

Kvartalsrapport 1. kvartal 2020

RESUME

COVID-19

Det, som længe lignede en lokal kinesisk virus, udviklede sig i løbet af marts pludselig til en global pandemi, og COVID-19 sætter nu sine tragiske, menneskelige spor verden over. Virussen har udviklet sig til at være en global sundhedskrise, der også har sat sine dybe økonomiske spor i verdensøkonomien.

Den meget hurtige og uventede udvikling skabte en stor frygt og panik på de finansielle markeder, hvor eksempelvis de 500 største amerikanske selskaber i S&P 500-indekset oplevede et samlet kursfald på 33,9% fra toppen den 19. februar 2020 til det niveau, som indekset bundede i den 23. marts 2020. Et så hurtigt og kraftigt kursfald er aldrig blevet registreret før.

Hvad der skal ske på den korte bane, er umuligt at spå om, men vi er ikke i tvivl om, at det nuværende kursniveau på aktiemarkedet er et attraktivt niveau at købe op på for den langsigtede investor. Det skal dog stadig være under hensyntagen til, at det skal være med en tidshorisont på minimum fem år, og at man skal kunne tåle de løbende kursudsving både økonomisk og mentalt.

Vi investerer fortsat ud fra princippet ”spredning er redning”, og vi har som altid fokus på kvalitet i de enkelte investeringer. På den måde får man skabt en portefølje, man kan leve med i både med- og modgang, og med en mulighed for at opnå et attraktivt, langsigtet afkast.

Kvartalsrapporten er lidt anderledes denne gang, da en gennemgang af den økonomiske udvikling i de enkelte regioner i det forgangne kvartal er mindre vigtig i denne situation, da det essentielle investeringsmæssigt er COVID-19 påvirkning på verdensøkonomien og de finansielle markeder, samt hvordan man som investor skal agere i en sådan situation.

Desuden er vi i gang med at lave et nyt setup for vores fremtidige Kvartalsrapport, samt overveje brug af videoindslag i denne forbindelse.

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2019

Udvikling i 1. kvartal 2020					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.2019	31.03.2020			
OMX CGI	1.604,33	1.463,68	-140,65	-8,77%	-8,77%
OMXC Cap. GI	1.823,88	1.590,60	-233,28	-12,79%	-12,79%
MSCI World All Countries	2.651,63	2.135,37	-516,26	-19,47%	-19,47%
MSCI USA*	20.538,33	16.765,98	-3772,35	-18,37%	-18,37%
MSCI Europa*	11.910,90	9.143,55	-2767,35	-23,23%	-23,23%
MSCI Japan*	22.879,50	19.290,76	-3588,74	-15,69%	-15,69%
*Opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.2019	31.03.2020			
Rente på indskudsbeviser	-0,75	-0,60	0,15	-0,17%	-0,17%
3% STAT 2021	-0,69	-0,44	0,25	-0,64%	-0,64%
1,75% STAT 2025	-0,46	-0,45	0,01	-0,17%	-0,17%
4,5% STAT 2039	0,02	0,04	0,02	-0,26%	-0,26%
1,5% NYK 2050	1,36	1,49	0,13	-1,41%	-1,41%
BDEN15**				-0,26%	-0,26%
**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2019
	31.12.2019	31.03.2020			
USD/DKK	6,68	6,82	0,14	2,03%	2,03%
EUR/DKK	7,47	7,47	0,00	-0,03%	-0,03%
JPY/DKK	0,061	0,063	0,002	2,78%	2,78%

COVID-19

COVID-19 har sat sine dybe spor på de finansielle i det forgangne kvartal.

Det, som længe lignede en lokal kinesisk virus, udviklede sig i løbet af marts pludselig til en global pandemi, og COVID-19 sætter nu sine tragiske, menneskelige spor verden over. Virussen har udviklet sig til at være en global sundhedskrise, der også har sat sine dybe økonomiske spor i verdensøkonomien.

Land efter land har lukket store dele af deres økonomier ned for at bremse smitten, så sundhedssystemerne i de enkelte lande bedre kan klare det store pres. Nedlukningen af landenes økonomier rammer verdensøkonomien hårdt, og der er ikke længere nogen tvivl om, at mange lande vil opleve et markant økonomisk tilbageslag i både 1. og 2. kvartal 2020.

