

# Kvartalsrapport

---

3. kvartal 2021

---

# Resume

Den største usikkerhed der lige nu præger de finansielle markeder, er i vores optik inflationen. Inflationen er steget på det seneste, hvor for eksempel inflationen i Euroland er steget fra 1,6% p.a. i april 2021 sammenlignet med april 2020 til senest 3,4% p.a. for september 2021 sammenlignet med samme måned året før.

Den stigende inflation er et globalt fænomen, og det er ikke helt uventet, men prognoserne tyder på, at inflationen kan forventes at forblive høj i en længere periode end hidtil antaget.

Problemerne med at få løst produktions- og logistikudfordringerne ser ud til at tage længere tid end forventet. Den amerikanske centralbank har ligeledes været ude at sige, at de snart vil se på at mindske deres opkøb af obligationer. Dette har ført til, at det markante rentefald vi så i juli og august er blevet "annulleret" i september, så de 10-årige tyske og amerikanske statsrenter nu er tilbage til samme niveau, som de var primo 3. kvartal 2021.

Dette er i vores optik den væsentligste grund til, at aktiekurserne er faldet tilbage i slutningen af 3. kvartal, så afkastene på de fleste aktiemarkeder, på nær i Japan, har været beskedne i det

forgangne kvartal. Ligeledes har afkastet på de forskellige obligationer været beskedne i det forgangne kvartal.

Det er vores vurdering, at de nuværende ubalancer i forsyningskæderne i overvejende grad er af midlertidig karakter, om end den midlertidige periode forventes at blive lidt længere end tidligere forventet. De nuværende ubalancer i forsyningskæderne forventes derfor ikke at resultere i et strukturelt skifte i hverken de langsigtede inflations- eller renteforventninger, hvor renteniveauet fortsat vil være strukturelt lavt i en længere årrække.

Med et økonomisk opsving i verdensøkonomien, der stadig er intakt om end styrken aftager en anelse, er det vores vurdering, at investorerne fortsat bør have en overvægt af aktier i deres portefølje.

Som altid er det vigtigt at forholde sig til størrelsen af overvægten, og bliver overvægten af aktier for stor i forhold til det aftalte benchmark, er det på sin plads at nedbringe overvægten til et mere ønskværdigt niveau, hvilket vi har reageret på hos vores kunder i det forgangne kvartal.



## Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2021

Udvikling i 3. kvartal 2021					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2021
	30.06.2021	30.09.2021			
OMX CGI	2.358,01	2.408,68	50,67	2,15%	15,02%
OMXC Cap. GI	2.698,54	2.671,47	-27,07	-1,00%	13,21%
MSCI World All Countries	3.285,66	3.329,97	44,31	1,35%	17,65%
MSCI USA*	3.930,78	4.038,56	107,78	2,74%	21,75%
MSCI Europa*	2.256,73	2.283,22	26,49	1,17%	17,25%
MSCI Japan*	1.880,66	2.014,78	134,12	7,13%	12,12%

\*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2021
	30.06.2021	30.09.2021			
Rente på indskudsbeviser	-0,50	-0,50	0,00	-0,13%	-0,38%
3% STAT 2021	-0,51	-0,57	-0,06	-0,01%	-0,40%
0,5% STAT 2027	-0,24	-0,25	-0,01	-0,02%	-2,05%
4,5% STAT 2039	0,30	0,29	-0,01	0,21%	-7,32%
1,5% NYK 2050	1,48	1,65	0,17	-1,65%	-3,50%
BDEN15**				-0,08%	-0,72%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2021
	30.06.2021	30.09.2021			
USD/DKK	6,26	6,42	0,16	2,63%	6,02%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,00%	-0,04%
JPY/DKK	0,057	0,057	0,001	1,36%	-2,43%

