

# Markedsfokus

---

JAN-2022

Christian Øhlers

Dannebrog Invest Fondsmæglerselskab A/S  
Jernbanegade 23  
4000 Roskilde  
Tlf. 24 26 63 01  
[christian@dannebroginvest.dk](mailto:christian@dannebroginvest.dk)  
[www.dannebroginvest.dk](http://www.dannebroginvest.dk)

## Et bullmarked drevet af lave renter

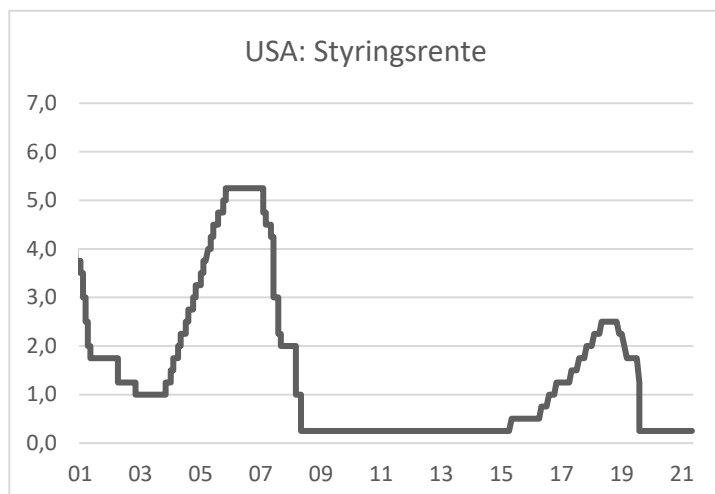
2021 blev et år hvor globale aktier slog nye rekorder og sikrede flotte porteføljeafkast.

Det hang først og fremmest sammen med, at amerikanske S&P 500 slog nye rekorder hele 68 gange i løbet af året.

Dermed leverede S&P 500 det højeste afkast de seneste 20 år med hele 37,8%. Heraf var 9,6% point dog som følge af en styrket US-dollar, der gavner bl.a. danske investorer.

Den amerikanske økonomi var da også bomstærk med solid fremgang i virksomhedernes indtjening og en historisk optimisme i erhvervstilliden, som holdt sig stærk gennem hele året. Dette på trods af

globale bekymringer over fortsatte problemer med forsyningskæder og stigende inflation. Ledigheden i USA nærmede sig med årets afslutning 4%, som er nær den laveste ledighed de seneste 20 år.



Med til at sætte turbo på ikke bare amerikansk økonomi men global økonomi er de stadig rekordlave centralbankrenter, som sikrer virksomheder og forbruger adgang til billig finansiering.

Gennem 2021 er der blevet spået flittigt om, hvornår den amerikanske centralbank FED begynder at hæve renten.

Centralbanken har de seneste måneder gjort sit bedste for at forberede finansmarkederne på, at renten snart vil blive sat op.

I et historisk perspektiv er en rentestigning ikke kommet alene men været led i en periode med rentestigninger som illustreret ovenfor. Der er derfor lagt op til, at centralbanken gennem 2022-23 forventes at hæve renten med op mod 2% point.

Rentestigninger har i et historisk perspektiv ikke været et problem for afkastudviklingen på aktiemarkederne – først når renten er steget til nær sit højeste i en cyklus. Det er der hvor den økonomiske vækst for alvor standser op som følge af de højere finansieringsomkostninger. En sådan opbremsning er så blevet efterfulgt af en krise, som på ny har banken renten i bund.

Dette giver os grund til at tro på, at en mulig krise fremprovokeret af rentestigninger i USA vil ligge et par år ude i fremtiden.

Den positive økonomiske vækst og de lave renter har tillige sikret et solidt opsving i boligpriserne – her illustreret ved Case Shiller Home Price Index i USA.

For de forbrugere som er med på boligopsvinget er stigende boligpriser med til at øge formuen og forbrugsmulighederne.

Læg også mærke til, at stigende renter i 2004-06 ikke fik standset boligprisernes himmelflugt, som fortsatte ufortrødent frem til 2006.

