

# Kvartalsrapport

---

2. kvartal 2021

---

# Resume

Det økonomiske opsving i verdensøkonomien er godt i gang, og OECD har på bare to måneder formået at komme med to opjusteringer af den økonomiske vækst i verdensøkonomien for 2021, så der er rigtig god gang i hjulene i de fleste steder i verden. OECD's seneste prognose for maj 2021 spår nu en vækst i verdensøkonomien for 2021 på 5,8% p.a. sammenlignet med 2020, hvor væksten i den amerikanske økonomi i 2021 forventes at vokse med hele 6,9% p.a. sammenlignet med året før. Til sammenligning kan nævnes, at OECD i starten af 2021 forventede, at verdensøkonomien ville vokse med 4,2% i 2021, så der er sket en pæn opjustering af vækstforventningerne i løbet af 1. halvår af 2021.

Det er ikke kun forventningerne til den økonomiske vækst i verdensøkonomien, der er skudt op i den seneste periode. Inflationen er også steget mærkbart i OECD-området. Hvis vi ser på inflationsudviklingen målt ved forbrugerprisindekset (Consumer Price Index) fra hele OECD-området siden 1970, viser den en inflation for april 2021 i OECD på 3,3% p.a. - en stigning til det højeste niveau i de seneste 10 år. Det er ikke unormalt, at der sker forholdsvis store årlige

udsving i inflationen, og der efter en økonomisk krise med stort fald i inflationen kommer en periode, hvor inflationen kortvarigt stiger kraftigt. Vi vurderer, at den nuværende stigning i inflationen er af midlertidig karakter.

Opjusteringen af de økonomiske vækstforventninger og en forventning om at stigningen i inflationen kun er midlertidig, har været en stærkt medvirkende årsag til, at aktiemarkederne i den vestlige verden generelt har realiseret nogle relativt høje afkast i 2. kvartal 2021.

Selv om aktiemarkederne har realiseret pæne afkast i 1. halvår af 2021, er der ikke noget, som tyder på, at aktierne er blevet overvurderet. Tværtimod er kursstigningerne kommet på baggrund af en forventning om en højere indtjening i de underliggende selskaber. Vi forventer, at renterne forbliver strukturelt lave i en længere årrække, og at den aktuelle stigning i inflationen kun er af midlertidig karakter. Det vil betyde, at aktierne generelt skal handles på en højere prisfastsættelse, end de aktuelt gør. Vi er derfor fortsat positive på aktier og anbefaler en overvægt af disse i sin værdipapirportefølje.



## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2021

Udvikling i 1. kvartal 2021					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2021
	31.03.2021	30.06.2021			
OMX CGI	2.134,36	2.358,01	223,65	10,48%	12,60%
OMXC Cap. GI	2.449,52	2.698,54	249,02	10,17%	14,36%
MSCI World All Countries	3.083,65	3.285,66	202,01	6,55%	16,09%
MSCI USA*	3.642,65	3.930,78	288,13	7,91%	18,50%
MSCI Europa*	2.109,67	2.256,73	147,06	6,97%	15,89%
MSCI Japan*	1.902,62	1.880,66	-21,96	-1,15%	4,66%

\*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2021
	31.03.2021	30.06.2021			
Rente på indskudsbeviser	-0,50	-0,50	0,00	-0,13%	-0,25%
3% STAT 2021	-0,56	-0,51	0,05	-0,27%	-0,39%
0,5% STAT 2027	-0,37	-0,24	0,13	-0,93%	-2,03%
4,5% STAT 2039	0,23	0,30	0,07	-0,78%	-7,52%
1,5% NYK 2050	1,41	1,48	0,07	-0,75%	-2,15%
BDEN15				-0,12%	-0,64%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2021
	31.03.2021	30.06.2021			
USD/DKK	6,34	6,26	-0,09	-1,35%	3,30%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	-0,01%	-0,04%
JPY/DKK	0,057	0,057	-0,001	-1,17%	-3,74%

