

TECH-DOMINANSEN I MAJ OVERSKYGGEDE FLADE AFKAST PÅ DE FLESTE AKTIVKLASSER

Tech dominerede udviklingen på de globale aktiemarkeder i maj. Investorer har kastet deres fokus på temæt kunstig intelligens, hvilket løftede sektoren Info Tech med 8% i forrige måned. Det overskygger en generel negativ afkastudvikling på hovedparten af det øvrige aktiemarked. Sektorerne Energy og Materials befandt sig i bunden af afkasthierarkiet med afkast på henholdsvis -9% og -7%. Samlet set faldt MSCI ACWI med 0,3% opgjort i lokalvaluta, mens indekset steg med 2,5% opgjort i DKK.

Markedet for europæiske erhvervsobligationer var på indeksniveau kendetegnet ved små udsving i maj. Ændringer i kreditspænd var beskedne. På Investment Grade-obligationer steg spændet med 8 basispoint til niveauet 175 basispoint, mens spændet på 494 basispoint på High Yield-obligationer forblev uændret i forhold til forrige måned. Den udvikling betød, at Investment Grade-obligationer gav et merafkast på -15 basispoint i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Merafkastet på High Yield-obligationer udgjorde 49 basispoint i maj. Renten på danske 10-årige statsobligationer faldt med beskedne tre basispoint til niveauet 2,6% ved udgangen af maj.

Bredt baserede fald i momentum inden for fremstillingsindustrien

De seneste erhvervstillidsindikatorer inden for fremstillingsindustrien signalerer igen tab af momentum. Der er tale om bredt baserede fald, idet PMI'er ifølge S&P Global viser tilbagegang i både Europa, USA og UK. For samtlige dataserier gælder, at disse igen befinder sig under indeks 50, som signalerer tilbagegang i industriproduktionen. De seneste data fra Kina er miksede. Tillidsindikatorerne fra henholdsvis NBS og Caixin fluktuerer omkring indeks 50, hvilket kan tolkes

som en stort set flad udvikling i industriproduktionen i øjeblikket. Japan er den eneste positive undtagelse blandt de større økonomier. Baseret på de seneste erhvervstillidsindikatorer inden for serviceindustrien ser det ud til, at det økonomiske momentum begynder at toppe på forholdsvis solide væksthiveauer. Forskellen i det aktuelle økonomiske momentum mellem service-sektoren og fremstillingssektoren i de toneangivende økonomier har ikke været større siden 2009 - opgjort på ovennævnte tillidsindikatorer.

De seneste inflationstal har generelt bekræftet tendensen til, at inflationen primært falder som følge af udviklingen i de cykliske komponenter herunder prisudviklingen på fødevarer og energi. Kerneinflationen udviser derimod "sticky" tendenser. Kerneinflationen i USA og Europa ligger i niveauet 5-5,5%, mens den er steget til knap 7% i UK. Det er inflationsniveauer, som stadig ligger ekstremt langt fra centralbankernes målsætninger.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Stabilitet på overfladen .. synes at være den tilstand, som karakteriserer finansmarkedet i disse uger. Det betyder beskedne risikopræmier på erhvervsobligationer og i særdeleshed på aktier. Det betyder, at "implied" volatilitet på aktier igen har stabiliseret sig på ekstremt lave niveauer.

Finansmarkedet har i stigende omfang en forventningsdannelse om, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), i løbet af det kommende år vil sænke styringsrenten med omkring 0,75%-point i forhold til det gældende niveau på 5,25%. Det er således den diametrale modsætning til markedsforholdene i 2022, hvor forventningerne signalerede kraftige rente-

forhøjelser fra Fed. Udsigterne til et snarligt vendepunkt i den pengepolitiske cykel efterlader tilsyneladende investorer med en høj grad af komfort og tilhørende lave krav til risikopræmier.

Den økonomiske udvikling i OECD-området har de seneste kvartaler bevæget sig i "slow motion". Den langsomme udvikling har formentlig bidraget til den udbredte forventning om, at økonomierne er i gang med et blødt landingsforløb - til trods for den kraftigste pengepolitiske strammingscykel i 40 år. Bløde landingsforløb er imidlertid sjældne fænomener. Det aktuelle ekstraordinære stramme jobmarked i USA og til dels Europa taler for, at et blødt landingsforløb ikke vil være tilstrækkeligt til at dæmpe den ekstraordinære høje løninflation. Centralbankerne vil sikre mere ledig kapacitet i jobmarkederne ved at fastholde restriktive monetære omgivelser. Terminalrenterne i USA og Europa er de seneste uger igen begyndt at stige, hvor uroen i banksektoren er trådt i baggrunden.

Den taktiske aktivallokering har sit udspring i forventningerne til det kortsigtede økonomiske momentum - men udsigterne til et forestående vendepunkt i jobmarkedet betyder, at de strategiske omgivelser for første gang i omkring 15 år danner et strategisk negativt bagtæppe for risikofyldte aktiver. Jobmarkedet i USA har nået sit maksimum. Job openings er siden toppen i juni 2022 faldet med 16%. Siden det vendepunkt har indtjeningen blandt de amerikanske selskaber været i recession. Forward EPS for selskaberne i henholdsvis S&P 500 og Russel 2000 er faldet med 4% og 20% fra de respektive toppunkter. Den negative trend i indtjeningen ventes at fortsætte i takt med at jobmarkedet spænder af. Det skitserede strategiske forløb giver svage vilkår for et eventuelt taktisk opsving af mere vedvarende karakter. De nuværende lave risikopræmier på både aktier og erhvervsobligationer taler ikke for, at sådanne økonomiske udsigter er inddiskonteret i prisfastsættelsen. Samlet set foretrækkes en defensiv aktivallokering. Aktier samt erhvervsobligationer undervægtes relativt til stater/realer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.

Redaktionens afslutning: 8. juni 2023