

BREDT BASEREDE TAB I SEPTEMBER – FØRSTE TEGN PÅ SYSTEMISK STRESS

September var præget af bredt baserede tab på finansielle aktiver. Tabene relaterede sig til såvel risikofrie som risikofyldte aktiver. Ligeledes var forrige måned også præget af de første tegn på stress i finansmarkedet af mere systemisk karakter. I slutningen af september måtte BoE (Bank of England) intervenere i finansmarkedet som følge af de kraftige markedsreaktioner i forbindelse med offentliggørelsen af det såkaldte mini-budget, der er en forløber for finansloven. På få dage steg renten på 30-årige statsobligationer i UK med 1,5%-point, og GBP faldt med godt 10% mod USD. BoE vil frem til 14. oktober opkøbe lange statsobligationer i et 'unlimited' omfang med henblik på at stabilisere prisdannelsen på finansielle aktiver i UK.

I september faldt globale aktier med 8,4% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. I DKK udgjorde faldet 7,2%. MSCI EM faldt godt 1%-point mere end MSCI World i september. På sektorniveau var afkasttabene lavest på de mere defensive sektorer - Health Care og Consumer Staples. Afkasttabene var højest på de mere rentefølsomme sektorer - Real Estate og Info Tech. I september steg risikopræmierne på europæiske erhvervsobligationer. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) steg med 25 basispoint og 73 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Udviklingen betød merafkast på henholdsvis -90 basispoint og -220 basispoint for de to aktivklasser sat i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 1,9% til 2,5% i september.

Negative nøgletal i Europa og Kina men mere miksede i USA

Vækstrelaterede indikatorer fortsætter med at udvikle sig negativt i Europa. I regionen skal fremhæves den ekstraordinære svage udvikling i Tyskland. Indekset for IFO Expectations faldt yderligere i september fra 80,3 til 75,2. Indekset er nu lavere end under det laveste niveau i forbindelse med finanskrisen, hvor indekset nåede et bundniveau på 79,2 i december 2008. Det samme gælder for den europæiske forbrugertillid, som faldt fra -26,4 til -29,9 i september. Under finanskrisen bundede forbrugertilliden i Europa på indeks -20,7 i marts 2009.

I Kina er der fortsat signaler på et vist tab af momentum fra efterspørgselsiden. Indikatorer med relation til indenlandske og udenlandske ordrer viser ikke entydige tegn på acceleration. Indeksene befinder sig i udbredt omfang under indeks 50, som tyder på tilbagegang i den bagvedliggende industriproduktion.

I USA er tallene mere miksede. Tendensen er fortsat nedadgående i erhvervstillidsindikatorer, mens der opleves mindre stigninger i tillidsindikatorer på forbrugersiden blandt andet i kølvandet på de faldende amerikanske benzinpriser.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

De seneste måneder har finansmarkedet fortsat et zigzag-mønster, hvad angår afkastet mellem de risikofyldte og de risikofrie aktiver. Det afkastmønster minder foreløbig mest om udviklingen hen over 'minicyklerne' i 2011/12 og 2015/16, hvor perioder med moderat tab af momentum i den økonomiske vækst medførte perioder med konvergerende afkast på tværs af risikospektret. De økonomiske og politiske omgivelser

i dag er dog markant anderledes i sammenligning med ovennævnte 'mini-cykler'. Den primære årsag er den igangværende synkroniserede pengepolitiske strammingscykel i OECD-området og dele af Asien – med det grundlæggende formål at dæmpe væksten og dermed prisudviklingen. For få uger siden understregede Federal Reserves Jerome Powell situationens alvor med budskabet: "Restoring price stability will require a sustained period of below-trend growth and a weaker labor market". Den monetære strammingscykel har to vigtige effekter på de makroøkonomiske omgivelser, som vurderes at udspille sig de kommende kvartaler:

1. Det kortsigtede taktiske momentum vil forblive svagt, og strammingerne vil sandsynligvis udelukke en større og mere vedvarende stigning i CLI (Composite Leading Indicator, som er OECD's vækstindikator).
2. Det lave vækstmomentum vil denne gang have en varighed, som har potentiale til at udløse vendepunkter i strategiske områder som jobmarkeder og boligmarkeder.

Disse negative signaler vedrørende inflationsudsigterne udtrykt af toneangivende centralbanker har igen fået realrenterne til at stige – oven på et større fald i juli. Isoleret set ventes denne udvikling at lægge en dæmper på muligheden for, at præmier på risikofyldte aktiver kan genetablere de lave niveauer, som var gældende i starten af 2022. I sådanne omgivelser vil positive afkast på aktier i endnu højere grad være betinget af, at udviklingen i EPS kan forsætte en stigende trend. I netop den sammenhæng er det derfor værd at fremhæve, at forventningerne til indtjening i både 2022 og 2023 for selskaber i S&P500 de seneste måneder har skiftet karakter fra en positiv til en negativ tendens. En udviklingen, som ventes at fortsætte grundet de økonomiske omgivelser. Samlet set foretrækkes en defensiv aktivallokeringen. Både aktier og erhvervsobligationer undervægtes relativt til stater og realer, jævnfør publikationen "[Taktisk risikoniveau sænkes](#)". Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol segmentet, jævnfør [publikation](#). 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 strammingscykel pludselig afløses af en lempelsescykel. Sandsynligheden for sådanne udfald anses imidlertid som begrænset særligt i kølvandet på de seneste pengepolitiske signaler, som rækker de kommende måneder frem.

Redaktionens afslutning: 13. oktober 2022