

Kvartalsrapport

2. kvartal 2022

Formue&
Investeringspleje

Resume

Krigen i Ukraine i kombination med en hård nedlukning i store dele af Kina, på grund af stigende Corona smitte, har dels ført til at ubalancerne i forsyningskæderne er fortsat, og dels at energipriserne er forblevet på et meget højt niveau. Begge dele har bidraget til, at inflationen er blevet fastholdt på et meget højt og uønsket niveau gennem 2. kvartal af 2022. Det har fået centralbankerne til både at fremrykke og forhøje de forventede pengepolitiske stramminger. Denne markante ændring i den forventede renteutvikling fra centralbankernes side har skabt en frygt hos flere økonomer om, at dette vil sende verdensøkonomien ud i en dyb recession, så vi kan ende i et scenarie med stagflation; det vil sige høj inflation i kombination med, at verdensøkonomien ikke vokser. Stagflation er det værst tænkelige scenarie for en investor, men dette er i vores optik ikke et særligt sandsynligt scenarie. Det har fået en del opmærksomhed i mediebilledet, da "frygt" tiltrækker markant flere læsere end det mere sandsynlige scenarie om, at "det skal nok gå alt sammen".

Væksten i verdensøkonomien er på vej ned i gear, men der er umiddelbart intet som tyder på, at vi er på vej mod en snarlig recession. Stabilitet i olieprisen og et pænt fald i prisen på afgrøder fra landbruget og råvarepriser generelt i en kombination med genåbningen af det kinesiske samfund giver et velbegrunderet håb om,

at inflationen topper i disse måneder, og at den efterfølgende gradvist vil aftage. Forbrugerne har stadig en stor opsøret formue, der er klar til forbrug. Dermed er en økonomisk blød landing af verdensøkonomien et sandsynligt scenarie, men usikkerheden er selvfølgelig fortsat stor, idet meget afhænger af udviklingen i krigen mellem Ukraine og Rusland.

I perioder med store kursfald på de finansielle markeder og stor økonomisk usikkerhed, er det let at blive skræmt som investor. Men har man sammensat en god, bred portefølje af aktiver med fokus på kvalitet, viser al erfaring, at så skal de gode kvalitetselskaber nok kursmæssigt komme igen, og obligationer med høj kreditkvalitet, såsom danske realkreditobligationer, skal nok blive indfriet til kurs 100.

Med to cifrede negative afkast på de fleste aktiemarkeder og store dele af obligationsmarkedet i 1. halvår af 2022, har de finansielle markeder allerede indregnet en del dårligheder i de nuværende kurser. Går det ikke helt så slemt som frygtet, er der gode chancer for, at det investeringsmæssige klima bliver væsentligt forbedret i 2. halvår af 2022. Tiden arbejder for den tålmodige investor, som har en god spredt portefølje af kvalitetsaktiver, som vi foretrækker, mens uholdbare investeringer, såsom Bitcoins, sandsynligvis vil gå en fortsat meget usikker fremtid i møde.



Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2022

Udvikling i 2. kvartal 2022					
	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2022
	31.03.2022	30.06.2022			
OMX CGI	2.480,04	2.287,65	-192,39	-7,76%	-11,69%
OMXC Cap. GI	2.644,71	2.352,85	-291,86	-11,04%	-16,54%
MSCI World All Countries	3.509,47	3.155,61	-353,86	-10,08%	-12,92%
MSCI USA*	4.390,80	3.889,79	-501,01	-11,41%	-14,15%
MSCI Europa*	2.266,40	2.069,00	-197,40	-8,71%	-15,49%
MSCI Japan*	1.886,55	1.715,48	-171,07	-9,07%	-13,04%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark					
	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2022
	31.03.2022	30.06.2022			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,60	0,00	-0,15%	-0,30%
1,50 STAT 23	-0,15	0,59	0,74	-1,08%	-2,00%
0,5% STAT 2027	0,66	1,44	0,78	-4,68%	-8,89%
4,5% STAT 2039	0,86	2,02	1,16	-13,81%	-22,85%
1,5% NYK 2050	2,39	3,05	0,66	-8,03%	-15,06%
BDEN15				-1,34%	-2,70%
Valutakurser					
	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2022
	31.03.2022	30.06.2022			
USD/DKK	6,70	7,16	0,46	6,89%	9,16%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,02%	0,04%
JPY/DKK	0,055	0,053	-0,002	-4,44%	-7,81%

Udviklingen i 2. kvartal 2022

Det forgangne kvartal er et kvartal, man som investor gerne ville have været foruden. Næsten uanset hvor man har været investeret, har kvartalet budt på negative afkast og i mange tilfælde endda tocifrede negative afkast.

