

# Kvartalsrapport

---

4. kvartal 2020

---

# Resume

Det forgangne kvartal har været et begivenhedsrigt kvartal. Således startede 4. kvartal 2020 med en stigende nervøsitet på de finansielle markeder, idet smittetallene igen steg drastisk i den vestlige verden. Dertil kom, at vaccinerne lod vente på sig og forude ventede et amerikansk præsidentvalg. Der kom dog hurtigt stabilitet på de finansielle markeder, efter det amerikanske præsidentvalg var overstået og det amerikanske medicinalselskab Pfizer i starten af november kunne melde om, at de havde opnået meget gode resultater med deres vaccine mod COVID-19, med en effektivitet op imod 95%. Et andet amerikansk medicinalselskab Moderna, kom ret hurtigt efter med tilsvarende gode vaccineresultater. Dette førte til et lettelses suk på de finansielle markeder, da investorerne nu kunne se en ende på pandemien i horisonten. Således har aktiemarkedet verden over oplevet pæne kursstigninger i løbet af det forgangne kvartal.

Udviklingen på aktiemarkedet er ydermere blevet forstærket af, at centralbankerne verden over har været ude at sige, at de forventer at holde renterne meget lave i flere år endnu trods udsigten til et pænt økonomisk opsving i 2021.

En af de helt store trende, der er blevet forstærket under COVID-19 har været fokus på bæredygtighed. Både forbrugere og investorer ønsker

i stigende grad, at virksomheder, som de handler med og investerer i, skal opføre sig ordentligt. Bæredygtighed vil uden tvivl være et af de helt store fokusområder i de kommende år, og det er for os ikke en uventet trend ej heller for de store danske selskaber generelt. Hvis vi ser på de store danske selskaber, har de arbejdet med bæredygtighed i deres forretningsmodeller i længere tid.

De er i vores optik blandt de ledende selskaber inden for bæredygtighed i deres respektive brancher. Som investor skal man endvidere være selektiv omkring sine investeringer inden for bæredygtighed, da det ikke alene er nok, at selskabet har fokus på et miljørigtigt produkt. Det er således ikke alt, som er "grønt", som også bliver en guldrandet investering. Fremtidens vindere findes blandt selskaber, som har en langtidsholdbar bæredygtig forretningsmodel uanset branche.

Selv om vi generelt er positive på aktieinvesteringer i 2021, hvor vi aktuelt anbefaler en overvægt af aktier i værdipapirporteføljen, gør vi også opmærksom på, at COVID-19 har skabt en større usikkerhed omkring den kortsigtede økonomisk udvikling, men det har også betydet, at man skal være endnu mere selektiv i valget af sine aktieinvesteringer.



## Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2020

Udvikling i 4. kvartal 2020					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2020
	30.09.2020	31.12.2020			
OMX CGI	1.873,72	2.094,22	220,50	11,77%	30,54%
OMXC Cap. GI	2.111,74	2.359,65	247,91	11,74%	29,38%
MSCI World All Countries	2.577,27	2.830,34	253,07	9,82%	6,74%
MSCI USA*	20.701,43	23.327,98	2626,55	12,69%	13,58%
MSCI Europa*	10.152,14	11.703,79	1551,65	15,28%	-1,74%
MSCI Japan*	21.300,66	24.517,59	3216,93	15,10%	7,16%

\*Opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2020
	30.09.2020	31.12.2020			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,60	0,00	-0,15%	-0,60%
3% STAT 2021	-0,56	-0,54	0,02	-0,15%	-0,90%
1,75% STAT 2025	-0,59	-0,58	0,01	-0,08%	0,77%
4,5% STAT 2039	-0,42	-0,46	0,01	1,02%	3,90%
1,5% NYK 2050	1,29	1,27	-0,02	0,33%	1,99%
BDEN15**				-0,14%	-0,48%

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

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4. kv.	Afkast i 4. kv.	Afkast i 2020
	30.09.2020	31.12.2020			
USD/DKK	6,36	6,06	-0,30	-4,75%	-9,32%
EUR/DKK	7,45	7,44	-0,01	-0,09%	-0,41%
JPY/DKK	0,060	0,059	-0,001	-2,37%	-3,80%

# Udviklingen i 4. kvartal 2020

Det forgangne kvartal har været et begivenhedsrigt kvartal. Således startede 4. kvartal 2020 med en stigende nervøsitæt på de finansielle markeder, idet smittetallene igen steg drastisk i den vestlige verden. Dertil kom, at vaccinerne lod vente på sig og forude ventede et amerikansk præsidentvalg. Der kom dog hurtigt stabilitet på de finansielle markeder, efter det amerikanske præsidentvalg var overstået og det amerikanske medicinalsekskab Pfizer i starten af november kunne melde om, at de havde opnået meget gode resultater med deres vaccine mod COVID-19, med en effektivitet op imod 95%. Et andet amerikansk medicinalsekskab Moderna, kom ret hurtigt efter med tilsvarende gode vaccineresultater.