# Udviklingen i 3. kvartal 2021

Det har været et begivenhedsrigt kvartal med nogle forholdsvis store udsving på både aktie- og obligationsmarkedet. Aktiekurserne startede i 3. kvartal med at stige, og renterne faldt. Der var en bred enighed om, at den stigning, der var i inflationen, var af forholdsvis kort karakter, og inflationen ville falde pænt tilbage igen i løbet af 2022. Den Internationale Valutafond (IMF) kom i slutningen af juli med deres seneste økonomiske prognose for verdensøkonomien, hvor de dels fastholdt nogle meget optimistiske vækstforventninger for verdensøkonomien i 2021 og endda opjusterede deres forventninger til 2022 med 0,5% point. I samme prognose sendte de et signal til verdens centralbanker, hvor de skrev "Centralbankerne bør generelt se igennem det midlertidige inflationspres og undgå at stramme pengepolitikken indtil, at der er mere klarhed om den underliggende prisdynamik".

Der var blandt de fleste økonomer bred enighed om, at inflationsproblemerne var af midlertidig

karakter, så signalerne fra IMF blev på de finansielle markeder tolket som om, at rentestigninger var skudt langt ud i fremtiden, og inflationen skulle man ikke bekymre sig om. Den økonomiske vækst så endda ud til at blive både særdeles høj og robust, hvilket er det bedst tænkelige økonomiske scenario. Som det ses af figur 1 på side 4, faldt den tyske 10-årige rente i løbet af juli og august fra et niveau omkring -0,2 til -0,5%, og den 10-årige amerikanske statsobligation faldt tilsvarende. Dette mærkbare rentefald var medvirkende til, at aktierne klarede sig ganske pænt i både juli og august og satte nye kursrekorder.

I løbet af august begyndte der at komme usikkerhed på de finansielle markeder. Først i form af at det kinesiske styre indførte en øget regulering i blandt andet uddannelsessektoren, hvor private aktører ikke længere kunne tjene penge på blandt andet at udbyde ekstraundervisning til børn og unge. Dette førte til markante kursfald på specielt aktierne i de sektorer i Kina, der blev ramt af re-

Figur 1



gulingen, men det kinesiske aktiemarked fik det generelt svært. Investorerne frygtede, at reguleringen kunne brede sig til andre sektorer.

I løbet af september kom der flere usikkerhedsmomenter fra Kina, da en af de største ejendomsudviklere, China Evergrande, var løbet ind i så alvorlige økonomiske problemer. Selskabet stod måske over for et økonomisk kollaps. Selskabet har en stor gæld i niveau 2% af hele Kinas BNP, og der blev i medierne trukket paralleller til Lehman Brothers kollaps og starten på Finanskrisen. I vores optik er dette en markant overdrivelse, idet 95% af selskabets gæld er kinesisk, så et ukontrolleret økonomisk kollaps hos China Evergrande vil derfor ramme den kinesiske økonomi hårdt, hvilket styret i Kina formodentlig vil gøre alt for at undgå.

I vores optik er det mest sandsynlige scenarie, at China Evergrande gradvist vil blive afviklet, så selskabets kunder, der har bestilt og betalt for en lejlighed, vil få lejligheden leveret, mens aktionærerne sandsynligvis vil tabe hele eller det meste af deres investering. De internationale obligationsinvestorer vil formodentlig også tabe en del af deres investering. I et sådant scenarie straffer styret i Kina dem, som har taget en (for) høj risiko, mens de almindelige kunder vil blive holdt skadesløse, hvorved de negative økonomiske konsekvenser for den kinesiske økonomi bliver begrænset.

Den største usikkerhed der lige nu præger de finansielle markeder, er i vores optik inflationen.

Inflationen er steget på det seneste, hvor for eksempel inflationen i Euroland er steget fra 1,6% p.a. i april 2021 sammenlignet med april 2020 til senest 3,4% p.a. for september 2021 sammenlignet med samme måned året før. Den stigende inflation er et globalt fænomen, og det er ikke helt uventet, men prognoserne tyder på, at inflationen kan forventes at forblive høj i en længere periode end hidtil antaget. Problemerne med at få løst produktions- og logistikudfordringerne ser ud til at tage længere tid end forventet.

