

FRA RISIKOAVERSION TIL RISIKOAPPETIT I OKTOBER

Oktober var præget af fremgang på de risikofyldte aktiver, mens de risikofrie aktiver var mere udfordrede. På nuværende tidspunkt har mere end halvdelen af S&P 500-selskaberne aflagt deres kvartalsregnskaber for 3. kvartal 2022, og 'kun' 71% af selskaberne slog deres EPS-estimer, der er på det laveste niveau siden 1. kvartal 2020. Ydermere slog 24% af selskaberne ikke deres EPS-estimer, som er en del over det historiske gennemsnit på 19%. Disse top-down-resultater er især drevet af de mere cykliske sektorer, hvor sidstnævnte giver mening set i lyset af den økonomiske afmatning. I Europa leverede ECB som forventet en renteforhøjelse på 75 basispoint i lyset af det vedvarende inflationære pres. I Danmark har den danske krone været stærk i relation til euroen i en længere periode. Det resulterede i, at Danmarks Nationalbank intervenerede i valutamarkedet for 23 mia. kr. i september. Set i lyset af dette valgte centralbanken 'blot' at hæve de pengepolitiske renter med 60 basispoint, hvilket udvider det pengepolitiske rentespænd til euroområdet og dermed mitigerer noget af kronestyrkelsen vis-a-vis euroen.

I oktober steg globale aktier med 5.1% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. I DKK udgjorde stigningen 4.2%. På sektorniveau var afkastene positive for alle sektorer på nær Ejendomme, Cyklisk Forbrug og Kommunikation. Afkastene var højest inden for sektorerne Energi og industri. I oktober faldt risikopræmierne på europæiske erhvervsobligationer. Rentspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt med 5 basispoint og 36 basispoint på henholdsvis europæiske Investment Grade-obligationer og High Yield-obligationer. Udviklingen betød merafkast på henholdsvis 44 basispoint og 164 basispoint for de to aktivklasser i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer er 2,5% ultimo oktober og dermed uændret fra ultimo september.

Negative nøgletal i USA, Europa og Kina men mere miksede signaler i Japan

Tillidsindikatorer med relation til fremstillingssektoren fortsatte med at falde i oktober ifølge de såkaldte Flash PMI'er fra S&P. Det var tilfældet i USA, Europa og Japan. Den samme udvikling indtraf for servicesektoren i USA og Europa, mens Japan oplevede fremgang. Ved udgangen af oktober er de fire indikatorer for USA og Europa faldet under indeks 50, mens Japans indikatorer er i intervallet 51-53. Det vidner om en erhvervssektor i OECD-området, som oplever vækstrater, der enten er negative eller tæt på nul. I Kina er signalerne negative i lyset af strammere covid-kontrol og forlænget nedgang i huspriser. De officielle kinesiske PMI-tal skuffede både inden for fremstillings- og servicesektoren. Begge tal ligger nu under niveau 50, hvilket indikerer en økonomisk tilbagegang. I kølvandet af dette er finans- og pengepolitikken fortsat lempelig.

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 "mini-cyklerne" 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. I FOMC Minutes kom de amerikanske pengepolitiske medlemmer med følgende budskab: "Participants noted that a period of below-trend real GDP growth would help reduce inflationary pressures and set the stage for the sustained achievement of

the Committee's objectives of maximum employment and price stability". Den monetære stramningscykel 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&P 500 de seneste måneder har skiftet karakter fra en positiv til en negativ tendens. Samlet set foretrækkes en defensiv aktivallokering. 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 stramningscykel 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: 7. november 2022