Krigen i Ukraine i kombination med en hård nedlukning i store dele af Kina på grund af stigende Coronasmitte, har dels ført til at ubalancerne i forsyningskæderne er fortsat, og dels at energipriserne er forblevet på et meget højt niveau. Begge dele har bidraget til, at inflationen er blevet fastholdt på et meget højt og uønsket niveau gennem 2. kvartal af 2022. Det har fået centralbankerne til både at fremrykke og forhøje de forventede pengepolitiske stramninger. Således har den amerikanske centralbank sat renten op to gange i løbet af 2. kvartal 2022 med henholdsvis 0,5 og 0,75%-point. Den europæiske centralbank har i samme periode varslet,

at de starter med at sætte rente op på mødet i juli måned, hvor der tidligere først var forventet en renteforhøjelse i slutningen af året. Denne markante ændring i den forventede renteudvikling fra centralbankernes side har skabt en frygt hos flere økonomer om, at dette vil sende verdensøkonomien ud i en dyb recession, så vi kan ende i et scenarie med stagflation; det vil sige høj inflation i kombination med at verdensøkonomien ikke vokser. Stagflation er det værste tænkelige scenarie for en investor, men som vi vil udbyde senere, er dette i vores optik ikke et særligt sandsynligt scenarie, selvom det har fået en del opmærksomhed i mediebilledet, da "frygt" tiltrækker markant flere læsere end det mere sandsynlige scenarie om, at "det skal nok gå alt sammen".

Som det ses af skemaet ovenfor, har de fleste aktiemarkeder givet et afkast omkring -10%

p.a. i 2. kvartal 2022, mens obligationsafkastene varierer fra -1,1% for den helt korte danske statsobligation 0,5% STAT 2023 til -13,8% p.a. på den lange 4,5% STAT 2039. Betragter vi den 5-årige danske statsobligation 0,5% STAT 2027, har denne givet et afkast på -4,7% p.a. i 2. kvartal 2022 og -8,9% p.a. i 1. halvår af 2022. En 5-årig dansk statsobligation vil de fleste investorer med rette betragte som en sikker placering uden den store risiko, og dette til trods har obligationen realiseret et betydeligt negativt afkast i 1. halvår af 2022.

Den amerikanske dollar har fortsat sin styrkelse i løbet af 2. kvartal 2022, hvor den amerikanske dollar er blevet styrket med 6,9% over for både euro og danske kroner. Den japanske yen er blevet svækket med 4,4% over for både euro og danske kroner i det forgangne kvartal.

Med et inflationsniveau for eurozonen i juni 2022 på 8,6% p.a. og en kerneinflation på 3,7% p.a., mod en inflationsmålsætning omkring 2,0% p.a. fra den europæiske centralbank (ECB), er der ingen tvivl om, at der er lagt op til snarlige renteforhøjelser fra ECB, samt at graden af de kommende renteforhøjelser afgøres af den fortsatte udvikling i den europæiske inflation. Hvis ikke inflationen topper snart og begynder en aftagende tendens, kan vi forvente hurtige og kraftigere renteforhøjelser, hvilket kan presse

de finansielle markeder yderligere og omvendt. Den forventede udvikling i inflationen er derfor en afgørende faktor for udviklingen på de finansielle markeder på den korte bane, men balancen bliver samtidig, at der heller ikke må ske en så voldsom økonomisk opbremsning, at verdensøkonomien bliver sendt ud i en dyb recession.