Den amerikanske centralbank har ligeledes været ude at sige, at de snart vil se på at mindske deres opkøb af obligationer. Dette har ført til, at det markante rentefald vi så i juli og august er blevet "annulleret" i september, så de 10-årige tyske og amerikanske statsrenter nu er tilbage til samme niveau som primo 3. kvartal 2021. Dette er i vores optik den væsentligste grund til, at aktiekurserne er faldet tilbage i slutningen af 3. kvartal, så afkastene på de fleste aktiemarkeder, på nær i Japan, har været beskedne i det forgangne kvartal. Ligeledes har afkastet på de forskellige obligationer været beskedne i det forgangne kvartal. Den forventede renteutvikling vil sandsynligvis være en afgørende faktor for, hvordan aktiemarkederne performer på den helt korte bane.

På valutamarkedet er euroen blevet svækket over for både den japanske yen og amerikanske dollar i løbet af 3. kvartal. Den amerikanske dollar er aktuelt i højeste niveau i 2021, og den er steget med 6% over for euroen i årets første 9 måneder.

# Forventninger

Hvis man ser på OECD's seneste prognose for udviklingen i verdensøkonomien fra september 2021, kan man se, at der for hele verdensøkonomien ikke er sket nogen nævneværdig ændring for hverken 2021 eller 2022 i forhold til deres tidligere prognose fra maj 2021. På lande og regionsniveau er der sket lidt ændringer, men det væsentligste at forholde sig til er, at det økonomiske opsving vurderes at være intakt selv om der stadig er flaskehalse i udvalgte brancher i produktionsleddet og i særdeleshed i transportleddet.

Hvis man ser på de globale indkøbschefers forventninger til udviklingen i den nærmeste fremtid, ses det af figur 2 på side 6, at der var en kraftig stigning i optimismen op imod slutningen af 2. kvartal 2021, mens optimismen er

aftaget på det seneste til et mere normaliseret niveau. På figur 2 ses det samlede indeks (Composite PMI), som er sammensat af henholdsvis de globale indkøbschefers forventninger inden for fremstillingsindustrien (Manufacturing) og serviceindustrien (Non-Manufacturing). Indkøbscheferne bekræfter, at opsvinget er intakt, men det forventes at ske i et mere behersket tempo.

Hvis vi betragter figur 3 for inflationen i OECD-området i de seneste 40 år, kan vi se, at inflationen har været kraftigt stigende på det seneste, og nu er på det højeste niveau siden medio 2008. Det er ikke helt uventet, at inflationen ville stige op omkring dette niveau, idet sammenligningsgrundlaget for et år siden var forholdsvist lavt i kombination med, at flaskehalse

## OECD Interim Economic Outlook Forecasts September 2021

	Real GDP growth Year-on-year % change				
	2020	2021		2022	
		Interim EO projections	Difference from May EO	Interim EO projections	Difference from May EO
World	-3.4	5.7	-0.1	4.5	0.1
G20 <sup>1</sup>	-3.1	6.1	-0.2	4.8	0.1
Australia	-2.5	4.0	-1.1	3.3	-0.1
Canada	-5.3	5.4	-0.7	4.1	0.3
Euro area	-6.5	5.3	1.0	4.6	0.2
Germany	-4.9	2.9	-0.4	4.6	0.2
France	-8.0	6.3	0.5	4.0	0.0
Italy	-8.9	5.9	1.4	4.1	-0.3
Spain <sup>2</sup>	-10.8	6.8	0.9	6.6	0.3
Japan	-4.6	2.5	-0.1	2.1	0.1
Korea	-0.9	4.0	0.2	2.9	0.1
Mexico	-8.3	6.3	1.3	3.4	0.2
Turkey	1.8	8.4	2.7	3.1	-0.3
United Kingdom	-9.8	6.7	-0.5	5.2	-0.3
United States	-3.4	6.0	-0.9	3.9	0.3
Argentina	-9.9	7.6	1.5	1.9	0.1
Brazil	-4.4	5.2	1.5	2.3	-0.2
China	2.3	8.5	0.0	5.8	0.0
India <sup>3</sup>	-7.3	9.7	-0.2	7.9	-0.3
Indonesia	-2.1	3.7	-1.0	4.9	-0.2
Russia	-2.5	2.7	-0.8	3.4	0.6
Saudi Arabia	-4.1	2.3	-0.5	4.8	1.0
South Africa	-7.0	4.6	-0.8	2.5	0.0