Den aktuelle udfordring er den rekordhøje inflation, der bl.a. er en følge af Corona-pandemien. Inflationen begyndte allerede at stige i starten af 2021.

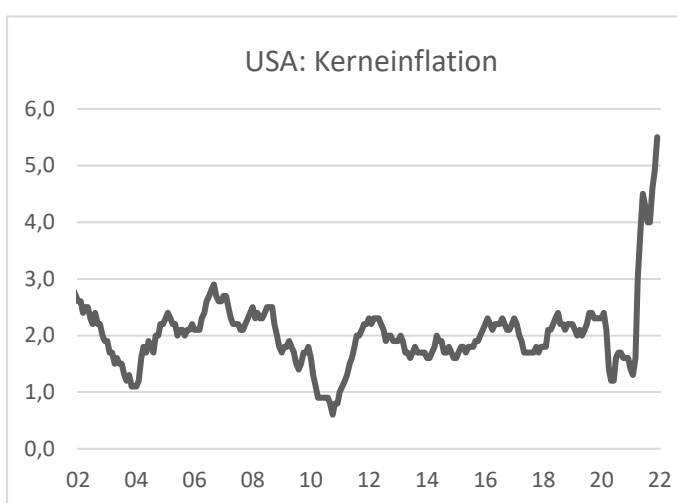
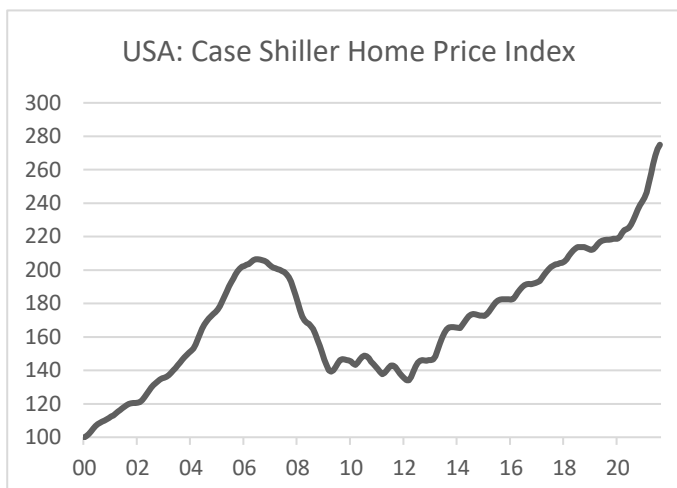
En kerneinflation på 5-6% er ikke set siden starten af 1990'erne og skaber bekymring over, om centralbanken kunne finde på at hæve renten hurtigere og dermed risikere at fremprovokere en økonomisk krise.

Centralbanken vurderer dog fortsat, at den høje inflation er midlertidig og vil falde tilbage bl.a. med en normalisering efter Corona-pandemien. Her giver Omikron og forårets kommen grund til optimisme i løbet af 2022.

Det er også værd at bemærke, at inflationen primært er et amerikansk problem. Nok har vi set stigende inflation også i Europa. Her er kerneinflationen dog mere moderat 2,6% og i Kina er kerneinflationen ligefrem faldende. Det reducerer risikoen for, at vi generelt skulle komme til at stå i en periode med stigende renter globalt.

Samtidig giver det grund til at tro på, at andre aktiemarkeder såsom Europa, Japan og EM vil kunne klare sig bedre end USA de kommende år.

