

HØJE AFKAST PÅ TVÆRS AF RISIKOSPEKTRET I NOVEMBER

Der var høje afkast på stort set alle aktivklasser i november. En del af forklaringen på den udvikling skal formentlig tillægges forbrugerpriserne i USA og Europa, som på visse områder begyndte at udvise lavere årsstigningstakter.

Globale aktier steg med 6,3% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Omregnet til DKK udgjorde stigningen 3,2% i november. Stigningerne var ført an af udviklingen i MSCI EM, som steg med 11,7% i lokalvaluta. Til sammenligning steg MSCI World med 5,7% i november.

I november faldt renten på danske 10-årige statsobligationer fra 2,5% til 2,1%. Rente på amerikanske 10-årige statsobligationer faldt tilsvarende fra 4,1% til 3,6%. Udviklingen efterlod solide afkast på rentebærende aktiver. Eksempelvis opnåede danske 5-årige statsobligationer og 5-årige realkreditobligationer et afkast på 1,7% i november. Den positive udvikling gjorde sig også gældende for erhvervsobligationer. Kreditspændet (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt i november med 38 basispoint og 73 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Det efterlod merafkast på 2,3%-point og 3,6%-point på de to aktivklasser i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer.

Tillidsindikatorer stabiliserede sig i Europa men fortsatte ned i USA

De ekstremt lave tillidsindikatorer i Europa udviste mindre stigninger i november. Det gjaldt for både erhvervstilliden og forbrugertilliden. Udviklingen kommer i kølvandet på stærkt faldende energipriser siden sensommeren. I starten af november nåede gaspriser og elektricitetspriser niveauer, som var over 90% lavere i forhold til toppunkterne i slutningen af august.

Det har imidlertid ændret sig kraftigt de seneste uger, hvor priserne på de nævnte energikilder er steget med over 400%.

I USA indtraf i forrige måned forholdsvis store fald i erhvervstilliden inden for både fremstillings- og servicesektoren. De såkaldte PMI'er (Purchasing Manager's Index) befinder sig på henholdsvis indeks 47,6 og 46,1 ifølge S&P Global. Inden for husholdningssektoren har udviklingen i november være mere mikset. Forbrugertilliden steg ifølge data fra UMich men faldt ifølge data fra Conference Board.

De kinesiske data er igen stærkt påvirket af endnu et større udbrud af coronavirus. Udviklingen har i løbet af november medført omfattende nedlukninger i centrale dele af landet, herunder Beijing og Shanghai. PMI-indeks befinder sig i intervallet 46,5 til 49,5 på tværs af fremstillings- og servicesektoren. Det må forventes, at den seneste udvikling i Kina kommer til at påvirke de globale forsyningskæder i en periode.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste kvartaler har økonomier og finansmarked været i proces med at omstille sig til en kontraktiv økonomisk politik med formål at dæmpe efterspørgsel og væksttempo. Vækstafmatningen har foreløbig udspillet sig i et moderat tempo, jævnfør publikationen "Slow motion". Der er begyndende tegn på afbøjning i jobmarked og boligmarked i OECD-området, men effekterne er stadig begrænsede. Det har givet ekstraordinære volatile afkastmønstre på både risikofyldte og risikofrie aktiver afspejlet i højfrekvente udsving mellem risikoaversion og risikoappetit. Det kendetegner en brydningstid.

Til trods for at den økonomiske afmatning i USA udspiller sig i et moderat tempo, så leder finansmarkedet desperat efter signaler om en såkaldt 'Fed pivot'. I lyset af den aktuelle fokus på en 'Fed pivot' er det

paradoksalt, at rentekurven i USA er fladet kraftigt siden sommeren. Med et aktuelt rentespænd på minus 0,8%-point har rentekurven ikke været mere invers siden 1981. Kurven signalerer, at USA ikke står over for en recession i nær fremtid. Det var netop kurvestejlingerne i 2001/2007/2020, som dengang gav signaler om de nært forestående recessioner. I lyset af den aktuelle kurvefladning kan det anses som rimeligt, at afkastforholdet mellem aktier og statsobligationer ikke på afgørende vis har etableret et vendepunkt – men blot bevæget sig i et højvolatilt zig-zag-mønster siden årets start.

USA's centralbankchef, Jerome Powell, har for nylig understreget følgende: "So, from a risk management standpoint, we want to be sure that we don't make the mistake of either failing to tighten enough, or loosening policy too soon". I fald Fed følger det budskab i sine fremtidige pengepolitiske indgreb vil det have to implikationer. For det første, at forhøjelserne af styringsrenten fortsætter i 2023. For det andet, at monetære stramninger ikke umiddelbart bliver afløst af monetære lempelser. Det står i stigende kontrast til et finansmarked, som inddiskonterer, at en ny monetær lempelsescykel vil starte i andet halvår 2023. En 'Fed pivot' har ikke tidligere været det signal, som førte til nært forestående vendepunkter i risikopræmier. Ved 'Fed pivot'erne i 2001 og 2007 varede det 15 til 18 måneder før kreditspænd på globale High Yield-obligationer nåede sine toppunkter, jævnfør publikationen "Fed pivot og kreditspænd".

Samlet set foretrækkes en defensiv aktivallokering. Både aktier og erhvervsobligationer undervægtes relativt til stater og realer, jævnfør publikationen "Taktisk risikoniveau sænkes". Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet, jævnfør publikation.

Redaktionens afslutning: 2. december 2022