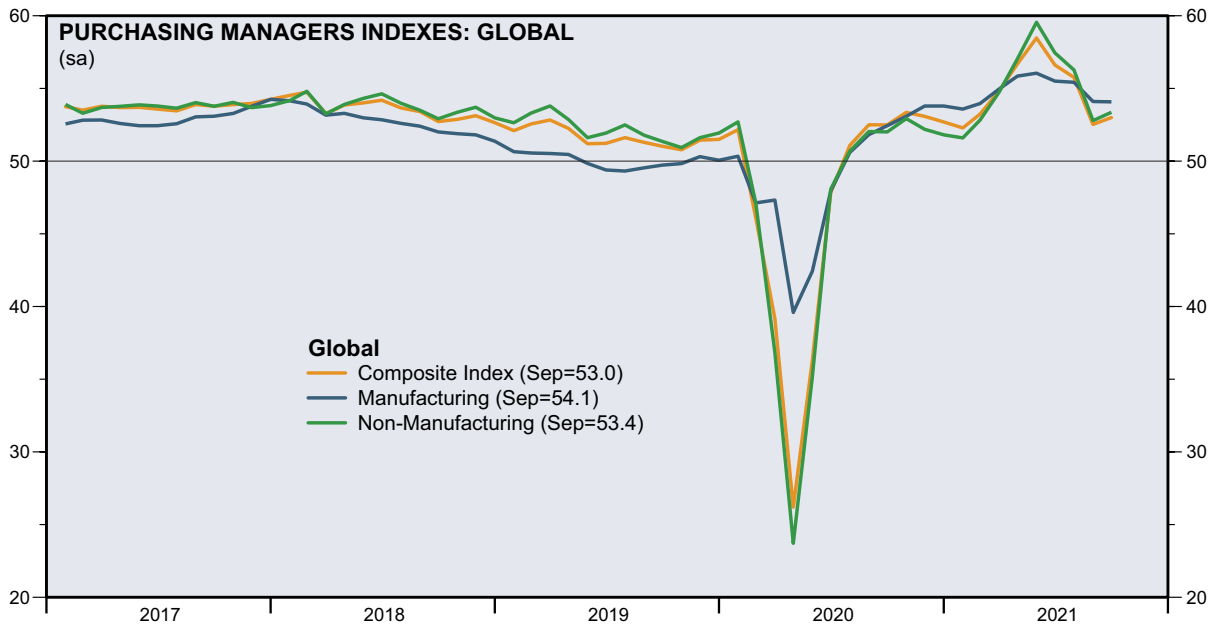
Note: Difference from May 2021 Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures. World and G20 aggregates use moving nominal GDP weights at purchasing power parities.

1. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.

