

## Sorte skyer i investeringshorisonten

Aktie- og obligationskurser tog et nyt dyk i september, da fortsat energikrise, krig og inflation har skubbet os tættere på en global recession og samtidig indskrænket det penge- og finanspolitiske råderum. Vi har derfor forberedt vores porteføljer, så de er bedst muligt rustet til udfordringerne.



” *... Europa er langt mere påvirket af energikrise og krig end USA, som er selvforsynende med energi.*



*Solar panels field in desert of Nevada. stock.adobe.com*

*Af Rasmus Pilegaard, Seniorstrateg i PFA*

I september faldt aktiekurserne med knap 10 % og satte dermed en ny bund for året med et samlet fald på 25 %. Aktiemarkedet udfordres både af stigende renter og et tiltagende negativt vækstbillede. Det betyder også, at kursfaldene har været størst i de indeks, som er mest sårbare over for rentestigninger, herunder det tech-tunge, amerikanske Nasdaq-indeks, der er faldet med 32 % i år.

Centralbankerne har signaleret, at det kræver et højere renteniveau at bekæmpe den tårnhøje inflation, og statsrenterne i både Danmark og USA er steget yderligere i september. Det har bragt de 10-årige renter op på henholdsvis 2,5 % og 3,8 %, hvilket er det højeste i over 10 år. Set med danske investeringsbriller kan man dog glæde sig over, at dollaren er blevet styrket og nu ligger på niveau med euroen. Dette har bidraget markant til afkastet, men vidner også om et økonomisk styrkeforhold i amerikansk favør, da Europa er langt mere påvirket af energikrise og krig end USA, som er selvforsynende med energi.

### **Hård medfart til britisk hjælpepakke**

Europa ser ud til at være hårdest ramt af energikrise, krig og høj inflation. De seneste konjunktural viser faldende aktivitet i september, hvilket betyder, at Europa sandsynligvis allerede nu står med det ene ben i recessionen. Det har dog endnu ikke vist sig på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden i august forblev på 6,6 %, som er det laveste niveau siden 1999, hvor eurozonen blev etableret.

Med en stigning til 10 % i september fortsatte inflationen med at udhule købekraften, og det kan veje negativt på væksten fremover. Bekymringer for recession afholdt dog ikke Den Europæiske Centralbank fra at hæve renten med 0,75 %-point og signalere, at flere rentestigninger er på vej for at tøjle inflationen.

En ufinansieret britisk hjælpepakke blev modtaget med hård kritik og et kraftigt britisk rentehop, der sendte en klar advarsel til verdens politikere om, at der er en

begrænset appetit i markedet på at købe mere gæld. Reaktionen understreger, at situationen i dag er markant anderledes end i 2020, hvor centralbankerne uden inflationsfrygt opkøbte meget af den gæld, som blev stiftet i kølvandet på de store corona-redningspakker. Situationen viser, at der er en hårfin balancegang for, hvor meget man kan hjælpe inflationsprensede husholdninger, uden at det resulterer i nye udfordrende rentehop.

### Fed står klar med flere renteforhøjelser

I USA viser de seneste nøgletal en opbremsning i industriaktiviteten og på boligmarkedet, mens servicesektoren stadig har moderat fremgang, og arbejdsmarkedet virker robust. Med en arbejdsløshed på kun 3,8 % og lønvækst på over 5 % er centralbanken, Fed, stadig udfordret med at bringe inflationen ned på de ønskede 2 %. Vi forventer, at den vil fortsætte med at hæve renten, indtil der kommer en klar oplødning i efterspørgslen efter arbejdskraft, som vil føre til lidt flere arbejdsløse og aftagende lønpres.

Fed hævede i september renten med 0,75 %-point til 3,25 % og har signaleret, at de kommende møder vil

