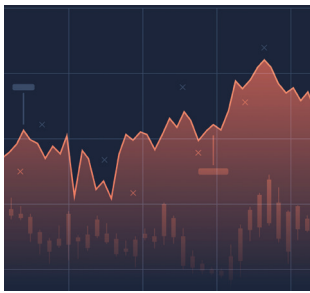


JUNI 2022



Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

- I maj var fokus i høj grad rettet mod centralbankerne og deres evne til at navigere i det nuværende økonomiske miljø med høj inflation uden at træde for hårdt på bremsen og dermed skabe nedgang i væksten.
- Trods skuffende regnskaber fra især amerikanske detailgiganter sluttede måneden med et positivt afkast på aktier. Det skyldtes forventningerne til centralbankerne, gradvis genåbning af Kina samt en række meget lave niveauer i stemningsindikatorer.
- På det danske obligationsmarked bød maj 2022 på moderat faldende kurser. Renterne steg en smule i takt med, at der bliver indpriset flere og flere rentestigninger fra Den Europæiske Centralbank (ECB) i 2022.

Centralbanker og inflation satte dagsordenen i maj

”

Centralbankernes stramninger af pengepolitikken skal ses i lyset af en kraftigt stigende inflation, der blandt andet skyldes nedlukninger i Kina, pres på forsyningskæder og krig i Ukraine.

Det overordnede tema i global økonomi i øjeblikket er en øget sandsynlighed for et scenarie med lav vækst kombineret med høj inflation. Herudover er der frygt for, at centralbankerne i dette krydsfelt vil træde for hårdt på bremsen og skabe en decideret nedgang i aktiviteten: En recession. Centralbankernes stramninger af pengepolitikken skal ses i lyset af en kraftigt stigende inflation, der blandt andet skyldes nedlukninger i Kina, pres på forsyningskæder og krig i Ukraine.

I Formuepleje forventer vi en nedgang i væksten som en konsekvens af centralbankernes ønske om at få inflationen ned, men der er ikke i øjeblikket tydelige tegn på, at verdensøkonomien er i recession, og vi vurderer, at der fortsat er en god mulighed for, at det er et scenarie, vi undgår. Nogle vigtige nøgletal peger desuden på en forholdsvis gunstig om end faldende vækst. Der er da også tegn på, at det går den rigtige vej med inflationen både i USA og i euroområdet; det vil sige nedad. Samtidig er der tegn på et faldende lønpres i amerikansk økonomi, dog fra et højt niveau, hvilket blandt andet skal ses i lyset af øget immigration. Netop det amerikanske arbejdsmarked har været genstand for øget opmærksomhed, da stigende lønninger kan skabe grobund for endnu højere og længerevarende inflation.

Samlet set vurderer vi, at de rentestigninger, som markedet på nuværende tidspunkt allerede har indpriset, er tilstrækkelige til at mindske prispreset og bringe inflationen ned på et niveau, der passer med centralbankernes langsigtede inflationsmålsætning.

På baggrund af vores forventning om en ”blød landing” i den globale økonomi samt en rimelig prissætning fastholder vi den relativt høje aktieeksponering. I sammensætningen af aktieporteføljen overvægtes valuesegmentet fortsat.

Selvom renterne er steget kraftigt gennem hele 2022, er vores vurdering på nuværende tidspunkt, at også rentemarkederne nu stort set har inddiskonteret de realistiske fremtidige rentestigninger. Rentefølsomheden i obligationsporteføljen er derfor blevet øget, og vi

>>

<< Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

forventer at øge den yderligere over de kommende uger og måneder, såfremt de mellem-lange og lange renter stiger yderligere. Samtidig med at renterisikoen bliver øget, forventes OAS-risikoen (det vil sige eksponeringen til merrenten på dansk realkredit) at blive nedbragt.

Det globale aktiemarked

Stærk aktieafslutning sikrede positivt aktieafkast over måneden

Også for aktier var omdrejningspunkterne inflationen samt de afledte reaktioner fra verdens centralbanker, hvor der især var fokus på disses effekt på den fremadrettede globale vækst. De amerikanske selskaber rapporterede i månedens løb regnskabstal for 1. kvartal 2022, som samlet set viste fornuftige takter både på indtjeningen og omsætningen. Samlet var vækstniveauerne i indtjening og omsætning højere end analytikernes forventninger – om end lavere end 1. kvartal 2021, som var præget af den kraftige indtjeningsrekyl ud af covid-19-nedlukningen.