Der er ingen tvivl om, at renteniveauet i både USA og Europa har været for lavt, idet pæn økonomisk vækst og lav arbejdsløshed, som vi oplevede gennem 2021 og ind i 2022, ikke er foreneligt med et renteniveau, som modsvarer en dyb økonomisk krise. Et for lavt renteniveau, hvor penge er tæt på "gratis", kan føre til overdreven risikotagen, hvilket vi også har været vidne til. Et sådant eksempel er i vores optik Bitcoin, som grundlæggende bygger på en interessant teknologi, men som et selvstændigt ureguleret betalingsmiddel ikke har gang på jord. Bitcoin har via massiv medieomtale formået at blive fremstillet som et reelt investeringsalternativ, og kursen på Bitcoins kan endda følges løbende hos mange nyhedsmedier såsom Børsen og Bloomberg. Bitcoin er efter vores vurdering investeringsmæssigt "kejserens nye klæder", og ikke overraskende falder sådanne investeringer helt til jorden, når der sker alvorlige rystelser på de finansielle markeder. Bitcoin er faldet med ca. 60% i værdi i løbet af 1. halvår af 2022.



Forventninger

Hvis vi betragter seneste prognose fra OECD fra juni 2022 omkring den forventede udvikling i verdensøkonomien, ses det, at der nu forventes et økonomisk opsving i både 2022 og 2023, der er lidt svagere, end vi gennemsnitligt oplevede i årene 2013-2019. OECD forventer således en gradvist aftagende økonomisk vækst, men ikke nogen recession (økonomisk tilbagegang) i verdensøkonomien. Får OECD ret i sin prognose, vil verdensøkonomien opleve det, man økonomisk kalder en "blød landing", hvor både den økonomiske vækst og inflation aftager, uden at verdensøkonomien sendes ud i recession. Frygten for recession er stor på de finansielle markeder i øjeblikket, så får OECD ret i sin prognose, vil det givet vis få aktierne til at stige pænt.

De globale indkøbschefers optimisme er, det seneste år aftagende, som man kan se af figuren på næste side. Så længe indekset er over 50, er der tale om økonomisk fremgang. De globale indkøbschefer er således meget på linje med OECD omkring den forventede økonomiske udvikling, hvor de også forventer fortsat økonomisk vækst omend på et lidt lavere niveau. Og det kan sagtens være, at indekset kortvarigt dykker ned under 50 i forbindelse med den økonomiske opbremsning, der pt. er i gang for at få inflationen bragt ned, men det skal man som investor heller ikke være så bekymret for, så længe opbremsningen har karakter af en kontrolleret opbremsning, som vi pt. er vidne til.

Global growth is projected to be subdued

	Average 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3,3	-3,4	5,8	3,0	2,8	4,3	1,9	3,0
G20 ²	3,5	-3,0	6,2	2,9	2,8	4,3	1,9	2,9
OECD ²	2,2	-4,6	5,5	2,7	1,6	4,8	1,5	1,6
United States	2,4	-3,4	5,7	2,5	1,2	5,5	1,2	0,7
Euro area	1,9	-6,5	5,3	2,6	1,6	4,6	1,2	1,8
Japan	0,8	-4,5	1,7	1,7	1,8	0,3	2,5	0,9
Non-OECD ²	4,3	-2,3	6,1	3,3	3,8	3,8	2,3	4,2
China	6,8	2,2	8,1	4,4	4,9	3,9	4,9	4,5
India ³	6,8	-6,6	8,7	6,9	6,2			
Brazil	-0,4	-4,2	5,0	0,6	1,2			
Unemployment rate⁴	6,5	7,1	6,2	5,2	5,3	5,5	5,3	5,3
Inflation¹								
G20 ^{2,5}	3,0	2,8	3,8	7,6	6,3	5,0	7,8	5,8
OECD ^{6,7}	1,7	1,5	3,7	8,5	6,0	5,2	8,9	5,2
United States ⁶	1,4	1,2	3,9	5,9	3,5	5,5	5,1	2,8
Euro area ⁸	0,9	0,3	2,6	7,0	4,6	4,6	6,8	3,9
Japan ⁹	0,9	0,0	-0,2	1,9	1,9	0,5	2,4	1,6
OECD fiscal balance¹⁰	-3,2	-10,4	-7,4	-5,0	-3,8			
World real trade growth¹	3,4	-8,1	10,0	4,9	3,9	8,5	2,6	4,1

1. Per cent; last three columns show the change over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Headline inflation.

