

På stroppe tur gennem ”Sorgernes dal”

Gennem lave renter og likviditet har centralbankerne siden finanskrisen i 2008 aggressivt brugt den finansielle økonomi til at trække realøkonomien frem. Nu må centralbankerne nødtvunget gå den anden vej. Det handler om at vise handlekraft og via den finansielle økonomi skubbe inflation og inflationsforventninger ned i realøkonomien. Dette har ramt aktiemarkederne hårdt med et fald på ca. 15 pct. målt i danske kroner i år. Aktiemarkeder er fremadskuende og de tungere betingelser for aktier afspejles derfor løbende. Det betyder dog ikke, at den seneste aktiekurs på et selskab eller på markedet altid er sandheden. I perioder, hvor frygt er drivkraft, bliver investorer mere kortsigtede og pessimismen dominerende. Det kan være vanskeligt at se enden på en stroppe tur gennem ”Sorgernes dal” hvis det er første gang, man tager turen. Der er flere unikke elementer i spil, og særligt efter intensiveringen af krigen i Ukraine befinder vi os på nyt terræn. Vi tror, at billedet af en rejse gennem en dal er mere præcist, end det vi hører fra permanente pessimister, der beskriver situationen som verdens ende. At bevare et langsigtet perspektiv og tro på fremtiden er vanskeligere og vigtigere end nogensinde i et mere komplekst investeringsmiljø.

“Den negative udvikling på aktiemarkederne skyldes, at den høje inflationsudvikling har bidt sig fast og ikke vist sig så forbigående.”



Bo Knudsen

Adm. direktør og porteføljeformidler
C WorldWide Asset Management

Figur 1

Inflationsstigning bryder faldende trend



Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics, juni 2022

“Centralbankerne er nu på en troværdighedsmission.”

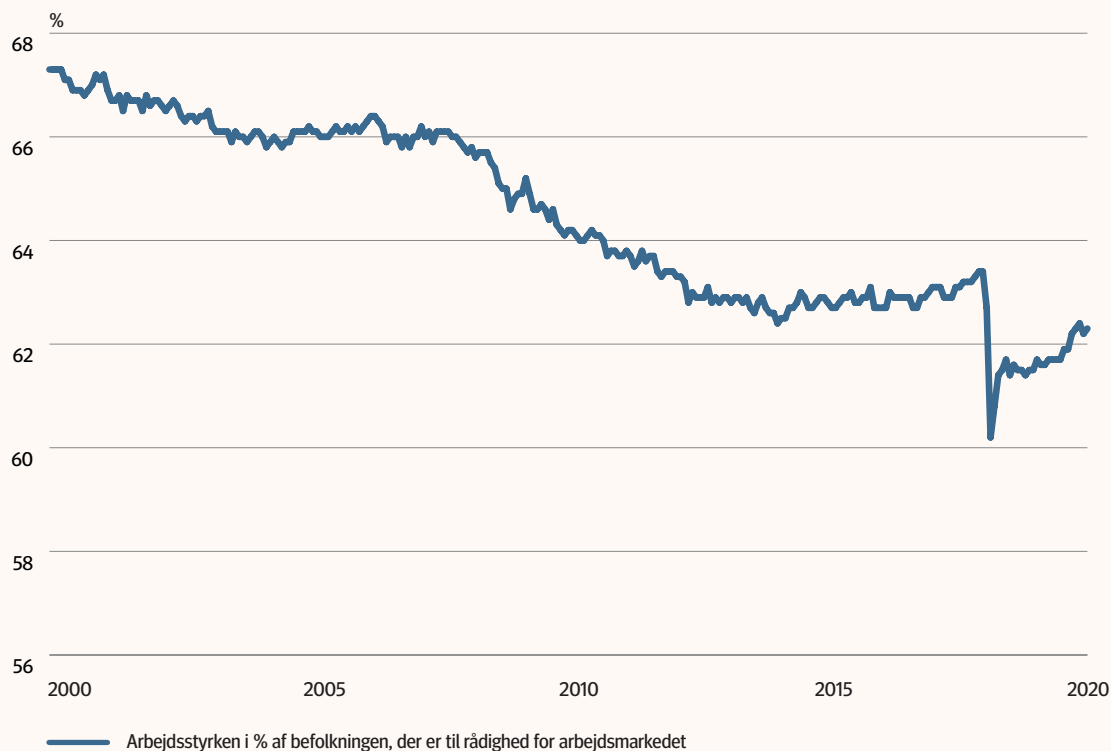
Den negative udvikling på aktiemarkederne skyldes, at den høje inflationsudvikling har bidt sig fast og ikke vist sig så forbigående, som både vi og centralbankerne havde forventet. I øjeblikket er inflationen omkring 8 pct., se figur 1., mens kerneinflationen (dvs. eksklusiv energi og fødevarer) er omkring 6 pct. I første omgang kunne den stigende inflation forklares med stop/start-effekterne fra Covid-19-nedlukningerne, men krigen i Ukraine har drevet energi- og råvarepriserne op og blotlagt en fejlslagen vestlig energipolitik, hvor vi i længere tid har underinvesteret i energisektoren. Derfor er den Covid-19-inducerede stigning i inflationen blevet mere vedholdende.

