Sparinvest

HØJE AFKAST PÅ SÅVEL RISIKOFRIE SOM RISIKOFYLDTE AKTIVER I JULI

Der var høje afkast på stort set alle finansielle aktivklasser i juli. Udviklingen indtraf i kølvandet på de rentefald i USA og Europa, som startede i midten af juni, og som fortsatte i juli. I finansmarkedet blev denne udvikling formentlig opfattet som et omvendt rentestød, der dermed kunne lempe en smule på de stramninger i de såkaldte finansielle omgivelser, som ellers har gjort sig gældende i 2022.

Globale aktier steg med 7,1% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. I DKK var stigningen på 10,1% i juli. Det skal holdes op mod afkast på 2,9% og 4,3% på henholdsvis 5-årige danske statsobligationer og realkreditobligationer. Kreditspænd på europæiske erhvervsobligationer faldt i juli. Kreditspænd faldt med 29 basispoint og 57 basispoint på henholdsvis Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Udviklingen medførte, at de to aktivklasser gav et merafkast på henholdsvis 191 basispoint og 306 basispoint i forhold til sammenlignelige statsobligationer.

Store fald i erhvervstillidsindikatorer i USA, Europa og Kina

Størstedelen af de ledende indikatorer udviste store fald i juli. Tilbagegangen relaterede sig ikke kun til fremstillingsindustrien men omfattede også udviklingen inden for servicesektoren. Det blev aflejret i Composite PMIs fra S&P, som inddrager begge dele af erhvervssektoren. I USA faldt indekset fra 52,7 i juni til 47,5 i juli. I Europa faldt det tilsvarende indeks fra 52,0 i juni til 49,4 i juli. Begge indeks er dermed dykket under indeksniveau 50, som typisk giver et signal om, hvorvidt udviklingen i erhvervssektoren er i fremgang eller tilbagegang. Rapporterne udtrykte også, at forholdet mellem ordreindgang og lageropbygning blev yderligere forringet i juli. Det underbygger dermed budskabet fra flere virksomheder, som melder om stigende lagre som følge af annullerede ordrer. I Kina er tendensen den samme. Composite PMI opgjort af NBS faldt fra 54,1 til 52,5. Der var tegn på lavere tempo i både indenlandske og udenlandske ordrekomponenter.

De seneste data fra husholdningssektoren tyder på, at forbrugerne på kort tid har skruet voldsomt ned for efterspørgslen. Det indikerer, at de højere priser på varer nu ser ud til at påvirke forbrugeradfærden. I USA ligger detailhandlen i forsommeren 3-4% lavere end samme periode i 2021 opgjort i reale termer. Opgjort i løbende priser er detailhandlen steget med 8%. De seneste tal fra Tyskland viser samme tendens. I juni faldt detailhandelen med 9% opgjort i mængder og 1% opgjort i løbende priser sammenlignet med niveauerne i 2021. I nyere tid er så negativ en forbrugeradfærd kun set i forbindelsen med finanskrisen eller coronakrisen. Samlet set tyder det på, at det forringede vækstbillede i OECD-området nu er efterspørgselsdrevet og til dels udløst af forholdsvis store fald i reallønningerne.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Udsigterne for den økonomiske udvikling er ekstraordinært usikre. Centralbanker har indledt en synkroniseret pengepolitisk stramningscykel på et tidspunkt, hvor de ledende indikatorer indikerer en vækstafmatning i OECD-området. Den nuværende situation understreger, hvilket dilemma centralbankerne med sin ultralempelige pengepolitik udløst af coronakrisen har sat sig i. Inflationsmål har nu entydigt højere prioritet end vækstmål. Den nuværende stramningscykel omfatter på uundgåelig vis det globale jobmarked. I USA har chefen for centralbanken beskrevet tilstanden i jobmarkedet som værende usund grundet den lave arbejdsløshed. Løninflationen er steget til intervallet 5-6,5% årligt, hvilket er den højeste løninflation i over 20 år. Centralbanken konstaterede for nyligt, at *"The natural rate of unemployment - the rate consistent with stable prices – has moved up materially"*. Det vil

sige, at for første gang siden finanskrisen står jobmarkedet foran et vendepunkt i retning mod en højere arbejdsløshed, som typisk er forudsætningen for at få løninflationen til at falde. Coronakrisen medførte også kortvarig højere arbejdsløshed, men udviklingen var udløst af en tvungen nedlukning og var dermed ikke cyklisk baseret. I relation til finansmarkedet giver det en strategisk baggrund karakteriseret ved tilbagegang, hvilket typisk lægger et længerevarende afkastpres ned ad på risikofyldte aktiver. Det modsatte er gældende, når den strategiske baggrund er i fremgang.

De seneste uger er finansmarkedet begyndt at inddiskontere lavere styringsrente fra Fed (Federal Reserve) fra midten af 2023. Det vil sige, at den dominerende markedsforventning nu er en hurtig adfærdsændring fra Fed, hvor den nuværende stramningscykel glider direkte over i en lempelsescykel. Det står i kontrast til centralbankens eget 'dot-plot' med forventninger om højere styringsrenter i 2023, som Fed netop henviste til efter rentemødet i forrige uge. På mødet signalerede Fed blot, at stramningstempoet ville blive sat ned – hvilket anses som plausibelt efter rentestigninger på 2,25%-point på mindre end fem måneder. Samlet set har forventningsdannelsen og dermed 'risk-reward' i løbet af de seneste uger flyttet sig i retning af et udfald, som Fed får svært ved at indfri.

Udviklingen i de taktiske og strategiske indikatorer er hovedårsagen til, at der foretrækkes en defensiv aktivallokeringen. Den igangværende regnskabssæson har fået EPS-revideringerne til at falde yderligere ført an af en negativ udvikling i USA. Det er typisk et varsel om et lavere fremtidigt EPS-niveau. Det konflikter med de gældende markedsforventninger om en EPS-vækst på 10% i 2022 og yderligere 7% i 2023 opgjort på virksomheder i MSCI ACWI. Både aktier og erhvervsobligationer undervægtes relativt til statsobligationer og realkreditobligationer, jævnfør publikationen "Taktisk risikoniveau sænkes". Inden for aktiespektret overvægtes Minimum Volatility segmentet, jævnfør publikation.

Redaktionens afslutning: 9. august 2022