6. Personal consumption expenditures deflator.

7. Moving nominal private consumption weights, using purchasing power parities.

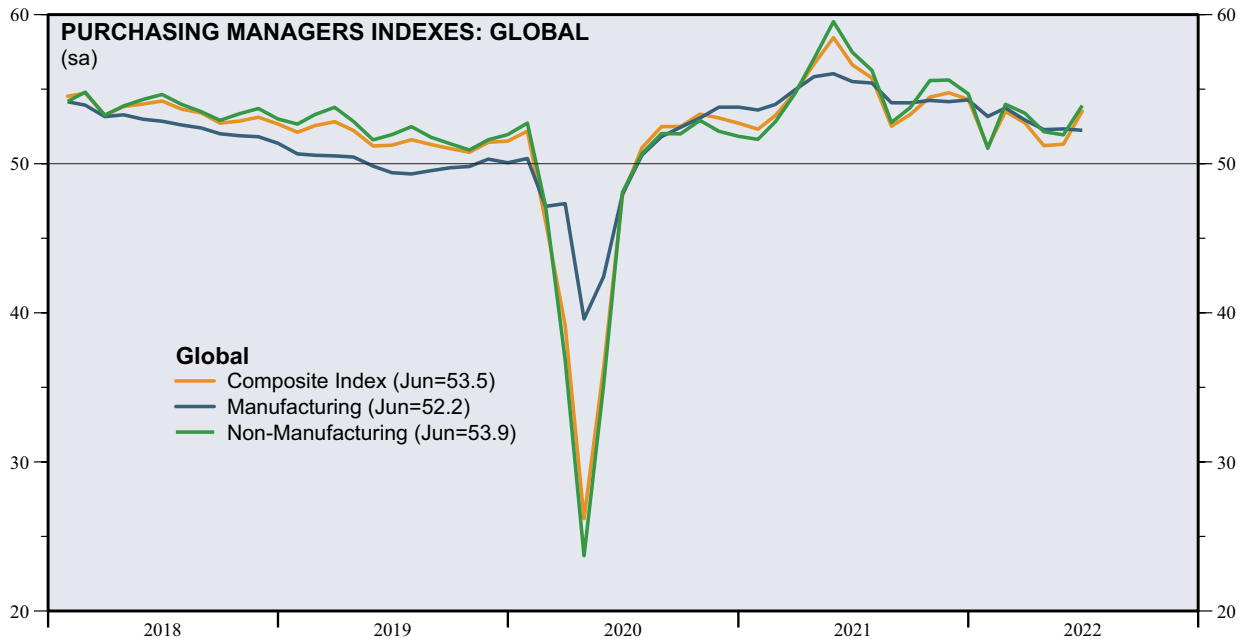
8. Harmonised consumer price index.

9. National consumer price index.

10. Per cent of GDP.

Kilde: OECD Economic Outlook 110 database.

