

FRA RISIKOAPPETIT TIL RISIKOAVERSION I AUGUST

I august var investoradfærden præget af risikoappetit i første halvdel af måneden, mens fornyet risikoaversion (investors modvilje mod at påtage sig risiko uden at blive kompenseret for det) overtog i anden halvdel af måneden. Denne udvikling var formentlig påvirket af, at de korte amerikanske statsrenter genoptog stigningerne efter en periode med en mere flad renteudvikling i juli. Mod slutningen af august blev rentestigningerne intensiveret på baggrund af budskaber fra både Federal Reserve og ECB, som igen understregede behovet for monetære stramminger for at dæmpe inflationen. I forrige måned faldt globale aktier med 3% ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta, mens faldet udgjorde 2,4% opgjort i DKK. MSCI EM gav i august et afkast på 1,2% i forhold til et afkast på -3,5% for MSCI World. Inden for MSCI World var afkastene lavest i Europa, efterfulgt af USA og Japan. Som nævnt var august præget af rentestigninger. Renten på en dansk 10-årig statsobligation steg med 80 basispoint til niveauet 1,9% og tangerede dermed niveauet for juni. Udviklingen i risikopræmierne på europæiske erhvervsobligationer var i forrige måned præget af en usædvanlig udvikling, idet kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på Investment Grade-obligationer steg med 13 basispoint, mens kreditspænd faldt med 32 basispoint på High Yield-obligationer. Med den udvikling gav de to aktivklasser merafkast på henholdsvis -50 basispoint og 170 basispoint i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer.

Fald i erhvervstillid og stabilisering i forbrugertillid

Tillidsindikatorer med relation til erhvervssektoren fortsatte med at falde i august. Det var tilfældet i USA, Europa og Japan ifølge de såkaldte Flash PMI'er fra S&P. Den negative udvikling indtraf i både fremstillingssektoren og servicesektoren. Ved udgangen af

august er tre af de nævnte seks indikatorer faldet under indeks 50 og de resterende tre indikatorer faldet til intervallet 50-51. Det vidner om en erhvervssektor i OECD-området, som oplever vækstrater, der enten er negative eller tæt på nul. I forrige måned indtraf derimod stigninger i forbrugertilliden i USA, Europa og Japan – dog fra ekstraordinært lave niveauer. Det har formentlig spillet en rolle for forbrugertilliden, at priser på visse råvarer, herunder benzin, er faldet hen over sommeren. I Kina forværres situationen. De langvarige problemer på det kinesiske boligmarked har negative effekter på økonomien og nu også med effekt på den kinesiske banksektor og myndighedernes mulighed for at rejse kapital ved salg af jordområder til byggeprojekter. Udviklingen har for nylig udløst en række tiltag. Styringsrenten er sat ned. Banksektoren tildeles lånefaciliteter øremærket finansiering til ejendomssektoren. Der lanceres nye projekter inden for infrastruktur. Samlet set har de omtalte tiltag primært til formål at stabilisere en stresset ejendomssektor frem for at stimulere den private efterspørgsel. Tiltagene vil formentlig spille en begrænset rolle med hensyn til at genskabe tillid i erhvervs- og husholdningssektoren.

Investeringskonklusioner og aktivallokering

Udsigterne for den økonomiske udvikling er ekstraordinære usikre. Centralbanker har indledt en synkroniseret pengepolitisk strammingscykel 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 vækstsmål. En synkroniseret pengepolitisk strammingscykel danner isoleret set omgivelserne for, at det taktiske økonomiske momentum vil fortsætte ned i OECD-området - med risiko for at aflejre vendepunkter i strategiske områder med relation til eksempelvis

jobmarked og boligmarked. Det er i princippet det grundlæggende formål med pengepolitiske stramninger, men særligt når udgangspunktet er et overstramt jobmarked og en historisk høj løninflation specielt i USA. I relation til finansmarkedet er det erfaringen, at udviklingen i omtalte taktiske og strategiske indikatorer er afgørende for afkastmønstre. Afkasttab på risikofyldte aktiver i forhold til risikofrie aktiver

- er på det taktiske niveau størst i CLI-nedtursfaser
- forstærkes yderligere, når CLI-nedtursfaser indtræffer i perioder med negativ udvikling i strategiske indikatorer

Udsigten til yderligere fald i både taktiske og strategiske indikatorer efterlader en risiko for, at finansmarkedet i højere grad vil begynde at inddiskontere kombinationen med fald i begge indikatorer og efterlade det typiske afkastmønster med højere afkast på risikofrie aktiver relativt til risikofyldte aktiver.

De seneste måneder er forventningerne til indtjeningen i specielt de amerikanske selskaber blevet justeret ned. Det kan være indledningen til et større og mere vedvarende vendepunkt. Trods nedjusteringerne forventes stadig en fremgang på 12% de kommende 18 måneder. Det står mere og mere i kontrast med eksempelvis signalerne i Conference Boards LEI, som er faldet de seneste 5 måneder. Et fald i LEI signalerer historisk et vendepunkt i trenden, hvor indtjeningsfremgang afløses af indtjeningstilbagegang. Samlet set foretrækkes en defensiv aktivallokering. Både aktier og erhvervsobligationer undervægtes relativt til stats- og realkreditobligationer, 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, idet begge områder befinder sig på et tidligt stadie af det forløb, som ventes at komme til at udspille sig over de kommende kvartaler.

Redaktionens afslutning: 12. september 2022