# Udviklingen i 2. kvartal 2021

Det økonomiske opsving i verdensøkonomien er godt i gang, og OECD har på bare to måneder formået at komme med to opjusteringer af den økonomiske vækst i verdensøkonomien for 2021, så der er rigtig god gang i hjulene i de fleste steder i verden. OECD's seneste prognose for maj 2021 spår nu en vækst i verdensøkonomien for 2021 på 5,8% p.a. sammenlignet med 2020, hvor væksten i den amerikanske økonomi i 2021 forventes at vokse med hele 6,9% p.a. sammenlignet med året før. Til sammenligning kan nævnes, at OECD i starten af 2021 forventede, at verdensøkonomien ville vokse med 4,2% i 2021, så der er sket en pæn opjustering af vækstforventningerne i løbet af 1. halvår af 2021. Selv om de økonomiske vækstforventninger er blevet opjusteret, og inflationen har været tiltagende, har centralbankerne formået at overbevise de finansielle markeder om, at inflationsstigningen kun er midlertidig, hvorfor

de lange renter kun er steget marginalt i det forgangne kvartal.

Opjusteringen af de økonomiske vækstforventninger og en forventning om at stigningen i inflationen kun er midlertidig, har været en stærkt medvirkende årsag til, at aktiemarkederne i den vestlige verden generelt har realiseret nogle relativt høje afkast i 2. kvartal 2021, målt i DKK. MSCI World All Countries er steget med 6,5%, målt i DKK, i det forgangne kvartal, mens de danske aktier er kommet rigtig godt igen, hvor OMXC cap. GI er steget med 10,2% i 2. kvartal 2021. De japanske aktier har til gengæld haft det svært. Det japanske aktieindeks MSCI Japan er faldet med 1% i det forgangne kvartal, og de asiatiske markeder har generelt haft det svært i den samme periode, idet smittetrykket fra COVID-19 har været stigende i Asien.

## OECD Economic Outlook May 2021

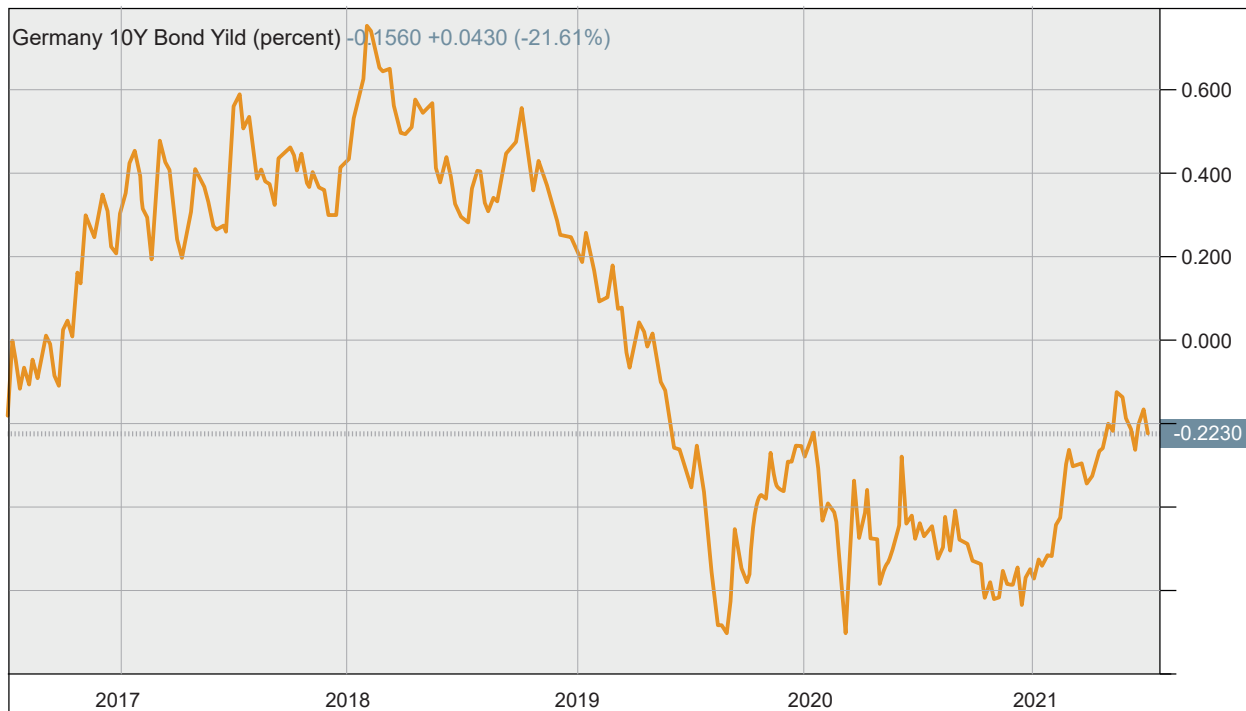
	Average 2013-2019	2019	2020	2021	2022
<b>Real GDP growth</b>					
				Per cent	
World	3,3	2,7	-3,5	5,8	4,4
G20	3,5	2,8	-3,1	6,3	4,7
OECD	2,2	1,6	-4,8	5,3	3,8
United States	2,5	2,2	-3,5	6,9	3,6
Euro area	1,8	1,3	-6,7	4,3	4,4
Japan	0,8	0,0	-4,7	2,6	2,0
Non-OECD	4,3	3,7	-2,3	6,2	4,9
China	6,8	6,0	2,3	8,5	5,8
India	6,8	4,0	-7,7	9,9	8,2
Brazil	-0,3	1,4	-4,1	3,7	2,5

