

Kvartalsrapport

4. kvartal 2021

Resume

De fleste aktiemarkeder har realiseret nogle pæne tocifrede afkast målt i DKK, og investorerne kan se tilbage på endnu et meget godt aktieår. Det højeste afkast er realiseret på MSCI USA, der har givet et afkast på hele 36,6% i 2021 målt i DKK. Det kan umiddelbart forekomme paradoksalt, at det højeste afkast er realiseret på det amerikanske aktiemarked, når nu den amerikanske centralbank har fremrykket sin normalisering af pengepolitikken.

Centralbankens ønske om en hurtigere normalisering af pengepolitikken kommer som følge af, at den amerikanske økonomi har fundet fodfæste hurtigere end tidligere antaget, og at de amerikanske aktieselskaber ligeledes har klaret sig bedre end hidtil antaget. Så den hurtigere end forventede normalisering af pengepolitikken i USA kommer således på baggrund af en bedre end ventet økonomisk udvikling, hvilket ud fra et økonomisk synspunkt er meget positivt. Som aktieinvestor skal man huske, at det som driver kursudviklingen på aktier på lang sigt er den underliggende selskabsindtjening, så man behøver ikke være bange for rentestigninger, hvis blot de kommer af de rigtige årsager, og de ikke sker hurtigt og kraftigt.

Der er ikke nogen tvivl om, at udviklingen i inflationen investeringsmæssigt bliver et meget vigtigt pejlemærke for udviklingen på de finansielle markeder i 2022, men inflationsudviklin-

gen behøver omvendt heller ikke at give investorerne søvnløse nætter. Bortset fra hvis man udelukkende er obligationsinvestor. Hvis inflationen i OECD-området skal mere permanent op i et niveau omkring 3% p.a. (fra en gennemsnitlig inflation på 1,7% p.a. i årene 2013-2019), er der stor sandsynlighed for, at det nuværende renteniveau med en amerikansk tiårig statsrente i niveau 1,6% p.a. og en tysk tiårig statsrente på -0,1% p.a. Der kan vi se frem mod nogle renteniveauer, der som minimum er 1%-point højere. Obligationsinvesteringer med høj varighed skal derfor undgås i et sådant scenarie.

Det er vores vurdering, at der i 2022 er et større udfaldsrum – både økonomisk og investeringsmæssigt. Dog vurderer vi, at den største risiko er at have for mange obligationer med høj varighed i porteføljen. Et stigende inflations- og renteniveau er ikke nødvendigvis ensbetydende med lavere aktiekurser, hvis ellers inflations- og rentestigningerne kommer som følge af en stigende økonomisk aktivitet, når dette efterfølgende udmønter sig i en stigende selskabsindtjening. Kvalitetsselskaber med en høj grad af *pricing power* må forventes at klare sig bedst i et sådan økonomisk miljø.

Med muligheden for et noget større udfaldsrum end sædvanligt kan rådet omkring at have en godt spredt portefølje af værdipapirer ikke være mere på sin plads end i 2022.



Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2021

Udvikling i 4. kvartal 2021					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2021
	30.09.2021	31.12.2021			
OMX CGI	2.408,68	2.590,39	181,71	7,54%	23,69%
OMXC Cap. GI	2.671,47	2.819,25	147,78	5,53%	19,48%
MSCI World All Countries	3.329,97	3.623,60	293,63	8,82%	28,03%
MSCI USA*	4.038,56	4.531,10	492,54	12,20%	36,60%
MSCI Europa*	2.283,22	2.448,19	164,97	7,23%	25,72%
MSCI Japan*	2.014,78	1.972,62	-42,16	-2,09%	9,77%

*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2021
	30.09.2021	31.12.2021			
Rente på indskudsbeviser	-0,50	-0,60	0,00	-0,13%	-0,53%
1,50 STAT 23	-0,60	-0,63	-0,03	-0,05%	-0,61%
0,5% STAT 2027	-0,25	-0,30	-0,06	0,24%	-1,81%
4,5% STAT 2039	0,29	0,05	-0,24	3,45%	-4,12%
1,5% NYK 2050	1,65	1,56	-0,09	1,59%	-2,26%
BDEN15**				-0,27%	-0,98%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2021
	30.09.2021	31.12.2021			
USD/DKK	6,42	6,56	0,14	2,17%	8,31%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,01%	-0,04%
JPY/DKK	0,057	0,057	0,000	-0,58%	-3,00%