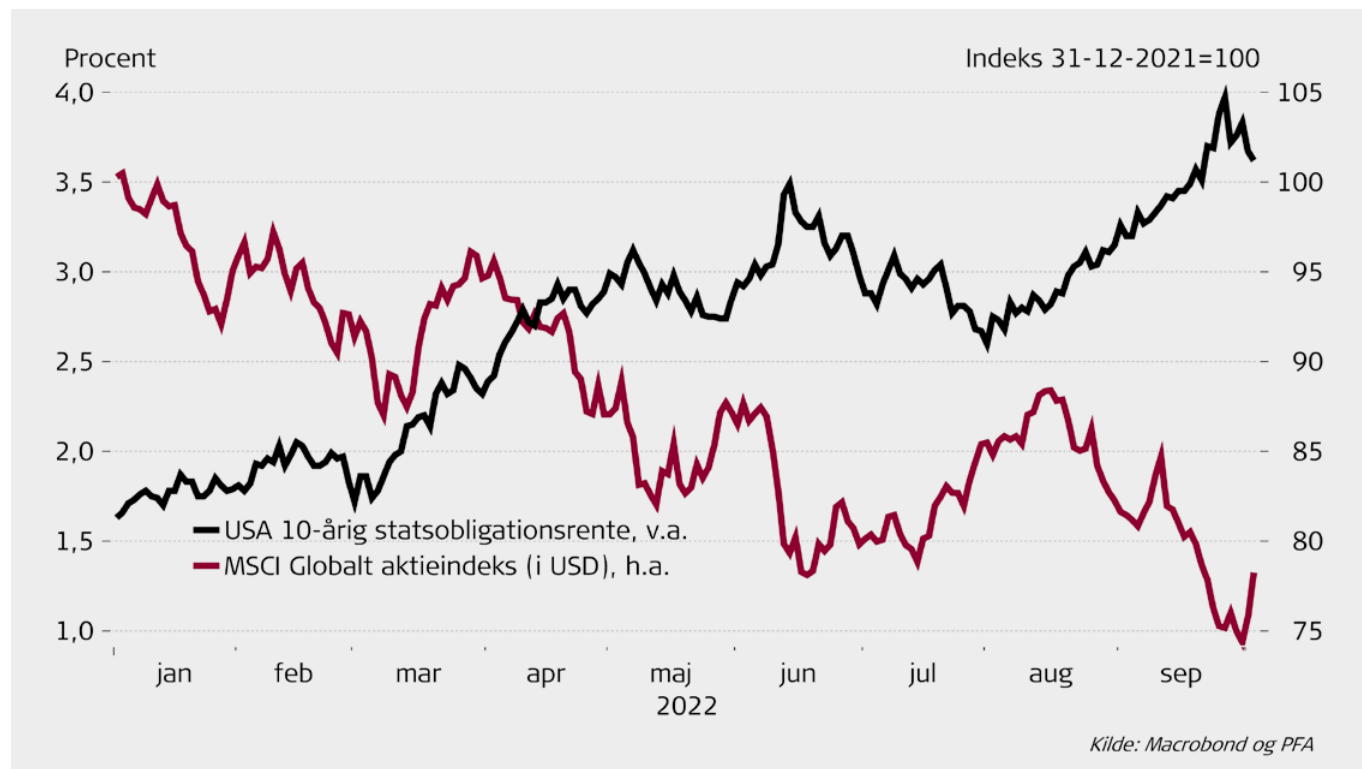
medføre flere store rentehop. Vi ser dog stadig en risiko for, at arbejdsmarkedet og inflationen viser sig mere standhaftig end tidligere antaget, hvilket kan sende lange renter yderligere op – og også højere op end de forventninger, som markederne for nuværende arbejder med.

### Beredt til dårlige nyheder

Overordnet set har de seneste nøgletal bestyrket vores bekymringer om, at vi bevæger os mod en global recession, om end vejen dertil er ujævn, og USA har en lidt længere line at løbe på. Advarslen fra Storbritannien viser også, at politikernes finanspolitiske handlefrihed er indskrænket, så længe centralbankerne følger deres klare mandat om at bekæmpe inflationen.

I PFA har vi derfor rustet vores investeringer til en vanskelig fremtid. Vi har siden sommeren haft en lav aktierisiko, samtidig med at vores beholdning af aktier i højere grad er tiltet mod selskaber, der typisk er mere recessionsrobuste. Det gælder eksempelvis aktier inden for sundhed og stabilt forbrug. Samtidig er vores obligationsinvesteringer tiltet mod obligationer med lavere løbetid, som påvirkes mindre af stigende renter.

## Udvikling i aktier og statsrenter



Statsrenter fortsatte op i september, da flere centralbanker signalerede, at det kræver højere renter at bekæmpe inflationen. Samtidig tyder nyhedsstrømmen på, at den globale økonomi skubbes tættere på en recession, hvilket fik aktier til at falde til en ny bund i september.