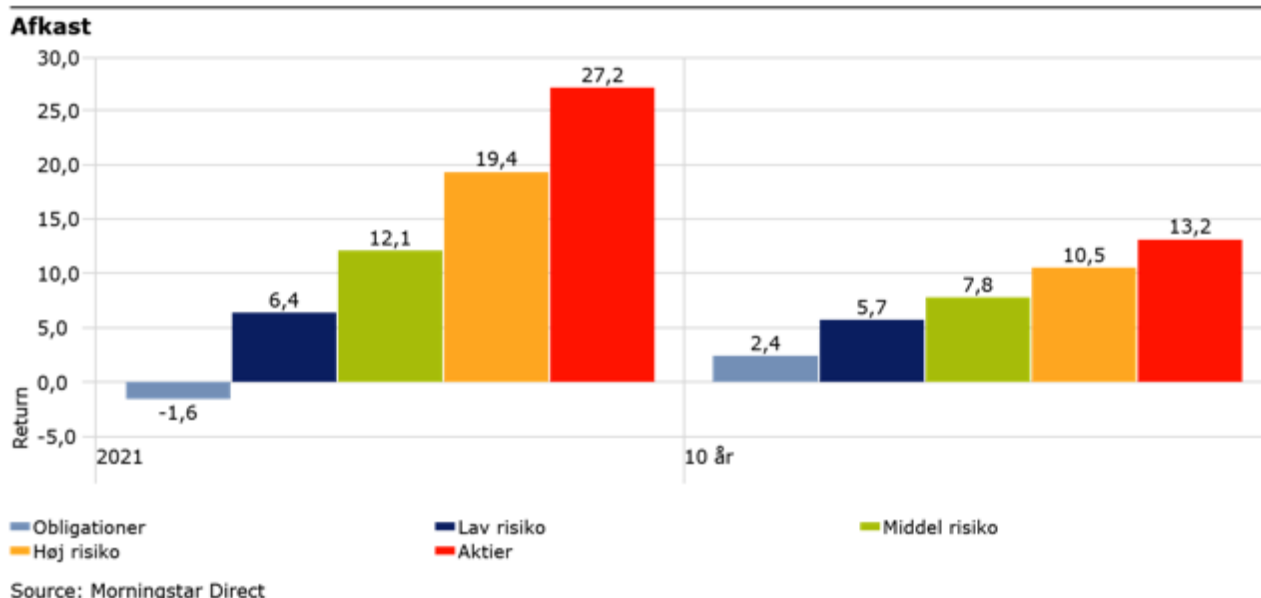
Med det udgangspunkt er der grund til at forvente et 2022 som er præget af mere volatilitet på aktiemarkederne som set i slutningen af 2021 samt det vi kalder øget rotation mellem bl.a. regioner og sektorer.



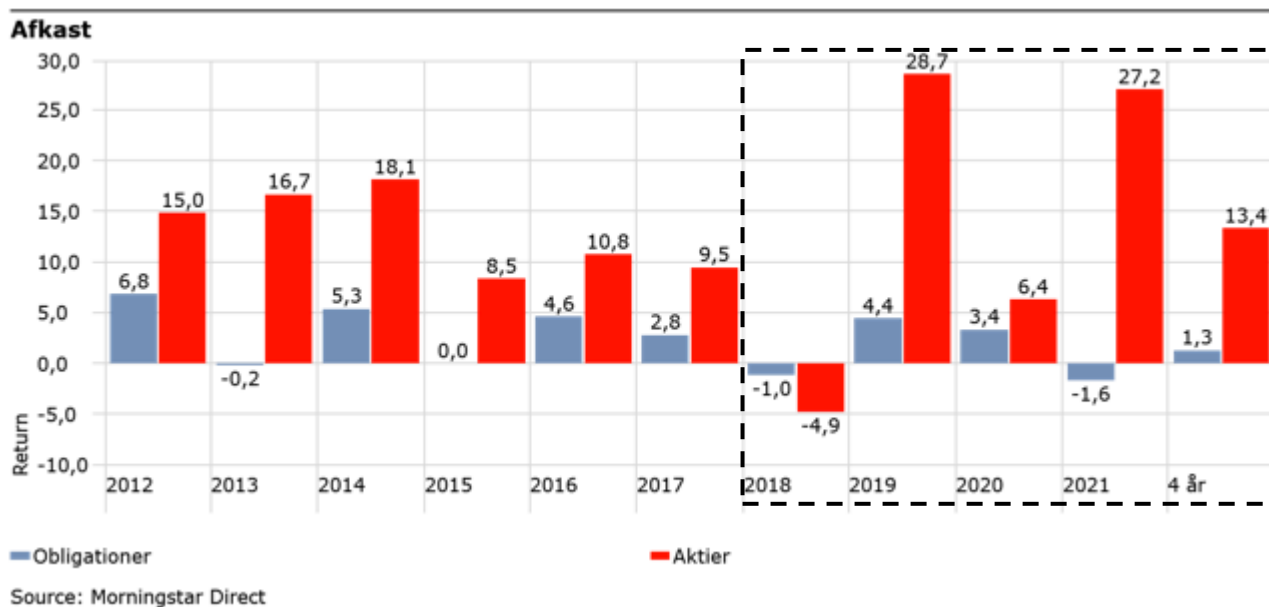
## Afkastudvikling

Globale aktier leverede et afkast på hele 27,2% mens globale obligationer leverede -1,6% – begge dele i danske kroner.

