

Centralbankerne fastholder investorerne i ”Sorgernes dal”

Sidste kvartal beskrev vi den svære udvikling på aktiemarkederne i 2022 som en ”Stroppetur gennem Sorgernes dal”. Udfordringen er den fortsatte høje inflation og centralbankernes pengepolitiske stramninger. Centralbankerne fastholder investorerne i ”Sorgernes dal” med blikket fast rettet mod inflationstallene. Det handler om ikke at spille en god krise. Derfor vil den amerikanske centralbank (FED) acceptere en periode med recession, inden de letter på bremsen, hvis de kan og får lov. Stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil være det, der skal til for at lette det langsigtede inflationspres.

Den finansielle økonomi styrer verdensøkonomien

Vi lever i dag i en finansiell verdensøkonomi, hvor den finansielle økonomi og realøkonomien er tæt forbundne. Denne aktuelle krise startede i realøkonomien. Dette i modsætning til krisen i 2008, som udsprang fra den finansielle økonomi. Den nuværende krise har udspring i Covid-19-nedlukningerne, krigen i Ukraine og den afledte energikrise. Transmissionsmekanismen fungerer hurtigt, når vi har historiske høje gælds niveauer – særligt i den offentlige sektor efter Covid-19-hjælpepakkerne.

Så hvordan håndterer verden, hvad der må betegnes som et krak på obligationsmarkedet? Det er det store spørgsmål, da vi har set de dårligste afkast på obligationer i generationer. Obligationer er en kæmpe aktivklasse, der er direkte forbundet med fast ejendom, aktier og i sidste ende økonomisk aktivitet, fordi obligationsrenten sætter prisen på penge og derved investeringsrenten.

“Hvordan håndterer verden, hvad der må betegnes som et krak på obligationsmarkedet?”



Intet er så skidt, at det ikke er godt for noget. Vi er blevet klogere, hvor den seneste udvikling i Storbritannien er nøgleoplevelsen. Den viser, at der er en grænse for finanspolitisk uansvarlighed, hvor obligationsmarkedet prompte straffede dette med voldsomme rentestigninger. Disse rentestigninger førte til et voldsomt pres og næsten sammenbrud af pensionssystemet i Storbritannien. I denne situation, når krisen går til ekstremer, så vi, at centralbanken trådte til og tilvejebragte den nødvendige likviditet til systemet. Til syvende og sidst vil vi formentligt se centralbankerne starte med en egentlig styring af obligationsrenterne. Den finansielle verdensøkonomi har svært ved at håndtere høje renter. Aktivmarkederne – som er en afspejling af gælds-niveauerne – er simpelthen for store og afgørende for realøkonomien. Renterne vil derfor i længden forblive lave og med realrenter tæt på nul. Der må dog forventes en del volatilitet undervejs.

Vinter forude ... men det bliver forår igen

Lige nu står vi over for en realøkonomisk opbremsning. Dette er resultatet af centralbankernes opstramning. Rentekurven er målt på de fleste tidshorisonter negativ. Dette har historisk været en af de mest præcise indikatorer på en kommende recession. Centralbankerne verden over mindsker nu deres balancer med ca. USD 1 billion mod tidligere under Covid-19-krisen opkøb for USD 4-5 billioner. Resultatet er kraftige rentestigninger, herunder stigende realrenter. Målt på indeksobligationer i USA (også kaldet TIPS) er den 10-årige realrente steget fra -1 pct. i starten af 2022 til nu over 1,5 pct. Dette har påvirket prisfastsættelsen af aktier, hvor p/e for MSCI verdensindeks i år er faldet fra ca. 18 gange til 14.

“Negativ rentekurve har historisk været en af de mest præcise indikatorer på en kommende recession.”



Figur 1
Forbrugertillid



Kilde: Consumer Confidence: Bloomberg, august 2022

“Når forbrugertilliden kolliderer viser historikken, at aktiemarkedene de efterfølgende 12 måneder faktisk udvikler sig positivt.”