Hvis vi ser på udviklingen på de større danske aktier i 2. kvartal 2021, har der været en stor variation i afkastene på de enkelte aktier. De "grønne" aktier, Vestas og Ørsted, har som i 1. kvartal 2021 haft det svært, hvor Ørsted i 2. kvartal 2021 har realiseret et afkast på -14,1%, mens afkastet i samme periode for Vestas har været på -7,7%. I den anden ende af skalaen finder vi selskaber som Demant, Mærsk og Novo Nordisk, der henholdsvis har realiseret et afkast på 31,4%, 26,1% og 22,3% i kvartalet. Så store forskelle i afkastene blandt de store danske selskaber illustrerer igen vigtigheden af at have en god, spredt portefølje af aktier.

Opjusteringer af den økonomiske vækst og en stigende inflation har skabt usikkerhed på obligatiionsmarkedet. Inflationen i Eurozonen var på 2,0% i maj 2021 sammenlignet med samme måned året før. En inflation lige under 2,0% p.a. er den europæiske centralbanks mål. Da inflationen i april og maj steg pænt i EU og ligeså i USA, blev der kortvarigt en smule uro på de globale obligatiionsmarkeder med tendens til pænt stigende renter. Den europæiske og amerikanske centralbank var dog hurtigt ude at sige, at deres forventninger er, at stigningen i inflationen er midlertidig, hvorfor de ikke forventer at ændre deres meget lempelige pengepolitik på baggrund af den nuværende stigende inflation. Disse beroligende ord betød, at de lange obligatiionsrenter kun er steget marginalt i sidste kvartal, og dermed er der "kun" realiseret beskedne negative afkast på de danske obligatiions i 2. kvartal 2021. Som det ses i grafen nedenfor, er den effektive rente på den 10-årige tyske statsobligation kun steget lidt på det seneste, og renten er stadig på et historisk lavt niveau.

På valutamarkedet er der ikke sket de store udsving. Euro og danske kroner er blevet styrket omkring 1% over for både den amerikanske dollar og den japanske yen i det forgangne kvartal.