Den meget hurtige og uventede udvikling skabte en stor frygt og panik på de finansielle markeder, hvor eksempelvis de 500 største amerikanske selskaber i S&P 500-indekset oplevede et samlet kursfald på 33,9% fra toppen den 19. februar 2020 til det niveau, som indekset bundede i den 23. marts 2020. Et så hurtigt og kraftigt kursfald er aldrig blevet registreret før. Det vidner om den meget nervøse og usikre stemning, der pludselig indfandt sig på de finansielle markeder. Ser man på det gennemsnitlige fald, som S&P 500-indekset har oplevet siden 2. Verdenskrig, når aktiemarkedet har oplevet et "bear market", er S&P 500-indekset i gennemsnit faldet med 34%. Det stemmer med det fald, som indekset oplevede fra top til bund på under fem uger. Ved udgangen af 1. kvartal havde markedet dog stabiliseret sig lidt igen, så faldet fra midten af februar til udgangen af marts var 23,7%.

En krise, som ingen kunne forudse

Normalt kommer en økonomisk nedtur på baggrund af ubalancer i økonomien. Den ubalance skabes typisk af øget risikotagen, kraftig belåning og en generel overophedning af økonomien.

Det har ikke været tilfældet denne gang, og faktisk fik vi nogle af de stærkeste økonomiske nøgletal fra USA lige inden virussen bredte sig globalt. Verdensøkonomien og i særdeleshed den amerikanske økonomi var i god gænge, inden katastrofen ramte. Dermed stod investorerne foran en ny type økonomisk nedtur, som er udløst af en sundhedskrise, hvor samfundet frivilligt lukker ned for den økonomiske efterspørgsel. En sådan type af krise har investorerne ikke tidligere skullet forholde sig til. Det er uden tvivl med til at gøre usikkerheden endnu større hos investorerne.



De finanspolitiske og pengepolitiske reaktioner har heldigvis ikke ladet vente længe på sig. Politikerne verden over har vedtaget hjælpepakker til virksomheder og privatpersoner i et sådant omfang, at den økonomiske støtte langt overgår det, der samlet blev vedtaget i forbindelse med Finanskrisen i årene 2008-09. Desuden har mange centralbanker sænket deres ledende renter og varslet store opkøbsprogrammer af stats- og realkreditobligationer. Den amerikanske centralbank har blandt andet varslet, at bankens opkøbsprogram er så stort, som det kræves. Dermed kan den amerikanske stat udstede obligationer til finansiering af de store hjælpepakker velvidende, at obligationerne kan blive afsat - om ikke til andre, så til landets egen centralbank.

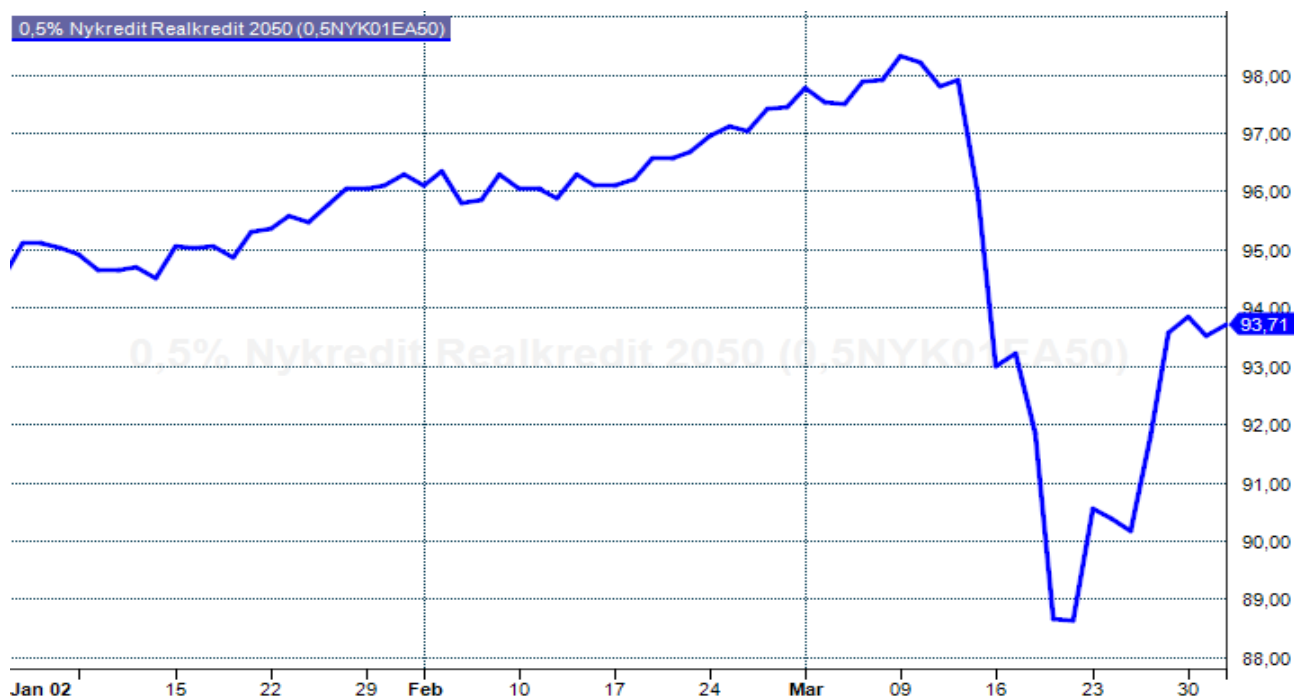
Det danske realkreditobligationsmarked hårdt ramt