Dette førte til et lettelses suk på de finansielle markeder, da investorerne nu kunne se en ende på pandemien i horisonten. Således har aktiemarkederne verden over oplevet pæne kursstigninger i løbet af det forgangne kvartal, hvor de

europæiske og japanske aktier er steget lidt over 15%, målt i DKK. De aktier, som har oplevet de største stigninger, har været de typer af selskaber, som har været særdeles hårdt påvirket af pandemien. Vi kan også konstatere, at de "grønne" selskaber har fået ekstra medvind efter Joe Biden vandt det amerikanske præsidentvalg. Med Joe Biden som præsident er der udsigt til store amerikanske klimaforbredende investeringer. Eksempelvis kan nævnes, at Mærsk aktien har givet et afkast på 35,5%, FLS-aktien 28%, og både Ørsted og Vestas aktierne har realiseret afkast på over 40% i 4. kvartal 2020.

Udviklingen på aktiemarkedet er ydermere blevet forstærket af, at centralbankerne verden over har været ude at sige, at de forventer at holde renterne meget lave i flere år endnu trods udsigten til et pænt økonomisk opsving i 2021, idet centralbankerne ikke forventer nogen markant stigning i inflationsniveauerne. Dette har ført til relativt stabile obligationsrenter i

4. kvartal 2020, hvilket har betydet beskedne afkast på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal.

Euroen og danske kroner er i løbet af 4. kvartal 2020 blevet styrket med knap 5% over for den amerikanske dollar og knap 3% over for den japanske yen. For hele 2020 er euroen blevet styrket med knap 10% over for den amerikanske dollar, hvilket har trukket afkastet på amerikanske aktier ned tilsvarende, når det omregnes til euro og danske kroner.

Hvis man ser på hele 2020, har de danske aktier realiseret et afkast på omkring 30%, mens en global aktieportefølje, målt ved MSCI World All Countries i DKK, har realiseret et afkast på knap 7%. Det kan umiddelbart forekomme uvirkeligt, at aktiemarkederne kan realisere sådanne positive afkast i et år, hvor verdensøkonomien oplever det største fald i væksten siden 1946, kombineret med en global sundhedskrise. Som investor skal man huske, at aktier dels er prisen fastsat på forventningerne til fremtiden, dels hvor investorerne alternativt kan placere deres penge. Et typisk alternativ til aktier er den effek-

tive rente på statsobligationer. Som det kan ses af nedenstående tabel, der viser den forventede økonomiske vækst i verdensøkonomien og de store regioner i verden, ses et pænt økonomisk opsving i 2021, hvilket stort set opvejer det fald, der har været i 2020.

Det økonomiske opsving forventes at fortsætte ind i 2022 og på et niveau, der er lidt højere end de realiserede gennemsnit i årene 2013-2019. Opsvinget forventes tillige at ske, uden at det forventede inflationsniveau overstiger det gennemsnitlige niveau, der var gældende i OECD-området i årene 2013-2019. Dette bestyrker forventningerne om, at det meget lave renteniveau fastholdes i et godt stykke tid endnu.

Med udsigt til en forholdsvis kraftig økonomisk fremgang i verdensøkonomien i både 2021 og 2022, er der også udsigt til en pæn indtjeningsmæssig fremgang i aktieselskaberne, i kombination med at renteniveauet forventes at forblive meget lavt. Dette er isoleret set det bedste scenarie for en aktieinvestor, og har været en stærk medvirkende årsag til de pæne aktieafkast i 4. kvartal 2020.

## OECD: Economic Outlook December 2020

OECD area, unless noted otherwise					
	Average 2013-2019	2019	2020	2021	2022
	Percent				
<b>Real GCP growth</b>					
World	3.3	2.7	-4.2	4.2	3.7
G20	3.5	2.9	-3.8	4.7	3.7
OECD	2.2	1.6	-5.5	3.3	3.2
United States	2.5	2.2	-3.7	3.2	3.5
Euro area	1.8	1.3	-7.5	3.6	3.3
Japan	0.9	0.7	-5.3	2.3	1.5
Non-OECD	4.3	3.6	-3.0	5.1	4.2
China	6.8	6.1	1.8	8.0	4.9
India	6.8	4.2	-9.9	7.9	4.8
Brazil	-0.5	1.1	-6.0	2.6	2.2
<b>Unemployment rate</b>	6.5	5.4	7.2	7.4	6.9
<b>Inflation</b>	1.7	1.9	1.5	1.4	1.6

# Forventninger

Hvis vi betragter de globale indkøbscheferes forventning til den økonomiske udvikling til den nærmeste fremtid kan man af nedenstående graf se, at efter det historisk kraftige dyk i foråret 2020, er indekset for både de udviklede økonomier og Emerging Markets kommet over indeks 50 igen. Er indekset over 50 indikerer det, at der forventes økonomisk fremgang.

