

En helingsrejse

En virksomhed eksisterer ikke i et vakuum. Derfor analyserer vi primært langvarige trends og temaer for at forstå den langsigtede samfundsudvikling. Men til tider er det kortsigtede makroøkonomiske billede ekstremt og kan have langvarige markedseffekter. Den nuværende inverse (eller omvendte) amerikanske rentekurve er et sådant eksempel.

Det aktuelle budskab er en fortsættelse af den drejebog, vi startede sidste år med navnet "[På Stroppetur gennem "Sorgernes Dal"](#)". Det gode ved sådan en stropetur er, at den bevæger sig fremad, også selv om der er modvind undervejs. Modvind, som for eksempel den aktuelle usikkerhed om bankerne i USA og Europa.

Gennem de sidste par årtier har vi haft lav inflation. Covid-19-pandemien vendte op og ned på dette, og inflationen stjæler nu igen overskrifterne. Forbigående eller ej, spøgelserne fra 1970'erne er vakt til live, og Fed og andre centralbanker har været nødsaget til at reagere. Vi havde vænnet os til en "ensrettet gade" med en lempelig pengepolitik, hver gang der var et problem. Det kulminerede næsten uvirkeligt under

“Set i lyset af Feds beslutsomme tilgang til at bringe inflationen ned, har deres indirekte budskab – dog været en stiltiende accept af risikoen for, at noget til sidst ville bryde sammen som følge af de hurtige og hårde stramninger. Og nu er de første ofre så dukket op.”



Bo Knudsen

Adm. direktør og porteføljeformidler
C WorldWide Asset Management

Covid-19-pandemien med historiske finans- og pengepolitiske stimuleringer. Men nu, for første gang i ca. 30 år, har Fed skullet håndtere både et inflations- og et troværdighedsproblem. Der var ingen anden udvej end at reagere.

At køre op ad en ensrettet gade

Det er ulovligt at køre mod færdselsretningen på en ensrettet gade, men er det muligt? Ja, hvis du repræsenterer myndighederne, og situationen er alarmerende. Selvom det er risikabelt, er det muligt, særligt hvis den ensrettede gade er relativt kort, og kørslen kan udføres hurtigt og sikkert. Feds hensigt var, at inflationens "Lidelsesgade" skulle være kort, da mange af drivkræfterne bag den stigende inflation ansås som forbigående. Det var dog ikke realistisk, at denne proces, uanset hvor kortvarig den ville blive, kunne gennemføres uden ulykker og tab. Især ikke efter en periode med omfattende og ekstreme monetære lempelser. Set i lyset af Feds beslutsomme tilgang til at bringe inflationen ned, har deres indirekte budskab – dog været en stiltiende accept af risikoen for, at noget til sidst ville bryde sammen som følge af de hurtige og hårde stramninger. Og nu er de første ofre så dukket op.

De vestlige banker er pressede, men der er ikke tegn på en systemisk krise

Vores syn på banksektoren afviger ikke fra den generelle opfattelse. Vi ser, at de store banker og banksystemet generelt er bedre forberedt på en krisesituation end for 15 år siden, hvorfor den nuværende modvind næppe som tidligere vil udvikle sig til en systemkrise. En invers rentekurve dvs. en situation, hvor de korte renter er højere end de lange renter – er imidlertid ikke godt for bankernes basale forretningsmodel, da dette presser bankerne og sænker sektorens indtjeningsmuligheder fremadrettet. Vi har gennem en længere periode været tilbageholdende