Centralbanker på en troværdighedsmission

Centralbankerne har mistet troværdighed ved for længe at holde fast i den meget lempelige pengepolitik. Centralbankerne er derfor nu på en troværdighedsmission. De har lavet en 180-graders vending og forsøger nu at italesætte en stram pengepolitisk linje. Hvor centralbankerne før havde brug for at stimulere aktivmarkederne (primært boligmarkedet samt obligationer og aktier) for at skabe forbrugeroptimisme, økonomisk vækst og højere inflation, står vi nu i den modsatte situation. Centralbankerne er tvunget til sænke aktivmarkederne for at tage luften ud af real-

Figur 2

Arbejdsstyrken har været faldende



Kilde: Federal Reserve Economic Data, maj 2022

“Et relevant spørgsmål er, om højere renter i virkeligheden er det rigtige værktøj, når den høje inflation skyldes udbudsproblemer og knas i forsyningskæderne.”

økonomien. Som aktieinvestor gør dette ondt, men den positive vinkel er, at der måske kan frigøres ressourcer til realøkonomien gennem stigende fokus på behovet for lønindkomst. Figur 2 viser hvor stor del af befolkningen i USA, som er tilknyttet arbejdsmarkedet. Som det ses, har antallet af personer i arbejdsstyrken været faldende og særligt under Covid-19 pandemien faldt antallet af personer tilknyttet arbejdsmarkedet. Der var flere, der havde råd til at vælge en periode uden lønindkomst, når nu aktier og boliger (og bitcoins...) steg voldsomt i pris. Dette skabte en tendens til at leve af de store stigninger i boligpriser- og aktiekurser. Dette har ændret sig, og det er vores vurdering, at behovet

for lønindkomst vil udvide arbejdsstyrken igen. En udvidelse af arbejdsstyrken vil skabe et bedre langsigtet miljø for virksomhederne.

Et relevant spørgsmål er, om højere renter i virkeligheden er det rigtige værktøj, når den høje inflation skyldes udbudsproblemer og knas i forsyningskæderne. Det er i hvert fald ikke den rigtige langsigtede løsning, men centralbankerne har jo ikke andre værktøjer. De underliggende problemer har til dels geopolitiske rødder, men løses også gennem store investeringer i ny infrastruktur – herunder en alternativ energistruktur. Disse offentlige og private livsnødvendige investeringer

Figur 3
Historisk stigning i boligrenterne i USA



Kilde: Federal Reserve Economic Data, juni 2022

gennemføres kun med lave og helst stabile realrenter. Høje renter gavner ikke denne politisk vigtige dagsorden og er en af årsagerne til, at vi tror, at centralbankerne før eller siden bliver tvunget til at holde igen med stramningerne.

Stramningseffekten allerede mærkbar

Den amerikanske centralbank er startet med renteforhøjelserne. Indtil videre med 1,5 procentpoint. Den Europæiske Centralbank ventes at starte i juli. Men effekten af deres ændrede retorik er allerede mærkbar. De tiårige statsobligationer er steget med ca. 1,5 procentpoint i henholdsvis USA og Europa, og kreditobligationer er steget tilsvarende eller mere. Figur 3 viser udviklingen i den 30-årige amerikanske boligrente. Disse stigninger er de kraftigste i mere end 20 år. Dette

rammer boligmarkedet og særligt den marginale prissætning med en betydelig kraft. Boligmarkedet er forbrugernes vigtigste aktiv og en opbremsning her har betydelige negative multiplikatoreffekter for realøkonomien, ligesom disse effekter virkede positivt under den økonomiske optur. Læg hertil at gælden i samfundet er større end nogensinde. Den offentlige gæld i USA er 130 pct. af BNP, mens Europa ligger omkring 100 pct. I 1970'ere og starten af 80'erne var gælden i USA ca. 30 pct. På grund af den høje gældsopbygning, særligt siden finanskrisen, har vores tæse hele tiden været, at vores samfund ikke kan klare høje renter, og politikerne ikke kan leve med de afledte konsekvenser.

