

# Markedsfokus

---

MAJ-2022

Christian Øhlers

Dannebrog Invest Fondsmæglerselskab A/S  
Jernbanegade 23  
4000 Roskilde  
Tlf. 24 26 63 01  
[christian@dannebroginvest.dk](mailto:christian@dannebroginvest.dk)  
[www.dannebroginvest.dk](http://www.dannebroginvest.dk)

## Hvert år sin krise?

De seneste år har det virket som om hvert år har haft sin krise.

I slutningen af 2018 faldt S&P 500 indeks på kort tid med 20% som konsekvens af vækstbekymringer, efter den amerikanske centralbank FED siden slutningen af 2015 havde hævet renten til 2,5%.

FED reagerede på udviklingen ved at sænke styringsrenten i starten af 2019. Aktiemarkedet rettede sig inden for kort tid og et nyt aktierally fortsatte resten af året.



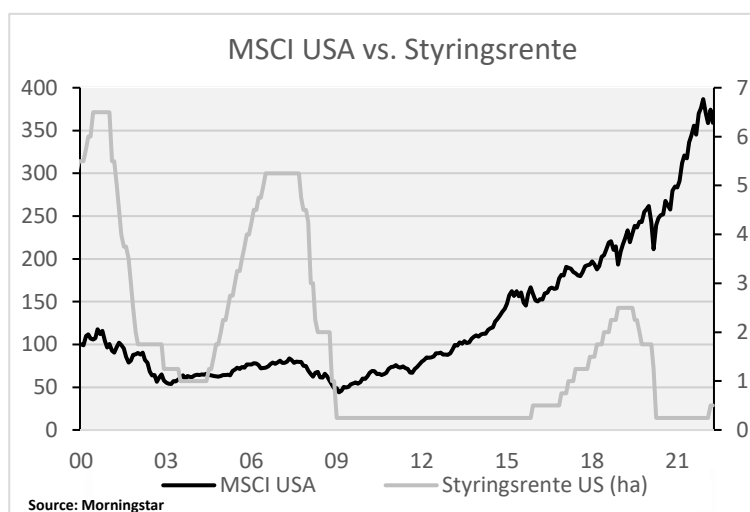
I starten af 2020 ramte corona-pandemien, der satte en brat stopper for den almindelige aktivitet i samfundet globalt. Der har næppe været noget fortilfælde af samme omfang, og usikkerheden var enorm. Centralbankerne trådte i marts 2020 i fællesskab ind med koordinerede rentenedsættelser og opkøb af alle typer af værdipapirer, hvorved de finansielle markeder vendte som en boomerang.

Nu står vi så i første halvdel af 2022 og ser på en krise, der handler om inflation, som søges bemæmpet med stigende renter. Inflationen er tildels skabt af et højt økonomisk aktivitetsniveau, der grundlæggende er positivt, men også af krigen mellem Ukraine og Rusland.

Bag krigen ulmer en åbenlys konflikt mellem de vestlige demokratier på den ene side og totalitære regimer på den anden, hvorfor krigen har langt større konsekvenser end de lokale konflikter vi jævnligt har set rundt om i verden som fx Syrien, Irak og Afghanistan.

### Historiske perioder med rentestigninger

Det kommer ikke som en overraskelse at den amerikanske centralbank er gået i gang med at hæve styringsrenten. Dette har centralbanken indikeret jævnligt gennem 2021 i lyset af den stærke økonomiske udvikling, hvor det er meget fornuftigt at søge en normalisering pengepolitikken.



De seneste 2 perioder med rentestigninger klarede aktier sig ganske fornuftigt indtil sidste del af perioden.

Bekymring omkring renten har først haft reelle konsekvenser for aktiemarkederne, når renten har nået et højt niveau, hvor den økonomiske vækst for alvor er blevet truet.

Dette gjaldt fx i 2006 før finanskrisen, hvor styringsrenten var blevet sat op i hastigt tempo siden 2004 og havde nået 5,25%.

Aktiemarkedene blev herefter mere volatile og som konsekvens af de højere renter afslørede, at der gemte sig ubehagelige skeletter i skabene, fx i relation til amerikanske realkreditobligationer, som var blevet pakket ind i komplekse finansielle konstruktioner, hvor risikable boliglån var blevet klassificeret som sikre og solgt til konservative investorer. Dette førte til slut til finanskrisen, der for alvor ramte i september 2008 med den store investeringsbank Lehman Brothers' konkurs.

