

VÆKSTFRYGT OVERTOG INFLATIONSFRYGT I JUNI – RISIKOAVERSION DOMINEREDE

Finansmarkedet skiftede fokus i løbet af juni. I starten af perioden dominerede inflationsfrygten. Mod slutningen af perioden vendte udviklingen, og vækstfrygten tog over. Afkastet på statsobligationer afspejlede dét forløb. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 1,5% i begyndelsen af juni til 2,1% den 21. juni. Derefter faldt renten til 1,7% ved udgangen af juni.

Vækstfrygten lagde et stort pres på risikofyldte aktiver. Globale aktier faldt med 7,4% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Omregnet til DKK udgjorde faldet 6,3% i juni. Den generelt pessimistiske stemning aflejlrede sig i sektorafkastene. De defensive sektorer outperformede de cykliske sektorer. De højeste afkast blev opnået inden for Health Care, Consumer Staples og Telecoms. De laveste afkast blev opnået inden for Semiconductors, Materials, Energy og Banks. Industriemetaller faldt med godt 14% i juni ifølge Bloomberg Industrial Metals Index.

I lighed med aktiemarkedet var kreditmarkedet under pres i juni. OAS-spænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) steg med 55 basispoint og 164 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield (HY)-obligationer. Udviklingen medførte merafkast på henholdsvis -260 basispoint og -620 basispoint for de to aktivklasser i forhold til afkastene på sammenlignelige statsobligationer i juni.

Udbredt ordrevakuum og generelt tab af økonomisk momentum i juni

Nøgletal tyder på et udpræget tab af vækstmomentum i OECD-området i løbet af juni. Det kan aflæses i

ordrekomponenterne i de nyligt offentliggjorte erhvervstillidsindikatorer. Ordreindeks for både USA, EU og Japan faldt under indeks 50 i juni ifølge data fra S&P Global. Udviklingen blev efterfølgende bekræftet af ISM-data fra USA. Ordrekomponenten faldt fra 51,1 i maj til 49,2 i juni. Til sammenligning lå ISM-ordreindekset på 66,4 i juni 2021. Det udbredte vakuum i ordreindgangen falder igen sammen med tegn på lageropbygning. Balancen mellem ordreindeks og lagerindeks har ikke været lavere siden november 2001 – når der ses bort fra de ekstraordinære store stød i forbindelse med finanskrisen og coronakrisen.

Samlet set har udviklingen bragt CLI-indikatoren for OECD-området i nedtursfasen. Men føromtalte udvikling i ordreindgang og lageropbygning kan tyde på, at den igangværende vækstafmatning i OECD-området har risiko for at blive hårdere i sammenligning med 'mini-cyklerne' i perioderne 11/12 og 15/16, hvor moderat vækstafmatning afløstes af moderat vækstfremgang. Det skal dog også fremhæves, at Kina i øjeblikket oplever fornyet vækstmomentum. Udviklingen skal hovedsageligt tilskrives mindre restriktive corona-indgreb i Kina, hvor delvise nedlukninger i Shanghai, Shenzhen og Beijing er under afvikling.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Ethvert skift i CLI, der sender indikatoren i en nedtursfase, giver anledning til opmærksomhed. Det skyldes først og fremmest signaler om, at det fremtidige vækstforløb vil befinde sig under det historiske trendniveau. Ved så lave vækstrater bliver økonomier ekstra skrøbelige og ekstra afhængige af ændringer i den økonomiske politik, som kan genskabe et højere vækstmomentum. Sådanne politiske indgreb vurderes ikke at være nærtstående så tidligt i strammingscyklen. Det koger scenariet ned til en nedtursfase, som

denne gang har potentiale til at trendvende udviklingen i vigtige strategiske områder som jobmarked og boligmarked. Det er i disse perioder, hvor tabene på risikofyldte aktiver ofte forstærkes. I kølvandet på en periode med stor uro på tværs af alle aktivklasser er det naturligvis særligt vanskeligt at vurdere, i hvilket omfang ovenstående scenarie er indregnet. Der er dog tre forhold, som i den vurdering skal fremhæves:

- OAS-spænd på amerikanske HY-obligationer er steget fra niveauet 300 basispoint til 587 basispoint siden april 2022. Stigningen synes at stå i et passende forhold til udviklingen i den amerikanske CLI – men risikopræmien vurderes at være beskedne i et scenarie, som har risiko for at blive hårdere end de førnævnte 'mini-cykler', hvor OAS-spænd steg til niveauet 900 basispoint i 11/12 og 15/16.
- Aktieafkast relativt til obligationsafkast begynder at indregne udvidelsen i HY-OAS-spænd. Udsigterne til højere risikopræmier på HY-obligationer taler for lavere aktieafkast relativt til obligationsafkast.
- Statsobligationer i USA har genvundet positiv realrente efter to år med negativ realrente. 10-årige statsobligationer oppebærer i dag en realrente på 0,6% (BEI-deflateret) i sammenligning med -1% primo 2022, jævnfør publikationen "*Hvorfor så negativ?*"

I marts 2022 blev det taktiske risikoniveau reduceret ved at overvægte Minimum Volatility-segmentet inden for aktiespektret, jævnfør *publikation*. Strategien fastholdes. Med baggrund i det skitserede scenarie reduceres risikoniveauet yderligere – i form af etablering af en taktisk undervægt af både aktier og erhvervsobligationer relativt til stater/realer. Strategiernes risici kan henledes til flere forhold. Dels i relation til det økonomiske område, i fald vækstmomentum genvindes og accelererer inden for nær fremtid. Dels i relation til det politiske område, i fald nuværende stramningscykel pludselig afløses af en lempelsesykel. Sandsynligheden for sådanne udfald anses imidlertid som begrænset, idet begge områder befinder sig på et tidligt stadie af det forløb, som ventes at komme til at udspille sig over de kommende kvartaler. For yderligere uddybning henvises til publikationen "*Taktisk risikoniveau sænkes*".

Redaktionens afslutning: 5. juli 2022