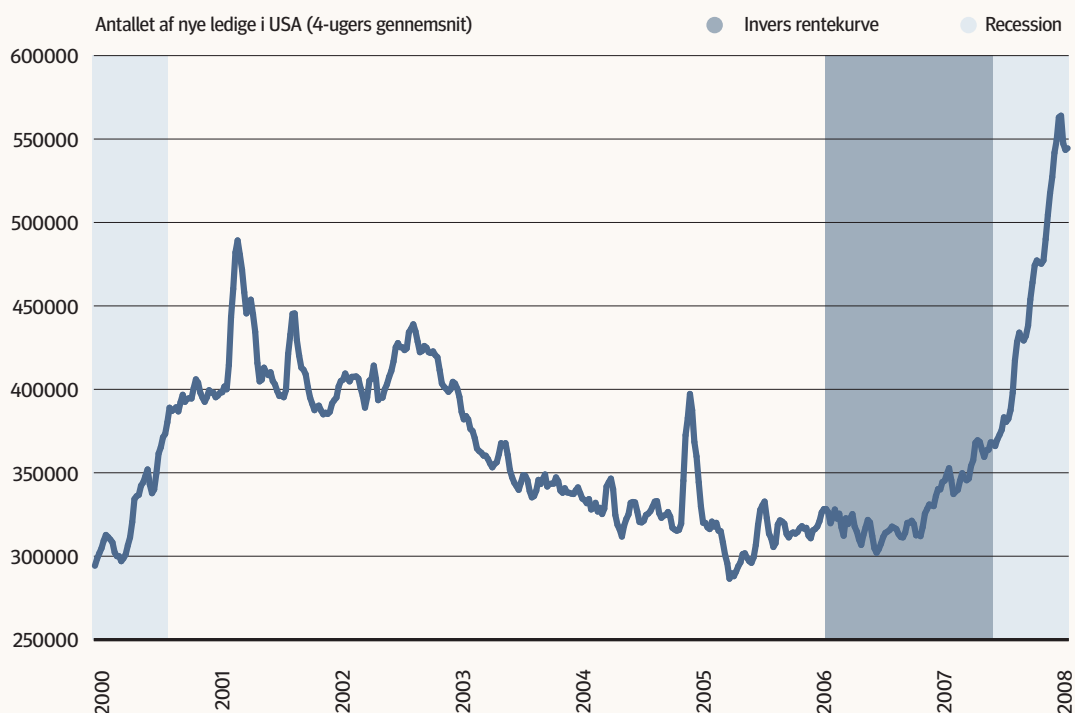
“Den nuværende modvind vil næppe som tidligere udvikle sig til en systemkrise.”

over for vestlige banker og har derfor kun haft én vestlig bank i vores globale porteføljer, nemlig californiske First Republic Bank (FRB). Vi kunne godt lide deres kundecentrerede forretningsmodel med fokus på formueforvaltning. Men da banken blev ramt af at have hovedsæde i Californien og et vist overlap af typisk velstående kunder med Silicon Valley Bank, begyndte kunderne at hæve deres indskud. Denne udvikling satte FRB under pres, og sætter spørgsmålstegn ved bankens fremtidige finansieringsomkostninger og rentabilitet. På den baggrund valgte vi at sælge investeringen og dermed acceptere et tab. I dag har vi således ingen eksponering til vestlige banker i de globale porteføljer. Under markedsurøen i marts har risikoprofilen for den globale portefølje været robust, og trods udviklingen i FRB har porteføljeafkastet her på kort sigt været bedre end benchmark.

Det er en del af rejsen gennem "Sorgernes Dal" at opleve udfordringer og modvind. Det kan føles som om, rejsen aldrig ender, når du står midt i uvejret. De aktuelle udfordringer er dog en del af helingsprocessen med det formål at dæmpe væksten for at få inflationen ned. Det er som nævnt et forventeligt og på sin vis et bevidst skabt tilbageslag. Risikoen er, at den finansielle verdensøkonomi i dag har vokset sig så stor, at det ikke er let at lave en kontrolleret afkøling.