### En vis inflation er godt

Inflation udtrykker graden af prisstigninger i samfundet og er derfor interessant ift. at vurdere såvel udvikling i realløn som realafkast ved investering. Stiger indkomsterne mindre end inflationen, medfører det lavere forbrugsmuligheder for borgerne. Er afkastet på værdipapirer, og her især obligationer, lavere end inflationen, udhules opsparenes købekraft.

Det er derfor en af centralbankernes primære målsætninger at sikre en stabil inflationsudvikling, idet dette skaber basis for stabile renter og en forudsigelighed, der understøtte investeringer og vækst.



Aktier er som udgangspunkt et inflationssikkert aktiv, idet virksomheder i perioder med inflation kan hæve prisen på sine varer og dermed kompensere for stigende omkostninger. Udspiller dette sig positivt, vil virksomhederne generelt opleve stigende indtjening til gavn for investorerne.

Modsætningen er deflation, som er en anden risikofaktor. Deflation er udtryk for at priserne generelt falder. Det har som konsekvens, at forbrugere udskyder indkøb og virksomheder investeringer, da det forventes at være billigere at foretage disse på et senere tidspunkt. Dette kan føre til et væsentligt fald i den økonomiske vækst og en længerevarende recession.

### Inflationen eksploderer

Nyhederne er de seneste måneder nærmest svømmet over med historier om stigende inflation. Det er korrekt, at vi ikke har set inflation af dette omfang siden 1970'erne, så det aktuelle inflationsniveau er historisk og en risikofaktor, vi ellers ikke har skullet bekymre os meget om det seneste årtier.

Inflationen viste allerede gennem 2021 sine tænder som konsekvens af den høje økonomiske aktivitet efter corona-pandemien. Krigen mellem Ukraine og Rusland har med deres store betydning for råvare- og fødevarermarkederne har sat yderligere skub inflationen.

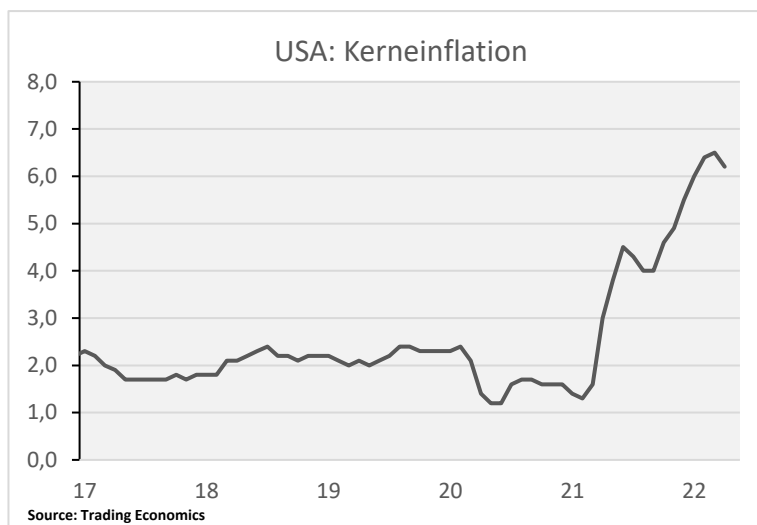
Det er dog værd at bemærke, at inflationen var alt for lav i 2020 netop som konsekvens af nedlukninger ifm. corona-pandemien. Ser vi på den gennemsnitlige kerneinflation over de seneste 3 år har den i USA ligget på 3%, hvilket er ganske fornuftigt samlet set.

Centralbanken har da også flere gange gennem 2021 meldt ud, at en inflation højere end det sædvanlige mål på 2% accepteres i en periode for at sikre den økonomiske vækst. Derfor skønner vi, at en kerneinflation på 3-4% over en periode næppe vil være en kilde til bekymring for den finansielle stabilitet.

## Har vi set toppen af inflationen?

Vi fik i sidste uge inflationstal fra USA, hvor stigningstakten i kerneinflationen faldt til 6,2% på årlig basis, mens stigningen måned-til-måned var den laveste de seneste 12 måneder.

Det ligger i kortene, at centralbanken hæver renten med 0,5% på de næste 2 møder i juni og juli, hvorved styringsrenten allerede når 2% inden vi er gennem sommeren. Det er en historisk hurtig stramning af pengepolitikken, der suppleres med reduktion af centralbankens beholdning af obligationer.



Prisstigninger i råvaremarkederne har været med at presse inflationen op andre steder i samfundet. De seneste 2 måneder har vi dog ikke set nye prisstigninger i råvaremarkederne. Det taler sammen med rentestigninger for, at inflationspresset kan begynde at aftage.

## Hvordan med Europa og Danmark?

Inflationen er ikke bare et særligt amerikansk problem, men rammer også Europa, da de finansielle markeder inkl. råvaremarkederne er globale.