# Investeringer gjort klar til kold vinter

**I september steg renterne igen og sendte aktie- og obligationskurser ned, mens vores alternative investeringer og ejendomme har bidraget med stabilitet samt medvirket til at afbøde faldene. Recessionsfrygt og tårnhøj inflation forventes at udfordre markederne resten af året, og vi holder derfor fast i forsommerens tilpasninger, der ruste investeringerne til en udfordrende vinter.**

PFA's plusprofiler har i årets første ni måneder givet negative afkast mellem -14,9 og -9,5 %. Profiler med høj risiko og flest aktier har givet de laveste afkast, da aktierne er blevet hårdt ramt af recessionsfrygt og stigende renter. Profiler med lav risiko og flest obligationer har klaret sig en anelse bedre, men har også givet et markant negativt afkast på grund af et nyt rentehop. Rentehopet blev forårsaget af signaler fra flere centralbanker om, at det kræver højere renter at bekæmpe inflationen.

Vores klimavenlige pensionsløsning, PFA Klima Plus, har givet negative afkast mellem -18,9 og -10,2 %, hvilket er noget lavere end afkastet fra vores almindelige markedsrenteportefølje. Efterslæbet er især en konsekvens af, at PFA Klima Plus ikke har eksponering til olie og mineselskaber, der har klaret sig godt i år. Herudover er kursen på flere af porteføljens industriselskaber blevet relativt hårdt ramt, af stigende renter i starten af året. Da puljen af aktiver er mere koncentreret, vil udsvingene typisk være større i begge retninger, før de forventeligt udjævnes over tid.

For at ruste vores investeringer til det negative vækstbillede, har vi foretaget en række generelle justeringer. Blandt andet har vi nedbragt vores eksponering til aktier relativt til obligationer. Samtidig er aktiebeholdningen blevet tiltet i retning af mere recessionsrobuste aktier, indenfor fx sundhed og stabilt forbrug.

### **Recessionsfrygt og stigende renter tynger aktier**

Vores investeringer på aktiemarkedet har i de første ni måneder givet et negativt afkast på ca. -24 %, hvilket er lavere end afkastet i det globale MSCI AC Aktieindeks. En undervægt i energi har været medvirkende til at dæmpe afkastet. Samtidig har vores overvægt af danske aktier og undervægt af amerikanske aktier, bidraget negativt til vores aktieperformance, i forhold til det globale indeks det seneste kvartal. Dette skyldes blandt andet, at førstnævnte omfatter en højere andel af cykliske aktier, som påvirkes negativt af recessionsfrygten, imens sidstnævnte har klaret sig lidt bedre end det globale indeks.

### **Rentehop koster på obligationer**

Vores investeringer i obligationer har samlet set givet et negativt afkast på -16 % i årets første ni måneder, da kraftigt stigende renter har medført kursfald, som kun i begrænset omfang er blevet reduceret af løbende renteindtægter. De negative bidrag har været bredt baseret på tværs af danske stats- og realkreditobligationer såvel som udenlandske statsobligationer og kreditobligationer. Vores indeksobligationer, der er bedre beskyttet mod stigende inflation, har efter en positiv start på året også givet et negativt afkast de sidste to kvartaler.