Global PMIs

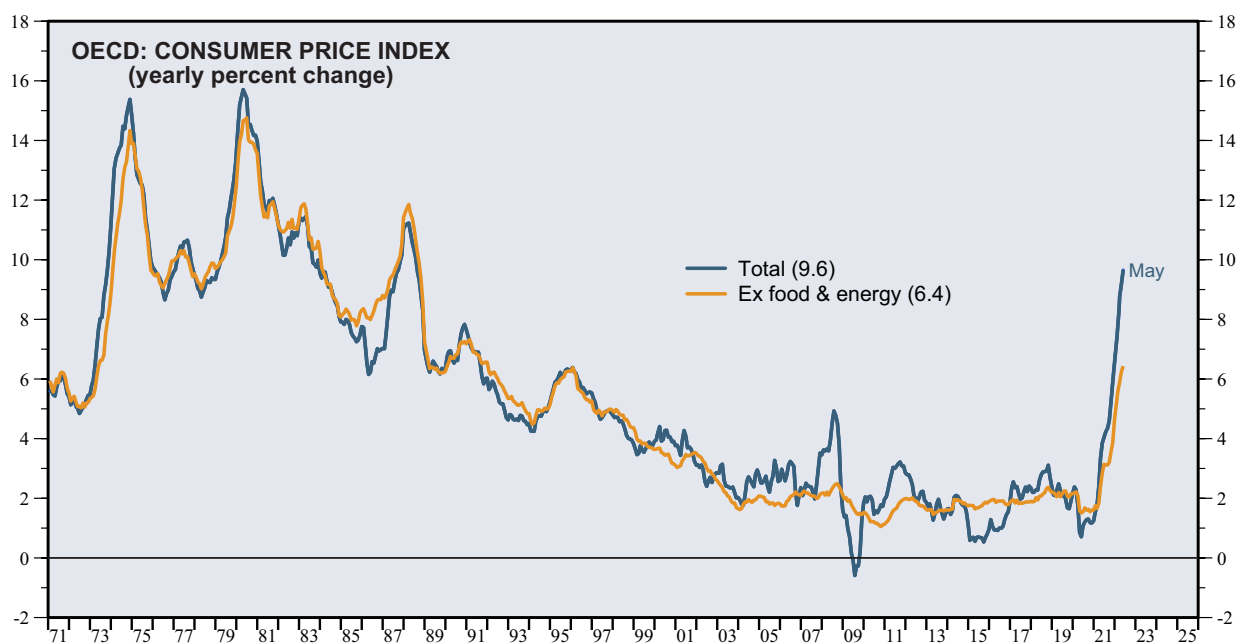


Kilde: Markit and Haver Analytics.

Som det kan ses af figuren nedenfor, omkring inflationen i OECD-området, er inflationen skudt uønsket kraftigt op i løbet af 2022 både hvad angår den samlede inflation og kerneinflationen, hvor prisudviklingen på energi- og fødevarer ikke indgår.

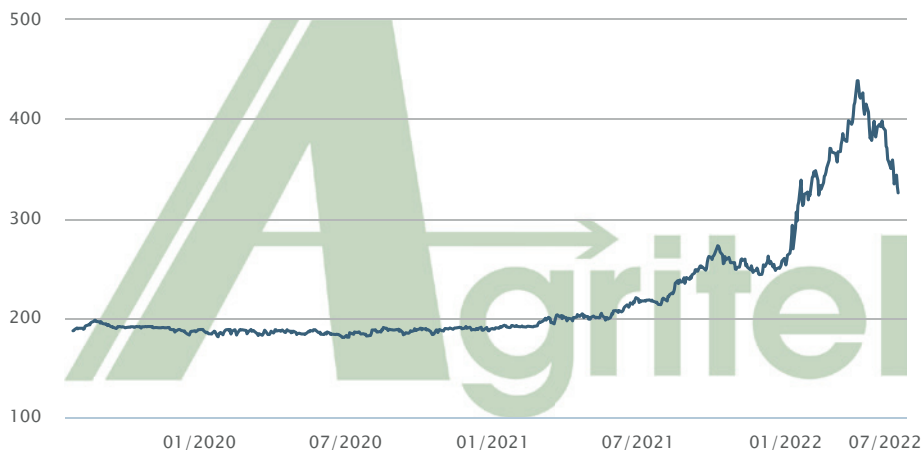
Inflationen skal bekæmpes og dette gøres traditionelt ved, at centralbankerne sætter renterne op, hvorved det bliver dyrere at optage og have forbrugsrelaterede lån, hvilket mindsker det lånefinansierede forbrug og dermed lægger renteforhøjelser en dæmper på efterspørgslen, som igen fører til lavere priser og lavere inflation.

Global Inflation Rates



Kilde: Organization for Economic Cooperation & Development (OECD).