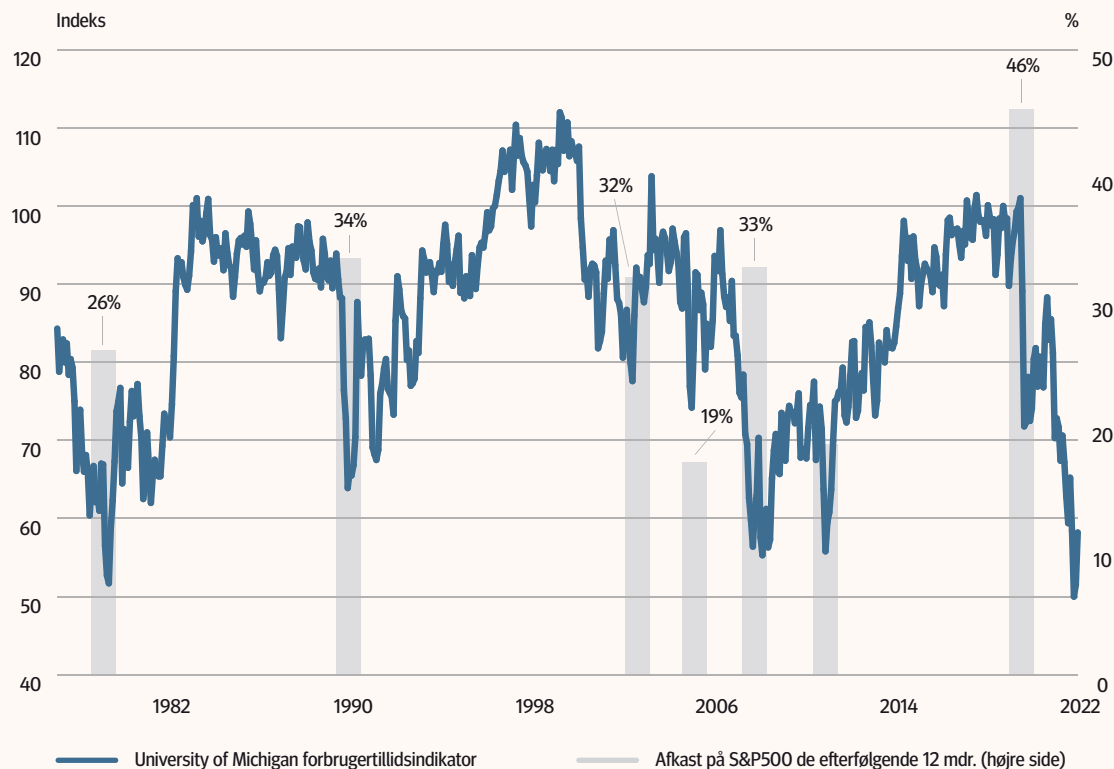
Man kan endnu ikke se effekten af stramningerne på f.eks. arbejdsmarkedet, mens forbrugertilliden, som er en fremadrettet indikator, er kollapsede verden over. Figur 1, foroven, viser forbrugertilliden i Kina og USA. Disse to lande har været de store globale vækstlokomotiver, hvor de i perioden fra 2009-2019 stod for ca. 70 pct. af den samlede globale økonomiske vækst.

Midt i strømmen af negative nyheder er det svært ikke at blive præget af de pessimistiske overskrifter. Stropeturen gør ondt, hvis man tænker kortsigtet. Vi – ligesom alle andre markedscommentatorer –

kan ikke forudsige, hvornår aktiemarkedet vender. Dette er en svær øvelse, hvorfor det også er svært at time køb og salg på aktiemarkedet. Vi tror dog ikke, at det er afgrunden, der venter forude.

Figur 2, på følgende side, viser et af lyspunkterne. Når forbrugertilliden kolliderer til så pessimistiske niveauer som nu, viser historikken, at aktiemarkedene de efterfølgende 12 måneder faktisk udvikler sig positivt, og ofte ganske positivt. Selvom det ikke er sikkert, at historien gentager sig, viser illustrationen, at den negative stemning sjældent varer ved. Det optimistiske livssyn,

Figur 2

Lav forbrugertillid plejer at blive afløst af positive aktiemarkeder

Kilde: Bernstein Quantitative Research, september 2022

“Den historiske udvikling viser, at kvalitetsselskaber gør det bedre end det brede marked i perioder med recession”

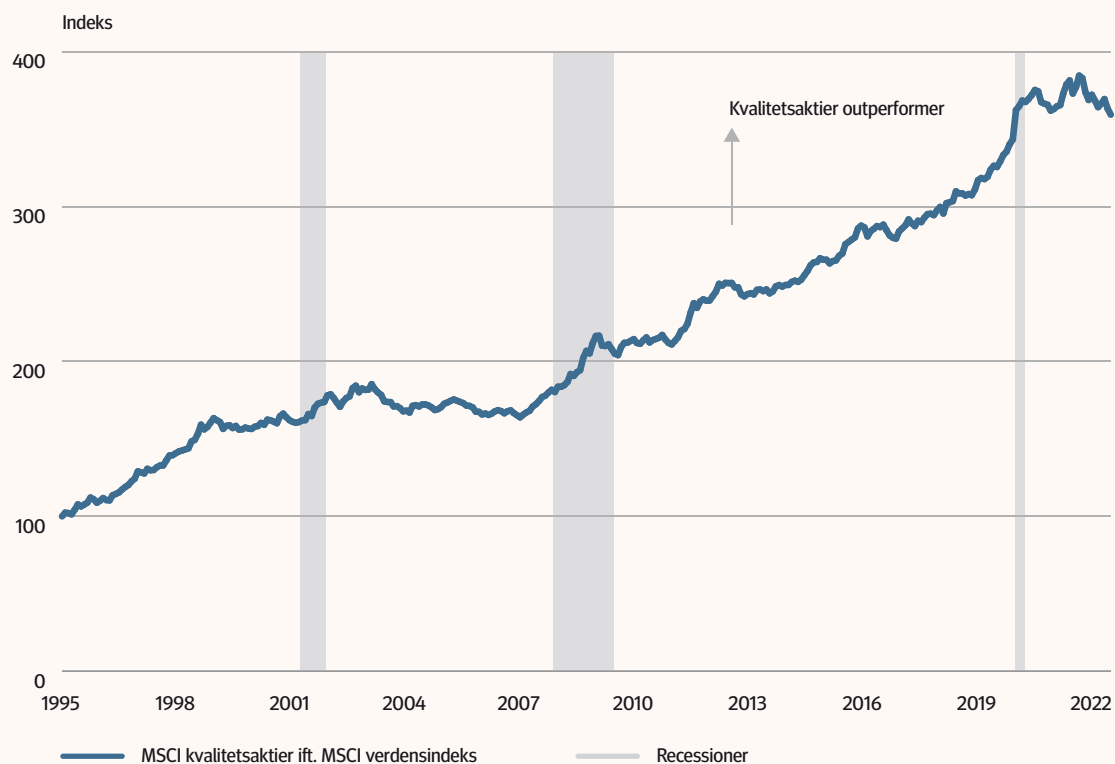
menneskets evne til at udvikle og løse udfordringer undervurderes på kort sigt, men vinder i længden.