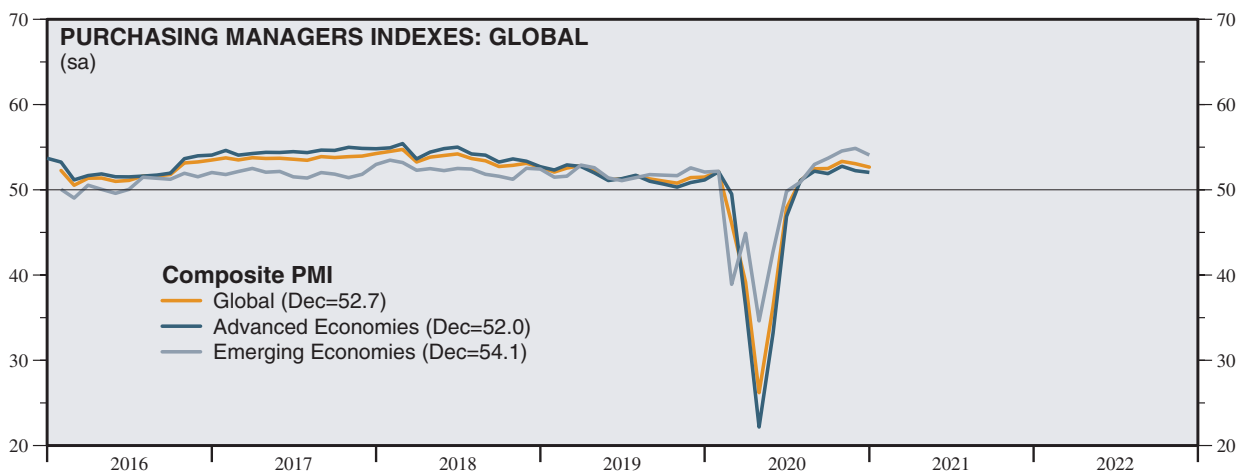
Stigningstakten er generelt fladet ud og viser et lille dyk i de udviklede økonomier. Årsagen hertil finder vi i den tilbagevendende stigning i smitten af COVID-19 i mange lande i den vestlige verden, hvor dele af samfundene igen er blevet lukket ned.

Det er selvfølgelig svært at spå om udviklingen i smittetallene samt hastigheden befolkningerne kan blive vaccineret i, hvilket gør, at den økonomiske udvikling i den nærmeste fremtid er behæftet med særdeles stor usikkerhed. Som investor bør man dog se gennem denne usikkerhed og i stedet fokusere på, at der er lys forude, og vaccinerne har vist sig effektive. Det er et spørgsmål om tid, inden de fleste befolkninger er blevet vaccineret og vi kan vende tilbage til det "nye normale". Derfor skal man som investor passe på, ikke at tillægge den kortsigtede økonomiske udvikling for stor betydning. Der er dog stadig heller ikke nogen tvivl om, at enhver økonomisk prognose er forbundet med større

