af momentum i ordreindgangen, der satte ind i forsommeren 2021. For vækstbilledet i OECD-området er niveauerne ikke kritiske, men retningen karakteriserer en vis opbremsning de seneste kvartaler.

Tilsvarende nøgletal fra Kina tyder på en vis stabilisering. Erhvervstilliden fra NBS viste en marginal stigning til 50,3 i december fra 50,1 i november. Fremstillingsindustrien opererer stadig tæt på det kritiske niveau, som afspejler stagnation og stilstand. I en kinesisk målestok er det generelle økonomiske momentum faldet til ukomfortable niveauer. Gældsproblemerne i den kinesiske ejendomssektor har efterhånden stået på i en længere periode. Data fra november vidner om lavere aktivitet på boligmarkedet i Kina og samtidig en negativ afsmitning på prisudviklingen. For første gang i en årrække udfordrer boligsektoren den økonomiske politik i Kina, hvor myndighederne dels ønsker at dæmpe spekulationstendenser og dels ønsker at dæmme op for gældsopbygningen inden for sektoren. Af den grund har indgreb foreløbig været på den defensive side og formentlig mest til formål at stabilisere udviklingen.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Det eksterne stød, som coronakrisen har haft karakter af, har efterladt væsentlige aftryk på flere områder:

- Forsyningskæder ude af balance
- Rekordlange leveringstider
- Eksplosive prisstigninger på råvarer, fragtrater, mellemgoder etc.

Det er den udbredte opfattelse, at effekterne er midlertidige. Ubalancerne vil forsvinde, når virus elimineres. Det anerkendes naturligvis, at den globale pandemi har spillet en stor rolle. Men de seneste 40 år viser også, at længere leveringstider generelt set har tendens til at falde sammen med perioder med høj efterspørgsel.

Ved indgangen til 2022 oplever den globale økonomi således omfattende ubalancer, som følge af begrænsninger på udbudssiden kombineret med høj aktivitet på efterspørgselssiden. Aktuelt er ubalancerne så store, at det i den kommende periode bliver de marginale ændringer i væksten, som bliver afgørende for udviklingen i priserne - fra råvarer til mellemgoder til slutprodukter. Netop det forhold ventes i 2022 at fastholde finansmarkedet i det dilemmafyldte krydsfelt mellem vækst og inflation, som ved de gældende niveauer har udviklet sig til en kompleks problemstilling. Den aktuelle opbremsning ventes at lægge en dæmper på afkastudviklingen på risikofyldte aktiver - en opbremsning, som samtidig ventes at tage toppen af inflationsniveau, inflationsforventninger og signaler om strammere pengepolitik. Perioder med fornyet acceleration i væksten forventes at afstedkomme de modsatte effekter.

Den kommende periode vurderes ikke at medføre de store ændringer i det økonomiske momentum. Men de aktuelle aktivitetsmæssige restriktioner grundet coronavirus anses dog at være medvirkende til at forlænge opbremsningsperioden. Det falder sammen med, at den amerikanske centralbank netop har fremrykket sine monetære stramninger. De aktuelle vækstomgivelser taler generelt set ikke for lavere risikopræmier. De store spændingsnævninger på High Yield-obligationer, som har fundet sted siden andet kvartal 2020, har desuden den konsekvens, at området ikke længere har samme potentiale til at drive risikopræmier ned på andre risikofyldte aktiver - herunder aktier. Den neutrale taktiske allokering mellem aktier og obligationer fastholdes.

Redaktionens afslutning: 3. januar 2022