

NEGATIVE AFKAST PÅ TVÆRS AF RISIKOSPEKTRET I FEBRUAR

Februar gav 'tab på alt' – i modsætning til januar med 'gevinst på alt'. I begge måneder har renteutviklingen været den styrende faktor. Inden for de seneste uger er finansmarkedet igen begyndt at tvivle på toneangivende centralbankers fortællinger om, at den synkrone monetære strammingscykel kan doseres i et omfang, som munder ud i en blød økonomisk landing.

Globale aktier faldt med 1,9% i februar ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Faldet udgjorde 0,4% opgjort i DKK. Der var store forskelle i afkast for Developed Markets relativt til EM. Aktier i DM faldt med 1,6%, mens aktier i Emerging Markets faldt med 4,7% i forrige måned, begge opgjort i lokalvaluta. Afkastmønstrene på sektorniveau var miksede og i øvrigt uden klar tendens mellem afkastet for cykliske og defensive sektorer. Tech/Industrials/Consumer Staples placerede sig i toppen, og Real Estate/Utilities placerede sig i bunden.

Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt på europæiske erhvervsobligationer. Ændringerne udgjorde -5 basispoint og -24 basispoint på henholdsvis Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. De to aktivklasser opnåede merafkast på henholdsvis 38 basispoint og 123 basispoint i forhold til afkastene på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 2,5% til 2,9% i løbet af februar.

Stadig mikset tendens i ledende indikatorer

Ifølge data fra S&P faldt erhvervstillidsindikatorerne inden for fremstillingsindustrien i Europa og Japan, hvorimod den steg i USA i februar. Samlet set giver det fortsat et billede af en svag fremstillingssektor i OECD-området, som er kendetegnet ved lave ordrekomponenter og høje lagerkomponenter. I Kina var der forholdsvis store stigninger i erhvervstilliden inden for

fremstillingsindustrien. Det skal ses i lyset af landets totale udfasning af de coronarelaterede restriktioner. I februar har udviklingen inden for servicesektoren været mere entydig positiv. Det skal særligt fremhæves, at i USA genvandt indekset for ISM Service det store fald fra januar. Samlet set bekræfter tillidsindikatorerne, at servicesektorerne i OECD-området stadig oplever et niveau i efterspørgslen, som aflejrer solid jobskabelse og høj inflation.

De oven for omtalte tendenser inden for erhvervstilliden afspejler sig på visse områder i forbrugertilliden. Erhvervstilliden i Europa har de seneste måneder været i fremgang, hvilket skal ses i lyset af de kraftigt faldende energipriser i regionen. I USA var der fornyet fald i tilliden opgjort af Conference Board. Forbrugerne udtrykte et noget mere pessimistisk syn på fremtidige køb af varige goder, biler og boliger. På den positive side skal fremhæves, at husholdningerne i både USA og Europa udtrykker høj tillid til et fortsat gunstigt jobmarked.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Som nævnt i indledningen er finansmarkedet igen begyndt at komme i tvivl. Tvivlen relaterer sig til de toneangivende centralbankers egne fortællinger om, at den synkrone monetære strammingscykel denne gang kan doseres i et omfang, som munder ud i en blød økonomisk landing.

De seneste uger er det kommet til udtryk i finansmarkedets forventninger til styringsrenternes terminalniveauer, som igen er blevet opjusteret i både USA og Europa. Udviklingen kommer i kølvandet på de seneste nøgletal, som viser en servicesektor i USA, hvor hverken jobskabelse eller inflation udviser de mindste tegn på bløde landinger. Forløbet er helt i tråd med konklusionerne fra Jerome Powell, som efter FOMC-mødet i starten af februar udtalte:

".. you will not have a sustainable return to 2% inflation in that (core services ex-shelter) sector without a better balance in the labor market".

Ovennævnte budskab fra Fed opdaterer drejebogen til det økonomiske forløb de kommende kvartaler. Det fastslår igen centralbankens egne kriterier for, hvad institutionen anser som et succesfuldt udfald af strammingscyklen. Det inkluderer et vendepunkt i jobmarkedet. Med højere terminalrenter må også følge et forløb, hvor en eventuel pengepolitisk pivot er skudt endnu længere ud i tid. Samlet set er de såkaldte 'financial conditions' igen strammet. Det vil af den grund være vanskeligt at etablere et mere vedvarende cyklisk opsving – så længe den økonomisk politik har til hensigt at dæmpe væksten.

Perioder med monetære ændringer er typisk udfordrende investeringsmiljøer. Finansmarkedet er i proces med at justere sin forventningsdannelse. Forventningerne til S&P500 EPS (+12m) toppede i 238 USD i juli 2022 og er på seks måneder blevet nedjusteret til 224 USD. Den udvikling skal ses i lyset af, at en cyklus med faldende S&P500 EPS i gennemsnit har en varighed på 15 til 16 måneder. Omfanget af EPS (earnings per share)-nedjusteringerne medfører nu negativ vækstrate på årlig basis, hvilket er sjældne fænomener. Siden 2000 er negativ årlig vækst blot indtruffet tre gange ex. corona. Ved de omtalte episoder er den ultimative afkastbund for aktier relativt til obligationer indtruffet efter etableringen af den negative EPS-vækst.

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/reakreditobligationer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.

Redaktionens afslutning: 8. marts 2023