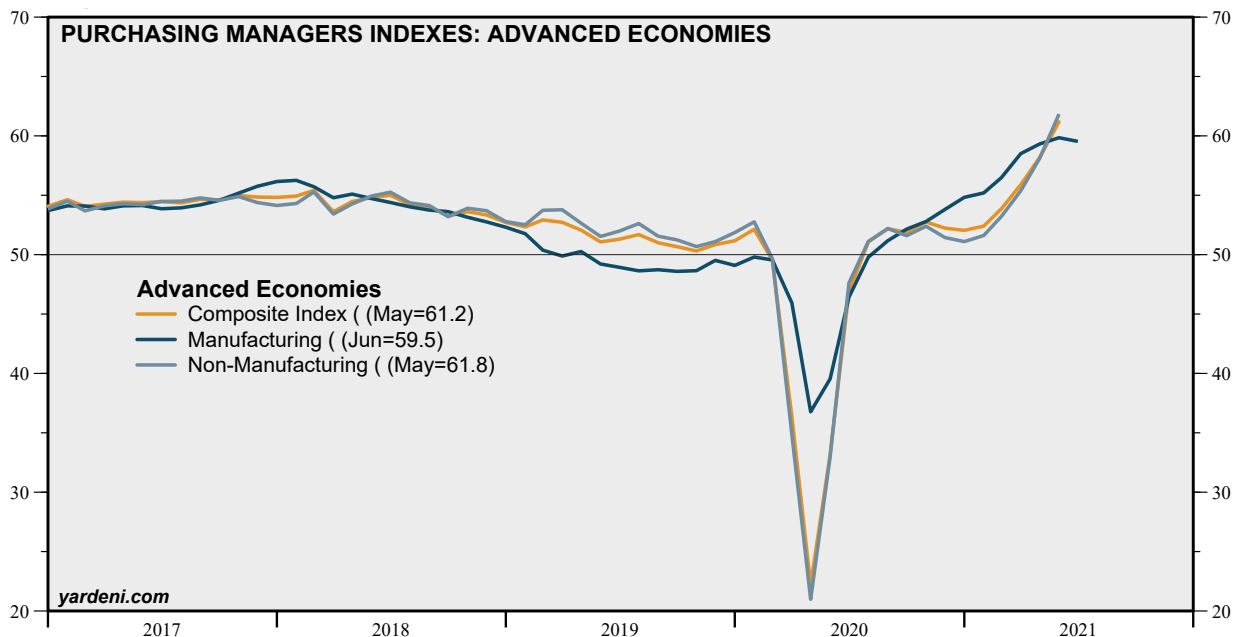
## Forventninger

Hvis man ser på de globale indkøbschefers forventninger til udviklingen i den nærmeste fremtid, bobler denne også af stor optimisme. På nedenstående graf ses det samlede indeks (Composite PMI), som er sammensat af henholdsvis de globale indkøbschefers forventninger inden for fremstillingsindustrien (Manufacturing) og serviceindustrien (Non-Manufacturing). Som det ses af grafen, er indkøbscheferne blevet meget positive på fremtiden, og uanset om man ser på det samlede indeks eller underindeksene, er alle nu på de højeste niveauer i nedenstående periode.

Det er ikke kun forventningerne til den økonomiske vækst i verdensøkonomien, der er skudt op i den seneste periode. Inflationen er også steget mærkbart i OECD-området, som vi kan se af nedenstående graf. Hvis vi ser på inflationsudviklingen, målt ved forbrugerprisindekset (Consumer Price Index) fra hele OECD-området siden 1970, viser den en inflation for april 2021 i OECD

