

Markedskommentar 2020: Centralbanker og politikere ”redder” investeringsåret !

- *Efter en stærk december måned med afkast på ml. +1,0 % og +2,5 % blev årsafkastene +3,2 %, 6,4 % og 10,1 % for henholdsvis Forsigtig, Moderat og Modig. Den bæredygtige investeringsprofil samt den svage overvægt af danske aktier bidrog til, at afdelingerne klarede sig rigtigt godt i forhold til danske og europæiske konkurrenter med samme risikoprofiler.*
- Alle afdelinger har højest mulige bæredygtige rating fra Morningstar.
- Aktier er blevet dyrere ift. obligationer og i forhold til selskabernes indtjening.
- Lave afkastforventninger på obligationer, men stadig tilsvarende lave inflationsforventninger.
- Massive hjælpepakker, rentenedsættelser og likviditets- og lånefaciliteter hjælper stadig økonomien gennem Coronakrisen.
- Vaccinationer er i gang og vaccinerne ser ud til af kunne håndtere de forskellige virusmutationer.
- Demokraterne i USA har efter senatsvalget i Georgia fået flertal i såvel repræsentanternes hus som senatet. Om end flertallet i senatet er med lavest mulige margin. Det kan gøre det lettere for demokraterne at få gennemført deres politik med bl.a. mere grøn omstilling samt regulering af ”Tech”-industrien.

2020 vil på mange måder gå over i historien. Investeringsmæssigt startede det med en dramatisk nedtur, da pandemien ramte de finansielle markeder. Massive nedlukninger i stort set alle betydende økonomier for at begrænse pandemiens sundhedsmæssige konsekvenser nødvendiggjorde Centralbankers og politikeres resolute hjælp til økonomierne og dermed markederne. Hjælpepakker, lave renter og masser af likviditet skabte mere optimisme og fik investorerne til at tage mere risiko. Realrenterne blev så lave, at der reelt ikke var noget attraktivt alternativ til aktier. En anden bølge af smitte med muterede og mere smittefarlige vira, har betydet nye nedlukninger. Fortsat stimulering af økonomien samt en hurtig udrulning af vacciner skal vinde over virus og genskabe den økonomiske aktivitet.

Udsigterne for 2021 ligner lidt udviklingen i 2020. Pandemien vil lægge låg på den økonomiske aktivitet særligt i første halvdel af året, hvorefter vaccinerne formodentlig vil føre til kontrol med smitteniveauet. Dette vil understøtte forbrugertilliden, beskæftigelsen, økonomien og aktierne. Sammen med en kombination af rigelig likviditet og opsparet efterspørgsel forventes det, at vækst og indtjening vil stige og dermed understøtte aktiemarkedet.

En genåbning af samfundet vil lægge et opadgående pres på renterne, men centralbankerne vil igen i 2021 gøre meget for at undertrykke dette pres. Derfor bliver resultatet nok, at forventningerne til den fremtidige indtjening vil stige, mens renterne forbliver lave til moderat højere. Dette er forhåbentlig opskriften på endnu et godt aktieår.

Vi skal dog huske på, at aktierne er blevet dyrere i takt med de lave renter. Derfor er det afgørende for prissætningen og udviklingen på aktiemarkedet, at renterne ikke stiger for voldsomt, da obligationer så igen kan blive et attraktivt alternativ til aktier.

Det bliver interessant at følge udviklingen i aktierne indenfor "ny økonomi" (tech, grøn omstilling og digitalisering) ift. "gammel økonomi" (finans, industri og olie). Vil den nye økonomi igen markant "outperforme" den gamle og vil den bæredygtige bølge fortsætte. Da prisforskellen mellem ny og gammel økonomi er historisk høj, er det usikkert, om udviklingen vil fortsætte her, mens den "grønne bølge" fortsat synes at være i sin begyndelse.

