

RISIKOAPPETITEN VENDTE TILBAGE I JUNI

Optimismen blandt investorer var til at få øje på i juni, hvor de globale aktiemarkeder oplevede bredt funderede stigninger. Alle 11 'Global Industri Classification Standard'-sektorer (bl.a. IT, Sundhed, Ejendomme og Kommunikation) mærkede fremgangen, hvor Consumer Discretionary, i toppen af afkasthierarkiet, steg med 9,9%, og Utilities, i bunden, steg med 2,3%. I juni opnåede sektoren IT et afkast på 5,7%. Sektoren tiltrak investorernes interesse grundet fokus på kunstig intelligens. Samlet steg MSCI ACWI med 5,8% opgjort i lokalvaluta, mens indekset steg med 3,1% opgjort i DKK.

Markedet for europæiske erhvervsobligationer var på indeksniveau kendetegnet ved større ændringer i juni. Der var en indsnævring af kreditspænd, som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation. På Investment Grade-obligationer faldt spændet med 9 basispoint til niveauet 166 basispoint, mens spændet på High Yield faldt med 36 basispoint, hvilket bringer spændet på niveau 458 basispoint. Den udvikling betød, at Investment Grade-obligationer gav et merafkast på 59 basispoint i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Merafkastet på High Yield-obligationer udgjorde 147 basispoint i juni. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg med 11 basispoint til niveauet 2,7% ved udgangen af juni.

Fortsat 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, UK og Japan. 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.

Baseret på de seneste erhvervstillidsindikatorer inden for serviceindustrien ser det ud til, at det økonomiske momentum begynder at toppe på forholdsvis solide vækstniveauer. Forskellen i det aktuelle økonomiske momentum mellem servicesektoren 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

Markedsforventningerne er skiftet igen. De toneangivende centralbanker kommer alligevel ikke til at sænke styringsrenterne i andet halvår 2023. Tværtimod. Budskaberne fra Fed, ECB og BoE (Bank of England) tegner nu et entydigt billede af, at de monetære stramninger vil fortsætte efter sommeren. Det indtræffer på et tidspunkt, hvor optimismen blandt investorer igen har bevæget sig op i toppen af det interval, hvori det har zig-zag'et siden starten af 2022.

OECD-økonomierne har siden 2021 været placeret i en såkaldt sen-cyklisk position, som på mange områder er klassisk. Kapacitetsgrænsen er nået på jobmarkerne. Den ledige kapacitet i arbejdsstyrken er så beskeden, at den ikke kan imødekomme efterspørgslen

efter arbejdskraft. Ubalancen har medført, at løn-inflationen i flere lande er steget til de højeste niveauer i flere årtier. Det er vurderingen, at så længe ovennævnte kapacitetsproblemer på jobmarkederne er uløste, vil det give vanskelige vilkår for etablering af en ny "mini-cykel" med et tilhørende økonomisk opsving for en periode.

Med udsigt til styringsrenter kendetegnet ved "higher for longer" er det mest sandsynligt, at bankerne fastholder stramme kreditbetingelser. I sådanne omgivelser vil husholdninger og virksomheder holde igen med låntagning. De ledende indikatorer signalerer, at det økonomiske momentum formentlig vil aftage yderligere de kommende kvartaler. Set i det lys er der ikke høj sandsynlighed for, at der igen danner sig et nyt længerevarende opsving og dermed en ny "mini-cykel" i nærmeste fremtid.

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. Jobåbninger er siden toppen i juni 2022 faldet med 16%. Siden det vendepunkt har indtjeningen blandt de amerikanske selskaber været i recession. Den negative trend i indtjeningen ventes at fortsætte i takt med at jobmarkedet spænder af. De aktuelle risikopræmier er lave. Renten på korte amerikanske er steget til 5,25%, hvilket er på niveau med earnings-yield på S&P500 og renten på amerikanske IG obligationer, jævnfør publikationen "lav arbejdsløshed = lave præmier".

Det skitserede scenarie og de aktuelle præmier efterlader et afkast/risiko-forhold, som giver en allokeringsmæssig præference for de risikofrie aktiver. Aktier samt erhvervsobligationer undervægtes relativt til stats- og realkreditobligationer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.

Redaktionens afslutning: 3. juli 2023