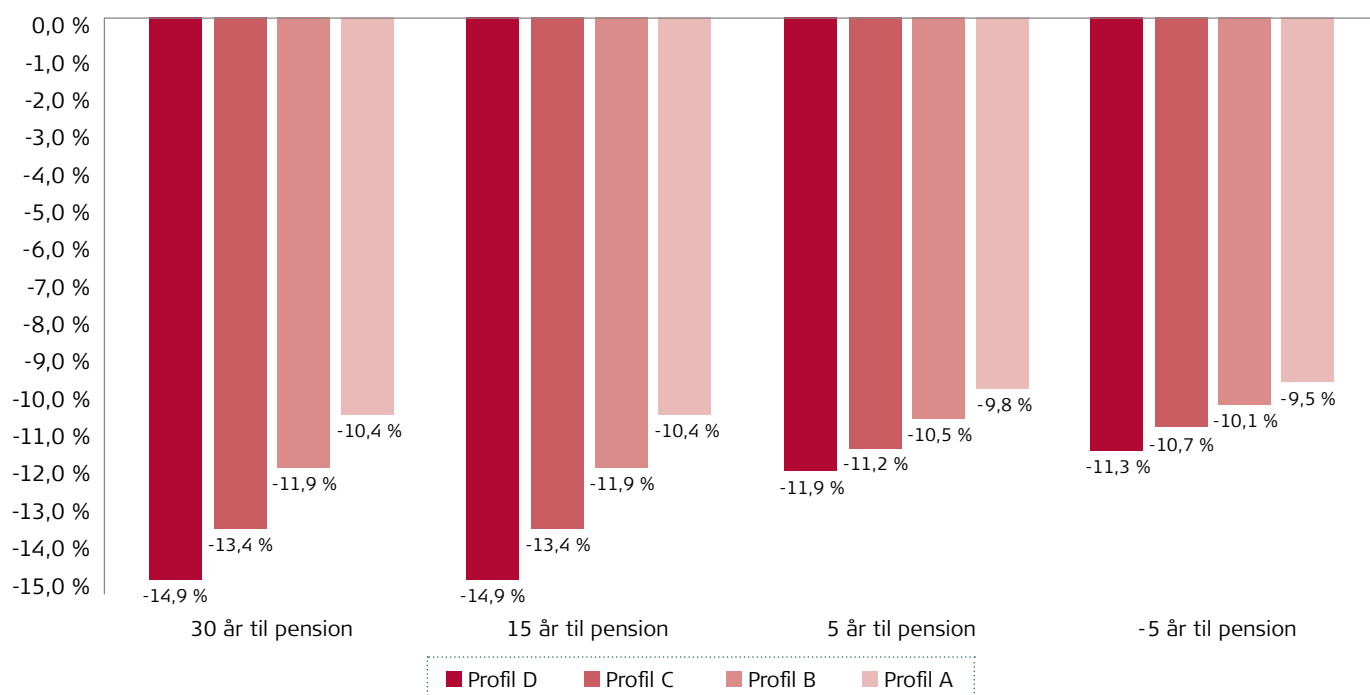
### **Alternativer og ejendomsinvesteringer løfter afkastet**

Vores alternative investeringer har givet et positivt afkast på 3,4 % i årets første ni måneder, efter eksterne værdisættelser har løftet værdien. Alternativer har dermed medvirket til at reducere de negative afkast i alle vores profiler.

Vores ejendomsinvesteringer har givet et højt positivt afkast på 5,2 % i år. Afkastet afspejler et positiv driftsafkast fra opadgående lejereguleringer som følge af inflationsindekserede lejekontrakter, mens stigende renter har påvirket ejendomsvurderingerne negativt.