En tanke: Ville det ikke være nemmere, hvis renterne blev centralt dikteret med en pæn opadskrånende rentekurve, der ikke skaber kaos i dagens netværksforbundne, finansielle system som med i dag med en invers rentekurve og bankkunder, der i panik trækker deres indskud? Dette vil fundamentalt ændre spillereglerne og endegyldigt briste illusionen om, at det er de frie markeds kræfter, der sætter prisen på penge. "Big

Figur 1

Jobmarkedet mærker effekten fra højere renter med en forsinkelse

Kilde: ISI, januar 2023

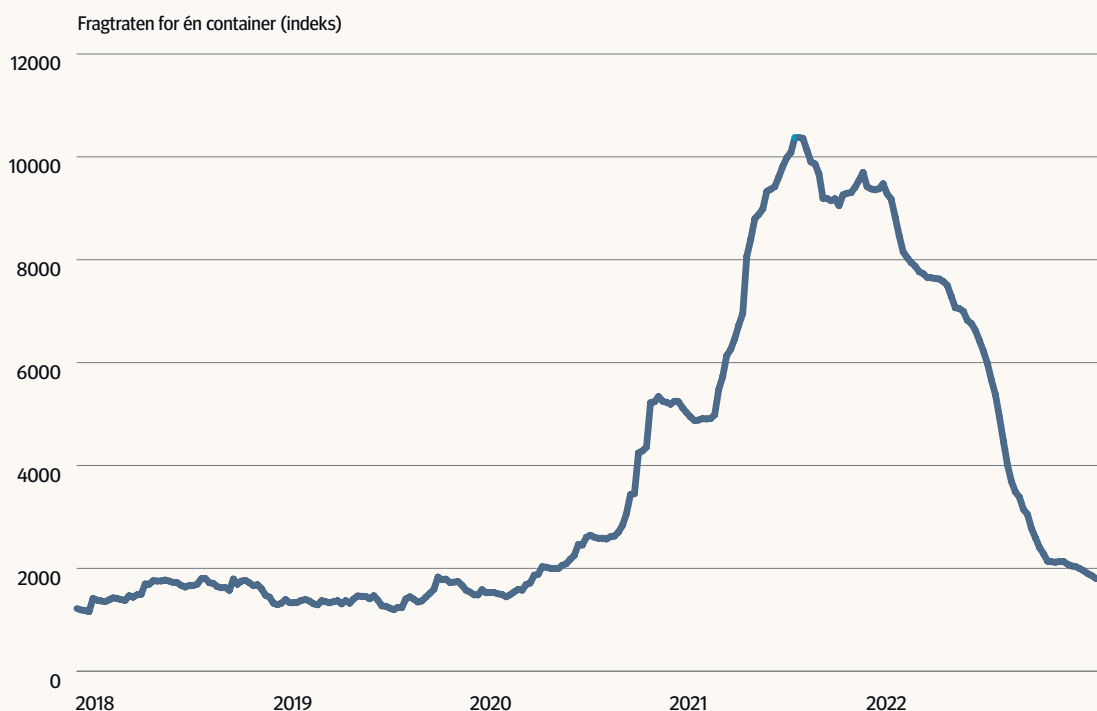
“De aktuelle udfordringer er dog en del af helingsprocessen med det formål at dæmpe væksten for at få inflationen ned.”

Government" fastsætter renterne ved lov og den ensrettede gade bliver i overført betydning til en dobbeltsporet gade. Regeringer, der tager kontrol over rentekurven, er et scenarie med en vis sandsynlighed lidt længere ude i fremtiden. Den nuværende verdensøkonomi har opbygget en voldsom gæld gennem de seneste årtier. Derfor kan vi ikke klare høje realrenter eller en invers rentekurve i længere tid. Vi har brug for lave renter for at kunne opnå vækst og få råd til de historisk store investeringsprojekter, som den grønne omstilling kræver. Samt investeringer i mere lokal produktion, når de vestlige lande hjemtager produktion fra lavomkostningslande for at opnå højere forsyningssikkerhed.

Hvad fortæller drejebogen os?

Renten på den 10-årige amerikanske statsobligation er ca. 3,4 pct., mens Feds korte styringsrente er 4,75-5 pct., og den toårige statsrente er ca. 4 pct. (medio april). Det er en klar invers rentekurve. En invers rentekurve af en vis størrelsesorden har en sjælden evne, som kun få økonomier besidder. Den er nemlig tæt på at være en perfekt indikator for en kommende recession. Et kig på figur 1, hvor perioden før finanskrisen er afbilledet, viser, at en invers rentekurve virker med en forsinkelse på op til 18 måneder, før konsekvenserne af den pengepolitiske stramning til sidst rammer arbejdsmarkedet og økonomien.

