

# Kvartalsrapport

---

3. kvartal 2020

---

# Resume

Kombinationen af en fortsat meget lempelig penge- og finanspolitik samt forbedrede økonomiske udsigter har i vores optik været en stærk medvirkende årsag til, at vi har set en positiv udvikling på de fleste aktiemarkeder i løbet af 3. kvartal 2020 til trods for, at vi har set en opblussen af COVID-19 smitten flere steder i verden.

Vi er grundlæggende af den overbevisning, at aktierne fortsat er attraktivt prisfastsat for den langsigtede investor. Med udsigt til et fortsat meget lavt renteniveau i lang tid endnu bør det skabe grobund for, at aktier kan handles på nogle højere nøgletal end det historisk har været tilfældet, hvilket vil være understøttende for, at der kan opnås nogle attraktive aktieafkast i de kommende år.

Når vi ser på obligationer med meget lav kreditrisiko så som danske stats- og realkreditobli-

gationer, kan disse ikke forventes at give nogen form for attraktive afkast i de kommende år, men det betyder ikke, at man helt skal undgå disse obligationer i sin portefølje.

Danske stats- og realkreditobligationer kan skabe stabilitet i investeringsporteføljen, og de kan ses som en forsikring imod uønskede kortvarige kursfald på aktiemarkedet, så man som investor kan tære på sin obligationsbeholdning i de perioder, hvor aktiemarkedet ligger underdrejet

Hvor stor en andel af obligationer eller kontanter man skal have i sin portefølje, er meget individuelt. Som udgangspunkt har vi den holdning i F&I, at har man obligationer/kontanter til det 5 års likviditetstræk man skal bruge af formuen, så har man et godt udgangspunkt for at kunne tænke langsigtet med sine resterende investeringer.



## Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2020

Udvikling i 3. kvartal 2020					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2020
	30.06.2020	30.09.2020			
OMX CGI	1.702,65	1.873,72	171,07	10,05%	16,79%
OMXC Cap. GI	1.908,13	2.111,74	203,61	10,67%	15,78%
MSCI World All Countries	2.485,75	2.577,27	91,52	3,68%	-2,80%
MSCI USA*	19.837,67	20.701,43	863,76	4,35%	0,79%
MSCI Europa*	10.207,85	10.152,14	-55,71	-0,55%	-14,77%
MSCI Japan*	20.997,17	21.300,66	303,49	1,45%	-6,90%

\*Opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2020
	30.06.2020	30.09.2020			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,60	0,00	-0,15%	-0,45%
3% STAT 2021	-0,56	-0,56	0,00	-0,13%	-0,72%
1,75% STAT 2025	-0,44	-0,52	-0,08	0,41%	0,85%
4,5% STAT 2039	-0,07	-0,17	-0,10	1,48%	2,87%
1,5% NYK 2050	1,41	1,29	-0,12	0,97%	1,86%
BDEN15**				-0,09%	-0,34%

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

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3. kv.	Afkast i 3. kv.	Afkast i 2020
	30.06.2020	30.09.2020			
USD/DKK	6,66	6,36	-0,30	-4,44%	-4,79%
EUR/DKK	7,45	7,45	-0,01	-0,09%	-0,31%
JPY/DKK	0,062	0,060	-0,002	-2,59%	-1,47%

# Udviklingen i 3. kvartal 2020

Hvis man ser på udviklingen på de forskellige aktiemarkeder i 3. kvartal 2020, har flere af aktiemarkederne udvist nogle beskedne positive afkast, målt i DKK, i det forgangne kvartal, hvor det danske aktiemarked dog stikker ud til den positive side med et afkast i niveau 10% p.a. Det skal dog nævnes, at afkastet på det amerikanske aktiemarked ville have været tæt på niveau med det danske i 3. kvartal 2020, hvis det ikke havde været fordi den amerikanske dollar er blevet svækket med 4,4% over for DKK i løbet af det forgangne kvartal. Desuden kan det nævnes, at aktiemarkederne og i særdeleshed det amerikanske aktiemarked har været noget svingende i løbet af det forgangne kvartal, idet de amerikanske aktier faktisk nåede at opleve en korrektion i niveau 10% i løbet af kvartalet fra topniveau til laveste niveau i løbet af kvartalet, så der har været pæne udsving på aktiekurserne i det forgangne kvartal.

Hvis man ser på afkastene på aktiemarkederne for hele 2020, kan man se, at de globale aktier

er tæt på niveauet fra begyndelsen af året, målt i DKK, mens de danske aktier kan udvise et afkast i niveau 16% p.a., og dette endda i en periode hvor verdensøkonomien har oplevet et af de kraftigste tilbageslag i historien og COVID-19 virussen ikke er kommet under kontrol endnu. Det kan umiddelbart være svært at forstå, hvordan aktierne kan ligge så stærkt, når vi fortsat befinder os i en stor krise både økonomisk og sundhedsmæssigt set. Dette er der i vores optik flere grunde til.

Hvis vi ser på den økonomiske udvikling, så er der ganske rigtigt tale om, at vi i 2020 får et af de værste økonomiske tilbageslag i verdensøkonomien historisk set, men betragter vi seneste prognose fra OECD fra september 2020, kan vi af nedenstående oversigt se, at den forventede udvikling i verdensøkonomien i 2020 faktisk er blevet opjusteret med 1,5%-point siden seneste prognose fra juni måned. Dertil skal siges, at OECD i deres prognose fra juni måned også opererede med et risikoscenarie, der var væsent-

ligt værre. Derfor kan vi sige, at den økonomiske udvikling har vist sig at være væsentligt bedre end frygtet i de seneste 3 måneder.

Når man skal se på aktier, er det altid vigtigt at holde dem op imod, hvad man ellers kan placere sine penge i, og det oplagte alternativ er obligationer.

Som det ses af skemaet på forgangne side, kan man se, at de længere obligationsrenter er faldet yderligere i løbet af det forgangne kvartal, hvilket skyldes, at både den europæiske og amerikanske centralbank har sagt, at vi kan forvente det meget lave renteniveau fortsætter i mange år endnu, og den amerikanske centralbank har endda sagt, at selv om inflationen skulle stige over 2,0% p.a., har de ikke travlt med at hæve renten. Så investorerne er begyndt at indstille sig på, det meget

lave renteniveau fortsætter i mange år endnu, hvilket gør investering i aktier mere attraktivt i forhold til obligationer.

Finanspolitikken er fortsat med at blive lempet betydeligt i mange lande i verden, hvilket ligeledes har været med til at understøtte den økonomiske vækst, om end der i øjeblikket er gået valgkamp i forhandlingerne omkring en yderligere amerikansk støttepakke, som i værste fald kan trække ud til efter det amerikanske præsidentvalg den 3. november. Kombinationen af en fortsat meget lempelig penge- og finanspolitik samt forbedrede økonomiske udsigter har i vores optik været en stærkt medvirkende årsag til, at vi har set en positiv udvikling på de fleste aktiemarkeder i løbet af 3. kvartal 2020 til trods for, at vi har set en opblussen af COVID-19 smitten flere steder i verden.

## OECD Interim Economic Outlook Forecasts September 2020

	Real GDP growth Year-on-year % change				
	2019	2020		2021	
		Interim EO projections	Difference from June EO singlehit scenario	Interim EO projections	Difference from June EO singlehit scenario
World <sup>1</sup>	2.6	-4.5	1.5	5.0	-0.2
G20 <sup>1,2</sup>	2.9	-4.1	1.6	5.7	0.2
Australia	1.8	-4.1	0.9	2.5	-1.6
Canada	1.7	-5.8	2.2	4.0	0.1
Euro area	1.3	-7.9	1.2	5.1	-1.4
Germany	0.6	-5.4	1.2	4.6	-1.2
France	1.5	-9.5	1.9	5.8	-1.9
Italy	0.3	-10.5	0.8	5.4	-2.3
Japan	0.7	-5.8	0.2	1.5	-0.6
Korea	2.0	-1.0	0.2	3.1	0.0
Mexico	-0.3	-10.2	-2.7	3.0	0.0
Turkey	0.9	-2.9	1.9	3.9	-0.4
United Kingdom	1.5	-10.1	1.4	7.6	-1.4
United States	2.2	-3.8	3.5	4.0	-0.1
Argentina	-2.1	-11.2	-2.9	3.2	-0.9
Brazil	1.1	-6.5	0.9	3.6	-0.6
China	6.1	1.8	4.4	8.0	1.2
India <sup>3</sup>	4.2	-10.2	-6.5	10.7	2.8
Indonesia	5.0	-3.3	-0.5	5.3	0.1
Russia	1.4	-7.3	0.7	5.0	-1.0
Saudi Arabia	0.4	-6.8	-0.2	3.2	-0.6
South Africa	0.1	-11.5	-4.0	1.4	-1.1

Note: Difference from June 2020 Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures.

1. Aggregate using moving nominal GDP weights at purchasing power parities.

2. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.

3. Fiscal years, starting in April.

# Forventninger

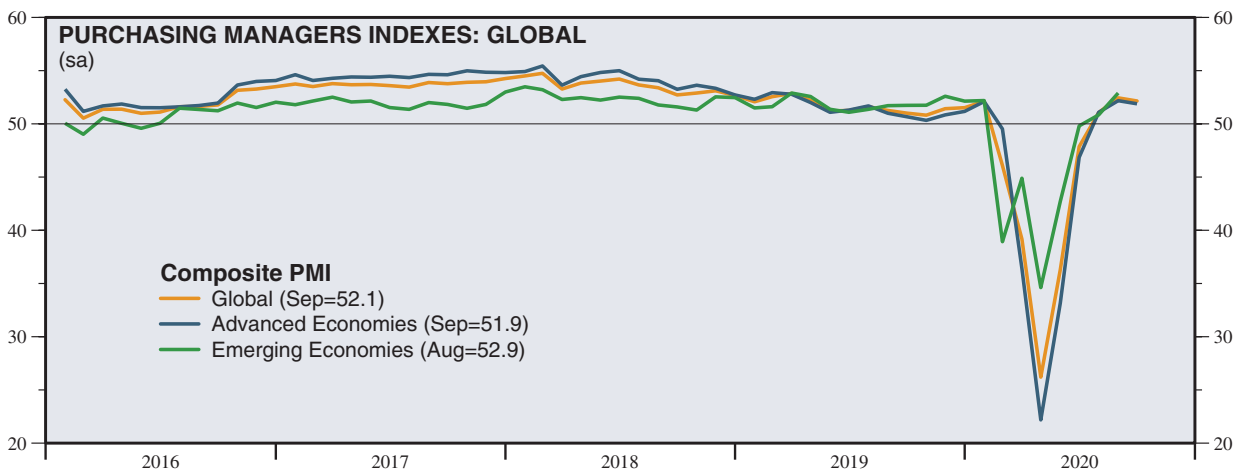
Når man læser seneste økonomiske rapport fra OECD, hersker der ingen tvivl om, at usikkerheden omkring den økonomiske udvikling er meget stor i øjeblikket, om end det nu synes, at verdensøkonomien er på vej ind i et nyt økonomisk opsving. Hvis vi ser på de globale indkøbschefers forventning til den økonomiske udvikling i den nærmeste fremtid ved at betragte Purchasing Managers Indexes (PMI's), kan man af nedenstående graf se, at efter et historisk kraftigt dyk i dette i løbet af foråret af 2020, er indekset for både de udviklede økonomier og Emerging Markets kommet over indeks 50, som indikerer at der forventes økonomisk fremgang igen.

Hvis man ser på de risici, der er på den korte bane, så skal der afholdes amerikansk præsidentvalg den 3. november, hvor Joe Biden i skrivende stund er favorit til at vinde præsidentvalget, og demokraterne ser ud til at vinde flertallet i både Senatet og Repræsentanternes Hus, men husker man tilbage til valget for 4 år siden, har man lært at tage meningsmålingerne med et gran salt. En anden ting man også har lært er, at man skal passe på med ikke at overfortolke det amerikanske valgs betydning for både den økonomiske udvikling i USA samt udviklingen på de finansielle markeder. Det tog ikke de finansielle markeder mange timer at komme sig over chokvalget af Donald Trump for 4 år siden!

En af de helt store ubekendte faktorer er, hvordan COVID-19 smitten udvikler sig i de kommende måneder og ikke mindst, om og hvornår der kan komme en effektiv vaccine.

Udviklingen i smittetrykket er svært at spå om, men det virker som om, at regeringerne verden over ikke længere tænker på at foretage en stor nedlukning af samfundet igen, men der i stedet kan forekomme mere lokale restriktioner samt restriktioner i den enkelte persons sociale adfærd og færden. Det betyder, at selv om smittetrykket skulle komme ude af kontrol igen, så vil den økonomiske konsekvens være af mindre karakter end tilfældet var i foråret. Hvis man ser på sandsynligheden for en vaccine, er der aktuelt omkring 10 vaccinekandidater, der er i fase 3, som er den sidste og afgørende fase, inden de kan blive godkendt og komme på markedet. Med så mange kandidater i den sidste fase, er det ikke utænkeligt, at vi i løbet af de næste 3-6 måneder vil få den/de første vacciner på plads, og vi i løbet af 2021 vil have flere typer af vacciner godkendt og klar til markedsføring.

Hvor effektive vaccinerne bliver, må indtil videre stå hen i det uvisse, men de finansielle markeder vil sandsynligvis se meget positivt på en melding om, at den første vaccine er klar, da man således er begyndt at kunne se en ende på COVID-19



Kilde: Yardeni.

smitten på et tidspunkt. Det amerikanske medicinalsselskab, Pfizer, skulle efter sigende være klar til at præsentere de første og ifølge rygter lovende fase 3 data i slutningen af oktober måned, hvilket vil være meget positivt, hvis dette sker, da de fleste investorer først regner med, at der kommer sådanne meldinger omkring lovende fase 3 forsøg i 1. kvartal 2021.

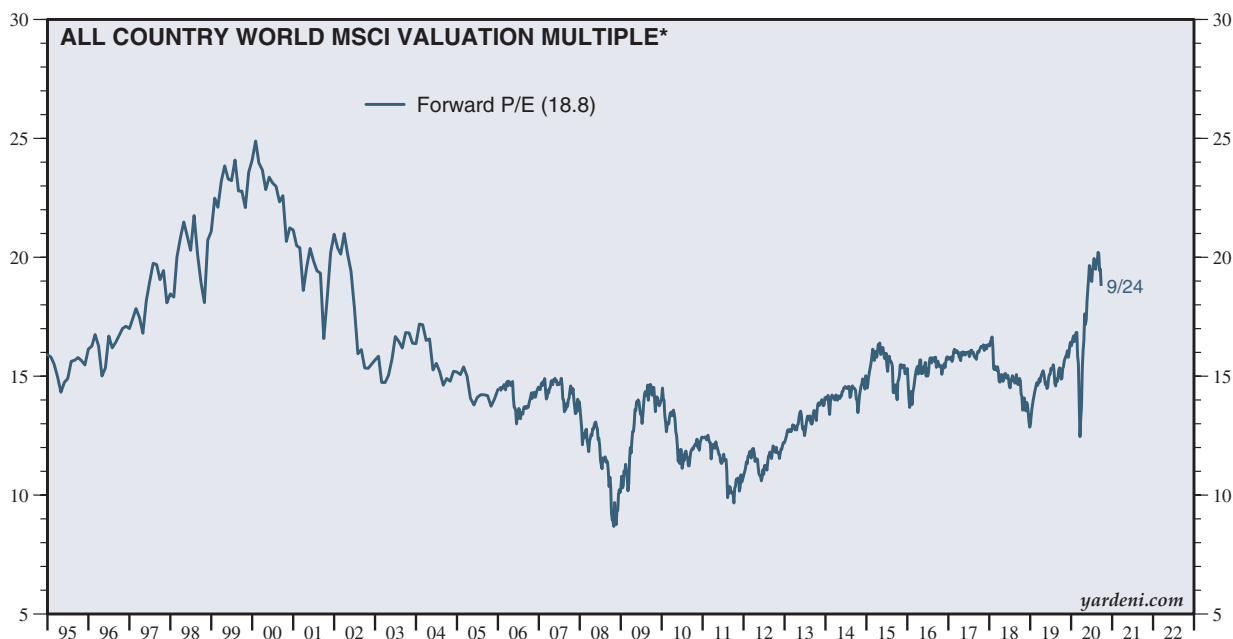
Efter den seneste tids kraftige stigning på aktiemarkederne er det naturligt at stille sig det spørgsmål, hvorvidt aktierne nu er blevet for dyre? Dette er også et spørgsmål, der debatteres hyppigt i medierne, hvor der sædvanen tro er mange forskellige meninger om emnet.

Hvis vi tager udgangspunkt i, hvad det nuværende kursniveau er for MSCI World All Country (verdensindekset for aktier), samt ligeledes ser på, hvad analytikerne forventer de underliggende selskaber vil have i indtjening om 12 måneder, kan man beregne, hvilket Forward P/E niveau som aktierne handles på. Jo højere Forward P/E værdi, desto dyrere er aktierne prisen pr. indtjening alt andet lige. Som det ses af nedenstående graf, handles aktierne aktuelt til et niveau omkring 20, hvilket umiddelbart er til den dyre side i et historisk perspektiv, men noget under niveauet omkring år 2000, som af mange anses for være den sidste gang, at vi havde en aktieboble.

Som vi har argumenteret for tidligere, skal prisen på aktier ses i forhold til de alternativer, som man som investor ellers kan placere sine penge i. Det oplagte alternativ er obligationer. Den tidligere amerikanske centralbankchef, Alan Greenspan, havde et styringsredskab op gennem 1990'erne, hvor han satte den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation i forhold til prisfastsættelsen på aktier på S&P 500 indekset.

Aktier har ingen effektiv forrentning, men man beregner 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). Alan Greenspans model er siden hen blevet kaldt Fed Modellen, hvor der er ligevægt mellem prisfastsættelsen på aktier og obligationer, når de handles til den samme effektive forrentning.

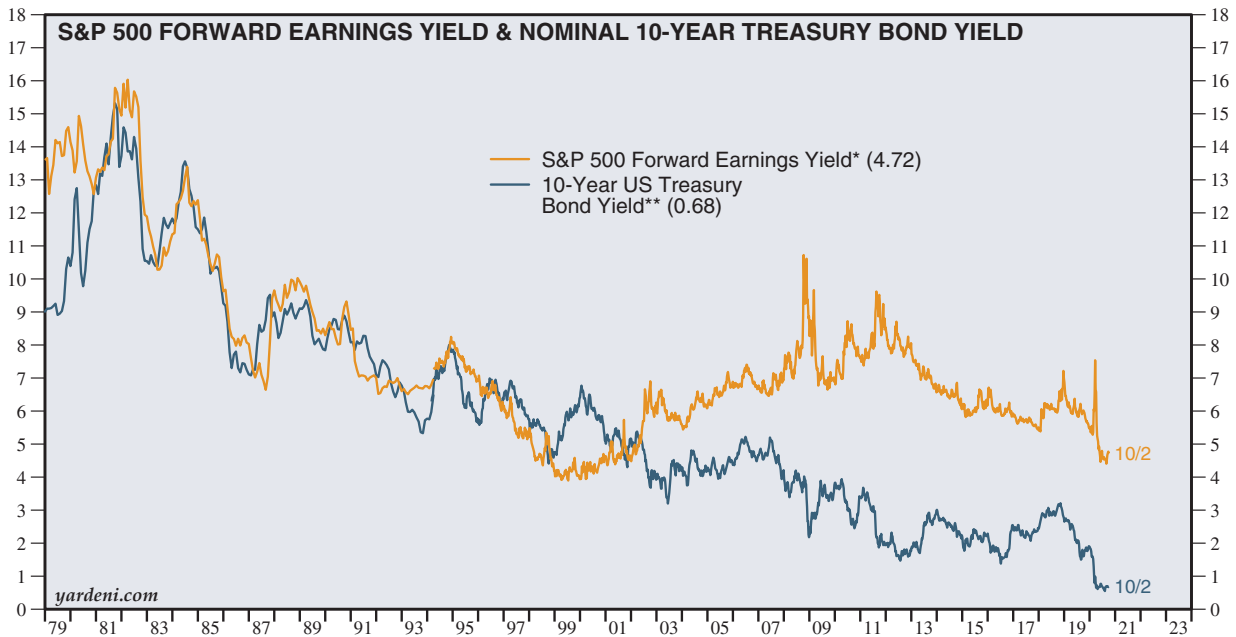
Som det ses af grafen på side 7, er der i øjeblikket en meget stor forskel mellem S&P 500 Forward Earnings Yield og den effektive forrentning på den 10-årige amerikanske statsobligation i aktiers favør. Tager man modellen for pålydende, skal enten det nuværende renteniveau syvdobles eller aktierne skal syvdobles for at der skabes ligevægt. Så set i forhold til statsobligationer ser aktierne således meget billige ud. Vi er grundlæg-



\* Price divided by forward consensus expected earnings per share. Monthly data through December 2005, weekly thereafter.  
Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

Kilde: Yardeni.





\* Year-ahead forward consensus expected earnings divided by S&P 500 stock price index. Monthly through March 1994, then weekly.  
 \*\* Monthly through March 1994, then weekly.

Kilde: Yardeni.

gende af den overbevisning, at aktierne fortsat er attraktivt prisfastsat for den langsigtede investor. Med udsigt til et fortsat meget lavt renteniveau i lang tid endnu bør det skabe grobund for, at aktier kan handles på nogle højere nøgletal end det historisk har været tilfældet, hvilket vil være understøttende for, at der kan opnås nogle attraktive aktieafkast i de kommende år.

Hvis man ser på den effektive forrentning på den lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039, blev denne handlet til en effektiv forrentning på -0,17% pr. 30.09.2020. Det er svært at se, at en sådan placering frem til udløb i 2039 skulle være en attraktiv måde at placere sine penge på, hvis man som investor har en lang tidshorison! Når vi ser på obligationer med meget lav kreditrisiko så som danske stats- og realkreditobligationer, kan disse ikke forventes at give nogen form for attraktive afkast i de kommende år, men det betyder ikke, at man helt skal undgå disse obligationer i sin portefølje. Danske stats- og realkreditobligationer kan skabe stabilitet i

investeringsporteføljen, og de kan ses som en forsikring imod uønskede kortvarige kursfald på aktiemarkedet, så man som investor kan tære på sin obligationsbeholdning i de perioder, hvor aktiemarkedet ligger underdrejet. Hvor stor en andel af obligationer eller kontanter man skal have i sin portefølje, er meget individuelt. Som udgangspunkt har vi den holdning i F&I, at har man obligationer/kontanter til det 5 års likviditetstræk man skal bruge af formuen, så har man et godt udgangspunkt for at kunne tænke langsigtet med sine resterende investeringer. Har man eksempelvis et årligt nettoforbrug på kr. 800.000, og løbende årlige nettoindtægter på kr. 300.000, så er vores udgangspunkt at man som minimum har invisteret netto kr. 2.500.000 i obligationer/kontanter. (kr. 800.000 - kr. 300.000 = kr. 500.000 x 5 år = kr. 2.500.000).

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

---

Vi giver dig overblik og tryghed

---

Formue &  
Investeringspleje

---

☎ 4630 4070  
✉ fogi@fogi.dk

🏠 Tjærebyvej 9D  
4000 Roskilde

🌐 [www.fogi.dk](http://www.fogi.dk)  
☎ 25839439