Udviklingen i 4. kvartal 2021

Det har igen været et begivenhedsrigt kvartal med nogle forholdsvis store udsving på både aktie- og obligationsmarkedet. Aktiekurserne startede 4. kvartal med at stige, og renterne steg på en forventning om, at det økonomiske opsving ville fortsætte med pæn styrke. Den amerikanske centralbank lagde an til at begynde en normalisering af pengepolitikken, men som altid – fristes man til at sige –, så dukkede der noget uventet op. Omikron ramte! Pludselig kom der en meget smitsom Covid-variant, men hvor farlig var denne? De første meldinger fra Sydafrika, hvor varianten først blev opdaget, var, at varianten ikke umiddelbart gav så mange alvorlige sygdomsforløb som Delta-varianten. De vestlige virakspertter var dog hurtigt ude at sige, at disse data kunne man ikke umiddelbart overføre til Europa og andre lande. Hermed steg usikkerheden igen, og der blev meldt om yderligere restriktioner i flere europæiske lande. Dette fik aktierne til at falde igen, og renterne faldt til trods for, at inflationen i samme periode

steg mærkbart. I takt med at der kom flere data på Omikron-varianten, som forstærkede troen på et lettere sygdomsforløb, kom optimismen gradvist tilbage til de finansielle markeder, og aktierne og renterne steg således igen i løbet af december. Således endte 4. kvartal med meget høje afkast på især det amerikanske aktiemarked, der steg med 12,2% målt ved MSCI USA i DKK, og verdensindekset MSCI World All Countries steg med 8,8% målt i DKK i det forgangne kvartal.

Hvis man betragter afkastene for hele 2021 i skemaet ovenfor, har de fleste aktiemarkeder realiseret nogle pæne tocifrede afkast målt i DKK, og investorerne kan se tilbage på endnu et meget godt aktieår. Det højeste afkast er realiseret på MSCI USA, der har givet et afkast på hele 36,6% i 2021 målt i DKK. Det kan umiddelbart forekomme paradoksalt, at det højeste afkast er realiseret på det amerikanske aktiemarked, når nu den amerikanske centralbank har fremrykket

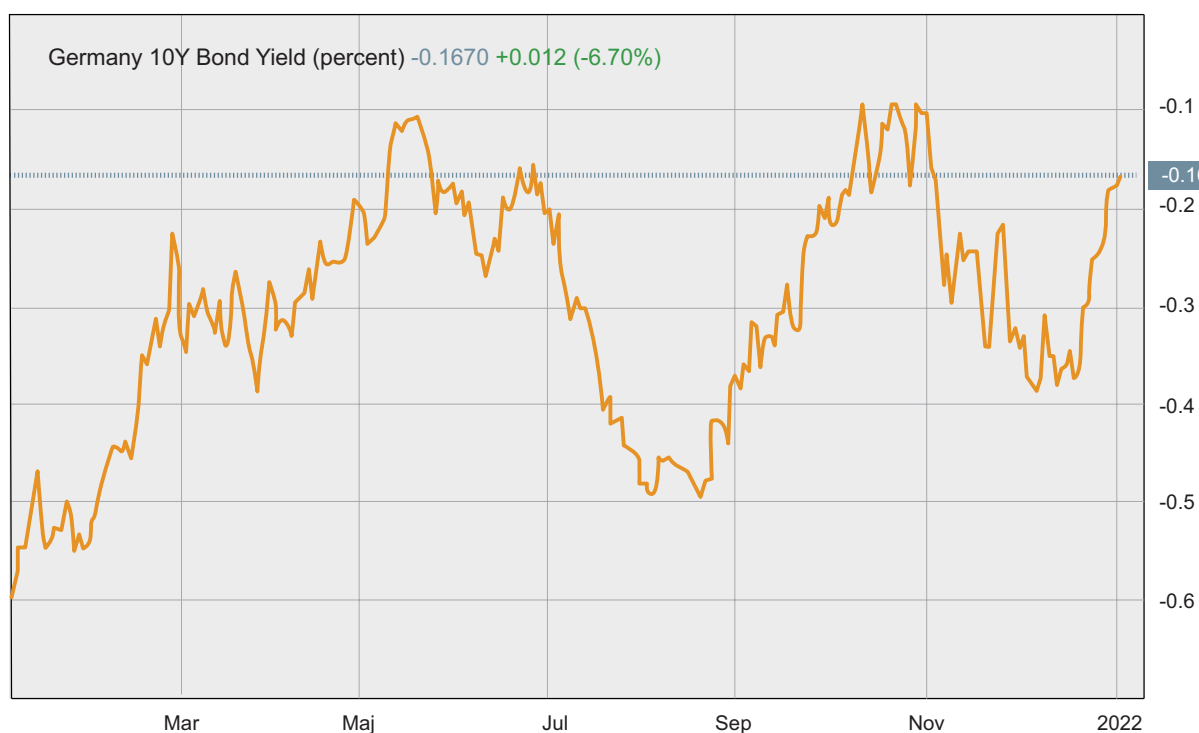
sin normalisering af pengepolitikken. Centralbankens ønske om en hurtigere normalisering af pengepolitikken kommer som følge af, at den amerikanske økonomi har fundet fodfæste hurtigere end tidligere antaget, og at de amerikanske aktieselskaber ligeledes har klaret sig bedre end hidtil antaget. Så den hurtigere end forventede normalisering af pengepolitikken i USA kommer således på baggrund af en bedre end ventet økonomisk udvikling, hvilket ud fra et økonomisk synspunkt er meget positivt. Som aktieinvestor skal man huske, at det som driver kursudviklingen på aktier på lang sigt er den underliggende selskabsindtjening, så man behøver ikke være bange for rentestigninger, hvis blot de kommer af de rigtige årsager, og de ikke sker hurtigt og kraftigt.