Wheat (€/t) Sept. 22



I den nuværende situation har forbrugerne i den vestlige verden generelt en stor opsparret formue, der er klar til forbrug, så det lånefinansierede forbrug er mindre end vanligt. Og den høje inflation er i høj grad skabt af flaskehalse i produktion- og logistikkæder; dels som følge af krigen i Ukraine og dels Corona-nedlukningerne, hvor sidstnævnte blev forstærket af den hårde nedlukning af store dele af det kinesiske samfund i marts, april og maj 2022. Dermed er renteforhøjelser fra centralbankernes side mindre effektive end vanligt, idet inflationsproblemerne ikke blot er skabt af en for høj efterspørgsel, men i langt højere grad skyldes udbudsbegrænsninger. Dermed ikke sagt, at centralbankerne ikke skal sætte renterne op, for det skal de, blandt andet fordi renteniveauet i forvejen var for lavt i forhold til den økonomiske udvikling, men inflationen kommer sandsynligvis ikke ned alene på grund af rentestigninger. Genåbningen af det kinesiske samfund i starten af juni måned er et skridt på vej mod at mindske flaskehalsene i forsyningskæderne, og dermed mindske det inflationære pres herfra. Desuden melder virksomhederne i stigende grad om, at de nu har fået genetableret deres lagre efter Corona-nedlukningerne i 2020, hvorfor produktionen nu blot skal modsvare den faktiske efterspørgsel fra forbrugernes side og ikke længere være forstærket af en lageropbygning. Afslutningen af lageropbygningen vil også medvirke til at mindske det inflationære pres, hvilket blandt andet allerede har givet sig til udtryk ved, at kobber- og stålpriserne er faldet tilbage på det seneste.

Krigen i Ukraine har været med til at drive priserne på landbrugsafgrøder op, blandt andet fordi Ukraine og Rusland står for ca. 40% af

verdens produktion af hvede, og de er ligeledes store på andre landbrugsrelaterede produkter. Heldigvis ser det ud til, at høsten af afgrøder i den resterende del af verden bliver bedre end ventet, og de store lagre af afgrøder, der stadig befinder sig i Ukraine, måske kan komme ud af landet, hvilket har fået prisen på hvede til at falde ca. 20% fra toppen, som det ses af figuren ovenfor. Andre afgrøder, for eksempel majs, har set en lignende prisudvikling. Prisen på afgrøderne er fortsat på et historisk relativt højt niveau, men toppen af inflationspresset herfra er aftaget på det seneste.

Stigende energipriser har også bidraget væsentligt til den stigende inflation, hvor krigen i Ukraine også har været en væsentlig årsag hertil, da Rusland er en stor eksportør af både olie- og gas. EU fik i 2021 hele 40% af deres gasbehov og 25% af oliebehovet leveret fra Rusland. Det er forholdsvis nemt at skifte leverandør af olie, mens det straks er sværere at erstatte gasleverancerne fra Rusland, som leveres gennem store gasledninger. Lukker Rusland for gassen til EU, eller vælger EU helt at boykotte russisk gas, vil det ramme den europæiske økonomiske vækst hårdt. Der arbejdes på at få de andre olieproducerende lande (OPEC) til at skrue mere op for deres olieproduktion, hvilket synes at have stoppet stigningen i olieprisen. Hvis vi ser på olieprisen målt ved Brent-olien i amerikanske dollars (USD) (Som det fremgår af næste side), kan vi se, at olieprisen synes at stabilisere sig i niveau 100-120 USD. Hvis vi ser på olieprisen på 10 års sigt, lå olieprisen i årene 2012-2015 faktisk omkring et niveau på 100-120 USD, så måske er olieprisen "bare" kommet tilbage til et