“Disse stigninger er de kraftigste i mere end 20 år.”

“På grund af den høje gældsopbygning, særligt siden finanskrisen, har vores tese hele tiden været, at vores samfund ikke kan klare høje renter.”

Centralbankerne vil forventeligt fortsætte deres stramminger, indtil noget giver efter. Det kan være klare tegn på, at inflationen er aftagende som følge af faldende efterspørgsel og faldende forbrugertillid. En anden mulighed er pressede eller frosne kreditmarkeder. Dette kan centralbankerne ikke sidde overhørig. Særligt den europæiske centralbank har grund til at bekymre sig om effekterne af store rentestigninger i Sydeuropa. Vi tror, at disse forhold sætter en begrænsning for, hvor lang tid centralbankerne kan fortsætte strammingerne af pengepolitikken.

De økonomiske pile peger allerede nedad

Der diskuteres nu heftigt, om en recession allerede er forestående. Og som ved tidligere lejligheder vil vi først opdage recessionen og få bekræftende data for sent, typisk efter nogle måneder. Uden at have adgang til en krystalkugle, føler vi os ret sikre på, at vi står over for en ganske pæn opbremsning. Dette pga. effekterne af de stigende obligationsrenter, den stigende inflation, som udhuler forbrugernes reale disponible indkomst, udsigten til et svagere boligmarked samt faldene på aktiemarkederne. Om dette resulterer i en recession i indeværende år, er nok for tidligt at sige, men retningen er klar.

Ikke hvad vi havde forudset

Vi havde ikke forudset den aktuelle udvikling. Vi havde forventet turbulens på aktiemarkederne, når centralbankerne som ventet ville hæve renterne her i første halvår. Men vi forudså ikke den russiske invasion i Ukraine og inflationære afledte effekter.

Vores generelle holdning er, at det er vanskeligt at time ind- og udgange i aktiemarkedet. Det har vi bl.a. skrevet om i Indsigten [Aktier – køb, sælg eller](#)



[behold](#). Det er ikke afgrunden, der venter forude, men mere en besværlig stropetur man er på som investor. Kommer der en hårdere recession, vil det ramme aktiemarkedet yderligere, i takt med at virksomhederne nedjusterer deres prognoser. Indtil nu har markedsfaldende primært været drevet af de stigende renter, som har sænket værdiansættelsen. Desuden betyder den stigende markedsvolatilitet, at de mere spekulative markedsdeltagere reducerer deres gearing og dermed risikoeksponeringerne. Dette påvirker igen i negativ retning.

Dagens kursniveau er et øjebliksbillede, hvor mange kortsigtede faktorer spiller ind. Vi har en krig på tærsklen til Europa. Dette skaber et miljø, hvor tidshorisonten indsnævres. Som altid anbefaler vi en længere tidshorisont som aktieinvestor, og



“Vi ser ind i en periode, hvor de økonomiske nøgletal bliver negative, men stemningen omkring dette vil skifte. Negative tal vil blive fortolket positivt.”

følge. Så de fundamentale værdier og selskabernes konkurrencemæssige positioner er intakte. Vi har set denne udvikling før for vores aktieinvesteringer, og økonomisk afmatning eller en recession plejer at vende den relative udvikling til fordel for vækstaktierne.

vi tror den langsigtede investor vil blive belønnet. Også denne gang. Vi ser ind i en periode, hvor de økonomiske nøgletal bliver negative, men stemningen omkring dette vil skifte. Negative tal vil blive fortolket positivt. Som et tegn på, at centralbankerne er ved at nå deres mål, at økonomi og inflation er på vej nedad og stropeturen er ved at være ved vejs ende.

Når investorernes tidshorisont indsnævres, og renterne stiger voldsomt som i år, er det typisk svære perioder for vækstaktierne. Dette har også været tilfældet i år og er årsagen til vores dårligere relative afkast ift. markedsafkastet. Selskaberne i vores globale afdeling har dog, med undtagelse af et par stykker, levet fuldt ud op til vores forventninger i indeværende år - med stigende indtjening til

Energi- og råvarepriserne er den primære risikofaktor

Det er relevant at fremhæve råvare- og særligt energipriserne som en risikofaktor. En forværret udbudssituation særligt i forhold til krigen mellem Ukraine og Rusland kan betyde højere råvarepriser, som vil gøre det vanskeligere at få inflationen under kontrol. En sådan situation vil sætte centralbankerne under yderligere pres, og øge dilemmaet mellem at bruge ”rentevåbenet” og de afledte negative konsekvenser for økonomi og aktivmarkeder.

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalyzers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q2 2022