2. Spain is a permanent invitee to the G20

3. Fiscal years, starting in April.

Figur 2



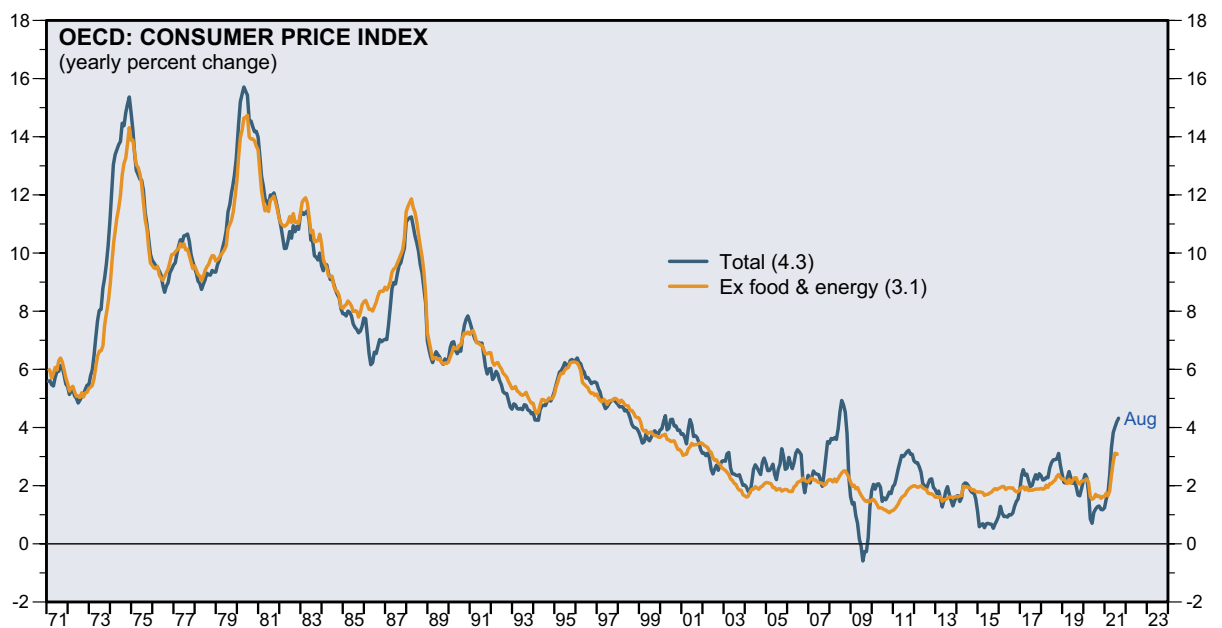
Kilde: Yardeni.com

udvalgte steder ville betyde en pæn stigning i inflationen.

OECD skønner, at omkring 1,5% point af inflationsstigningen hos G20-landene kan henføres til højere fragtrater og stigende råvarepriser. I takt med at flaskehalsene i visse dele af produktionsledet og i transportsektoren aftager, er det nærliggende at tro, at en væsentlig del af den inflationsstigning, vi har oplevet på det seneste, også vil aftage. Den midlertidige stig-

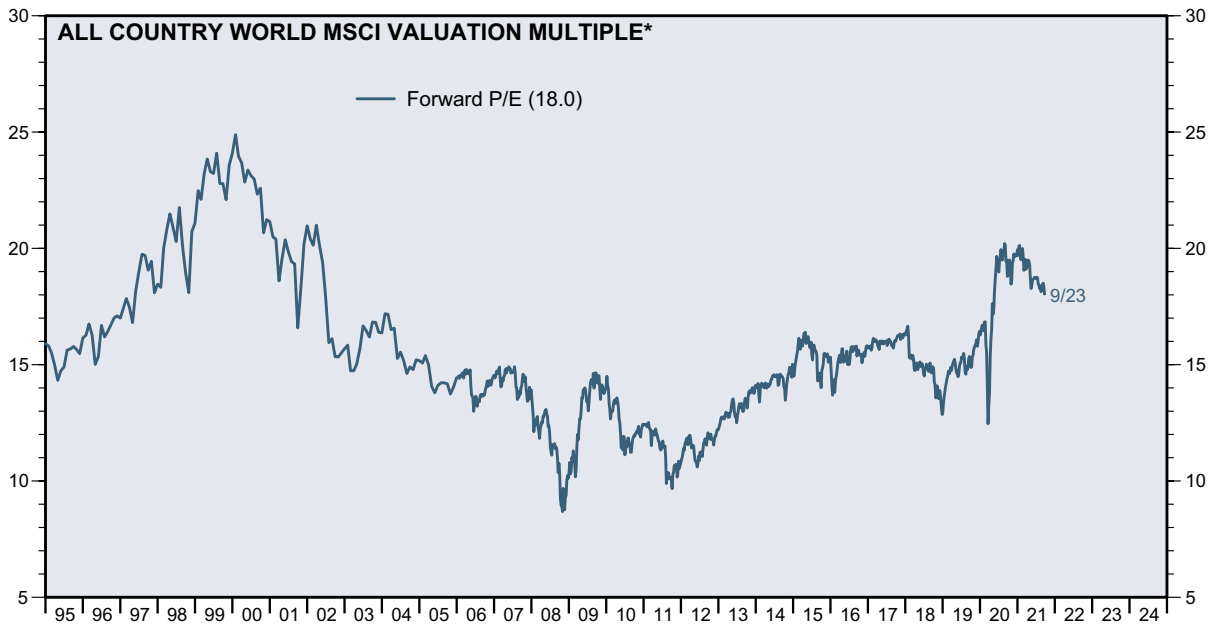
ning i inflationen har desværre vist sig at være mere midlertidig end hidtil antaget, idet lande med lav vaccinationsandel mod COVID-19 har været hårdt ramt af Delta-varianten med nye nedlukninger til følge. Så foruden de menneskelige konsekvenser har det også skabt fornyet pres på forsyningskæderne. Transportsektoren er fortsat hårdt udfordret, og der er aktuelt et rekordstort antal containerskibe ud for Long Beach i Californien, der venter på at kunne komme i havn og få læsset deres last af, så de