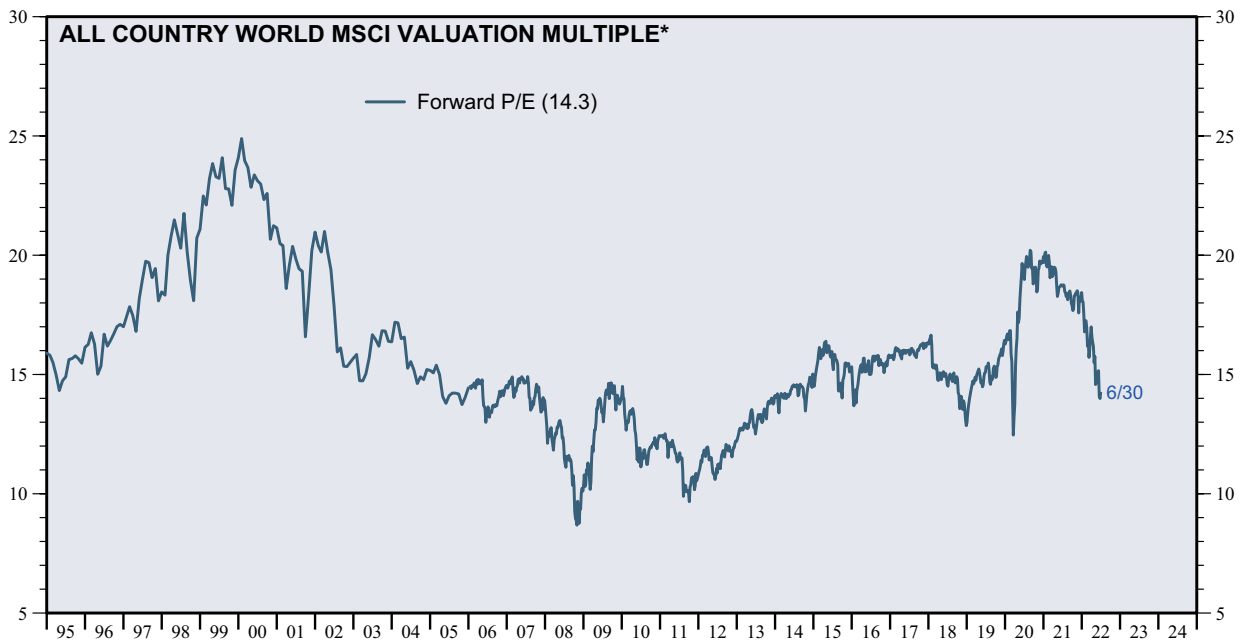


mere naturligt niveau? Og holder olieprisen sig omkring dette niveau i det kommende år, vil inflationsbidraget herfra gå mod 0 i løbet af 9-12 måneder, idet den årlige inflation måles ved at sammenligne med samme tidspunkt året før.

Hvis vi ser på den 10-årige tyske statsrente på 10 års sigt, har udviklingen i denne fulgt næsten

samme mønster som olieprisen. Og den 10-årige rente er nu også oppe i samme niveau som i årene 2012-2015, hvor denne bevægede sig mellem 1,25-2,00% p.a. Det virker meget sandsynligt, at vi fremadrettet skal se en tysk 10-årig rente bevæge sig omkring 1-2% p.a., hvilket stadig vil være et relativt lavt renteniveau set i historisk sammenhæng.

Forward Growth & Valuation



* Price divided by forward consensus expected earnings per share. Monthly data through December 2005, weekly thereafter.

Kilde: I/B/E/S data by Refinitiv.