”

De amerikanske selskaber rapporterede i månedens løb regnskabstal for 1. kvartal 2022, som samlet set viste fornuftige takter både på indtjeningen og omsætningen.

Regnskaberne fra de to amerikanske detailgiganter Walmart og specielt Target rystede dog aktiemarkederne midt på måneden, da regnskabstallene viste et væsentligt pres på omkostningerne samtidig med en tiltagende ændring i forbrugeradfærden. Så selv om omsætningen voksede fornuftigt, og de rapporterede amerikanske detailsalg slog forventningerne, rettede fokus sig mod inflationens afledte konsekvenser på omkostninger og virksomhedernes fremtidige forventede overskudsgrader. Meldingerne resulterede i kraftige fald, ikke kun for amerikanske detailvirksomheder, men også i det bredere indeks og senere også for en række teknologivirksomheder, der indikerede samme effekt.

Set over måneden rettede det globale aktieindeks sig fra et tab på cirka 6 procent midt på måneden til et lille plus på 0,3 procent, drevet af forventningerne til centralbankerne, gradvis genåbning af Kina samt en række meget lave niveauer i stemningsindikatorer. Et samlet dollar-fald på 1,7 procent resulterede dog således i et samlet fald på 1,4 procent ved udgangen af maj.

Formuepleje LimiTellus, der er aktiekomponenten i Formueplejes blandede investeringsløsninger, leverede et samlet afkast på -1,0 procent svarende til et merafkast på 0,4 procentpoint. Baggrunden skyldes i høj grad den samlede aktieeksponering og ikke mindst en klar præference mod de såkaldte value-aktier, der er kendetegnet ved en klassisk drift med indtjening her og nu til en mere attraktiv værdiansættelse. De amerikanske value-aktier leverede således et samlet afkast på 1,9 procent gennem maj, hvor modsætningen, givet ved det amerikanske vækst- og teknologiindeks, Nasdaq, faldt med 1,5 procent.

Rentemarkederne

Faldende kurser og stigende renter

På det danske obligationsmarked bød maj 2022 på moderat faldende kurser.

Renterne steg en smule i takt med, at der bliver indpriset flere og flere rentestigninger fra Den Europæiske Centralbank (ECB) i 2022. Lige nu forventer markedet mellem fire og fem rentehævninger á 0,25 procentpoint i år, mens der forventes tre yderligere i 2023. I Formuepleje mener vi, at markedet sandsynligvis har indpriset en smule for meget fra ECB.

Merrenten på danske realkreditobligationer steg også en smule, hvilket skete i tæt sammenhæng med de generelle merrentebevægelser på virksomhedsobligationer i resten af Europa. Den positive vinkel på det danske realkreditmarked er fortsat, at låntagere i stor stil opkøber lån i obligationer omkring kurs 80 og enten optager nye lån omkring kurs 100 eller går i rentetilpasningslån. Dette skaber en daglig efterspørgsel efter de konverterbare realkreditobligationer, hvilket bør skabe fundamentet for merrenteindsnævninger i den kommende periode. >>

<< Udsyn fra Formueplejes kapitalforvaltning

Fra centralbankerne var den vigtigste udvikling, at næsten alle medlemmer af ECB, der har udtalt sig i månedens løb, hælder mod, at ECB påbegynder rentehævningerne i juli. Det vil sige, at vi i Danmark ifølge markedsforventningerne får positive styringsrenter til oktober, hvilket vil være første gang siden 2014. I den forbindelse skal det dog nævnes, at usikkerheden om centralbankrenterne er højere end normalt på grund af Covid-19 og Ukraine-krigens uforudsigelige indvirkning på inflationsudviklingen.

Formueplejes aktuelle investeringsstrategi

Investeringsstrategi ultimo maj 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 2,5 år.

Bidragydere



Henrik Franck
*Investeringsdirektør,
 formand for
 investeringskomiteen*



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



Frank Rejsbøl
*Direktør, medlem af
 investeringskomiteen*



Søren Astrup
*Direktør, medlem af
 investeringskomiteen*



Otto Friedrichsen
Aktiechef



René Rømer
*Senior porteføljemanager
 CFA*