Som det ses af skemaet på side 3, så er det ikke alle aktiemarkeder, der har realiseret pæne tocifrede afkast i 2021. Det japanske aktiemarked har "blot" givet et afkast på 9,77% i 2021, og flere Emerging Markets-lande har ligeledes klaret sig markant ringere end MSCI World All Countries i 2021. Der har således været stor spredning på afkastene i 2021, og har man ikke haft en pæn vægt i amerikanske aktier, vil man sandsynligvis have opnået et mindre tilfredsstillende

afkast. Der har også været stor spredning på afkastet på de danske C25-aktier i 2021. Bedst er det gået for A.P. Møller Mærsk-aktien, som har givet et afkast på 76,7% i 2021 tæt fulgt af Novo Nordisk med et afkast på 75,6%. I den modsatte ende har Ambu givet et afkast på -34,2%, mens Ørsted har givet et afkast på -32,1% og Vestas -30,1% i 2021. Der har igen været meget store forskelle på de realiserede afkast på de enkelte aktier i det forgangne år, hvilket illustrerer vigtigheden af at have en godt spredt portefølje af aktier.

Inflationsudviklingen har også været et stort tema på de finansielle markeder i det forgangne kvartal. Således er inflationen i Eurozonen steget til 4,9% p.a. i november 2021 sammenholdt med november 2020. Den europæiske centralbank (ECB) har et inflationsmål lige under 2,0% p.a., så aktuelt er den europæiske inflation betydeligt over ECB's målsætning. Det er i høj grad stigende energipriser, som har været en stærkt medvirkende årsag til inflationsstigningen, fordi inflationen uden udviklingen i energipriserne var på 2,5% p.a. i november 2021 sammenlignet med samme måned året før. Desuden er inflationen også stærkt påvirket af ubalancerne i forsyningskæderne, som vi skrev om i den for-

Figur 1



Kilde: Trading economics.



gangne kvartalsrapport, hvilket har været med til at forstærke inflationspresset. Der er ingen tvivl om, at en pæn andel af inflationspresset således er af midlertidig karakter, men det bliver også mere tydeligt, at det tager længere tid at få afviklet ubalancerne i forsyningskæderne, så inflationspresset forventes nu at være forhøjet i længere tid end tidligere forventet. Dermed øges risikoen også for, at der skabes et mere strukturelt og langsigtet inflationspres.