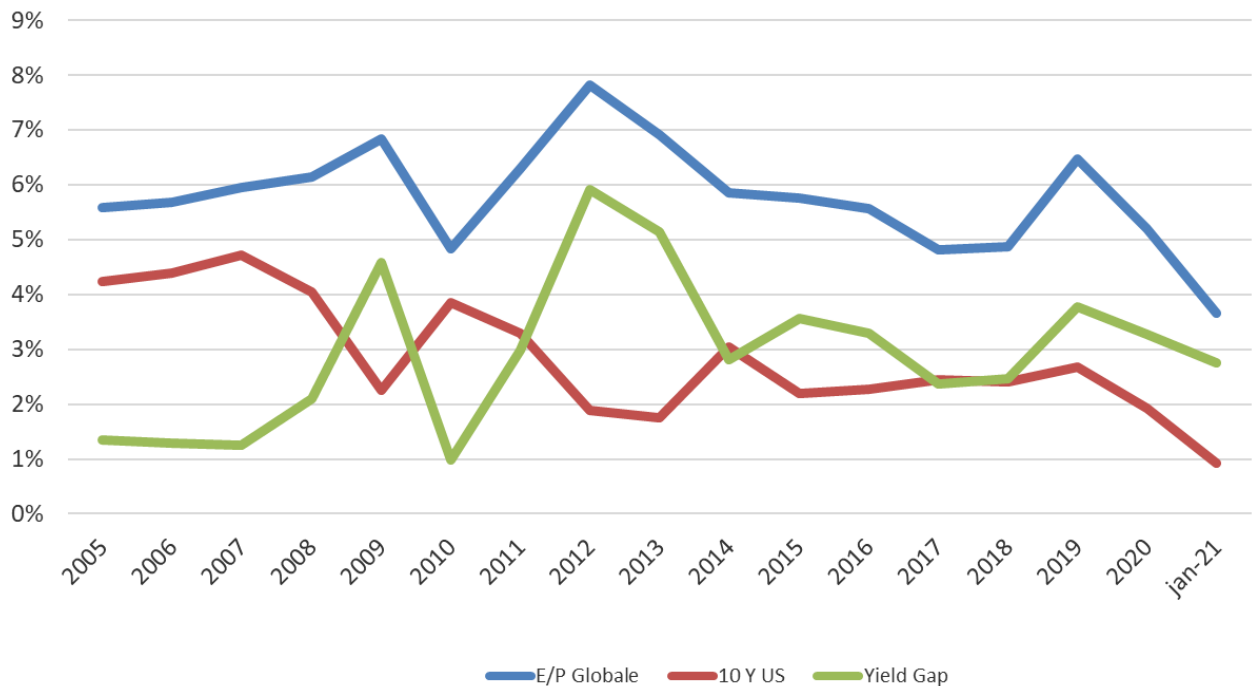
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet dyrere ift. selskabernes indtjening i takt med årets aktiestigninger. P/E satserne vil alt andet lige være "kunstigt" høje, da flere virksomheder har fået en midlertidig nedgang i indtjeningen pga. Coronanedlukningerne, hvilket har reduceret E (earnings) i brøken; hvorimod P (price) til dels afspejler forventningen om, at indtjeningsnedgangen er midlertidig. Tallene skal derfor stadig tages med et forbehold. Vi skal måske helt hen til 3. kvartal 2021, førend data igen bliver mere retvisende. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for en indtjeningskrone) for globale aktier bliver p.t. handlet i 27,26, hvilket er over niveauet ift. den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

| P/E: | Aktuelt | Ændring |
|------------------|----------------|----------------|
| Globalt: | 27,26 | 0,86 |
| Nordamerika: | 31,62 | 1,06 |
| Europa | 22,31 | 0,29 |
| Pacific: | 24,31 | -0,28 |
| Emerging Markets | 21,71 | 1,85 |
| Danmark | 31,00 | 1,31 |

”Value-tunge” Europa med meget finans og industri hænger stadig efter i prissætningen. Da vækstaktier har leveret markant bedre afkast end valueaktier i 2020, er prisforskellen mellem USA og Europa blevet markant større. Fremadrettet må vi fortsat forvente, at investorerne vil betale mere end det historiske gennemsnit for en indtjeningskrone, da renterne nu er lave alle steder - også i USA. En indtjeningskrone i Danmark koster pt. 14 % mere end globale aktier.

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte ”Yield Gap”, der måler forskellen på ”afkast” på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10-årige amerikanske statsrente, er de globale aktier gennem 2020 blevet noget dyrere relativt til obligationer, da forskellen nu kun er 2,75 %. Mange virksomheders indtjening vil nok svinge i løbet af 2020 og starten af 2021 afhængig af genåbningen og normaliseringen af samfundet. Men da den røde rentegraf for den 10-årige rente i USA stadig er styrtdykket (renterne er faldet voldsomt), så er det oplagt, at man som investor fortsat skal have en andel af aktier og/eller mere risikofyldte obligationer for at få et fornuftigt afkast. Risikopræmien ved at købe aktier i forhold til obligationer forventes alt andet lige stadig at være fornuftig.



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10-årige amerikanske statsrente. Kilde Infront og MSCI.