Figur 3



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

Figur 4



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

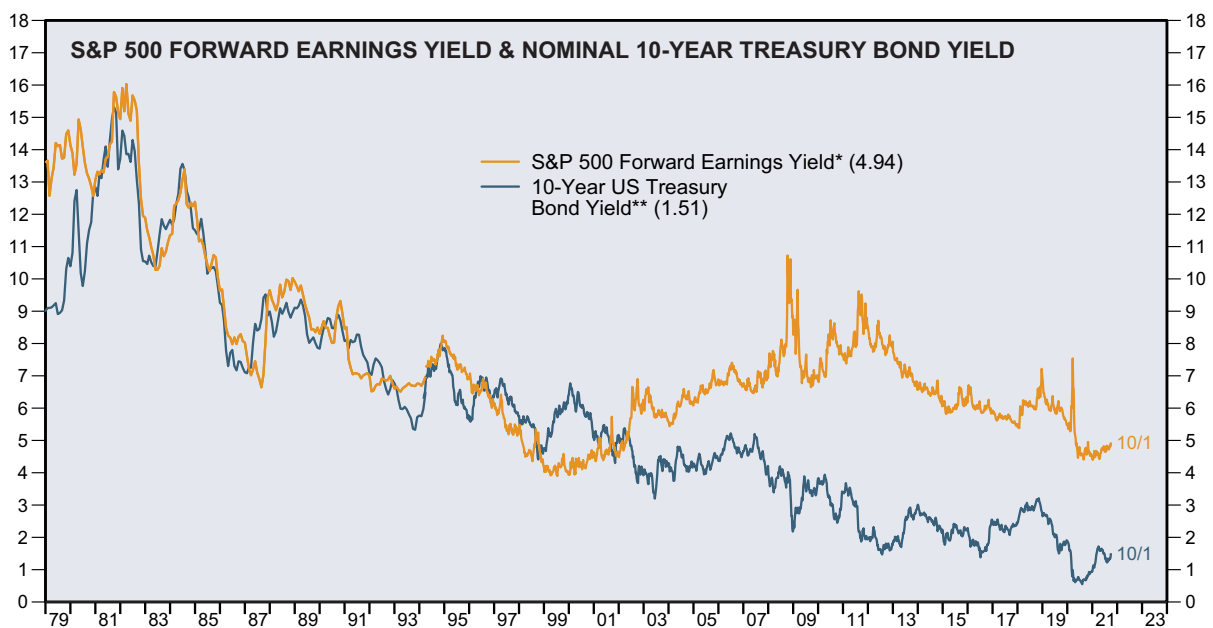
Kilde: I/B/E/S data by Refinitiv.

igen kan transportere anden last. Presset på forsyningskæderne er således ikke aftaget i løbet af 3. kvartal 2021, tværtimod er de blevet forstærket.

