

MAJ 2022



# Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

- **Krigen i Ukraine har sammen med eftervirkningerne af nye corona-nedlukninger i Kina efterladt verdensøkonomien i et alvorligt udbudschok**
- **Flere renteforhøjelser i vente både fra Fed og fra ECB som følge af stigende inflation**
- **Udviklingen i renter og inflation påvirkede også aktieafkastet over måneden**

## Nedlukning og krig i Ukraine sætter markeder under pres

De globale forsyningskæder er fortsat udfordret af de globale eftervirkninger fra coronanedlukningerne og de nye nedlukninger i Kina. Krigen i Ukraine og de deraf følgende sanktioner i forhold til Rusland har ført til yderligere prisstigninger på energi, visse råvarer og fødevarer. Samlet set har coronanedlukningerne og krigen i Ukraine resulteret i et alvorligt udbudschok for verdensøkonomien. Produktionen og logistikken kan ganske enkelt ikke følge med efterspørgslen.

Den øjeblikkelige ubalance mellem udbud og efterspørgsel forstærkes af den særdeles ekspansive finans- og pengepolitik som regeringer og centralbanker iværksatte som reaktion på coronanedlukningerne. Eftersom forbrugerne ikke kunne bruge pengene under nedlukningerne, blev de i vidt omfang sparet op. Det er blandt andet den opsparing, der nu bliver bragt i spil, og som har medført en glohed forbrugsefterspørgsel.

Konsekvensen af den øjeblikkelige ubalance mellem udbud og efterspørgsel er, at inflationen er steget kraftigt over det seneste år. I USA er inflationen allerede over 8 procent og i slutningen af april blev inflationen i Tyskland målt til 7,8 procent, hvilket er det højeste niveau siden 1973.

Den amerikanske centralbank Federal Reserve har allerede reageret på den høje inflation ved at sætte de korte pengepolitiske renter op med 0,25 procentpoint, og den har signaleret, at der kommer yderligere stramninger i 2022. Den Europæiske Centralbank (ECB) har sendt tilsvarende signaler og har på kort tid markant ændret retorikken. Indtil for få måneder siden fastholdt ECB, at styringsrenten ikke ville blive forhøjet før tidligst i 2023. Nu signalerer ECB, at styringsrenten vil blive forhøjet flere gange allerede i 2022, og markedet forventer nu, at den vil blive hævet med næsten 1 procent i slutningen af året. Selv om de pengepolitiske stramninger i Europa fortsat forventes at foregå i et noget lavere tempo end i USA, så er det uomtvisteligt, at renteforventningerne er justeret kraftigt op. Der er således flere renteforhøjelser i vente både fra Fed og fra ECB, og det har de finansielle markeder reageret på.

I Formuepleje har vi gennem længere tid haft en forventning om, at renterne ville stige, og vi havde derfor afdækket en betydelig del af renterisikoen i obligationsporteføljerne. Efter det seneste års meget kraftige rentestigninger i USA er det vores vurdering, at rentekurven nu i højere grad afspejler de forventede pengepolitiske stramninger, og vi har derfor nedbragt den beskyttelse, vi havde imod stigninger i de amerikanske renter. Vi er ikke helt der endnu i Europa, men vi nærmer os det niveau, hvor vi vurderer, at renteforhøjelserne er fuldt afspejlet i rentekurven, og vi derfor vil begynde at øge renterisikoen, dvs. nedbringe den beskyttelse vi har haft imod rentestigninger i Europa.

&gt;&gt;

”

*Konsekvensen af den øjeblikkelige ubalance mellem udbud og efterspørgsel er, at inflationen er steget kraftigt over det seneste år, hvilket er det højeste niveau siden 1973.*

## &lt;&lt; Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

Højere realrenter bidrog til kursfald på aktiemarkedene i april måned. Værst gik det ud over de mere rentefølsomme segmenter af aktiemarkedet, herunder blandt andet de bæredygtige aktier, hvor en stor del af indtjeningen ligger længere ude i fremtiden. Men argumenterne for at investere i selskaber, som blandt andet faciliterer teknologi til alternative energikilder og fødevarer er blevet yderligere forstærket af corona og krigen i Ukraine. I Formuepleje vurderer vi, at kursfaldene på de bæredygtige aktier er en god mulighed for en langsigtet investering. I begyndelsen af april sænkede vi den samlede aktieeksponering fra 125% til 115%, ved salg af europæiske aktier, som siden bunden i marts steg med godt 11%.

## Det globale aktiemarked

## Højere renter samt vækstusikkerhed var baggrunden for pres på aktierne

Amerikanske statsrenter og ikke mindst amerikanske realrenter (renter korrigeret for inflationsforventningerne, red.) fortsatte stigningerne gennem måneden på samme måde som i marts. Dette sammen med usikkerhed omkring de fremadrettede væksthøjere i kølvandet på krigen i Ukraine og de fortsatte nedlukninger i Kina i forbindelse med covid-19, var de primære omdrejningspunkter for aktier gennem april.