Sådan læses grafen:

Blå linje: Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 %, er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

Rød linje: Måler den 10-årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativt korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

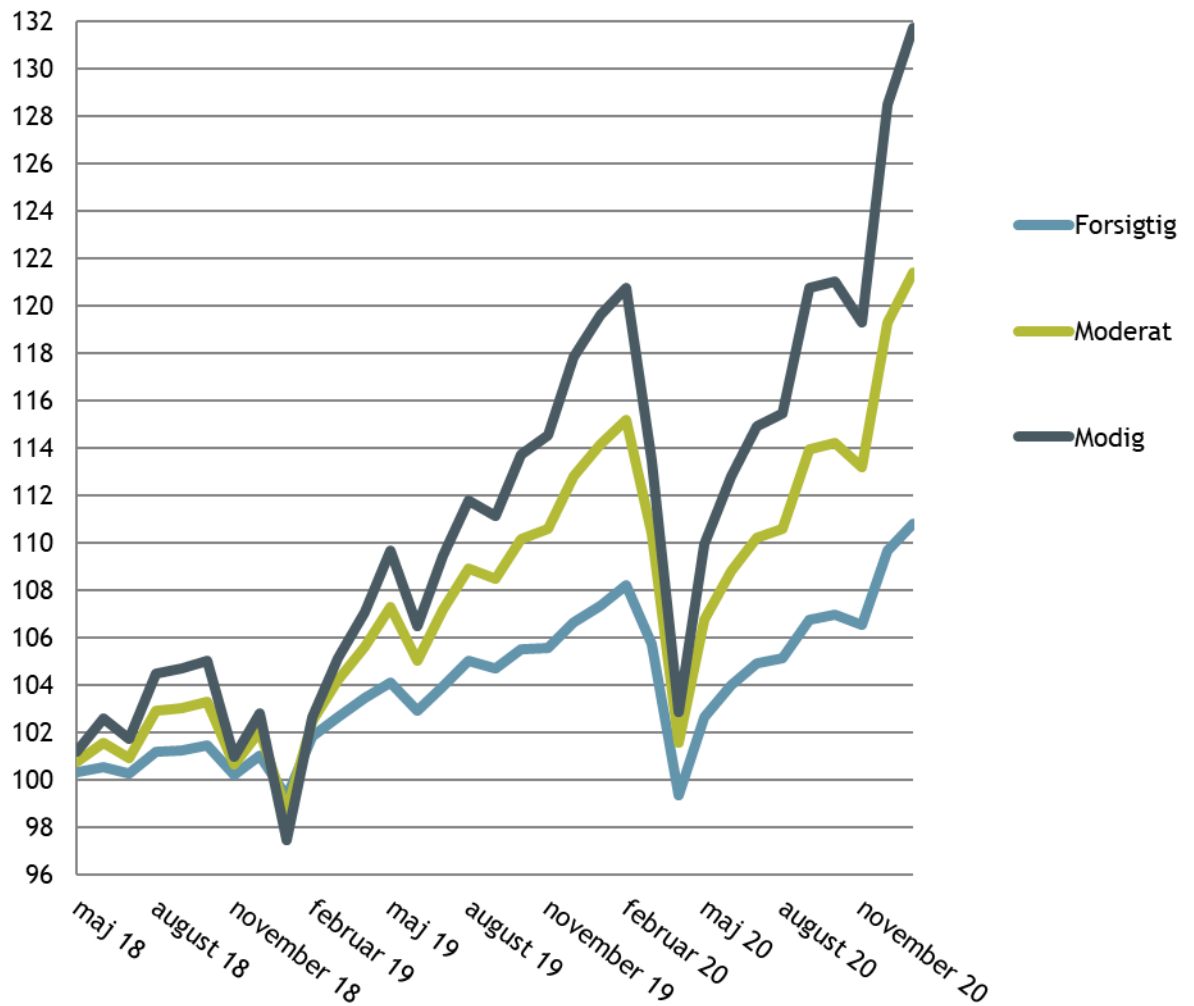
Grøn linje: Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2,1 %, er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

Afkaststatistik (i DKK)