## Afkast for PFA Plus profiler i 2022 (pr. 30/9) inklusiv forventet forrentning af Individuel KundeKapital

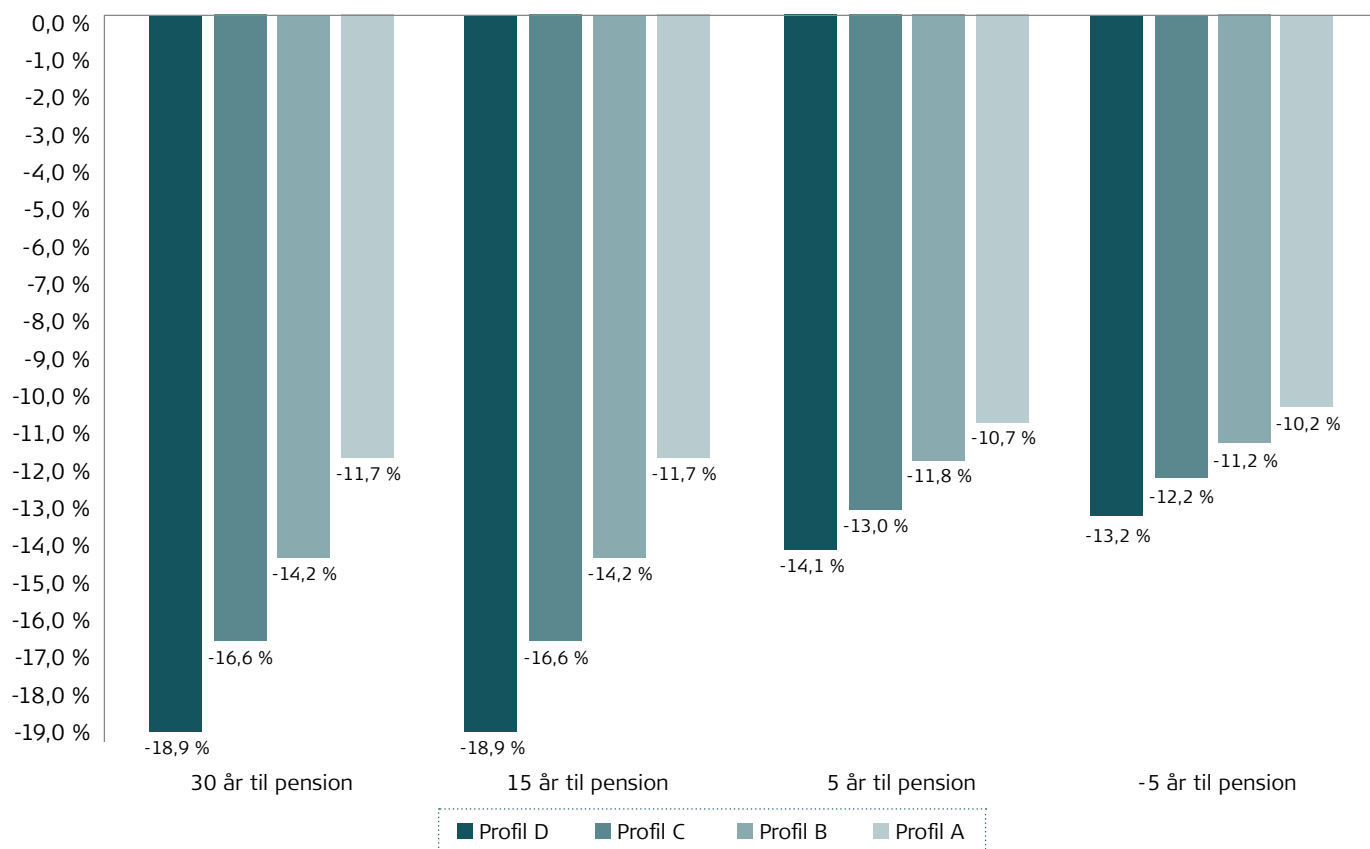
I den første ni måneder af 2022 har PFA Plus profilerne givet et afkast på mellem -9,5 % og -14,9 %.



Afkastet for PFA Plus inklusiv forventet forrentning af Individuel KundeKapital. Forudsætter at 5 % af opsparing og indbetaling til opsparing er i Individuel KundeKapital. Læs mere på pfa.dk.

## Afkast for PFA Klima Plus profiler i 2022 (pr. 30/9) inklusiv forventet forrentning af Individuel KundeKapital

I den første ni måneder af 2022 har PFA Klima Plus profilerne givet et afkast på mellem -10,2 % og -18,9 %.



Afkastet for PFA Klima Plus inklusiv forventet forrentning af Individuel KundeKapital. Forudsætter at 5 % af opsparing og indbetaling til opsparing er i Individuel KundeKapital. Læs mere på pfa.dk.



” Hvis man har investeret i en blandet portefølje med lige dele aktier og obligationer, så vil alle årtier siden 1930 have givet et positivt totalafkast mellem 3,4 og 14,8 %.”

*Rasmus Pilegaard, Seniorstrateg i PFA*

## Recessioner kommer og går – afkast består

**Krig, energikrise og stærke tegn på global-økonomisk opbremsning har på at seneste vakt minder om de trange tider i 70'erne og start 80'erne. Men ifølge PFA's seniorstrateg, Rasmus Pilegaard, er der forskelle mellem nu og dengang, som taler mod en én-til-én gentagelse af 70'erne. Ligeledes minder han om, at tiden som regel er på investorens side, når man blot husker at holde fast i sin strategi og slå det lange lys til.**

Kombination af energikrise og tiltagende risiko for recession har i den seneste tid vakt minder om nogle af fortidens store økonomiske kriser. Det har man ikke mindst mærket på investeringsmarkederne, som siden årets start har oplevet store kursfald. Men selvom markederne på den måde allerede har taget nogle af sorgerne på forskud, så behøver en kommende økonomisk recession ifølge seniorstrateg i PFA, Rasmus Pilegaard, ikke at slå bunden helt ud af afkastet, i hvert fald ikke hvis man kigger historisk på det:

”Ser vi tilbage på investeringer foretaget hen over et helt årti, er det kun i 1930'erne og i 2000'erne, at det amerikanske S&P500 aktieindeks har givet et negativt afkast. I disse årtier landede det årlige totalafkast på ca. -1 % Et tilsvarende indeks for statsobligationer viser, at samtlige årtier siden 1930 er endt med positive totalafkast, om end det har været lavt på 1-2 % i de årtier, hvor renterne var lave.”