Kvalitet vinder i længden og særligt i nedgangstider

Den høje inflation giver selskaber med ”pricing power” mulighed for at opretholde en positiv nominel vækst, og derfor er det ikke sikkert, at selskaberne over en bred kam vil nedjustere indtjeningsforventningerne. Årets kraftige rentestigninger har ramt kursen på vækstaktier med langtidsholdbare forretningsmodeller særligt hårdt.

Ikke fordi selskaberne har udviklet sig negativt, men fordi en højere diskonteringsrente rammer selskaber med en holdbar indtjening hårdere. Omvendt, i et miljø med økonomisk tilbagegang, får de mere cykliske selskaber det sværere, og kvalitetsvækstselskaber kommer tilbage. Dette drevet af den fundamentale indtjeningsudvikling samt ofte den omvendte hjælp fra faldende renter. Den historiske udvikling af dette ses i figur 3, på næste side, og viser, at kvalitetsselskaber gør det bedre end det brede marked i perioder med recession (de grå perioder). Grafen viser også, at

Figur 3

Kvalitetsaktier outperformer typisk i recessionsperioder

Kilde: Quality Relative Performance: Bloomberg, september 2022

recessioner typisk er tidsmæssigt korte og udgør en lille del af en investors livscyklus.

Når renterne igen begynder at falde, og nulrenter igen bliver aktuelle, kommer fokus tilbage på langsigtede investeringer. Aktiver, der over tid stiger i

fundamental realværdi, vil blive efterspurgt og højt prisfastsat i alle stort set alle scenarier undtagen de mest ekstreme scenarier. Vi fastholder derfor en mere langsigtet tilgang, der holder fokus på det lange seje træk.

Risiko

Den store risikofaktor er en mere standhaftig inflation end ventet forårsaget af fornyet stigninger i råvarepriserne eller en lønspirale på arbejdsmarkedet. Dette vil tvinge centralbankerne til at fortsætte stramningerne i længere tid og tvinge økonomierne i en dybere recession. Krigen i Ukraine er fortsat en ubekendt faktor, som kan gå begge veje enten i form af yderligere optrapninger eller eventuelle fredsforhandlinger i takt med, at vinteren lægger yderligere pres på konflikten. Endelig kan volatiliteten på rente- og aktiemarkederne skabe problemer for selskaber i den finansielle sektor, hvilket kan forårsage yderligere usikkerhed. Det eksempelvis illustreret med de seneste problemer i den engelske pensionssektor.

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 investeringsanalysers 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.

Aktive Investeringer

Siden 1986 har vi i C WorldWide været dedikerede til at levere langsigtet værdi til vores kunder ved at analysere investeringsmuligheder gennem en global linse. I en stadig mere kompleks og forbunden verden er et globalt udsyn nøglen til holdbare investeringsbeslutninger.

Vores globale indsigter, kombineret med en langsigtet strategi og solid investeringserfaring, gør det muligt for os at udvælge de bedste aktier i verden. Dette har altid været vores grundlæggende ide.

For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast – det er en passion. Vi har et af branchens mest stabile investeringsteams og en konsistent investeringsmetode, som over de seneste 30 år har skabt markante merafkast. Denne filosofi har vist sit værd på langt sigt, baseret på de tre ufravigelige værdier: Fokus, stabilitet og passion. Vi vil skabe langsigtede resultater, der overgår markedet, uanset hvor mulighederne befinder sig. Dette er C WorldWides identitet.

Du kan finde flere publikationer på cww.dk

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf.: 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Q3 2022