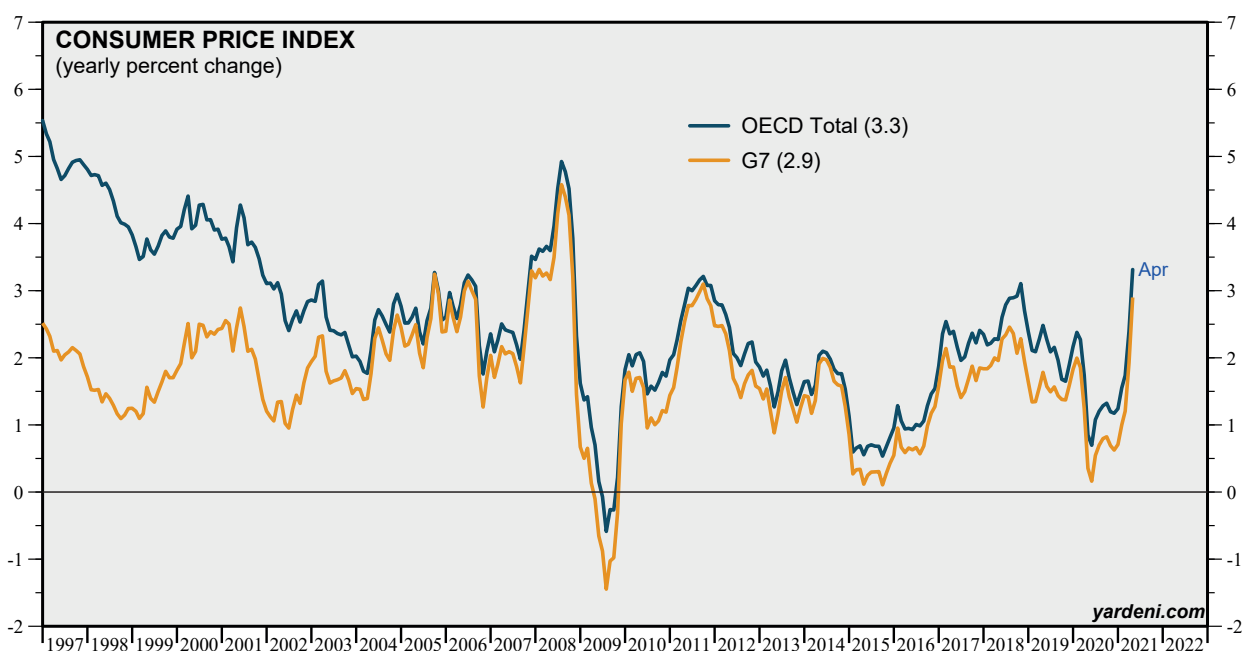
på 3,3% p.a. - en stigning til det højeste niveau i de seneste 10 år. Bør det få alarmklokkerne til at ringe?

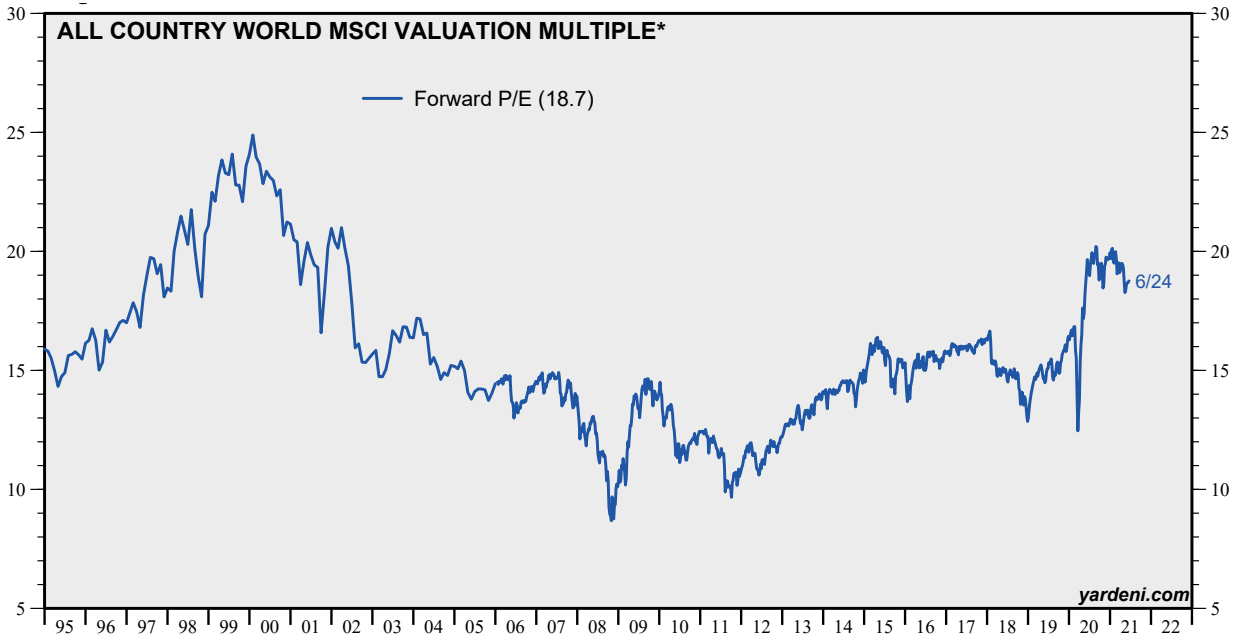
Der er ingen tvivl om, at der skal holdes et vågent øje med inflationen i den resterende del af 2021, men indtil videre har centralbankerne klart signaleret, at stigningen i inflationen – efter deres opfattelse – kun er af midlertidig karakter. Som det ses af grafen ovenfor, er det ikke unormalt, at der sker forholdsvis store årlige udsving i inflationen, og der efter en økonomisk krise med stort fald i inflationen kommer en periode, hvor inflationen kortvarigt stiger kraftigt. Det så vi eksempelvis også i årene efter finanskrisen. I forbindelse med COVID-19-krisen er der imidlertid sket nogle store afbrydelser af de globale forsyningskæder, blandt andet fordi udvinding af råvarer til tider har været sat i bero, og containere til transport af varer har hobet sig op rundt omkring i verden. Et containerskib, der pludselig blokerede



