

# APPETIT PÅ RISIKOFYLDTE AKTIVER I APRIL – DOG ANFØRT AF DEFENSIVE SEKTORER

I april fordøjede investorerne stadig den uro i dele af den amerikanske og europæiske banksektor, som ramte finansmarkedet i midten af marts. Det skal fremhæves, at flere markedsbestemte signaler vedrørende stress i banksektoren stabiliserede sig i april. Det må have den kortsigtede fortolkning, at relaterede lånemarkeder er fuldt funktionsdygtige.

Den overordnede tendens i finansmarkedet i april var fornyet appetit på risikofyldte aktiver. Globale aktier steg med 1,4% ifølge MSCI ACWI i lokalvaluta. MSCI ACWI var uændret i april opgjort i DKK. De generelt højere aktieindeks var imidlertid ført an af defensive frem for cykliske sektorer. I den øvre ende af afkastspektret lå Consumer Staples/Health Care. I den nedre ende af afkastspektret lå Semiconductors/Consumer Discretionaries. MSCI World Defensives gav et afkast i april på 3,7% mod et afkast på MSCI World Cyclical på 1,0%.

På europæiske erhvervsobligationer var april præget af marginale ændringer i risikopræmier. Kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt med syv basispoint på Investment Grade-obligationer og var stort set uændrede på High Yield-obligationer. Det medførte merafkast på henholdsvis 52 basispoint og 32 basispoint for de to aktivklasser i forhold til sammenlignelige statsobligationer. Med en rente på 2,6% på en dansk 10-årig statsobligation forblev niveauet stort set uændret i april.

## Uacceptabel høj kerneinflation i USA, Europa og UK

De vækstrelaterede indikatorer i april ændrer ikke på de tendenser for det økonomiske momentum, som har

stået på i en længere periode. Signalerne kan samles i to overordnede konklusioner. For det første, at servicesektoren generelt oplever solid vækst i sammenligning med fremstillingssektoren, som vækstmæssigt stagnerer. Det gør sig gældende i OECD-området og i Kina. For det andet, at fremstillingssektoren i øjeblikket opererer ved forholdsvis høje lagerbeholdninger, som er ude af balance med den lave indgang af nye ordrer. Den ubalance er med til at lægge et pres på industriproduktionen. Samlet set giver det en økonomisk udvikling, som er kendetegnet ved en vis afmatning – men det giver samtidig en fragmenteret udvikling med stadig stor efterspørgsel efter arbejdskraft særligt inden for servicefagene.

På prissiden har nøgletal i april blot bekræftet de såkaldte 'sticky' tendenser inden for løn- og kerneinflation. I første kvartal 2023 steg lønomkostningerne i USA med 5% på årlig basis. Det høje niveau har været gældende de seneste fire kvartaler. Hvad angår forbrugerpriserne, så befinder kerneinflationen i USA, UK og Europa sig over 5,5% på årlig basis. Det er naturligvis niveauer, som centralbanker finder uacceptabelt høje. De seneste data vedrører marts.

## Investeringskonklusioner og aktivallokering

Uroen i banksektoren har blot stået på i seks uger. Af den grund er det naturligvis for tidligt at vurdere omfanget af de realøkonomiske effekter. Men erfaringerne med banksektoren tilsiger, at uro i netop den branche skal slås ned meget hurtigt, såfremt bredt baserede negative effekter skal undgås. Ved indgangen til maj måtte de amerikanske myndigheder igen initiere en løsning, hvor endnu en konkurstruet regional bank (FRC) blev overtaget af anden bank (JPM). Det vidner blot om risikoen for, at problemerne i sektoren har visse systemiske karakteristika. Indskud har

siden foråret 2022 forladt både store og mindre amerikanske banker i et historisk højt omfang. Det skyldes mere attraktive alternativer til bankindsud – både hvad angår afkast og sikkerhed. De seneste indgreb fra myndighederne i USA har ikke grundlæggende ændret på det forhold.

På den positive side kan det fremhæves, at præmier på lån mellem banker har stabiliseret sig de seneste uger. Det giver igen plads til, at finansmarkedet kan flytte sit fokus tilbage på balancen mellem vækst/inflation og strammingscyklen. I samme periode er forventningerne til centralbankernes terminalrenter igen begyndt at stige. Det er et udtryk for, at flere monetære stramninger anses som nødvendige for at dæmpe inflation og vækst. De kommende møder i Fed og ECB finder sted i starten af maj. På det tidspunkt vil centralbankerne kun have et spinkelt datamæssigt grundlag for at vurdere de realøkonomiske effekter af uroen i banksektoren. Det anses som mest sandsynligt, at centralbankerne vil fastholde intentionerne om at bringe inflationen ned. Derfor kan drejebogen til det økonomiske forløb de kommende kvartaler fortsat koges ned til konklusionerne fra Jerome Powell, som efter FOMC-mødet i starten af februar udtalte:

*".. you will not have a sustainable return to 2% inflation in that (core services ex-shelter) sector without a better balance in the labor market".*

På den baggrund oplever OECD-området en monetær strammingscykel, som denne gang er kommet med den højeste hastighed og styrke i mere end 40 år. I sådanne omgivelser opstår kredittklemmer med kort varsel. En problemstilling, som ikke begrænser sig til banksektoren. Det er sandsynligt med flere lignende episoder den kommende periode – og blot en påmindelse om, hvor svært det er at etablere den "bløde landing", som centralbankerne mener er muligt denne gang. Sådanne omgivelser taler isoleret set for højere risikopræmier. Med udsigt til svage taktiske omgivelser, forestående vendepunkter i strategiske omgivelser og generelt mindre likviditet grundet kvantitative stramninger foretrækkes en defensiv aktivallokering. Aktier samt erhvervsobligationer undervægttes relativt til stater/realer. Inden for aktiespektret overvægtes Min Vol-segmentet.