### Selv årtier med kriser har givet positive afkast

Ikke overraskende fremstår årtier plaget af krig (40'erne), energikriser (70'erne) og dybe recessioner (30'erne og 00'erne) som de årtier, hvor afkastet har været lavest. Det har dog stadig været positivt, hvis man har været omhyggelig med at sprede risikoen og fx investeret i en blandet portefølje, hvor man kombinerer obligationernes stabiliserende egenskaber med aktiernes høje afkastpotentiale.

”Hvis man har investeret i en blandet portefølje med lige dele aktier og obligationer, så vil alle årtier siden 1930 have givet et positivt totalafkast mellem 3,4 og 14,8 %. Fordelen ved en blandet portefølje er, at man normalt får et højere afkast end i en ren obligationsportefølje samtidig med, at man reducerer de store udsving som ofte ses i rene aktieporteføljer,” siger Rasmus Pilegaard.

Ser vi på nutidens økonomiske situation, så er det især 70'erne, der dukker op som referencepunkt, da den økonomiske nedgang også her var præget af energikrise, høj inflation og rentestigninger. Mellem 1974 og 1979 blev oliepriserne tidoblet, og inflationen rundede 15 % i Danmark og USA. Ligesom i dag fik det centralbankerne til at hæve renterne, så væksten kunne blive bremsset og inflationen stabiliseret. Det lykkes, men ikke uden omkostninger, da arbejdsløsheden steg til tocifrede

procenter i både USA og Europa. Til gengæld var krisen forholdsvis mild ved finansmarkederne, der klarede sig gennem 70'erne med positive afkast og usædvanligt høje afkast i de såkaldte fattigfirsere.

”Trods oliekrisen gav 70'erne som årti et gennemsnitligt årligt aktieafkast på 7,2 pct, mens obligationer gav 5,4 %. Den fremgang fortsatte i 1980'erne, som især for blandede porteføljer blev et gyldent årti. Det var vel og mærke til trods for, at årtiet startede med en dyb recession, hvor verden kæmpede med høj inflation i kølvandet på oliekrise, og centralbankrenterne i Danmark og USA toppede på henholdsvis 13 og 20 %. Den stramme pengepolitik på begge sider af Atlanten fik imidlertid tæmmet inflationen, og det gav et kraftigt rentefald, som skabte fundament for store kursgevinster på både obligationer og aktier, som leverede årlige afkast på henholdsvis 12 og knap 17 %,” siger Rasmus Pilegaard.

” **Trods oliekrisen gav 70'erne som årti et gennemsnitligt årligt aktieafkast på 7,2 pct, mens obligationer gav 5,4 %.**

## Økonomer har forhåbentligt lært af historien

Nu står vi igen med tårnhøje inflationsrater, stigende renter, energikrise og krig i Europa. Og spørgsmålet er så, om historien vil gentage sig, eller om der er andre økonomiske dynamikker på spil?

”Sammenligner vi det økonomiske udgangspunkt, så er de nuværende statsrenter stadig lave i et historisk perspektiv. I Danmark er den 10-årige rente på ca. 2,5 %, mens den i USA er på 3,75 %. I starten af 80'erne toppede de på over 15 %. Det giver et fingerpraj om, at obligationsafkastet fremadrettet nok bliver på dette lave niveau det kommende årti, om end meget afhænger af, hvordan inflationen udvikler sig herfra. For hvis renterne skal op til de niveauer vi havde 70'erne og 80'erne, så vil kurstabene på obligationer langt overstige de løbende renteindtægter,” siger Rasmus Pilegaard.

Helt så galt mener han dog ikke, at det går, da vi har fået bedre forudsætninger for at bekæmpe inflation og lønpres end i 70'erne, hvor lønstigninger på over 8 % var med til at drive inflationen op.

”Set med danske briller er dyrtidsreguleringen, som i 70'erne bandt lønninger fast til inflationen, afskaffet. Samtidig har globalisering og øget mobilitet på arbejdsmarkedet gjort det svære at gennemføre store lønstigninger. Derfor har vi indtil nu blot set lønstigninger på 2,5 % herhjemme og 5,2 % i USA. Det er forholdsvis moderat, når man tager den høje beskæftigelse med i betragtning,” siger Rasmus Pilegaard.