I Eurozonen toppede kerneinflationen senest på 3,5% på årlig basis, hvilket dog er væsentlig lavere end i USA.

Også ECB har gennem 2021 løbende meldt ud, at inflationen gerne må overstige den langsigtede målsætning om 2% i en periode, fordi man ønsker at understøtte den økonomiske genrejsning efter corona-pandemien.

Her skal vi huske på, at der er store forskelle mellem dele af Eurozonen såvel i nord, syd, øst og vest. Således er der fortsat strukturelle udfordringer bl.a. i sydeuropa med høj gældsætning og arbejdsløshed relativt til nordeuropa.

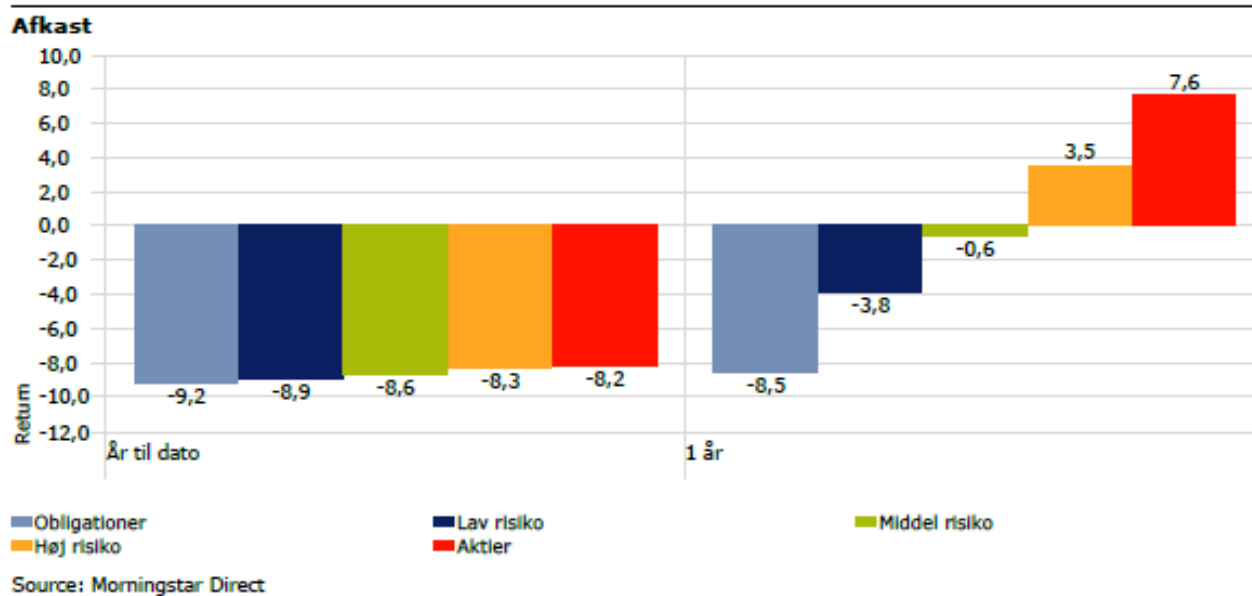
ECB holder sit næste pengepolitiske møde d. 9/6-22. ECB har tidligere meldt ud, at man først vil fokusere på at stoppe opkøbsprogrammet af obligationer i løbet af 2022 før man overvejer rentestigninger.

Styringsrenten hos ECB er aktuelt 0%. Til sammenligning har Nationalbanken i Danmark pt. fastsat styringsrenten til -0,6%. Den lave rente i Danmark er en konsekvens af den stærke danske økonomi relativt til Eurozonen og nødvendig for at holde fastkurspolitikken til Euroen.