Set i lyset af det aktuelt høje inflationsniveau er det noget overraskende, at obligationsrenterne faktisk er faldet en smule i 4. kvartal 2021 til trods for, at den tiårige tyske statsrente faktisk er steget pænt på det seneste. Men det kommer efter et pænt rentefald tidligere i kvartalet, da frygten for Omikron var på sit højeste. Som det også ses af figur 1 på side 4, er den tyske tiårige

statsrente dog steget en del i løbet af 2021 fra et niveau omkring $-0,60\%$ p.a. ved begyndelse af 2021 til $-0,17\%$ p.a. ultimo 2021. Obligationsinvesteringer har således ikke afkastmæssigt været nogen guldrandet investering i 2021, og benchmarkafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1-5 år, BDEN1-5, har realiseret et afkast på $-1,0\%$ i 2021.

På valutamarkedet er den amerikanske dollar blevet yderligere styrket over for euro og danske kroner i 4. kvartal 2021, hvor dollaren er styrket med yderligere $2,2\%$, hvilket betyder en samlet styrkelse på $8,3\%$ for hele 2021. Den bedre end ventede økonomiske udvikling i den amerikanske økonomi og fremrykkelse af normaliseringen af pengepolitikken i USA har været en stærk medvirkende årsag til den amerikanske dollars styrkelse over for både euro og danske kroner i 2021.

Forventninger

Hvis man ser på OECD's seneste prognose for udviklingen i verdensøkonomien fra december 2021, kan man se, at der var godt gang i den økonomiske vækst i verdensøkonomien i 2021, og væksten forventes også i 2022 at være en del over det gennemsnit, der var i årene 2013-2019, inden Covid-19 ramte. Umiddelbart ser den forventede økonomiske udvikling meget tilforladelig ud. Der er dog en række markante usikkerhedspunkter, som OECD fremhæver i deres seneste rapport.

Det økonomiske er ifølge OECD noget uensartet, idet lande med høj vaccinationsgrad generelt klarer sig bedre end lande med lav vaccinationsgrad, og på virksomhedsniveau opleves der ligeledes en stor forskel. Dermed er opsvinget ikke bredt funderet, hvilket gør det økonomiske opsving mere skrøbeligt. Den lave vaccinationsgrad flere steder i specielt de fattige dele af verden udgør - foruden det menneskelige synspunkt og skabelsen af større ulighed - også en større fare for, at der kan opstå nye mutationer af Covid-19, som kan vise sig at være mere smitsomme og farligere end den nuværende Omi-

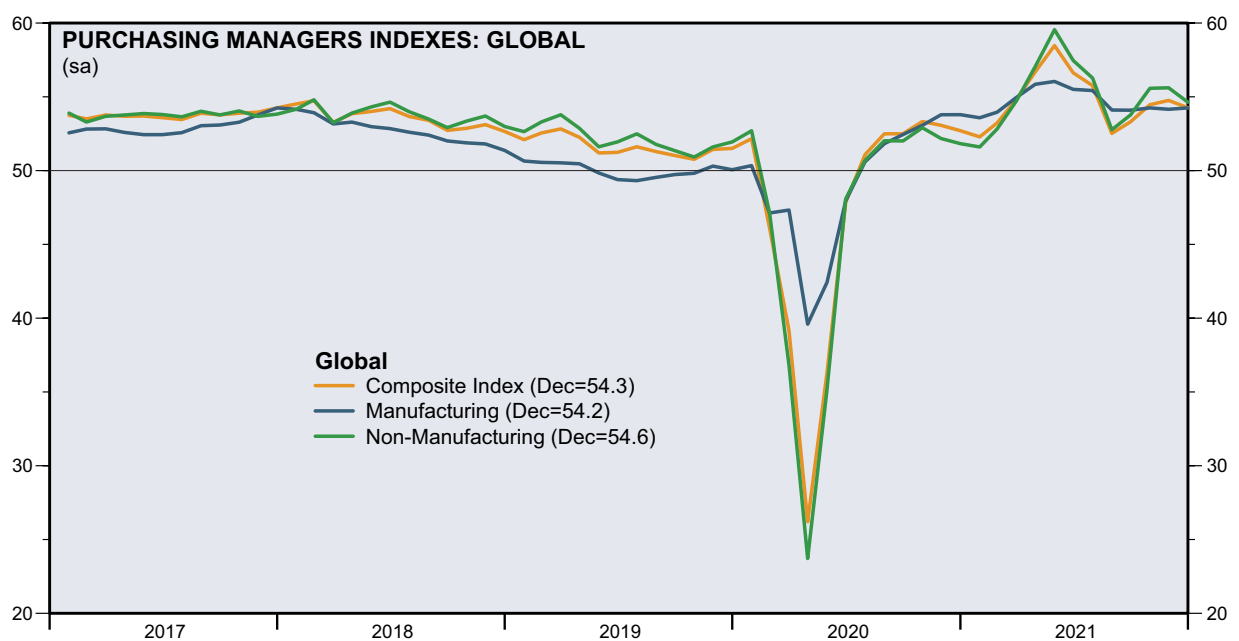
kron. Omvendt kan en større vaccinationsandel i verden (og/eller hvis det viser sig, at Omikron ikke længere udgør nogen større sundhedsfare generelt) også betyde, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien kan blive højere end forventet i både 2022 og 2023. Udfaldsrummet for den økonomiske vækst i 2022 er derfor noget større end vanligt, og OECD vurderer for tiden den nedadgående risiko for størst.