Han vurderer samtidig, at myndighederne er blevet bedre til at dosere finans- og pengepolitik, så vi undgår en opadgående spiral, hvor høj inflation og lønpres vedblivende forstærker hinanden. Som vi senest har set i Storbritannien, er det dog en hårfin balance, som forudsætter, at man *timer* de finanspolitiske indgreb rigtigt og ikke fylder benzinen på økonomien i en periode, hvor den skal køles ned.

## Hvad med investeringsafkastet?

Selvom seniorstrategen ikke tror på, at vi havner i en flerårig periode med økonomisk lavkonjunktur som i 70'erne, så er han dog opmærksom på, at det lige nu set dystert ud både økonomiske og politisk.

”Fokuserer vi på øjebliksbilledet, så er det lang tid siden, der har set så dystert ud. Kinas økonomi er ramt af corona-krise og boligboble. Ukraine-krigen truer både energi- og fødevareresituationen, som særligt i ikke-vestlige lande kan blive tilspidset med flygtningestrømme til følge. Samtidig er inflationen tårnhøj mange steder, og det vil efter alt sandsynlighed svække forbruget mere end, vi har set hidtil. Hvis den dynamik for alvor slår rod, så kan det meget vel blive værre, før det bliver bedre,” siger Rasmus Pilegaard.

Han tilføjer, at PFA af samme grund har skruet markant ned for sin investeringsrisiko og justeret sine aktier med fokus på en kommende recession. For selvom vi i første halvår 2022 allerede har oplevet nogle voldsomme fald på markederne, vil han ikke udelukke, at der kommer flere. Og under alle omstændigheder så er vurderingen, at der lige nu er mere at tabe ved en nedgang end at vinde ved en mulig kortvarig optur. I det scenarium ønsker PFA, som han anfører ikke at ”løbe unødvendig risiko for kundernes penge.”

I den situation råder han derfor også til, at man at slå det lange lys til. For kigger man i historiebøgerne, så er det som nævnt grund til optimisme, da markederne i det lange løb stiger mere, end de falder. Det forudsætter dog, at man ikke gå ud og ind af markederne på de forkerte tidspunkter.