”

*Usikkerhed omkring de fremadrettede væksthøjere i kølvandet på krigen i Ukraine og de fortsatte nedlukninger i Kina i forbindelse med covid-19, var de primære omdrejningspunkter for aktier gennem april.*

Kinas meget aggressive tilgang til nedlukninger af byer og distrikter, som er blevet ramt af covid-19-udbrud, skabte usikkerhed om en kinesisk, og ikke mindst global negativ vækstpåvirkning. Denne bekymring kommer efter de seneste års gradvise åbning af global økonomi og den gradvise normalisering af den økonomiske vækst i kølvandet på covid-19. Givet Kinas rolle i global økonomi har dette bidraget negativt til risikoappetitten i vækstfølsomme aktiver i det meste af verden, herunder også Europa, der fortsat udfordres af krigen mellem Ukraine og Rusland.

Kombinationen af højere renter og usikkerhed omkring den økonomiske vækst har som sagt været årsagen til, at aktier over måneden er faldet med 8 procent målt i USD. Med udgangspunkt i ovenstående samt en generelt højere risikoaversion er dollaren i samme periode steget væsentligt over for danske kroner. Som dansk investor reducerer dette aktiekurstabet over måneden til cirka 3,3 procent. Værst er det gået for de mere rentefølsomme områder i aktiemarkedet som for eksempel vækst (Nasdaq er faldet med 13,3 procent), men også et område som eksempelvis bæredygtige aktier er udfordret af de højere renter. Et bredt globalt indeks for bæredygtige investeringer (FTSE Environmental Opportunities) er over måneden faldet med cirka 9,6 procent og i år med cirka 16 procent. Baggrunden for den kraftige justering i vækst- og de bæredygtige aktier i år skal ses, som vi også har skrevet om tidligere, med udgangspunkt i stigningerne, der er sket i de reale renter. Alternativerne til blandt andet aktier sætter fremadrettet langt højere krav til øget fokus på kvalitet og værdiansættelse i aktieudvælgelsen, hvor den seneste tids justering af blandt andet kurser og for flere selskabers vedkommende også prisfastsættelsen.

## Rentemarkederne

## Høje inflationstal og udtalelser fra ECB fik renter til at stige

April var en hård måned for obligationsinvestorerne i Europa. Renterne steg ganske kraftigt på baggrund af højere end ventede inflationstal fra især Tyskland og på baggrund af udtalelser fra medlemmer af Den Europæiske Centralbank (ECB), der indikerer, at ECB muligvis allerede vil begynde at hæve renterne til juli. Især udtalelser fra vicepræsident de Guindos, som normalt er fortaler for ikke at hæve renterne for hurtigt, skubbede på udviklingen. Vi har derfor i april oplevet rentestigninger på 0,40-0,50 procentpoint i de danske renter – mest i den lange ende.

&gt;&gt;

## &lt;&lt; Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

”

*I skrivende stund er markedsforventningen, at ECB (og dermed også Nationalbanken i Danmark) vil hæve styringsrenterne med 0,89 procentpoint i 2022 og med 1,12 procentpoint i 2023.*

I skrivende stund er markedsforventningen, at ECB (og dermed også Nationalbanken i Danmark) vil hæve styringsrenterne med 0,89 procentpoint i 2022 og med 1,12 procentpoint i 2023. I og med at en meget stor del af inflationen i Europa skyldes energiprisstigninger, som ikke kan forventes at stige i samme omfang i de kommende år, opfatter vi markedsforventningerne som meget aggressive, og vi tror, at markedet (i Europa) forventer for mange rentehævninger.

Herhjemme oplevede vi i starten af april store fald i merrenten på danske realkreditobligationer (OAS-spændet), men mod slutningen af måneden gik disse fald i sig selv igen, og merrenten ligger nu på samme niveau som ved månedens start.

## Formueplejes aktuelle investeringsstrategi

### Investeringsstrategi ultimo april 2022

Aktier, globale	88,5% af maksimal eksponering. Overvægt af kvalitets- og valueaktier.
Virksomhedsobligationer	Maksimal eksponering. Kreditrisiko dog kun lidt over benchmark (Global High Yield). Overvægt mod emerging markets-virksomhedsobligationer samt Europa på bekostning af USA.
Sikre obligationer, uden gearing	Minimumeksponering. Forventet nul til marginalt positivt afkast over de kommende år.
Sikre obligationer, med gearing	Maksimal eksponering, idet der vil kunne forventes et positivt afkast med en investeringshorisont på over 12 måneder (selv ved moderat stigende lange renter). Varighed på ugearede obligationsporteføljer er 1,3 år.

### Bidragydere



**Henrik Franck**  
Investeringsdirektør,  
formand for  
investeringskomiteen



**Niels B. Thuesen**  
Adm. direktør, medlem af  
investeringskomiteen



**Søren Astrup**  
Direktør, medlem af  
investeringskomiteen



**Frank Reisbøl**  
Direktør, medlem af  
investeringskomiteen



**Otto Friedrichsen**  
Aktiechef



**René Romer**  
Senior porteføljeleder  
CFA