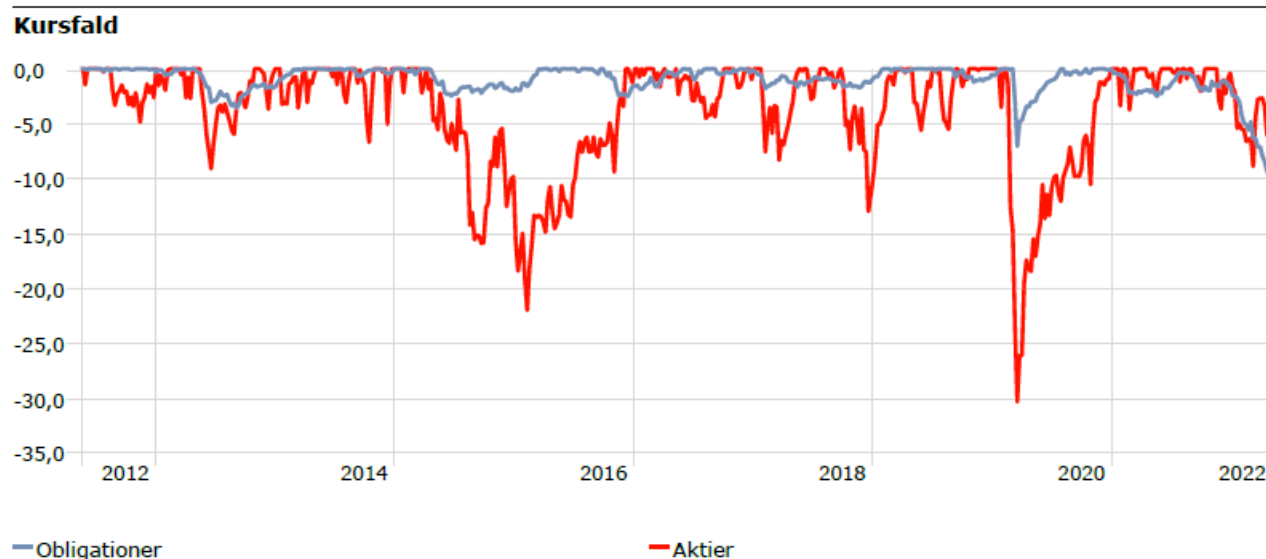
I Asien ser vi ikke samme inflation i samfundet, som i de vestlige økonomier. I Japan, som har lidt af lav inflation eller deflation i årtier, er inflationen senest 0,8% på årlig basis og i Kina senest på 0,9%.

## Afkastudvikling

Både globale aktier og obligationer har oplevet relativt store kursfald siden starten af 2022, hvorved også balancerede risikoprofiler har startet året negativt – her med afkast pr. 13/5-22.



Ser vi på historiske kursfald på aktier og obligationer over de seneste 10 år er det bemærkelsesværdigt hvor hurtigt de finansielle markeder har det med at komme sig, når først vendingen indtræffer.



Nogle af de væsentlige faktorer som kan vende den aktuelle udvikling er:

- en fredsaftale og/eller afslutning på krigen mellem Ukraine og Rusland
- at inflationen viser sig at have toppet
- at den amerikanske centralbank ikke hæver renten som hurtigt og meget som forventet

## Prissætning på globale aktier

Som følge stigende indtjening men samtidig kursfald er prissætningen på globale aktier faldet og ligger nu med en P/E på 18x på et attraktivt niveau. Det er et P/E-niveau svarende til gennemsnittet de seneste 5 år og en indtjeningsrente på over 5,5%. Til sammenligning er den 10-årige statsrente i USA godt 3% og i Tyskland på 1%.

**Værdiansættelse (P/E)**



Source: Morningstar Direct

## Konklusion

Stigende renter i USA har skabt større kursfald på aktier end mange havde ventet her fra starten af 2022, hvor det dog var forventeligt at se højere volatilitet på aktiemarkedene end gennem 2021.

Vores konjunkturmodel signalerer fortsat, at vi er i en afmatningsfase – ikke i en recession. De hastige rentestigninger i USA øger dog risikoen for, at afmatningsfasen bider sig fast og potentielt fører til en recession inden for det næste år. Vi mener, at dette scenarie allerede er delvist priset ind i aktiemarkedene.

Til gengæld signalerer obligationsmarkedene med de aktuelle rentestigninger, at der ikke er en recession på vej. Skulle et sådan scenarie indtræffe, må vi forvente rentefald på obligationsmarkedene, idet inflationen samtidig må forventes at falde markant.

Som oftest afløses en afmatningsfase af et nyt konjunkturopsving, hvorved vi opnår det som populært kaldes en blød landing. Det er lige præcis det som centralbankerne stiler efter at opnå i den aktuelle situation, hvilket kan lægge fundamentet til en fortsættelse af den positive økonomiske vækst de kommende år.

”Don’t Fight the Fed” er et populært udtryk om at man som investor med fordel kan have tillid til, at centralbanken formår at styre økonomien gennem op- og nedture. Det er lykkedes ganske godt historisk, og der er ingen grund til at tro, at det ikke også skulle lykkes de kommende år.

Derfor er det bedste råd til investor at bevare sin strategi og fokus på at opnå et godt langsgit afkast, når der er uro på de finansielle markeder. Kortsigtet uro kan endog benyttes til at forbedre det langsigtede afkast ved rebalancering eller aktiv justering for at opnå større eksponering til at markedet stiger igen.