## Realiserede totalafkast ved en 10-årig investering de seneste 9 årtier

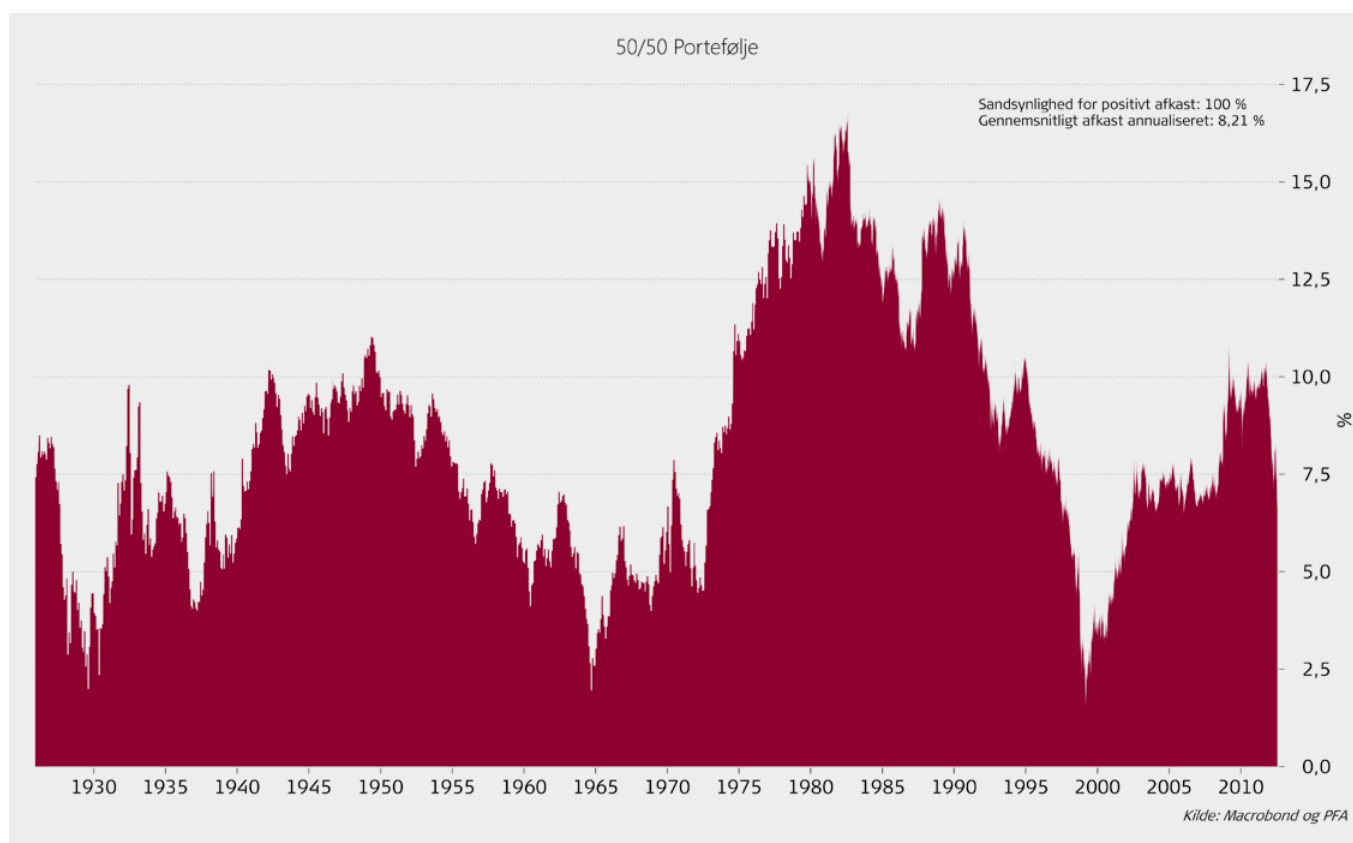
|      | Aktier (S&P 500) | Amerikanske statsobligationer | Balanceret portefølje med aktier /obligationer |       |
|------|------------------|-------------------------------|--|-------|
|      |                  |                               | 50/50  | 75/25 |
| 1930 | -0,6             | 3,9                           | 3,9  | 2,2   |
| 1940 | 9,5              | 2,2                           | 6,1  | 7,9   |
| 1950 | 18,0             | 1,0                           | 9,5  | 13,8  |
| 1960 | 7,6              | 2,4                           | 5,2  | 6,5   |
| 1970 | 7,2              | 5,4                           | 6,7  | 7,0   |
| 1980 | 16,7             | 12,0                          | 14,8   | 15,6  |
| 1990 | 18,1             | 7,0                           | 12,7   | 15,5  |
| 2000 | -0,8             | 6,2                           | 3,4  | 1,5   |
| 2010 | 14,0             | 4,6                           | 9,6  | 11,9  |

Note: S&P 500 aktieindeks, hvor udbytter geninvesteres.

Obligationsafkastet er baseret på et indeks af 7 til 10-årige statsobligationer, hvor rentebetalinger geninvesteres.

De blandede porteføljer med aktier og obligationer rebalanceres kvartalsvist for at bevare fordelingen.

## Realiserede totalafkast ved en 10-årig investering, annualiseret



Historien viser at det realiserede afkast i en portefølje bestående af halvt aktier og halvt obligationer endnu ikke har været negativt over en 10-årig periode. Der er i midlertidig stor forskel på om man starter sin investering i 2000, hvor afkastet blev på 3,4 pct, eller i 1980 hvor afkastet blev på 14,8 %.



PFA Indsigt er udarbejdet af PFA Asset Management A/S (herefter PFA) og fortæller om vores forventninger til markederne og den økonomiske udvikling. Publikationen er alene et udtryk for vores professionelle vurdering, som kan vise sig at være forkert, da økonomi er en størrelse med mange ubekendte og en kompleks dynamik, som gør den vanskelig at spå om.

Publikationen er kun udviklet til orientering og ikke som investeringsrådgivning. PFA kan derfor ikke tage ansvar, hvis der foretages investeringer på baggrund af indholdet. Er der behov for rådgivning, anbefaler vi i stedet at tage kontakt til en investeringsrådgiver.

**Ansvarshavende redaktør**

PFA Indsigt: Kasper Ahrndt Lorenzen

**PFA Pension**

Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Telefon 70 12 50 00  
pfa.dk  
CVR 13 59 43 76