

INDGREB I BANKSEKTOREN STABILISEREDE FINANSMARKEDET I MARTS

Uroen i banksektoren satte aftryk i finansmarkedet i marts. Generelt medførte udviklingen store rentefald på statsobligationer. Det lagde et pres på risikofyldte aktiver, indtil myndigheder i USA og Europa iværksatte lånefaciliteter og tabsgarantier. Indgrebene udløste fornyet risikoappetit mod slutningen af marts.

Globale aktier steg med 2,4% opgjort i lokalvaluta ifølge MSCI ACWI. Stigningen udgjorde 0,7% omregnet til DKK. I marts var der stor spredning på sektor-niveau med en underliggende defensiv tendens. Største negative afkast gik til sektorer som Finance, Energy og Real Estate. Største positive afkast gik til sektorer som Tech, Communication Services og Utilities.

Uroen i banksektoren lagde et pres på risikopræmier på erhvervsobligationer. Kredispænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) steg med 22 basispoint og 55 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Af den årsag realiserede de to aktivklasser et merafkast på henholdsvis -88 basispoint og -180 basispoint i forhold til afkastene på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 5-årige statsobligationer faldt fra 2,9% til 2,6% i marts, hvilket ledte til et afkast på 1,8% i perioden.

Kerneinflationen er et større problem end væksten. De vækstrelaterede indikatorer har i en længere periode givet signaler, som kan samles i to overordnede konklusioner. For det første, at servicesektoren generelt oplever solid vækst i sammenligning med fremstillingssektoren, som vækstmæssigt stagnerer. Det gør sig gældende i OECD-området og i Kina. For det andet, at fremstillingssektoren i øjeblikket opererer ved

forholdsvis høje lagerbeholdninger, som er ude af balance med den lave indgang af nye ordrer. Den ubalance er med til at lægge et pres på industriproduktionen. Samlet set giver det en økonomisk udvikling, som er kendetegnet ved en vis afmatning – men det giver samtidig en fragmenteret udvikling med stadig stor efterspørgsel efter arbejdskraft særligt inden for servicefagene.

Ovenstående vækstforløb har indtil videre været tilstrækkeligt til at bibeholde fremgang i jobmarkedet. Af den årsag anses den aktuelle udvikling på inflations-siden at udgøre et større problem end udviklingen på vækstsiden. De seneste inflationstal fra både USA og Europa tyder på en såkaldt "sticky" kerneinflation. I USA stiger Core PCE (ex housing) stadig med 5% årligt, hvilket har været trendniveauet siden maj 2021. I Europa steg kerneinflationen til 5,7% i marts og viser ingen tegn på afbøjning. Det har naturligvis givet anledning til bekymring hos både Federal Reserve og ECB.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste ugers begivenheder i banksektoren i USA og Europa er endnu et tegn på, at økonomier og finansmarked befinder sig i en brydningstid. Det er et udfordrende miljø udløst af monetære stramminger. Der pågår naturligvis debat om det systemiske omfang. Problemet er, at indskud siden foråret 2022 har forladt både store og mindre amerikanske banker i et historisk højt omfang. Det skyldes formentlig mere attraktive alternativer til bankindsud – både hvad angår afkast og sikkerhed. De seneste ugers indgreb fra myndighederne i USA har ikke grundlæggende ændret på det forhold. De højere præmier på lån mellem banker og på 'commercial papers' har stabiliseret sig – men stadig ikke faldet ned til niveauerne fra starten

af marts. Det er et simpelt udtryk for, hvorledes mistillid i banksektoren på kort tid spreder sig til lånebetingelserne for andre områder i økonomien. En sådan udvikling skal hurtigt slås ned, jævnfør publikationen "Credit crunch".

Uroen i banksektoren kan ikke undgå at forstyrre den monetære strammingscykel hos de toneangivende centralbanker. Fed har måttet etablere lånefaciliteten BTFP, som i sin hensigt kan sidestilles med TPI fra ECB. Begge faciliteter forsøger at indkapsle de svage led blandt bankerne i USA og randstaterne i Europa. Det giver forudsætningerne for, at centralbankerne kan fortsætte strammingscyklen med de traditionelle instrumenter. Hverken Fed eller ECB har de seneste uger slækket på intentionerne om at bringe inflationen ned. Drejebogen til det økonomiske forløb de kommende kvartaler kan fortsat koges ned til 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".

Af den årsag oplever OECD-området en monetær strammingscykel, som denne gang er kommet med den højeste hastighed og styrke i mere end 40 år. I sådanne omgivelser mister traditionelle "collaterals" værdi. En problemstilling, som ikke begrænser sig til banksektoren. Det er sandsynligt med flere episoder, der har udspring i kredittklemmer i den kommende periode – og blot en påmindelse om, hvor svært det er at etablere den "bløde landing", som centralbankerne mener er muligt denne gang. Sådanne omgivelser taler isoleret set for højere risikopræmier. Med udsigt til svage taktiske omgivelser, forestående vendepunkter i strategiske omgivelser og generelt mindre likviditet grundet kvantitative stramminger foretrækkes en defensiv aktivallokering. Aktier samt erhvervsobligationer undervægtes relativt til stater/realer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.

Redaktionens afslutning: 5. april 2023