De globale indkøbschefers forventninger til udviklingen i den nærmeste fremtid er rimeligt optimistiske jf. figur 2. Dette understøtter OECD's vurdering om, at vi er i gang med et pænt økonomisk opsving.

Et af de store usikkerhedsmomenter, som OECD fremhæver i deres seneste rapport, er inflationsudviklingen, samt hvad centralbankerne gør i denne forbindelse. Hvis man ser på figur 3 på side 7 for inflationsudviklingen i OECD-området, er der sket en kraftig stigning i denne.

I oktober 2021 var inflationen på 5,2% p.a. i OECD-området, hvilket er det højeste niveau

Figur 2



OECD Economic Outlook December 2021

	Average 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.3	-3.4	5.6	4.5	3.2	3.8	3.9	3.2
G20 ²	3.5	-3.1	5.9	4.7	3.3	4.1	3.8	3.3
OECD ²	2.2	-4.7	5.3	3.9	2.5	4.4	3.3	2.2
United States	2.4	-3.4	5.6	3.7	2.4	5.1	3.0	2.3
Euro area	1.9	-6.5	5.2	4.3	2.5	4.9	3.3	2.1
Japan	0.8	-4.6	1.8	3.4	1.1	0.0	3.1	0.9
Non-OECD ²	4.3	-2.2	5.8	4.9	3.8	3.2	4.3	4.0
China	6.8	2.3	8.1	5.1	5.1	3.9	5.5	5.0
India ³	6.8	-7.3	9.4	8.1	5.5			
Brazil	-0.3	-4.4	5.0	1.4	2.1			
Unemployment rate⁴	6.5	7.1	6.2	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1
Inflation^{1,5}	1.7	1.5	3.5	4.2	3.0	4.9	3.4	3.1
Fiscal balance⁶	-3.2	-10.4	-8.4	-5.2	-3.7			
World real trade growth¹	3.4	-8.4	9.3	4.9	4.5	6.1	5.2	4.2