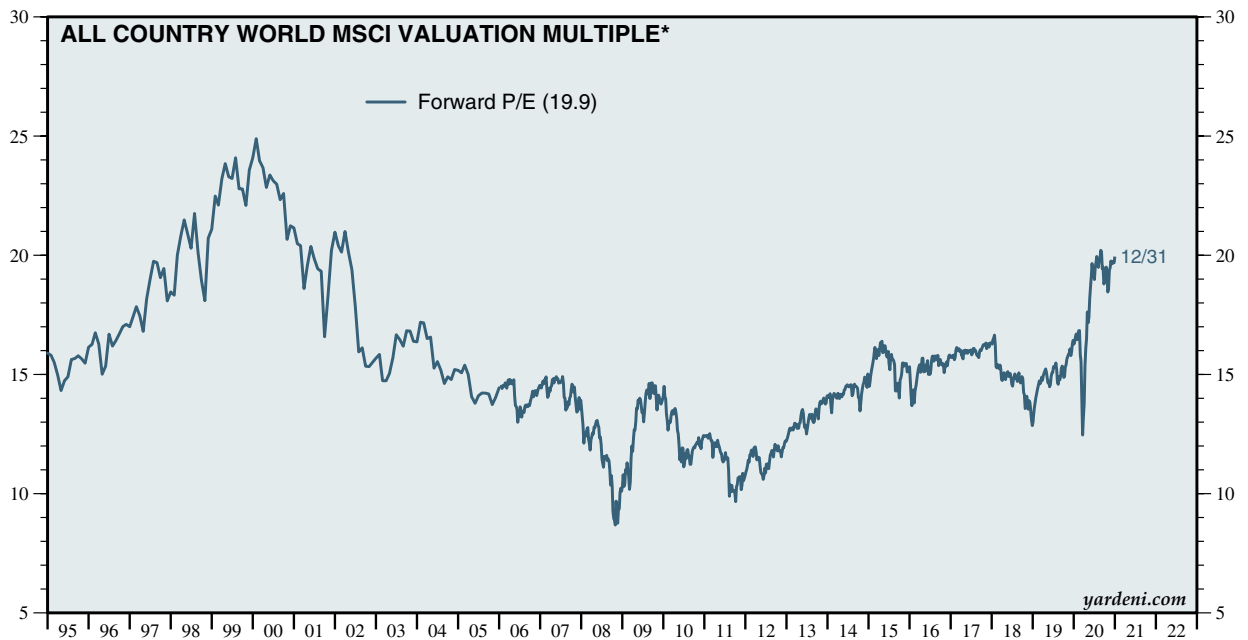
usikkerhed i øjeblikket, da vi hverken kender til vaccinerne beskyttende holdbarhed eller om der på sigt kan opstå bivirkninger. Dette er med til at lægge en vis dæmper på optimismen, og det er en reminder til investorerne om, at det trods alt ikke er tiden til at smide alt forsigtighed over bord.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet og 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 aktiernes prisfastsættelse, alt andet lige. Som det ses af den følgende graf, handles aktierne aktuelt til 19,9, hvilket umiddelbart er til den dyre side i et historisk perspektiv, men noget under niveauet omkring år 2000, som af mange anses for at være den seneste "Aktieboble".

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet i forhold til 10-årige amerikanske statsobligationer, tegner der sig et anderledes billede af prisfastsættelsen på aktiemarkedet. Aktier ser pludselig meget billige ud, som det kan ses af nedenstående figur, hvor den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation er



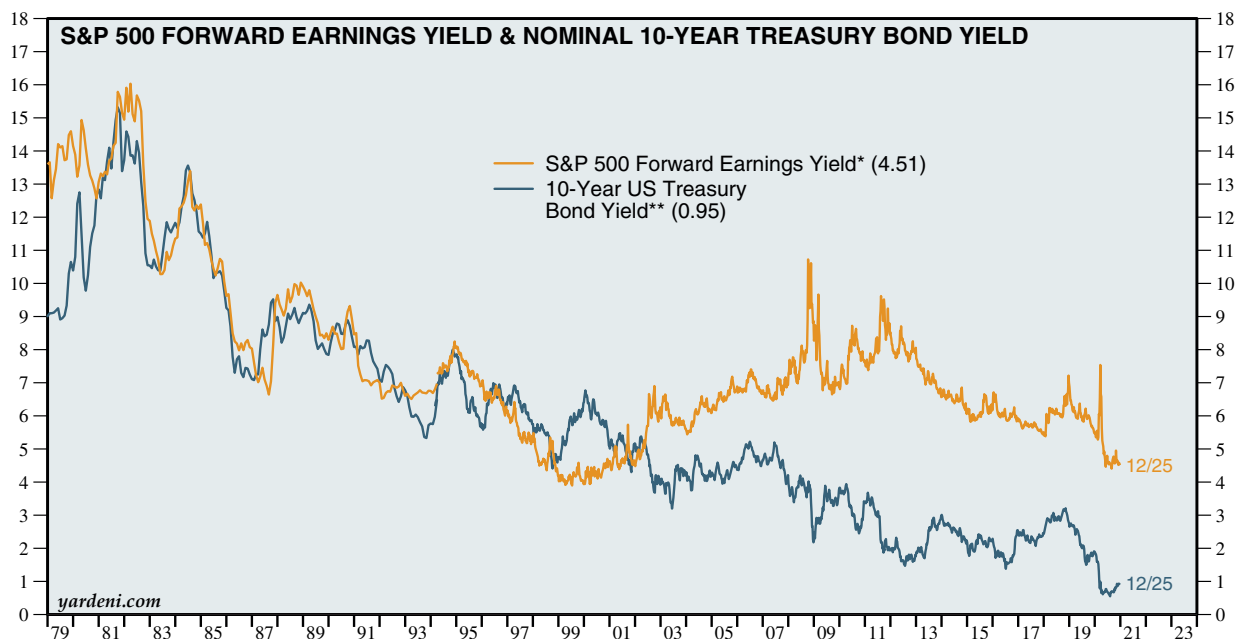
Kilde: Yardeni.