Suezkanalen i længere tid, forventes sammen med eftervirkningerne fra COVID-19 at bidrage til forstyrrelserne i den globale forsyningskæde helt ind i 2022. Derfor er det ikke utænkeligt, at den inflationære påvirkning herfra også kan have effekt ind i 2022, hvilket man som investor skal være opmærksom på. Et forhøjet inflationsniveau i de næste seks til ni måneder er ikke alarmende, hvis inflationen i OECD-området herefter falder tilbage til samme niveau, som vi har set i de seneste 10 år.

I vores optik er det mest sandsynlige scenarie fortsat, at inflationen i løbet af 2022 falder tilbage igen og gradvist bevæger sig ned mod et lidt lavere niveau end før COVID-19. Dette skyldes, at hjælpepakkerne skal tilbagebetales, blandt andet via forhøjede skatteindtægter. Øget skattebetaling forventes at bidrage til en lidt lavere fremtidig økonomisk vækst og dermed sandsynligvis også en lidt lavere fremtidig inflation, når vi økonomisk har lagt COVID-19-påvirkningerne bag os. Det lave renteniveau forventes således at

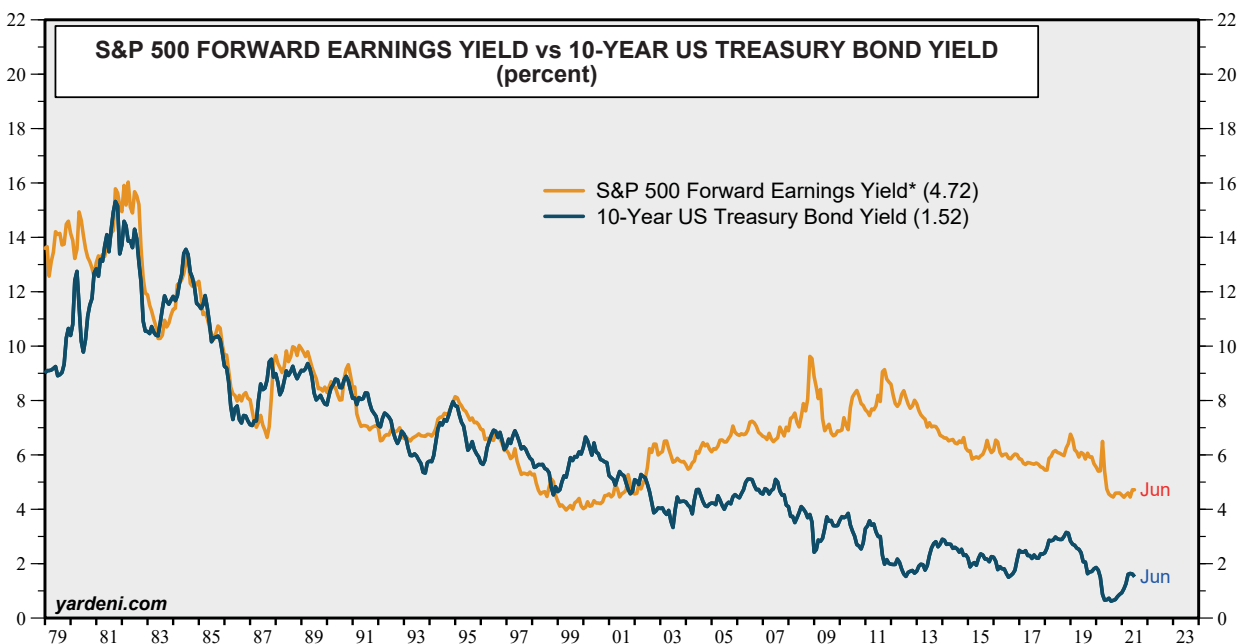




fortsætte i mange år endnu, om end de negative europæiske renter nok kun er på lånt tid. Et lavt renteniveau og en behersket økonomisk vækst skaber investeringsmæssigt nye muligheder. Det baner vejen for en højere prisfastsættelse på risikofyldte aktiver som ejendomme og aktier. Vi har tidligere omtalt dette scenarie som "goldielock". Når vi har lagt de økonomiske påvirkninger fra COVID-19 bag os, er der god grund til at forvente, at "goldielock" bliver det mest sandsynlige udfald i en årrække, hvor langsigtede investorer generelt vil forøge deres ejendoms- og aktieeksponering

og nedbringe deres obligationsinvesteringer. Vi mener, at dette allerede har været en væsentlig drivkraft bag de pæne stigninger på aktiemarkedene, som vi har været vidne til i 1. halvår af 2021.

I takt med at den økonomiske vækst i verdensøkonomien er blevet opjusteret, har analytikerne også opjusteret selskabernes indtjeningsforventninger. Hvis man ser på nedenstående graf for prisfastsættelsen på aktiemarkedet på MSCI World All Countries ud fra den forventede indtje-