1. Percentage changes; last three columns show the change over a year earlier.

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

3. Fiscal years.

4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

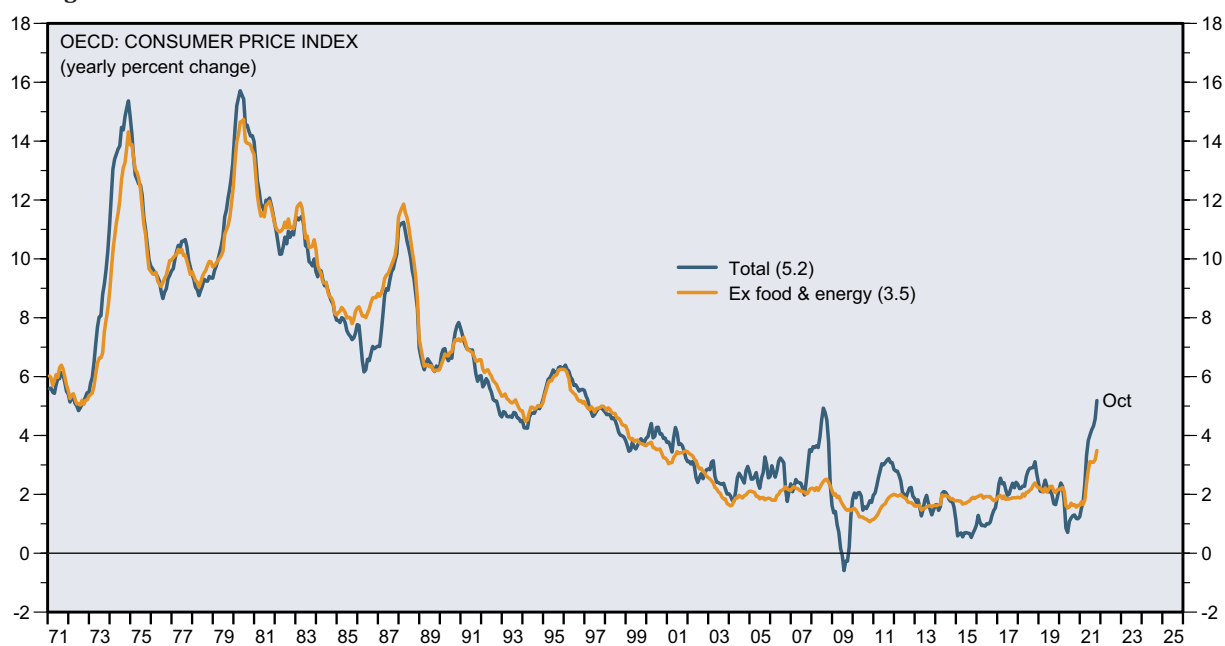
6. Per cent of GDP.

Kilde: OECD Economic Outlook 110 database.

siden 2009. Hvis vi samtidig ser på OECD's inflationsforventning i OECD-rapporten, kan vi se, at OECD forventer en inflation i 4. kvartal 2021 på 4,9% p.a. og på 4,2% p.a. for hele 2022 sammenlignet med samme perioder året før. Dette viser, at OECD forventer, at inflationen forventes at

have toppet nu. Men den kedelige nyhed er, at inflationen forventes at forblive på et højt niveau i et godt stykke tid endnu, idet OECD forventer et inflationsniveau på 3,4% p.a. i 4. kvartal 2022 og 3,1% p.a. i 4. kvartal 2023 sammenlignet med samme kvartaler året før, hvilket skal sammenlig-