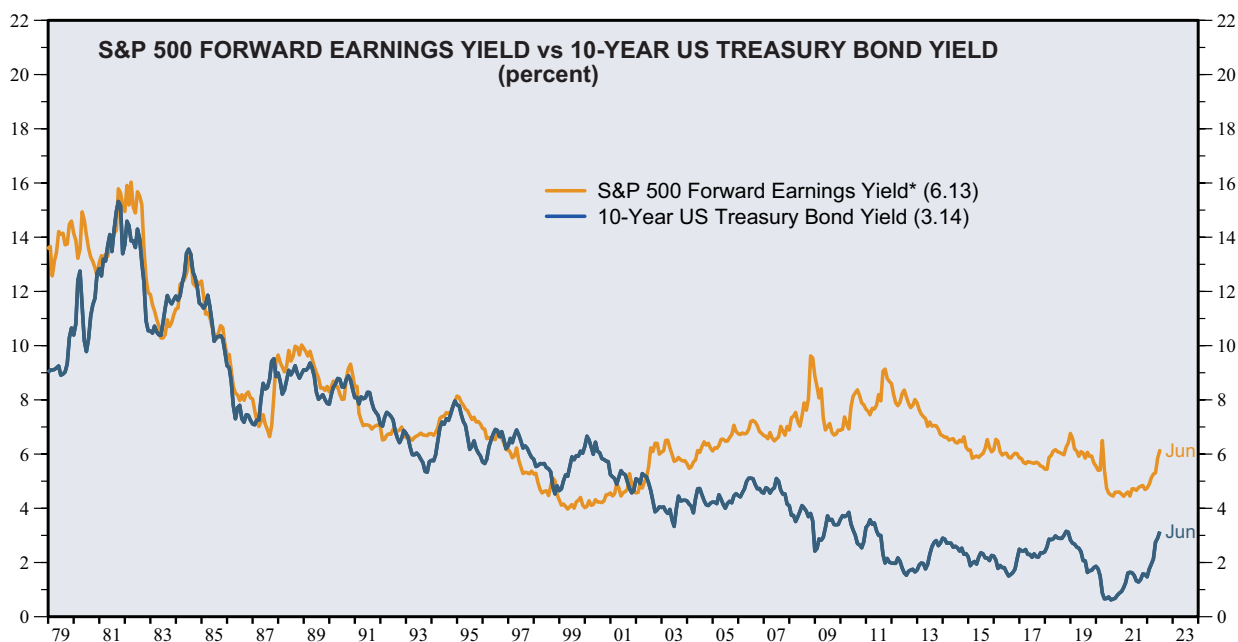
Væksten i verdensøkonomien er på vej ned i gear, men der er umiddelbart intet som tyder på, at vi er på vej mod en snarlig recession. Stabiliseringen i olieprisen og et pænt fald i prisen på aفرøder fra landbruget og råvarepriser generelt i kombination med genåbningen af det kinesiske samfund, giver et velbegrunderet håb om, at inflationen topper i disse måneder, og at den efterfølgende gradvist vil aftage. Forbrugerne har stadig en stor opsparret formue, der er klar til forbrug. Dermed er en økonomisk blød landing af verdensøkonomien et sandsynligt scenarie, men usikkerheden er selvfølgelig fortsat stor, idet meget afhænger af udviklingen i krigen mellem Ukraine og Rusland. De finansielle markeder er i vores optik meget optaget af recessionsscenarioet, som selvfølgelig ikke kan udelukkes, men som investor skal man huske på, at lige så pludseligt krigen startede, lige så pludseligt kan den også stoppe igen. Med tocifrede negative afkast på de fleste aktiemarkeder og store dele af obligationsmarkedet i 1. halvår af 2022, har de finansielle markeder allerede indregnet en del dårligdomme i de nuværende kurser. Går det ikke helt så slemt som frygtet, er der gode chancer for, at det investeringsmæssige klima bliver væsentligt forbedret i 2. halvår af 2022.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af ovenstående graf se, at verdensin-

dekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 14 gange den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, hvilket i vores optik umiddelbart er meget attraktivt. Dette forudsætter selvfølgelig, at de underliggende selskaber også kan levere den forventede indtjening. Der er noget som tyder på, at analytikerne måske er lidt for optimistiske på den forventede indtjeningsfremgang og denne sandsynligvis bliver justeret lidt ned, men formår vi at få en blød økonomisk landing i verdensøkonomien, forventes der kun en mindre nedjustering af indtjeningsestimaterne.

I figuren på næste side er den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation sat i forhold til prisfastsættelsen på aktier i S&P 500 indekset. Aktier har ingen effektiv forrentning, men man kan beregne en syntetisk effektiv forrentning på S&P 500-indekset, kaldet Forward Earnings Yield (samlet forventet 12 måneders indtjening i de underliggende selskaber divideret med indekssværdien). Den tilnærmelsesvis sammenlignelige "rente" kan aflæses i højre side af figuren. På baggrund heraf kan vi se, at aktierne i S&P 500-indekset stadig virker attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en 10-årig amerikansk statsobligation, selv efter at renten på den 10-årige amerikanske statsobligation er steget med 1,5%-point på relativt kort tid.

Fed's Stock Valuation Model



* S&P 500 12-month forward consensus expected operating earnings divided by S&P 500 stock price index.

Kilde: Standard & Poor's and Federal Reserve Board.

I perioder med store kursfald på de finansielle markeder og stor økonomisk usikkerhed, er det let at blive skræmt som investor. Men har man sammensat en god, bred portefølje af aktiver med fokus på kvalitet, viser al erfaring, at så skal de gode kvalitetsselskaber nok kursmæssigt komme igen, og obligationer med høj kreditkvalitet, såsom danske realkreditobligationer, skal nok blive indfriet til kurs 100.

Tiden arbejder for den tålmodige investor, som har en god, spredt portefølje af kvalitetsaktiver, som vi foretrækker, mens uholdbare investeringer, såsom Bitcoins, sandsynligvis vil gå en fortsat meget usikker fremtid i møde.

Af Johnny Madsen
Partner og investeringschef
4. juli 2022.

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje