

Kvartalsrapport

2. kvartal 2020

Resume

De massive finans- og pengepolitiske tiltag, der er blevet etableret verden over, har uden tvivl været med til at afdæmpe de negative økonomiske følger af COVID-19, og så er de enkelte lande begyndt at åbne hurtigere op igen end frygtet.

Dette har betydet, at COVID-19 pandemien ud fra et økonomisk synspunkt er blevet mere "håndterbar", og at vi økonomisk set sandsynligvis har overstået det værste.

Flere af de store danske virksomheder har på det seneste meldt ud, at de faktisk har haft et

overraskende godt 2. kvartal, bl.a. DSV og Mærsk, som har formået at udnytte de svære markedsvilkår godt og at opnå en væsentligt højere indtjening end ventet.

Jyske Bank har ligeledes meldt ud, at de ikke forventer at tabe så mange penge på udlån som frygtet.

Dette er et godt billede af, at det generelt er gået bedre end frygtet i det forgangne kvartal, om end der er nogle brancher som f.eks. underholdnings- og flyindustrien, som er blevet meget hårdt ramt.



Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2020

Udvikling i 2. kvartal 2020					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2. kvrt.	Afkast i 2. kvrt.	Afkast i 2020
	31.03.2020	30.06.2020			
OMX CGI	1.463,68	1.702,65	238,97	16,33%	6,13%
OMXC Cap. GI	1.590,60	1.908,13	317,53	19,96%	4,62%
MSCI World All Countries	2.135,37	2.485,75	350,38	16,41%	-6,26%
MSCI USA*	16.765,98	19.837,67	3071,69	18,32%	-3,41%
MSCI Europa*	9.143,55	10.207,85	1064,30	11,64%	-14,30%
MSCI Japan*	19.290,76	20.997,17	1706,41	8,85%	-8,23%

*Opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2. kvrt.	Afkast i 2. kvrt.	Afkast i 2020
	31.03.2020	30.06.2020			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,60	0,00	-0,17%	-0,33%
3% STAT 2021	-0,44	-0,56	-0,12	0,05%	-0,59%
1,75% STAT 2025	-0,33	-0,44	-0,11	0,57%	0,45%
4,5% STAT 2039	0,04	-0,07	-0,11	1,63%	0,45%
1,5% NYK 2050	1,49	1,41	-0,08	2,32%	0,90%
BDEN15**				0,01%	-0,26%

**Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1-5 år

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2. kvrt.	Afkast i 2. kvrt.	Afkast i 2020
	31.03.2020	30.06.2020			
USD/DKK	6,82	6,66	-0,16	-2,35%	-0,37%
EUR/DKK	7,47	7,45	-0,01	-0,20%	-0,23%
JPY/DKK	0,063	0,062	-0,001	-1,59%	1,15%

Udviklingen i 2. kvartal 2020

Det kan umiddelbart virke som et paradoks, at mens arbejdsløsheden globalt set tordner op, og vækstforventningerne til verdensøkonomien for 2020 bliver nedjusteret, så stiger aktiekurserne markant i løbet af 2. kvartal 2020. Således er både det danske aktieindeks OMX CGI og verdensindekset for aktier, målt i DKK ved MSCI World All Countries, begge steget med omkring 16% p.a. i det forgangne kvartal.

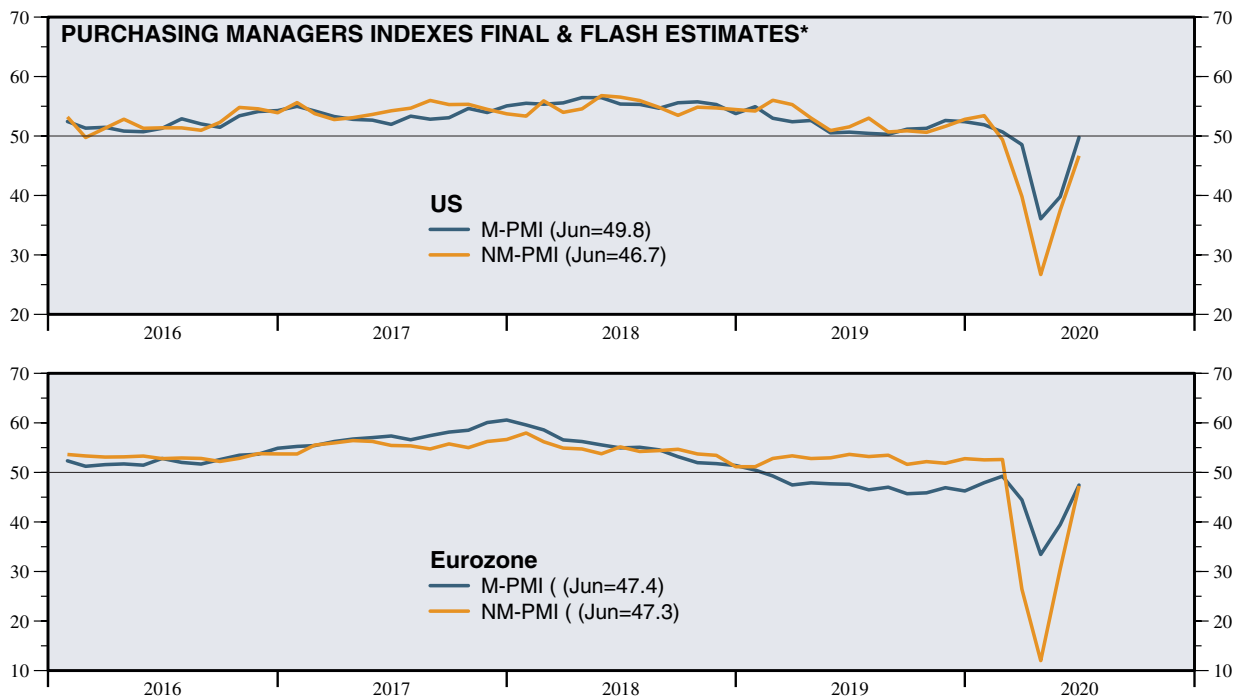
Der er, som vi ser det, flere grunde til, at aktierne har oplevet en stor stigning i det forgangne kvartal. Som vi beskrev i den forgangne kvartalsrapport, var investorerne blevet historisk pessimistiske, hvorfor der var indregnet meget negative forventninger i aktiekurserne over en bred kam.

De massive finans- og pengepolitiske tiltag der er blevet etableret verden over, har uden tvivl været med til at afdæmpe de negative økonomiske følger af COVID-19, og så er de enkelte lande

begyndt at åbne hurtigere op igen end frygtet. Dette har gjort, at COVID-19 pandemien ud fra et økonomisk synspunkt er blevet mere "håndterbar", og vi at økonomisk sandsynligvis har overstået det værste.

Hvis vi ser på indkøbschefernes forventninger til fremtiden (udtrykt ved PMI indekserne), kan vi af nedenstående grafer se, at forventningerne i både USA og i Eurozonen tog et gevaldigt dyk, men der er sket et stort comeback i tilliden igen på det seneste, hvor vi dog i juni endnu ikke er over 50, som indikerer økonomisk fremgang, eller oppe på niveauet i starten af året. Udviklingen i PMI indekserne er en god indikator for, hvad der er sket på aktiemarkedet, idet investorerne ser fremad og forventer, at det værste sandsynligvis er bag os.

Flere af de store danske virksomheder har på det seneste meldt ud, at de faktisk har haft et overraskende godt 2. kvartal, bl.a. DSV og Mærsk, som

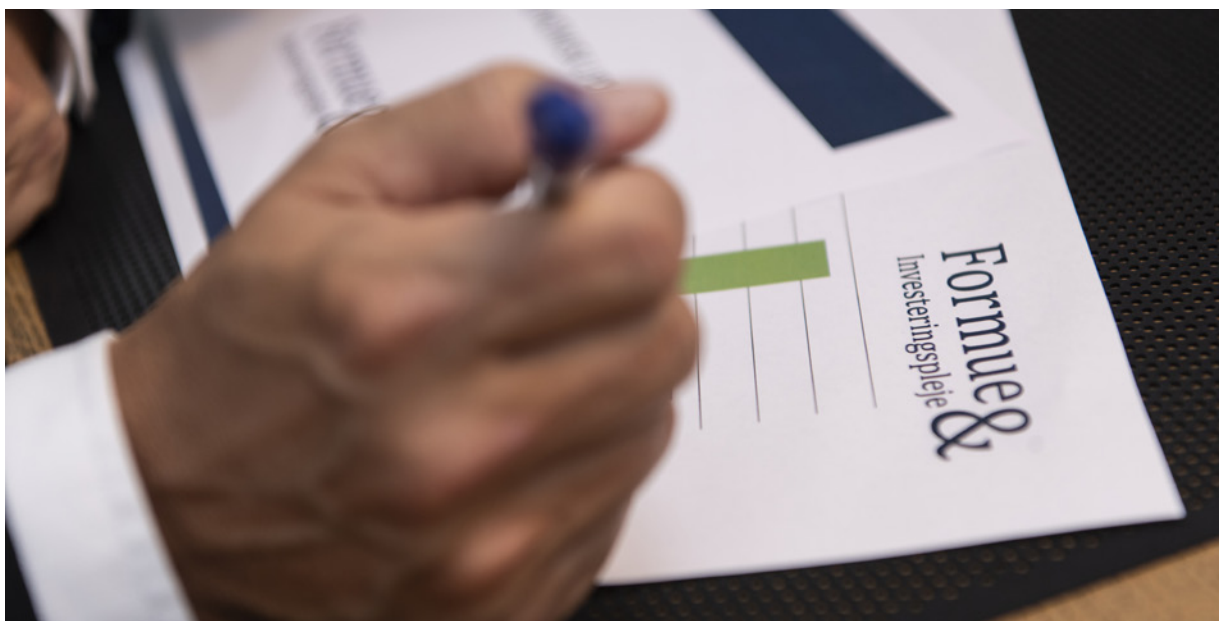


Kilde: Yardeni.

har formået at udnytte de svære markedsvilkår godt og at opnå en væsentligt højere indtjening end ventet. Jyske Bank har ligeledes meldt ud, at de ikke forventer at tabe så mange penge på udlån som frygtet.

Dette er et godt billede af, at det generelt er gået bedre end frygtet i det forgangne kvartal, om end der er nogle brancher så som underholdnings- og flyindustrien, som er blevet meget hårdt ramt.

På obligationsmarkedet har centralbankernes lempelser ført til, at det i forvejen meget lave renteniveau er blevet endnu lavere, hvilket også har været understøttende for udviklingen på aktiemarkedet. Som det ses af den effektive forrentning på 4,5% STAT 2039, så handles denne pr. 30.06.2020 til en effektiv forrentning på -0,07% p.a., hvilket viser, at investorerne forventer, at det meget lave renteniveau fortsætter i mange år endnu!



Investeringsmæssige konsekvenser af COVID-19

Der er sket en koordineret indsats fra centralbanker og regeringer verden over for at imødegå de negative økonomiske konsekvenser af COVID-19 pandemien, som er uden sidestykke historisk set.

Det har betydet en massiv lempelse af pengepolitikken ofte i form af rentenedsættelser og/eller opkøb af stats- og realkreditlignende obligationer samt visse typer af virksomhedsobligationer. Dette har eksempelvis fået den 10-årige amerikanske statsrente til at falde fra en effektiv forrentning i et niveau på knap 2% p.a. ultimo 2019 til aktuelt 0,6% p.a. Desuden har centralbankerne meldt ud, at de forventer at holde renten lavt i en række år endnu, og de er parate til at lempe pengepolitikken yderligere, hvis ikke der kommer tilstrækkelig gang i økonomien.

De enkelte landes hjælpepakker er struktureret forskelligt, men når der ydes statsstøtte til liberale virksomheder, følges dette generelt op af nogle betingelser for de enkelte virksomheder, eksempelvis at de ikke må udbetale udbytte til aktionærene i en vis tidsramme. Statsstøtten kan også komme i form af, at staten bliver aktionær i det pågældende firma, hvor de efterfølgende får indflydelse på selskabets fremtidige drift. Vi er nu i en situation, hvor penge- og finanspolitikken smelter sammen, og hvor staten også får en mere aktiv rolle i styringen af rammebetingelserne for udvalgte brancher og nede i de enkelte virksomheder.

Den frie markedsøkonomi synes ikke at herske længere, så billedet er nærmere en form for delvist statsstyret kapitalisme. Hvad dette betyder for de økonomiske sammenhænge er naturligvis meget svært at spå om, men på den korte bane kan det betyde udsigt til en mere stabil økonomisk udvikling, hvor målet er at opnå en tilpas økonomisk vækst, uden der sker en overophedning af dele eller hele økonomien. Hvis denne øvelse lykkes for de enkelte stater og centralbanker, kan vi således se frem til en årrække med en mere stabil økonomisk vækst og et fortsat meget

lavt renteniveau, når vi kommer på den anden side af COVID-19.

COVID-19 har både fået virksomheder og forbrugere til at ændre adfærd, og en del af denne adfærd er uden tvivl ændret permanent. Forbrugerne har søgt hen mod en stigende andel nethandel, hvilket har presset selskaber uden en stærk e-handelsstrategi og modsat. Denne trend var allerede sat i gang inden COVID-19, men trenden er blevet forstærket og forventes at fortsætte. Det betyder uden tvivl et yderligere konkurrencemæssigt pres på den traditionelle fysiske detailhandel samt udlejningsmarkedet hertil.

Virksomhederne har desuden lært, at mange af deres ansatte med fordel kan få etableret hjemmearbejdspladser, hvor medarbejderne kan arbejde mere fleksibelt, og hvor virksomhederne dermed får brug for færre m² til kontor og kan spare husleje. Når der efterspørges færre m² til kontor, vil ejendomsmarkedet for kontorudlejning sandsynligvis blive negativt påvirket, mens selskaber som leverer løsninger til hjemmearbejdspladser, herunder it-selskaber, til gengæld vil nyde godt af denne udvikling.

Mange produktionsselskaber har fået optimeret deres forsyningskæder med få men store leverandører, hvor produktionen ofte sker langt fra, hvor produkterne afsættes. Dette har gjort virksomhederne mindre produktionsmæssig fleksible, da der skal planlægges lang tid frem, og det gør virksomhederne meget sårbar over for en nedlukning af det område, hvor produktionen foregår. Vi forventer, at virksomhederne i fremtiden vil prioritere produktionsmæssig fleksibilitet højere og i stedet tilstræbe, at produktionen foregår tættere på virksomhedens hjemsted, evt. i kombination med produktion flere steder og tættere på det sted, hvor de enkelte produkter afsættes.

For at mindske afhængigheden af lønomkostninger i produktionen, forventes virksomhederne

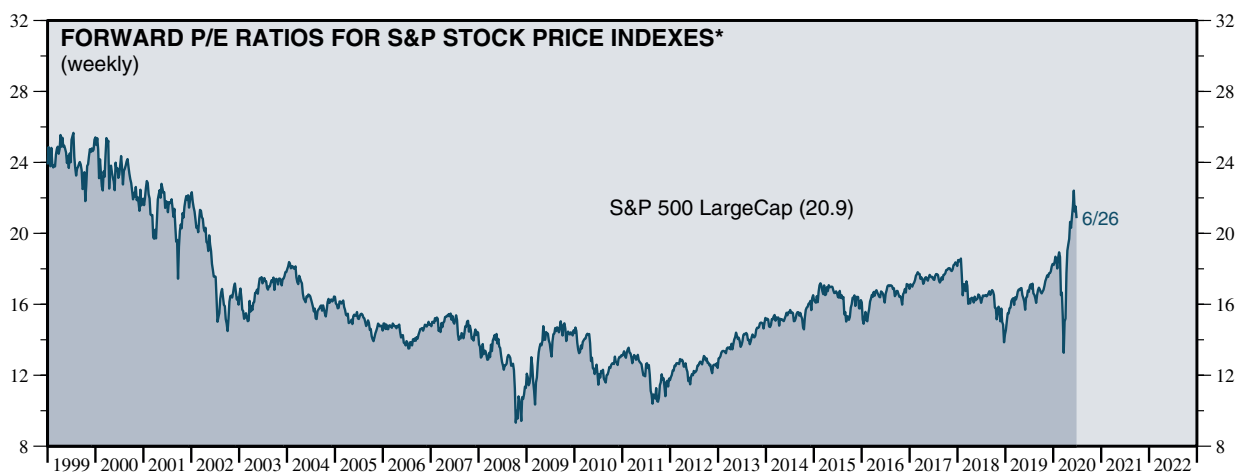
at kombinere det ændrede produktionsmønster med en øget investering i robotteknologi og kunstig intelligens samt en øget digitalisering af de enkelte arbejdsprocesser. Dette bør betyde en generelt forbedret produktivitet hos virksomhederne på sigt, hvor vi forventer, at udviklingen i særdeleshed vil blive drevet af de store globale og kapitalstærke virksomheder. Omvendt vil det også betyde en omstilling på arbejdsmarkedet, hvor der i højere grad bliver efterspørgsel efter kvalificeret arbejdskraft til at betjene robotter og it-relaterede jobs.

Andre af de helt store trends er, at der bliver sat yderligere fokus på sundhed, klima og bæredygtig produktion, og så skal virksomhederne opføre sig ansvarligt. Dette kommer både som et stigende krav fra investorer, forbrugere og regeringer, hvor COVID-19 for alvor har åbnet øjnene for, at vi lever i en integreret verden, som bliver mere sårbar, hvis man ikke opfører sig ansvarligt og bæredygtigt. Virksomheder, som ikke forstår at tænke dette ind i deres forretningsmodel, vil i fremtiden både få svært ved at skaffe kapital, medarbejdere og afsætte deres produkter og ydelser.

Som investor vil man sandsynligvis gerne betale "ekstra" for et ejerskab i ansvarlige virksomheder, da det på sigt er med til at sænke risikoen på investeringen. For mange af de store danske globale virksomheder, uanset branche, så som Novo Nordisk, Chr. Hansen, FLS, Vestas og Ørsted har man for længst spottet disse trende, og man er inden for de respektive brancher blandt de førende selskaber til at arbejde med ansvarlighed og bæredygtighed.

Med udsigt til et meget strukturelt lavt renteniveau i en årrække endnu, skal investorerne ikke forvente noget stort afkast på de mest sikre stats- og realkreditobligationer med en kort til mellem-lang løbetid, men disse giver i stedet en stabilitet i porteføljen, som man kan trække på, når der er storm på de finansielle markeder. Investorerne er i en situation, hvor de skal tage en vis risiko for at opnå et afkast, der kan forventes at bevare købekraften. Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, her ved Forward P/E på den amerikanske aktieindeks S&P 500, handles aktierne aktuelt til en Forward P/E værdi på 20,9, hvilket betyder, at investorerne er villig til at betale 20,9 x selskabernes forventede indtjeningskrone. Jo højere Forward P/E niveauet er, desto højere siges prisfastsættelsen at være på aktiemarkedet, alt andet lige. Som det ses af nedenstående figur, virker prisfastsættelsen umiddelbart at være til den høje side historisk set. Det skal dog bemærkes, at selskabernes indtjening fortsat forventes at være negativt påvirket af COVID-19 i disse estimater.

Når man ser på prisfastsættelsen på aktier, er det vigtigt også at se på, hvad man alternativt kan forvente at få i afkast. Et ofte brugt alternativ er at se på, hvilken effektiv forrentning, man kan forvente at få ved at investere i en 10-årig amerikansk statsobligation. Hvis vi ser på, hvordan den 10-årige effektive forrentning på en amerikansk statsobligation har udviklet sig i samme periode som ovenfor, kan man se, at forrentningen har været faldende fra et niveau omkring 5-6% p.a. i årene 1999-2001, til aktuelt et niveau omkring 0,6% p.a. Med det markante fald i forventet afkast på det, som betragtes som en lav risiko



Kilde: Yardeni.

US 10 Year Note Bond Yield



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

alternativ placering til aktier, bør der også være basis for, at aktier generelt kan tåle en højere prisfastsættelse end historisk set, specielt når vi er kommet på den anden side af COVID-19 pandemien.

Det er svært at spå om, hvordan COVID-19 pandemien udvikler sig i den kommende tid, hvor den stigende smitte i dele af USA kan give en vis kortvarig bekymring, eller om der snart findes en effektiv vaccine. Som altid er det svært at spå om, hvordan aktiemarkedet udvikler sig på den korte bane, men vi er af den overbevisning, at der er gode chancer for, at vi får et mere bæredygtigt økonomisk opsving, og at investorerne i stigende grad vil søge over i aktier, når vi kommer på den anden side af COVID-19 pandemien. Derfor er

vi behersket optimistisk omkring udviklingen på aktiemarkedet, men det gælder om at være mere selektiv i sin aktieudvælgelse, da der er et udskilningsløb i gang, hvor selskaber som både strategisk og økonomisk er i stand til at omstille sig til de beskrevne trende, vil blive fremtidens vindere og komme styrket ud af den nuværende krise, mens selskaber som ikke formår at omstille sig, vil få det meget svært. Husk på, at det er ofte i krisetider, der skabes innovation, og de mere produktive forretningsmodeller opstår.

*Johnny Madsen,
partner og investeringschef
2. juli 2020.*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

☎ 4630 4070
✉ fogi@fogi.dk

🏠 Tjærebyvej 9D
4000 Roskilde

🌐 www.fogi.dk
☎ 25839439