Balancerede risikoprofiler leverede 6,4% for lav risiko og 19,4% for høj risiko mens middel risiko leverede 12,1%. Herunder fremgår også gennemsnitlige afkast over de seneste 10 år.



De seneste 10 år har globale aktier leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 13,2%. De seneste 4 år har aktieafkastet været præget af større udsving men alligevel lander det gennemsnitlige årlige afkast på stort set samme 13,4%.





## Afkastforventninger

Vores langsigtede afkastforventninger bygger på estimater fra Rådet for Afkastforventninger. Over en 10-årig horisont forventes globale aktier at levere et gennemsnitligt årligt afkast på 6,2% og obligationer 1,4%.

Det betyder, at balancerede strategier forventes at levere hhv. 2,8% for lav risiko, 3,8% for middel risiko og 4,7% for høj risiko.

Baggrunden for at Rådet for Afkastforventninger skønner et væsentligt lavere afkast de kommende 10 år er, at vi de seneste 10 år ikke har set en større krise ramme aktiemarkederne – ud over volatilitet inden for kalenderåret.

Ser vi på 2000'erne leverede globale aktier et skuffende afkast på bare 0,7% årligt. Dette var resultatet af hele 2 større kriser over årtiet i form af IT-boblen og Finanskrisen.

Rådet estimerer endvidere, at det højeste afkast kan opnås via EM aktier med 8,3%. EM er vækstlandene i Østeuropa, Sydamerika og Asien herunder Kina.

## Prissætning på globale aktier

På trods af stigende aktiekurser gennem 2021 er prissætningen af globale aktier faktisk faldet. Det hænger sammen med, at indtjeningen i virksomhederne er vokset mere end aktiekurserne er steget.

Med en P/E omkring 19x er globale aktier prissat tæt på det gennemsnitlige niveau de seneste 5 år, der ligger på 18x. Det svarer til det vi kalder en indtjeningsrente på ca. 5%, hvilket er væsentlig højere end obligationsrenten. Det er med til at understøtte investering i aktier positivt.

Der er således ikke grund til at konkludere, at globale aktier skulle være særligt dyre på nuværende tidspunkt.

### Værdiansættelse (P/E)

Time Period: 01-01-2017 to 31-12-2021



Source: Morningstar Direct

## Konklusion

Stigende renter i USA vil nok tage toppen af potentialet i 2022 men samtidig åbne op for muligheder i andre dele af aktiemarkederne.

Vores konjunkturmodel, der bygger på en konjunkturindikator fra OECD, fortæller os, at vi er i en konjunkturmæssig afmatningsfase efter et massivt opsving gennem det seneste 1½ år.

Afmatningsfasen er typisk kendetegnet ved større kursudsving på aktier og et mere beskedent afkast. Det er dog kun sjældent forbundet med større negative afkast over en længere periode.

En sådan afmatningsfase efterfølges oftest af et nyt konjunkturopsving, hvorved vi opnår det som populært kaldes en blød landing.

Bider afmatningsfasen sig fast gennem længere tid, øges risikoen for en recession dog. Forud for en recession vil vi dog normalt have set relativt store rentestigninger over en længere periode – der er vi på ingen måde.

Tværtimod vil vi fortsat kunne se lave renter også de kommende år, som vil understøtte global økonomisk vækst positivt.

Og Omikron synes at skabe basis for, at vi snart kan klassificere Covid-19 som en almindelig influenza og komme tilbage til en mere normalt hverdag uden frygt for nye nedlukninger.

Potentialet for et godt men trods alt mere moderat 2022 synes bestemt at være tilstede.