

# FORNYET RISIKOAPPETIT I JANUAR – IGEN I KØLVANDET PÅ FALDENDE RENTER

Risikoappetitten vendte kraftigt tilbage hos finansinvestorer i januar efter en periode i december, som var domineret af risikoaversion (investors modvilje til at påtage sig risiko uden at blive kompenseret for det). Det skiftende mønster mellem risikoappetit og risikoaversion har været gældende siden starten af 2022 og karakteriserer den brydningstid, som følger med de pengepolitiske stramninger. De høje afkast på risikofyldte aktiver indtraf igen i en periode med forholdsvis store fald i de amerikanske statsrenter.

Globale aktier gav i januar et afkast på 6,5% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Afkastet udgjorde 5,7% opgjort i DKK. Udviklingen i januar var præget af en stor sektorrotation. Sektorer med de laveste og højeste afkast i 2022 opnåede de henholdsvis højeste og laveste afkast i januar 2023. Selskaber inden for kategorierne Semiconductors, Media og Consumer Discretionary lå afkastmæssigt i toppen. Selskaber inden for kategorierne Health Care, Utilities og Consumer Staples lå afkastmæssigt i bunden.

I januar faldt kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) med 17 basispoint og 56 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Det medførte merafkast på 101 basispoint og 253 basispoint for de to aktivklasser i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt fra 2,8% til 2,5% i forrige måned.

## Marginale ændringer i ordreudsigterne – Europa skiller sig positivt ud

De seneste tillidsindikatorer inden for fremstillingsindustrien tyder på en vis stabilisering i ordreindgangen.

Marginale stigninger ifølge S&P PMI flash-data i ordrekomponenterne i henholdsvis USA, Kina og Japan efterlader de respektive indeks på 44, 49 og 46. I Europa var stigningen anderledes substantiel, idet ordrekomponenten steg fra 43 til 45. Ved indgangen til 2023 står den globale fremstillingsindustri stadig et forholdsvis svagt sted og befinder sig i et miljø kendetegnet ved lav ordreindgang og høje lagre. I Europa er priser på naturgas og elektricitet faldet til niveauer, som er lavere end niveauerne før udbruddet af Ukraine/Rusland-konflikten. Isoleret set er det naturligvis en positiv udvikling for europæisk økonomi – og det er i den sammenhæng, de seneste forbedringer i de europæiske nøgletal skal tolkes.

Kina er for nylig gået fra en 'nultolerance'-tilgang i relation til corona med omfattende restriktioner til i dag en tilgang, som har annulleret stort set alle samfundsmæssige restriktioner uagtet udviklingen i smitten. I Kina har corona i overvejende grad presset aktiviteten inden for servicesektoren frem for fremstillingsindustrien. Den kommende periode vil dermed primært være en normalisering af den indenlandske kinesiske økonomi og sekundært være en udvikling, som afleder udenlandske vækstaftryk på de øvrige asiatiske økonomier.

## Investeringskonklusioner og aktivallokering

Som nævnt i indledningen befinder økonomier og finansmarkedet sig i en brydningstid. Det har givet et volatilt afkastmønster på tværs af risikospektret – men foreløbig også et konvergerende afkastmønster mellem aktier og obligationer. Afkastet på aktier ser ud til stadig at klæbe sig til renteutviklingen. Brydningstider, som er igangsat af monetære stramninger, er udfordrende miljøer. Det er forholdsvis *sjældne* fænomener med blot otte perioder med monetære

stramninger i USA de seneste 50 år. Når monetære stramninger endelig igangsættes, kan effekterne først ses med en *forsinkelse* på realøkonomien. Perioder med monetære stramninger giver undervejs i forløbet god plads til stærkt divergerende scenarier. Det er netop divergerende scenarier, som i øjeblikket kommer til udtryk i forventningsdannelsen i finansmarkedet:

- **Hard landing:** i obligationsmarkedet er det markedsforventningen, at styringsrenten i USA vil toppe i 4,9% i juni, hvorefter den amerikanske centralbank (Fed) med rentenedsættelser indleder en ny lempelsescykel. Markedsforventningerne indregner et fald i styringsrenten til 4,5% ved udgangen af 2023 og et yderligere fald til 3% ved udgangen af 2024.
- **Soft landing:** hos Fed i USA er det ifølge centralbankchef Jerome Powell forventningen, at "*no participants anticipated that it would be appropriate to begin reducing the federal funds rate target in 2023*".
- **No landing:** i aktiemarkedet er det markedsforventningen, at indtjeningsevnen er stærk og udsigterne forholdsvis gunstige. S&P EPS vil fortsætte med at stige de kommende 12 til 18 måneder.

Så udfaldsrummet er stort - men udfaldene er også indbyrdes modstridende. Af den grund kan alle udfald ikke realiseres. Det er, hvad der tilsammen giver et udfordrende miljø.

Det seneste år har vist, at den økonomisk vækstafmatning udspiller sig i et moderat tempo, jævnfør publikationen [Slow motion](#). Af den grund anses det for mest sandsynligt, at den synkrone stramningscykel ventes at blive fastholdt i 2023. Et sådan forløb udelukker den førømtalte pengepolitiske pivot, hvor stramningscyklen hurtigt glider over i en lempelsescykel.

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 stater/realer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.