| Afkast: | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Nordamerikanske aktier: | 6,6% | 35,0% | -0,5% | 7,2% | 14,6% | 13,0% | 30,1% |
| Europæiske aktier: | -2,3% | 28,8% | -11,1% | 11,2% | 0,7% | 10,6% | 7,7% |
| Pacific aktier: | -0,4% | 19,3% | -10,3% | 9,5% | 6,8% | 15,7% | 8,9% |
| Emerging Markets aktier: | 6,6% | 21,1% | -10,8% | 20,6% | 13,6% | -5,4% | 9,4% |
| Danske aktier: | 33,7% | 28,4% | -11,5% | 14,6% | -0,1% | 30,9% | 19,1% |
| Ejendomme Europa ex. UK | -9,8% | 25,8% | -6,8% | 17,0% | 4,9% | 16,9% | 21,2% |
| Erhv. obligationer, dollar: | 0,3% | 20,6% | -0,5% | -6,7% | 10,2% | 10,4% | 22,0% |
| Erhv. obligationer, euro: | 2,2% | 6,3% | -1,1% | 2,3% | 4,2% | -0,7% | 8,1% |
| Erhv.obl., High Yield euro: | -0,0% | 9,8% | -3,1% | 4,7% | 7,5% | -0,8% | 3,5% |
| Realkreditobl., euro: | 1,2% | 2,8% | 0,4% | 0,8% | 1,5% | 0,3% | 7,5% |
| Statsobligationer, G7: | -0,6% | 8,2% | 4,3% | -6,7% | 4,7% | 8,6% | 12,5% |
| Statsobligationer, euro: | 4,3% | 6,8% | 1,1% | 0,0% | 2,8% | 1,6% | 12,8% |
| Statsinflationsobl. Globale: | 1,8% | 10,2% | 0,8% | -4,7% | 6,9% | 6,1% | 17,9% |
| Emerging Markets obl. | -7,0% | 14,2% | -2,5% | -0,3% | 11,2% | -4,7% | 7,7% |
| Nykredit Realkreditindeks: | 2,7% | 1,5% | 1,5% | 4,0% | 4,5% | -0,3% | 5,2% |

| Afkast: | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|---------|-------|------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Dollar: | -9,2% | 2,4% | 5,0% | -12,2% | 2,5% | 11,7% | 13,6% |
| Yen: | -4,4% | 3,3% | 7,8% | -8,8% | 5,5% | 11,3% | -0,3% |
| Pund: | -6,7% | 6,3% | -0,9% | -3,9% | -14,2% | 5,7% | 6,8% |

| Afkast: | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-----------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| Forsigtig | 3,2% | 8,1% | | | | | |
| Moderat | 6,4% | 15,8% | | | | | |
| Modig | 10,1% | 22,8% | | | | | |



Note: Historiske udvikling i vores afdelinger siden deres start (hvad er 100 kr. blevet til)

Danske aktier, grøn omstilling og tech aktier står som de helt store vindere i 2020. I Danmark har særligt Ørsted og Vestas trukket fra blandt de store aktier pga. den grønne omstilling, mens Genmab er blevet belønnet for gode resultater inden for kræftbehandlingen. Coronaen satte turbo på digitaliseringen og den grønne bølge rykker nu for alvor. Prissætningen af mange tech og ”grønne” virksomheder har nået meget høje niveauer, som også er understøttet af de lave renter, da fremtidig indtjening bliver mere værd ved lave renter (diskonteringseffekten). Emerging Markets obligationer var årets tabere sammen med europæiske ejendomme, bl.a. pga. svagere EM-valutaer og at hoteller og erhvervsjendomme blev ramt af nedlukninger og ændrede arbejdsmønstre. Et stort fald i dollaren på 9 % har ramt alle tre afdelinger, da vi ikke afdækker valutakursen (det koster typisk 1-2 % om året af afdække valutakursen

mellem dollar og danske kroner). Generelt er det meget svært at finde obligationer med et fornuftigt forventet afkast i forhold til risikoen. Vi har i 2020 haft medvind på vores bæredygtige strategi.

De meget store forskelle i de enkelte aktieklasser gør, at det samlede afkast for 2020 har været stærkt afhængigt af aktivfordelingen. En høj andel i danske aktier og teknologiaktier samt en høj rentefølsomhed og valutaafdækning af dollaren har givet de bedste resultater i 2020. Alle 3 afdelinger har givet mere købekraft igen i 2020, og de har 3 alle slået deres respektive Morningstar Kategorier betydeligt.

Med 10-årige renter i Tyskland og USA på fortsat hhv. -0,6 % og +0,9 % er der ikke meget at hente på sikre obligationer. Derudover skal staterne udstede rigtigt meget gæld for at finansiere hjælpepakkerne over den kommende tid samtidig med, at den massive udpumpning af likviditet kan give inflation på lidt længere sigt. Indtil videre køber centralbankerne alle disse obligationer og fører en slags rentekurve kontrol, men på længere sigt fremstår lange statsobligationer ikke som en speciel attraktiv investering. Derfor holder vi fast i en lavere rentefølsomhed, så vi er mere robuste ved en evt. rentestigning i de lange renter.

Vi har ved indgangen til det nye år valgt at øge andelen af europæiske ejendomme med 2 % i stedet for 2 % i kontanter og danske realkreditobligationer. Vi forventer, at en normalisering i løbet af 2021 vil gavne den hårdt ramte ejendomssektor i Europa.

Vi føler, at vi har en god balance og fornuftige vægte i afdelingerne mellem muligheder og risici samt spændende aktivklasser og mere "kedelige" forsikringer som danske realkreditobligationer.