

AFKASTTAB PÅ TVÆRS AF RISIKOSPEKTRET I DECEMBER

Den negative stemning vendte tilbage i finansmarkedet i december. Udviklingen medførte forholdsvis store og bredt baserede tab på såvel risikofrie som risikofyldte aktiver.

Globale aktier faldt med 4,7% opgjort i lokalvaluta ifølge MSCI ACWI. Omregnet til DKK udgjorde faldet 7,5%. De negative afkast var især drevet af udviklingen i MSCI World, som faldt med 5,1% i lokalvaluta, mens MSCI EM faldt med 2,0% i december. Det negative miljø gjorde sig også gældende for afkasthierarkiet opgjort på sektorniveau. De største fald indtraf i cykliske sektorer som Info Tech og Consumer Discretionary. De mindste fald indtraf i defensive sektorer som Utilities og Health Care.

Afkastet på europæiske erhvervsobligationer var på den stærke side relativt til andre aktivklasser. Kredit-spænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer faldt med henholdsvis 13 basispoint og 8,0 basispoint i forrige måned. Det gav merafkast på godt 0,7%-point for de to aktivklasser relativt til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 2,1% til 2,7% i december.

Yderligere fald i global erhvervstillid

Tillidsindikatorer på tværs af OECD-området gav i december et mikset billede. Inden for fremstillingsindustrien faldt erhvervstilliden yderligere i USA og Japan, mens den steg fra lave niveauer i Europa. På aggregeret niveau er tendensen stadig en faldende erhvervstillid. JPM Global Manufacturing PMI (Purchasing Managers Index) toppede i indeks 56 i maj 2021. Den faldende tendens har siden toppunktet bragt indikatoren ned på indeks 48,8 ved udgangen af november 2022. Et indeks under 50 signalerer typisk tilbagegang i den

globale industriproduktion. Det aktuelle niveau tyder mest på en tilbagegang i et behersket tempo frem for en voldsomt forringet situation for den globale industrisektor. Det nuværende indeksniveau matcher blot bundniveauerne i PMI'en ved de tre "mini-cykler" hen over 11/12, 15/16 og 18/19, som dengang kendetegnede perioder med moderat økonomisk afmatning i OECD-området.

Myndighederne i Kina har endelig på afgørende vis brudt med sin tilgang til corona. Ændringen er ekstrem. Kina går direkte fra en 'nultolerance-tilgang' med omfattende restriktioner til en tilgang, som har annulleret stort set alle samfundsmæssige restriktioner uagtet udviklingen i corona. En så radikal ændring betyder ekstraordinær usikkerhed i en periode – hvor det mest tyder på, at den økonomiske aktivitet på visse områder er faldet yderligere som følge af en forsigtig adfærd hos kineserne. Informationsværdien i de kinesiske nøgletal vil i den kommende periode være lav.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste kvartaler har økonomier og finansmarked været i proces med at omstille sig til en kontraktiv (begrænsende) 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.

Den synkroniserede strammingscykel har inden for de seneste uger taget yderligere fart. Hvad angår Europa, har ECB tilkendegivet, at "*.. substantial further*

hikes are still needed to get rates into sufficiently restrictive territory". Ifølge markedsforventningerne vil det betyde en stigning i styringsrenten fra i dag 2% til niveauet 3,5% i tredje kvartal 2023. ECB's klare budskab om strammere omgivelser er negativt nyt for det økonomiske momentum i Europa, jævnfør publikationen "[Heller for meget end for lidt..](#)". Hvad angår Japan, vil BoJ fremover tillade, at det tilstræbte renteniveau i omegnen af 0% på 10-årige statsobligationer kan svinge i intervallet +/-0,5% frem for +/-0,25%. Med det budskab har renten øjeblikkeligt flyttet sig op i toppen af det nye interval.

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 OAS spænd på globale High Yield obligationer nåede sine toppunkter, jævnfør publikationen "[Fed pivot og kreditspænd](#)".

Med udsigt til svage taktiske omgivelser, et vendepunkt i de strategiske omgivelser og generelt mindre likviditet grundet kvantitative stramninger foretrækkes en defensiv aktivallokering. Både aktier og erhvervsobligationer undervægtes relativt til statsobligationer/realkreditobligationer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.

Redaktionens afslutning: 5. januar 2023