

FORNYET PRES PÅ BÅDE RISIKOFYLDTE OG RISIKOFRIE AKTIVER I APRIL

April var kendetegnet ved et miks af begivenheder og nøgletal, som finansmarkedet måtte forholde sig til. Det drejede sig især om områder med relation til Rusland/Ukraine, corona/Kina og vækst/inflation. Tilsammen lagde det pres på såvel risikofyldte som risikofrie aktiver i april.

Globale aktier faldt med 6,5% ifølge MSCI ACWI i lokalvaluta. Faldet udgjorde 3,4% opgjort i DKK. De største kursfald realiserede sig i USA efterfulgt af Japan og Europa. Den højere risikoaversion (investors modvilje til at påtage sig risiko uden at blive kompensert for det) aflejrede sig ligeledes i afkastmønstrene fordelt på sektorer. Defensiv sektor som Consumer Staples og Utilities outperformede, mens cykliske sektorer som Consumer Discretionaries, Tech og Banks underperformede. I april gav MSCI World Minimum Volatility et merafkast på 3,6% i forhold til MSCI World.

Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) gik ud på europæiske erhvervsobligationer i april. Det medførte, at OAS-spænd (rentespændet mellem en statsobligation og en konverterbar realkreditobligation) steg med 22 basispoint og 51 basispoint på henholdsvis Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Udviklingen betød, at de to aktivklasser gav et merafkast på -102 basispoint og -164 basispoint i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Til trods for den højere risikoaversion steg renten på danske 10-årige statsobligationer fra 0,8% til 1,2% i løbet af april.

Vækstindikatorer taber højde

Tillidsindikatorer tabte generelt set yderligere højde i april. Det gjorde sig gældende for såvel erhvervstillidsindikatorer som forbrugertillidsindikatorer. Udviklingen har på det seneste været mest udbredt i Europa og Kina, mens USA har stået stærkere i en relativ sammenhæng. Det er naturligvis et udtryk for, at særligt Rusland/Ukraine-konflikten og covid-krisen rammer de mest involverede økonomier hårdest.

Signalerne om tab af økonomisk momentum har stået på siden midten af 2021. På det overordnede niveau har det imidlertid blot medført, at den globale erhvervstillidsindikator inden for fremstillingsindustrien er faldet fra 56 i maj 2021 til 53 i marts 2022 opgjort på JPM PMI. Signalerne for vækst har således skiftet karakter fra ekstremt stærkt til moderat, hvilket hverken kan tolkes optimistisk eller pessimistisk - typisk for en opbremsningsfase. Dog har de seneste måneder medført et noget større tab i forholdet mellem ordrekomponenter og lagerkomponenter, hvilket også inkluderer USA. Det kan tolkes i retning af, at en mere bredt baseret afmatning i efterspørgslen er ved at forplante sig til lageropbygning. Det forringede balancerforhold vil formentlig være med til at påvirke industriproduktionen negativt hen over sommeren.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Der er stadig mange ubekendte forhold knyttet til konflikten mellem Rusland og Ukraine, som ikke synes at være tæt på en afslutning. Det har blandt andet medført, at konflikten fortsætter med at påvirke flere dele af råvaremarkedet. På energiområdet er status, at gasleverancerne fra Rusland til Europa er blevet friholdt for sanktioner. Halescenariet for europæisk økonomi og dele af energimarkedet har ikke realiseret sig.

Rusland har imidlertid gradvist optrappet sanktionerne – senest med et dekret om fremtidig afregning af gas i RUB frem for EUR eller USD i henhold til de oprindelige kontraktlige aftaler. Det russiske gasselskab Gazprom har for nyligt meddelt, at den vil opføre sine leverancer til Polen og Bulgarien som følge af de to landes modvilje mod at afregne i RUB. I fald sanktionen implementeres, skal Polen og Bulgarien bruge af egne gasreserver eller finde nye forsyningskilder. Omtalte tiltag anses som endnu et skridt i retning af at inddrage russisk gas i den geopolitiske konflikt, som bringer udviklingen på energiområdet tættere på et destruktivt hølescenarie.

Konflikten sætter også sine aftryk på det globale marked for fødevarer, hvor lande i Asien og Latinamerika har indført restriktioner på eksport af visse landbrugsprodukter for at beskytte forsyningsikkerheden. Flere lande vil sandsynligvis følge efter. Det medfører generelt set en større regning, som skal betales. Udviklingen vil afleje sig enten i købekraften hos slutkunderne eller i indtjeningsevnen hos virksomhederne.

Med en fastlåst militær udvikling i Ukraine kan konflikten hævdes at have et stykke vej til sin afslutning. Det taler for, at begivenheden i endnu en periode kan være med til at forlænge og forstærke det tab af økonomisk momentum, som har været gældende siden midten af 2021. Det forløb er i gang med at forplante sig i markedsforventningerne til indtjeningen. Inden for de seneste uger har antallet af EPS (earnings per share)-nedjusteringer overgået antallet af EPS-opjusteringer. Den udvikling giver et tidligt signal om, at også vækstraten i EPS-niveauet er på vej ned. En årlig vækstrate i intervallet 0-5% kan ikke udelukkes i fald revideringsforholdet ikke ændrer sig i en mere positiv retning.

Det er samlet set med til at tale for en fastholdelse af den neutrale allokering mellem aktier og obligationer. I midten af marts blev der 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 tillidsindikatorer, lavere økonomisk momentum og generelt strammere finansielle omgivelser, jævnfør publikationen "[Overvægt Minimum Volatility](#)".

Redaktionens afslutning: 5. maj 2022