Figur 2

De globale containerfragtrater er faldet kraftigt siden Covid-19

Kilde: Bloomberg, marts 2023

“Centralbankerne har iværksat en tostrengt strategi, hvor de med den ene fod bremser hårdt for at dæmpe inflationen, mens de samtidigt tilbyder førstehjælp til ofrene ved deres handlinger for at opretholde den finansielle stabilitet.”

Centralbankerne har iværksat en tostrengt strategi, hvor de bremser hårdt op for at dæmpe inflationen, mens de samtidigt tilbyder førstehjælp til ofrene ved deres handlinger for at opretholde den finansielle stabilitet. Denne strategi, hvor den ene hånd kaster brændstof på bålet, mens den anden hælder vand på for at slukke branden, kan fortsætte i en kortere periode, men det er ikke en holdbar langsigtet strategi. Da pengepolitiske stramninger virker med forsinkelse, har de sandsynligvis allerede gjort tilstrækkeligt for at dæmpe efterspørgslen.

De tidligere pressede forsyningskæder og stigende råvarepriser er også vendt til det bedre

og sender nu mere positive signaler set fra et inflationsperspektiv. Som illustration er de globale containerfragtrater faldet mere end 80 pct. fra toppen for 18 måneder siden, og priserne er nu på et niveau fra før Covid-19, se figur 2. Det vil ligeledes mindske inflationspresset.

Endelig er de seneste udtalelser fra Bill Gates bemærkelsesværdige. Han sammenligner gennembruddene for kunstig intelligens (AI), eksemplificeret ved ChatGPT, med introduktionen af den grafiske brugergrænseflade til pc'en i 1980. Dette er de to største revolutioner, han har oplevet. AI's tidsalderen er nu skudt i gang, og Goldman Sachs vurderer for eksempel, at 300 millioner



administrationsjob på tværs af landegrænserne kan blive udsat for automatisering. Dette er en voldsom forandring og trussel for nye dele af arbejdsmarkedet, som ikke tidligere har skullet forholde sig til risikoen for at blive gjort overflødige af ny teknologi. Dette kan meget hurtigt forplante sig til større job-usikkerhed i den mere administrative del af arbejdsstyrken, og derved – måske også her på kort sigt – mindske risikoen for en snigende inflationær lønspiral.

Når vi tænker på jobsikkerhed og jobmuligheder, bliver det endnu vigtigere for os mennesker at forstå, hvilke spørgsmål, der er centrale at stille, frem for at kunne frembringe svar ved indsamling af historiske fakta.

Selskabernes fundamentale udvikling vil igen dominere

Vi står højest sandsynligt over for mere usikkerhed, indtil centralbankerne uundgåeligt sætter stramningerne på pause og gradvist accepterer retningen tilbage til en mere normal rentekurve. Aktiemarkedene har det dog med at kigge fremad, og den kortsigtede markedsudvikling

“En ændring mod en normal rentekurve vil dog være positivt, og samtidig er aktiemarkedets prisfastsættelse faldet betydeligt det seneste år.”

er ofte mere styret af skift i den økonomiske udvikling og ændring i politiske tiltag snarere end det absolutte niveau.

Der er usikkerhed om, hvor det fremtidige inflationsniveau vil stabilisere sig. Der er også tvivl om graden af den forventede økonomiske afmatning og de afledte konsekvenser for virksomhedernes indtjening. En ændring mod en normal rentekurve vil dog være positivt, og samtidig er aktiemarkedets prisfastsættelse faldet betydeligt det seneste år. Et miljø med en mindre restriktiv pengepolitik bør stoppe den såkaldte de-rating af aktiver med lang varighed. Dette gælder blandt andet kvalitetsvirksomheder med holdbare forretningsmodeller. Samtidig vil den udvikling understøtte, at selskabernes fundamentale udvikling igen bliver afgørende for den fremtidige kursudvikling.

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.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q2 2023