

GEOPOLITISKE RISIKOPRÆMIER BLEV ELIMINERET I MARTS

Den militære konflikt mellem Rusland og Ukraine sætter fortsat sine aftryk i finansmarkedet. Konfliktens indledende fase medførte højere risikopræmier frem til midten af marts – hvorefter risikopræmierne generelt blev elimineret i anden halvdel af marts. I de store træk har det forløb foreløbig fulgt de afkastmønstre, som har spillet sig ud ved tidligere militære konflikter.

I marts steg globale aktier med 2,5% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Afkastet blev 3,3% opgjort i DKK. Aktieafkastet i USA og Japan oversteg afkastet i Europa i forrige måned. På sektorniveau var kursstigningerne ført an af Energy, Insurance og Health Care, mens Banks og Consumer Staples udviste de største kursfald.

Lavere risikopræmier kendetegnede også udviklingen i kreditmarkedet i marts. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt med henholdsvis 19 og 42 basispoint, hvilket betød et merafkast på henholdsvis 78 og 153 basispoint for de to aktivklasser i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 0,4% til 0,8% i marts. Tendensen til generelt højere råvarepriser fortsatte i marts. På områderne industri-metaller, landbrugsvarer og energi steg priserne ifølge Bloomberg Commodity Index med henholdsvis 12%, 4% og 16%.

Geopolitisk uro sætter nøgletal i baggrunden

Konflikten mellem Rusland og Ukraine kommer til at skubbe fokus væk fra de traditionelle nøgletal i en periode. Nøgletal, som dækker perioden op til konfliktens udbrud, vil blive betragtet som værende værdiløse – og nøgletal, som dækker perioden umiddelbart efter konfliktens udbrud, vil være så påvirket af begivenheden, at tolkningen skal tilgås med forsigtighed.

Den generelle tendens, hvad angår tillidsindikatorer inden for fremstillingsindustrien, har været på nedsiden i marts. Tillidstabet har været størst i Europa, hvor eksempelvis det tyske IFO Expectations Index (som måler erhvervstilliden) faldt kraftigt fra niveauet 98,4 til 85,1. Tillidsindikatorer i Asien tabte ligeledes højde i marts. Tilbagegangen var mest udtalt i Kina, som igen påvirkes negativt af corona-relaterede restriktioner – men tab af momentum forekom også i Sydkorea og Taiwan. I USA har udviklingen i marts været til den positive side. Erhvervstilliden steg fra 57,3 til 58,5 ifølge Markit PMI Manufacturing. Samlet set giver det et billede af et aftagende vækstmomentum i marts, hvilket også afspejles i den fortsatte negative tendens i forholdet mellem ordreudvikling og lagerudvikling inden for fremstillingsindustrien.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Der er stadig mange ubekendte forhold knyttet til konflikten, som ikke synes ikke at være kommet tæt på en afslutning. Det positive er, at parterne har indledt forhandlinger på ministerniveau, og at gasleverancerne fra Rusland til Europa er blevet friholdt for sanktioner. Halescenariet for europæisk økonomi og dele af energimarkedet har ikke realiseret sig. Det negative er, at den militære konflikt synes fastlåst. Ingen af parterne vurderes på nuværende tidspunkt at have opnået den tilstrækkelige overlegenhed, som kan lede til en kapitulation og bane vejen for en fredsaftale. Med en fastlåst militær udvikling i Ukraine kan konflikten hævdes at have et stykke vej til sin afslutning. Det scenarie taler for, at sanktionerne mod Rusland kan stå foran en optrapning. Som modtræk øger Rusland gradvist sanktionerne på gasområdet – senest med et dekret om fremtidig afregning i RUB frem for EUR eller USD i henhold til de oprindelige kontraktlige aftaler. Sanktionerne vil generelt medføre, at udbuddet af råvarer selektivt vil falde inden for energi, metaller og

fødevarer. Lande i Asien og Latinamerika har nu indført restriktioner på eksport af fødevarer for at beskytte forsyningssikkerheden. Flere lande vil sandsynligvis følge efter.

Konflikten har på nuværende tidspunkt ikke afsporet centralbankers planer om monetære stramninger. Chefen for den amerikanske centralbank (Fed), Jerome Powell, har over for Senatet i USA for nyligt bekræftet, at institutionen er "willing to do what it takes to protect price stability". Fed's renteforhøjelse på 25 basispoint i midten af marts faldt paradoksalt sammen med, at centralbanken nedjusterede vækstprognosen i USA fra 4,0% til 2,8% og opjusterede kerneinflationsprognosen fra 2,7% til 4,1% for 2022. For Fed har prisudvikling nu højere prioritet end vækstudvikling.

Selv om geopolitiske konflikter historisk har vist sig ikke at afsætte vedvarende aftryk på risikoaversion og afkast, så vil begivenheden den kommende periode være med til at forlænge og forstærke det tab af økonomisk momentum, som har været gældende siden midten af 2021. Den udvikling begynder at sætte sine spor i finansmarkedet, hvad angår forventningerne til indtjeningen. Forholdet mellem opjusteringer og nedjusteringer har været faldende i flere kvartaler. Men de seneste uger har tendensen været, at antallet af nedjusteringer har overgået antallet af opjusteringer, hvilket ikke har været tilfældet siden september 2020. Den neutrale allokering mellem aktier og obligationer fastholdes – men der er etableret en taktisk overvægt af Minimum Volatility relativt til markedet på MSCI World niveau. Minimum Volatility har tendens til levere et positivt merafkast i perioder med faldende tildsindikatorer, lavere økonomisk momentum og generelt strammere finansielle omgivelser, jævnfør publikationen "[Overvægt Minimum Volatility](#)".

Redaktionens afslutning: 13. april 2022