Figur 3



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

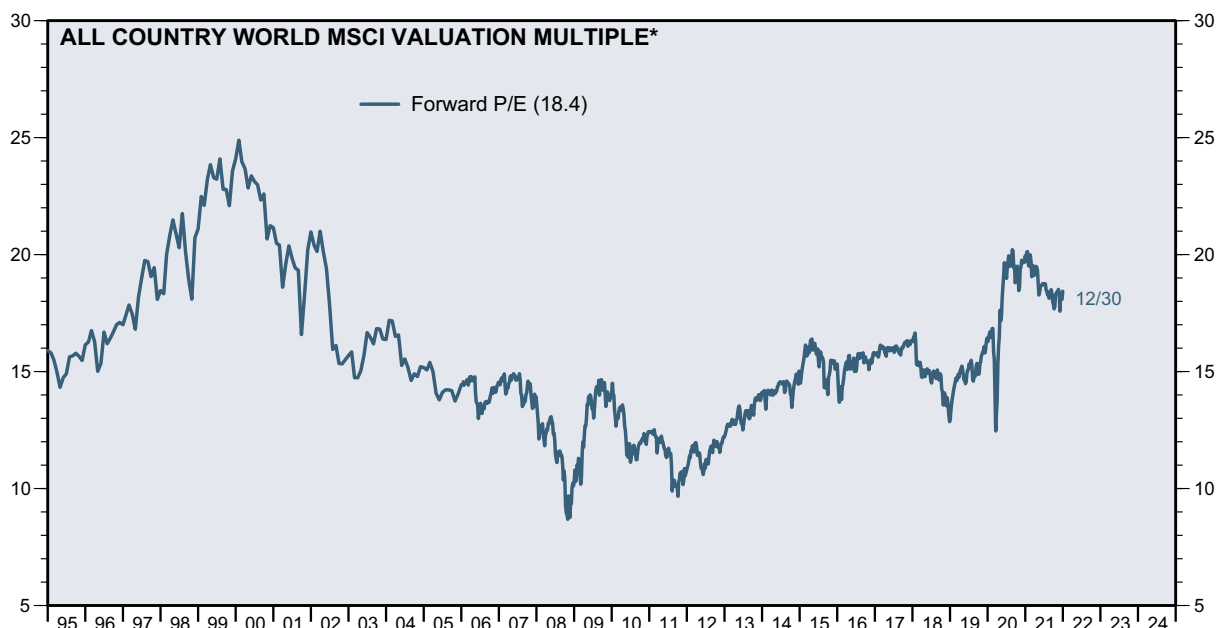
nes med, at inflationen i gennemsnit var på blot 1,7% p.a. i årene 2013-2019 i OECD-området. Hvis OECD får ret i deres prognose, er den midlertidige periode med et forhøjet inflationsniveau pludselig blevet noget lang, og en del af inflationsstigningen er måske mere permanent. OECD betoner, at der også her er betydelig usikkerhed omkring prognosen. Dette betyder, at centralbanker kommer til at skulle træffe beslutninger på et noget mere usikkert grundlag i den nærmeste fremtid, hvilket øger risikoen for pengepolitiske fejlbeslutninger. Hvis inflationen blot er forhøjet midlertidigt, vil det være en fejl, hvis centralbankerne hæver renten for hurtigt, og hvis inflationen er forhøjet mere permanent, vil det være en fejl, hvis renten ikke hæves. Centralbankerne verden over og i særdeleshed den amerikanske og europæiske, vil uden tvivl få meget stor opmærksomhed fra de finansielle markeder i 2022. Der er brug for en klar og entydig kommunikation fra deres side omkring deres vurdering af det nuværende inflationsniveau, og hvad det forventes at få af betydning for de kommende pengepolitiske beslutninger.

Der er ikke nogen tvivl om, at udviklingen i inflationen investeringsmæssigt bliver et meget vigtigt pejlemærke for udviklingen på de

finansielle markeder i 2022, men inflationsudviklingen behøver omvendt heller ikke at give investorerne søvnløse nætter. Bortset fra hvis man udelukkende er obligationsinvestor. Hvis inflationen i OECD-området skal mere permanent op i et niveau omkring 3% p.a. (fra en gennemsnitlig inflation på 1,7% p.a. i årene 2013-2019), er der stor sandsynlighed for, at det nuværende renteniveau med en amerikansk tiårig statsrente i niveau 1,6% p.a. og en tysk tiårig statsrente på -0,1% p.a. Der kan vi se frem mod nogle renteniveauer, der som minimum er 1%-point højere. Obligationsinvesteringer med høj varighed skal derfor undgås i et sådant scenarie.

Som vi skrev i Kvartalsrapporten for 3. kvartal 2021, er en stigende inflation ikke ensbetydende med, at aktiekurserne skal falde, og som vi har set i 2021, har aktierne klaret sig meget godt, selvom obligationsrenterne er steget. Derfor er stigende renter heller ikke nødvendigvis ensbetydende med, at aktiekurserne skal falde. Det væsentlige at forholde sig til er, hvorvidt inflationen og renterne stiger af de rigtige årsager, hvilket er en stigende økonomisk aktivitet. Dette skulle så gerne udmønte sig i en stigende selskabsindtjening. Hvis dette er tilfældet, som det heldigvis er i de fleste tilfælde, kan aktiemarkedene sagtens

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.