Hvad der umiddelbart kan virke overraskende er, at uroen også ramte det danske realkreditobligationsmarked forholdsvis hårdt. Som det fremgår af nedenstående figur for kursudviklingen på den 30-årige realkreditobligation 0,5% 2050, faldt obligationen med næsten 10 kurspoint i løbet af få dage. Kursen har dog rettet sig en del igen i slutningen af marts. Kursen på obligationen faldt kraftigt i samme periode som aktiemarkedet oplevede den største uro, og både realkreditobligationerne og aktierne bundede tidsmæssigt samtidig.

Under Finanskrisen i 2008 så vi et lignende forløb. Det blev dengang forklaret med, at nogle investorer var nervøse for Danmarks økonomiske stabilitet i kombination med, at der dengang også var mange finansielle kombinationsprodukter tillagt en gearing. Efter de store aktiefald skulle flere porteføljeformidlere af disse produkter ud og reducere deres balancer i produkterne, hvilket førte til tvangssalg af flere typer af aktiver - herunder danske realkreditobligationer.

Tvangssalg har uden tvivl også været en medvirkende årsag til de store fald på både aktie- og realkreditobligationsmarkedet medio marts, men der er nok heller ikke nogen tvivl om, at der kan forventes et lidt højere renteniveau på de danske realkreditobligationer i den nærmeste fremtid, da den danske stat også vil have behov for at udstede mange nye statsobligationer for at finansiere COVID-19 krisen. Det kan presse de danske renter lidt op, da vi i Danmark ikke har et opkøbsprogram af stats- og realkreditobligationer fra Nationalbanken, som vi har set fra centralbankerne i både USA og i

Eurozonen.



Det store spørgsmål, som mange investorer stiller sig, er: Hvad kommer der til at ske? Og hvordan skal man investere i denne krisetid?

Det korte svar er, at man i store træk skal investere på samme måde, som man hidtil har gjort. COVID-19-krisen kom som et lyn fra en klar himmel, og den er ikke skabt af økonomiske ubalancer. Derfor har krisen stort set været umulig både at forudse og reagere på, da ingen investorer har oplevet en sådan krise før.

Spredning er redning

Når man sammensætter en portefølje af værdipapirer, er det vigtigt, at man gør det med en ydmyg tilgang, og at man tager hensyn til, at der både overordnet økonomisk og på både sektor- og selskabsniveau kan indtræffe uventede hændelser, der kortvarigt kan forrykke de økonomiske udsigter. Derfor er en af vores vigtigste mantraer: ”Spredning er redning”. Vi forsøger på det individuelle plan at få et overordnet risikoniveau for den enkelte kunde, som kunden både mentalt og økonomisk kan leve med, hvis der igen skulle indtræffe en hændelse som Finanskrisen, hvor det danske aktiemarked oplevede et fald på omkring 50% i 2008. En investering i aktier skal betragtes som en langsigtet investering, hvor man gerne skal have en tidshorison for disse penge på minimum fem år. Det samme gør sig gældende for investeringer i mere risikable obligationstyper så som high yield virksomhedsobligationer og statsobligationer fra Emerging Markets.

