

NEGATIVE AFKAST PÅ AKTIER, KREDITTER OG STATER I JANUAR

Investorenes modvilje til at påtage sig risiko dominerede finansmarkedet i januar. Den generelle negative udvikling kom i kølvandet på udmeldinger fra den amerikanske centralbank (Fed), som varslede ændringer i det pengepolitiske forløb. Finansmarkedet har tolket på denne vigtige information. Investorer har ønsket at nedbringe andelen af risikofyldte aktiver, hvilket især har lagt pres på aktiekurser – og det har spillet sig ud i omgivelser, hvor statsrenterne generelt er steget.

I januar faldt MSCI ACWI med 4,6% målt i lokalvaluta og 3,4% målt i DKK. Faldene var ført an af USA og Japan, mens Europa og Emerging Markets realiserede relativt mindre kursfald. Det var en måned med stor afkastspredning på sektorer og faktorer. Største stigninger fandt sted inden for Energy og Banks, og de største fald kunne henføres til Tech og Consumer Discretionaries. I januar var tendensen også, at Small Caps gav større tab end Large Caps. Det samme var også gældende for Growth relativt til Value.

På de europæiske erhvervsobligationer steg kredit-spænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) i januar med henholdsvis 9 basispoint på Investment Grade-obligationer og 34 basispoint på High Yield-obligationer. Det medførte merafkast på -46 basispoint og -82 basispoint for de to aktivklasser i forhold til afkastene på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg med 14 basispoint i januar til niveauet 0,2%.

Tab af økonomisk vækstmomentum i januar

De seneste vækstrelaterede økonomiske data fortæller med at give et mikset billede – dog stadig med en faldende trend samlet set. På fremstillingssiden falder hovedparten af erhvervstillidsindikatorerne i USA, mens der er tegn på en vis stabilisering i Europa

ført an af den seneste udvikling i Tyskland. På servicesiden har udviklingen i januar været noget mere negativ. Indikatorerne falder forholdsvis kraftigt i både USA og Europa. De amerikanske indkøbschefer havde i januar et mere negativt syn på aktiviteten i den amerikanske økonomi end måneden før, målt ved PMI (Purchasing Managers Index), der faldt faldt til 50,9 i januar. Det må antages, at det høje smittetryk med coronavirus har haft en særlig negativ effekt på servicesektoren op til og hen over årsskiftet.

I Kina var der i januar fald i erhvervstillidsindikatorerne inden for både fremstillingssektoren og servicesektoren. Indeksene i fremstillingssektoren befinder sig på 50,1 ifølge NBS (National Bureau of Statistics) og 49,1 ifølge Caixin Media. Niveauerne vidner om en kinesisk fremstillingssektor, som i øjeblikket befinder sig i området, hvor nulvækst gør sig gældende. I lighed med udviklingen i OECD-området er det sandsynligt, at coronavirus også har spillet en negativ rolle på udviklingen i Kina.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Som nævnt har centralbanken i USA fremskyndet sine planer for de kommende pengepolitiske stramninger – på en baggrund, som ikke andet end kan tolkes som en forfejlet analyse af den økonomiske udvikling. Det er nu forventningen, at styringsrenten hæves inden for nær fremtid, og der påbegyndes en reduktion af beholdningen af rentebærende aktiver efter den første rentestigning, jævnfør publikationen "Fra QE til QT".

De indledende faser af pengepolitiske stramninger udløser normalt ikke strategiske vendepunkter herunder vendepunkter i jobmarkedet. Det vurderes heller ikke at være tilfældet denne gang. Men med en mindre lempelig pengepolitik følger mindre gunstige omgivelser for finansmarked og økonomi. Disse forhold anses at komme til at udgøre den primære forskel på 2021

og 2022. Ovenstående vidner om, at Fed får svært ved at komme op med en troværdig plan for de monetære stramninger. Udgangspunktet er, at der er en rekordstor afkobling mellem monetære omgivelser og økonomi - med risiko for igen at efterlade Fed "bag kurven" og med monetær overdosering. Af den grund skal der i 2022 forventes flere episoder af lignende karakter, hvad angår den markedsuro, som har udspillet sig de seneste uger. I tillæg kommer, at ECB formentlig skal gennem samme forløb som Fed.

Strammere finansielle/monetære omgivelser er naturligvis ikke positive faktorer for det økonomiske momentum. Men ændringerne har foreløbig været begrænsede med primær relation til højere korte renter og dermed fladere rentekurve. Den 10-årige reale statsrente i USA er i januar steget med omkring 50 basispoint til -0,5%, hvilket blot bringer realrenteniveauet tilbage til marts 2021. Den økonomiske afsmittning vurderes at være af mindre omfang på nuværende tidspunkt.

Det taktiske billede kan igen koges ned til tolkningen af det økonomiske momentum baseret på de traditionelle data. På det område tyder det samlede billede stadig på en opbremsning – ledt an af udviklingen i USA og afspejlet i et igen faldende CESI-indeks (Citigroup Economic Surprise Index), hvor nøgletal over et bredt spektrum ikke indfrier markedsforventningerne. Det aftagende momentum aflejrer sig efterhånden i indtjeningsdata. Siden midten af 2020 har opjusteringer domineret EPS (earnings per share)-revideringerne, men er i dag afløst af et mere balanceret forhold mellem opjusteringer og nedjusteringer. Det er typisk et forvarsel om en EPS-vækst, som er på vej i samme retning. På det taktiske område taler det samlede set for at fastholde en neutral allokering mellem aktier og obligationer.

Redaktionens afslutning: 4. februar 2022