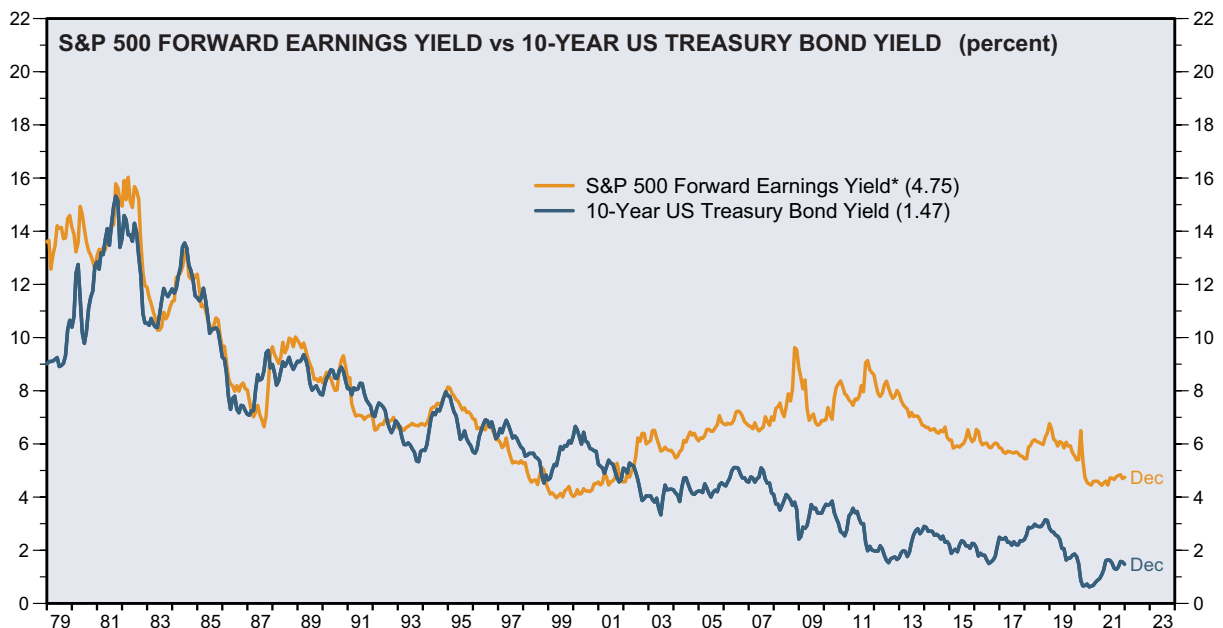
performe tilfredsstillende på trods af et stigende inflations- og renteniveau. I 2021 var det generelle billede af selskabsindtjeningen, at trods stigende inputpriser formåede mange virksomheder at vælte prisstigningerne over på deres kunder og i flere tilfælde endda øge deres indtjeningsmarginal. I en sådan situation er inflation ikke skadelig for aktieinvestorer – tværtimod er det en fordel. Og specielt virksomheder med en stærk pricing power, som vi generelt foretrækker at investere i, vil klare sig ekstra godt i et sådant økonomisk klima.

Hvis man ser på figur 4 på side 8 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 gennem 2021. Pr. 23. december 2021 blev MSCI World All Countries således handlet på en værdi på 18,1. 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 28 % 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 end kurserne. De

underliggende selskaber i MSCI World-indekset forventes at realisere en indtjeningsfremgang på 52,8 % i 2021 sammenlignet med 2020 ifølge Thomsen Reuters I/B/E/S, og der forventes en yderligere indtjeningsfremgang på 7,0% i 2022. Kursfremgangen på aktiemarkedet er således forankret i en pæn indtjeningsfremgang i de underliggende selskaber.

I figur 5 er den effektive rente på den tiårige 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 indeksværdien). 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 meget attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en tiårig amerikansk statsobligation. Selv om den tiårige amerikanske rente skulle stige med 1%-point, som vi tidligere beskrev, at der er en risiko for, vil det stadig være meget attraktivt at investere i aktier, forudsat at selskabsindtjeningen ikke forringes.

Figur 5



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

Det er vores vurdering, at der i 2022 er et større udfaldsrum både økonomisk og investeringsmæssigt. Dog vurderer vi, at den største risiko er at have for mange obligationer med høj varighed i porteføljen. Et stigende inflations- og renteniveau er ikke nødvendigvis ensbetydende med lavere aktiekurser, hvis ellers inflations- og rentestigningerne kommer som følge af en stigende økonomisk aktivitet, når dette efterfølgende udmønter sig i en stigende selskabsindtjening. Kvalitetsselskaber med en høj grad af pricing

power må forventes at klare sig bedst i et sådan økonomisk miljø.

Med muligheden for et noget større udfaldsrum end vanligt, kan rådet omkring at have en godt spredt portefølje af værdipapirer ikke være mere på sin plads end i 2022.

*Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
4. januar 2022.*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

En del af
Söderberg
& Partners