Så længe inflationsstigningen primært skyldes midlertidige ubalancer i forsyningskæderne, vil det sandsynligvis ikke få hverken den europæiske eller amerikanske centralbank til at ændre nævneværdigt på deres pengepolitik. Men skulle det vise sig, at inflationsstigningerne forplanter

sig og bliver mere vedholdende, så det også resulterer i kraftigt stigende lønninger, kan det betyde, at centralbankerne kommer til at stramme pengepolitikken både hurtigere og kraftigere end ventet, hvilket vil være negativt for udviklingen på de finansielle markeder. Heldigvis har lønstigningerne hidtil kun været af moderat karakter, men jo længere tid der går inden ubalancerne i forsyningskæderne er afhjulpnet, desto større er risikoen for, at inflationen kan blive mere udbredt.

Figur 5



Kilde: Yardeni.com

I vores optik er det mest sandsynlige scenarie fortsat, at inflationen i løbet af 2022 falder tilbage igen, og hverken den europæiske eller amerikanske centralbank ændrer væsentlig i deres pengepolitiske udmeldinger. Stigende renter virker ikke som den rette medicin til for eksempel at få containerskibene aflastet hurtigere. Flaskehalsene i forsyningskæderne skal i første omgang afhjælpes på anden vis.

Stigende inflation er ikke ensbetydende med, at aktiekurserne skal falde. Store fald på aktiemarkedet kommer typisk, når investorerne frygter en kraftig aftagende økonomisk aktivitet, som blandt andet kan udløses ved, at centralbankerne strammer pengepolitikken for kraftigt. Selskaber med en høj grad af "pricing power", det vil sige selskaber, som kan hæve deres priser, uden det betyder en nævneværdig ændring i efterspørgslen efter deres varer, kan i perioder med stigende råvare og produktionsomkostninger sætte deres priser op tilsvarende og måske endda hæve deres indtjeningsmarginaler. Disse selskaber rammes således typisk ikke indtjeningsmæssigt af stigende inflation. Den underliggende indtjening i et selskab forklarer hovedparten af en akties langsigtede afkast. Derfor er det vigtigt, som langsigtet investor, at holde øje med indtjeningsudviklingen. Indtil videre har for eksempel aktieanalytikerne kun foretaget en behersket nedjustering af den forventede selskabsindtjening i de kommende 12 måneder i det amerikanske aktieindeks S&P 500.

Hvis man ser på figur 4 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 er faldet i løbet af 2021, så denne nu er på 18. Jo højere forward P/E-værdi som aktierne handles til, desto dyrere er aktier – alt andet lige. Selv om MSCI World All Countries indekset er steget med over 17% i 2021, er aktierne faktisk blevet billigere målt ved forward P/E-værdi. Dette skyldes i overvejende grad, at

indtjeningen i de underliggende selskaber er steget endnu mere. De underliggende selskaber i MSCI World indekset forventes at realisere en indtjeningsfremgang på næsten 50% i 2021 sammenlignet med 2020 ifølge Thomsen Reuters I/B/E/S.

Hvis vi ser på figur 5, 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 indekxsværdien). 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.

Det er vores vurdering, at de nuværende ubalancer i forsyningskæderne i overvejende grad er af midlertidig karakter, om end den midlertidige periode forventes at blive lidt længere end tidligere forventet. De nuværende ubalancer i forsyningskæderne forventes derfor ikke at resultere i et strukturelt skifte i hverken de langsigtede inflations- eller renteforventninger, hvor renteniveauet fortsat vil være strukturelt lavt i en længere årrække. Med et økonomisk op-sving i verdensøkonomien, der stadig er intakt om end styrken aftager en anelse, er det vores vurdering, at investorerne fortsat bør have en overvægt af aktier i deres portefølje.

Som altid er det vigtigt at forholde sig til størrelsen af overvægten, og bliver overvægten af aktier for stor i forhold til det aftalte benchmark, er det på sin plads at nedbringe overvægten til et mere ønskværdigt niveau, hvilket vi har reageret på hos vores kunder i det forgangne kvartal.

Af Johnny Madsen,  
partner og investeringschef  
5. oktober 2021

Formue &  
Investeringspleje