ning, som de underliggende aktieselskaber i takt med at den økonomiske vækst i verdensøkonomien er blevet opjusteret, har analytikerne også opjusteret selskabernes indtjeningsforventninger. Hvis man ser på den nederste figur på side 7 for prisfastsættelsen på aktiemarkedet på MSCI World All Countries ud fra den forventede indtjening, som de underliggende aktieselskaber forventes at realisere 12 måneder frem, kan vi se, at aktiernes Forward P/E-værdi har ligget rimelig konstant omkring 18-20 på det seneste. Jo højere P/E-værdi, aktierne handles til, desto dyrere er aktier – alt andet lige. Selv om MSCI World All Countries-indekset er steget med 16% i 2021, er aktierne ikke blevet dyrere målt ved P/E-værdien. Dette skyldes, at de kursstigninger, vi har været vidne til i 2021, er kommet på baggrund af en forventet større stigning i selskabsindtjeningen. Kan selskaberne efterfølgende realisere den forventede indtjening, er prisfastsættelsen på aktier således ikke blevet højere i 2021, selv om indekset har givet et afkast på 16% i 1. halvår af 2021, når aktierne vurderes ud fra P/E-værdi.

Hvis vi ser på den nederste figur på side 7, hvor den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation er 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 indeksværdien). Ud fra figuren kan vi se, at aktierne i S&P 500-indekset stadig virker meget attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en 10-årig amerikansk statsobligation.

Selv om aktiemarkederne har realiseret pæne afkast i 1. halvår af 2021, er der ikke noget, som tyder på, at aktierne er blevet overvurderet. Tværtimod er kursstigningerne kommet på baggrund af en forventning om en højere indtjening i de underliggende selskaber. Vi forventer, at renterne forbliver strukturelt lave i en længere årrække, og den aktuelle stigning i inflationen kun er af midlertidig karakter. Det vil betyde, at aktierne generelt skal handles på en højere prisfastsættelse, end de aktuelt gør. Vi er derfor fortsat positive på aktier og anbefaler en overvægt af disse i sin værdipapirportefølje.

*Af Johnny Madsen,  
partner og investeringschef  
5. juli 2021*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &  
Investeringspleje