Fem år som realistisk tidshorison

Er man afklaret med, at tidshorisonen for en investering i disse aktivtyper er minimum fem år, har man som investor kunnet modstå selv de værste kriser på de finansielle markeder i de seneste 100 år. Det kræver, at man kan tåle de kursudsving, som denne typer af aktiver kan opleve. Det kan eksempelvis ske ved løbende at dække sit forbrug i minimum fem år enten via likviditet fra ens løbende indtægter og/eller via kontanter samt almindelige realkreditobligationer i sin værdipapirportefølje.

Når vi i Dansk FI skal finde attraktive aktieselskaber at investere i, har vi en meget stor præference for selskaber, der har en gennemprøvet forretningsmodel, sunde balancer med lidt eller ingen gæld, har en dominerende markedsposition og er blandt de bedst indtjenende inden for deres respektive brancher.

Med disse udvælgelseskriterier er vi af den opfattelse, at langt de fleste af vores selskaber er godt rustet til at imødegå selv store økonomiske chok, og at de endda kan komme styrket ud af kriser. Derfor er vi som udgangspunkt trygge ved de selskaber, vi har investeret i, men vi overvåger naturligvis porteføljen løbende for at vurdere, om der skal ske udskiftninger i denne.

Kina er på vej tilbage, men bremses på eksporten

Lige nu er det meget svært at give et klart bud på, hvornår de enkelte lande kan begynde at genåbne deres økonomier efter COVID-19, og hvad det koster på den økonomiske front. Som investor kan man dog se på, hvad der er sket på de finansielle markeder, og se på de forskellige økonomiske tiltag, der er lavet for at imødegå krisen, i kombination med erfaringerne med at bekæmpe virussen i Kina. Tager vi det sidste først, er den indenlandske kinesiske økonomi ved at være godt oppe i omdrejninger igen efter to-tre måneder, hvor de satte hårdt ind mod sygdommen. Den kinesiske eksportindustri har stadig svære tider, hvilket nu skyldes, at deres samhandelslande er lukket ned. På de finansielle markeder var det amerikanske S&P 500-indeks i løbet af fem uger i februar og marts faldet med ca. 34% fra toppen. Det svarer til det gennemsnitlige kursfald på indekset, når aktierne har oplevet et ”bear market”, der typisk sker i forbindelse med økonomiske recessioner. Ultimo marts 2020 havde markedet dog rettet sig en del, så faldet fra 19. februar til 31. marts udgjorde 23,7% fra toppen – svarende til en nedgang i året på 20,2%.

Aktiemarkedet har således allerede indregnet en gennemsnitlig økonomisk recession. Som tidligere nævnt er der sket lempelser både penge- og finanspolitisk, der langt overstiger det, der skete under Finanskrisen, og det er nu med en hastighed uden fortilfælde. Desuden er der på forskningssiden sat massivt ind for både at se på eksisterende lægemidlers mulige behandling af sygdommen og i udviklingen af en vaccine med et muligt gennembrud i den nærmeste fremtid. På den baggrund valgte vi generelt at købe lidt flere aktier medio/ultimo marts, da vi vurderede, at der i de nuværende aktiekurser allerede var indeholdt en forventning om en dyster økonomisk udvikling.

Attraktivt marked til opkøb

Hvad der skal ske på den korte bane, er umuligt at spå om, men vi er ikke i tvivl om, at det nuværende kursniveau på aktiemarkedet er et attraktivt niveau at købe op på for den langsigtede investor. Det skal dog stadig være under hensyntagen til, at det skal være med en tidshorisont på minimum fem år, og at man skal kunne tåle de løbende kursudsving både økonomisk og mentalt. Vi investerer fortsat ud fra princippet ”spredning er redning”, og vi har som altid fokus på kvalitet i de enkelte investeringer. På den måde får man skabt en portefølje, man kan leve med i både med- og modgang, og med en mulighed for at opnå et attraktivt, langsigtet afkast.

Af Johnny Madsen, partner og investeringschef
2. april 2020