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

sat i forhold til prisfastsættelsen på aktier i S&P 500 indekset. Aktier har ingen effektiv forrentning, men man kan beregne en syntetisk effektiv forrentning på S&P 500 indekset kaldet Forward Earnings Yield (samlet forventet 12 måneders indtjening i de underliggende selskaber divideret med indekseværdien).

Den amerikanske økonomiprofessor og Nobelprisvinder, Robert J. Shiller, har traditionelt været blandt de mere skeptiske økonomer, hvad angår udviklingen på aktiemarkedene. Derfor var det noget af en overraskelse, da Shiller sammen med et par andre økonomer for nylig offentliggjorde en artikel, hvor de konkludererede, at aktier



\* 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.  
Source: I/B/E/S data by Refinitiv and Federal Reserve Board.

generelt er attraktivt prisfastsat i forhold obligationer, og aktierne måske ikke er så højt prisfastsat, som nogle investorer umiddelbart tror. Dette er i vores optik med til at underbygge, at aktier fortsat er et attraktivt investeringsobjekt i en langsigtet portefølje.

Som det ses af de effektive renter på danske statsobligationer pr. ultimo 2020 i skemaet side 2, handles 0,5% STAT 2027 til en effektiv forrentning på -0,58% p.a. og 4,5% STAT 2039 til en effektiv forrentning på -0,46% p.a. Det forventede alternativ på danske statsobligationer er således i niveau -0,5% p.a. i de næste knap 20 år, hvilket ikke er et attraktivt alternativ for den langsigtede investor. Det meget lave renteniveau vil uden tvivl fortsat være en stærkt medvirkende årsag til, at langsigtede investorer i stigende grad vil allokere flere penge til aktier i den kommende tid. Aktier bør således have gode muligheder for også at kunne give et attraktivt afkast i 2021, hvis der ikke sker noget uventet.

Selv om vi generelt vurderer, at der er basis for, at aktier kan give et fornuftigt afkast i 2021 og i årene fremover, så har COVID-19 pandemien ændret investeringsbilledet, hvor man som investor skal være ekstra opmærksom på, hvordan man foretager sine investeringer. F.eks. er der ikke nogen tvivl om, at pandemien rammer lande i Emerging Markets meget forskelligt, hvor flere lande i Asien eksempelvis ser ud til både at være mindre ramt sundhedsmæssigt såvel som økonomisk, mens de latinamerikanske lande er væsentligt hårdere ramt. Det betyder, at man i sin vurdering af en investering i Emerging Markets skal være endnu mere selektiv fremadrettet.

Nogle af de investeringsmæssige trende, der er blevet styrket i forbindelse med pandemien er, at virksomhederne generelt vil investere mere i automatisering, digitalisering og IT-effektivisering. Desuden gøres arbejdsdagen mere fleksibel både tidsmæssigt og geografisk, og der anvendes i stigende grad hjemmearbejdspladser. Dermed mindsker virksomhederne deres behov for antal m<sup>2</sup> til deres ansatte og kan derved reducere omkostninger.

Internethandlen er eksploderet, og detailbutikkerne skal genopfinde sig selv. Virksomhederne har erfaret, at deres ansatte godt kan afholde flere møder digitalt i stedet for fysiske. Dette er i vores optik trende, der i forvejen var på vej, men

de har taget et kvantespring under COVID-19, og de vil sandsynligvis fortsætte og udbygges i årene fremover.

En af de helt store trende, der er blevet forstærket under COVID-19 har været fokus på bæredygtighed. Både forbrugere og investorer ønsker i stigende grad, at virksomheder, som de handler med og investerer i, skal opføre sig ordentligt. Desuden er der i EU-landene sat ekstra fokus på, at den økonomiske genopretning skal ske med hovedfokus på bæredygtighed herunder miljømæssige grønne investeringer. USA's kommende præsident, Joe Biden, har ligeledes sat fokus på investeringer i grøn energi. Dette har medført, at de grønne selskaber har været mere efterspurgt blandt investorerne i specielt 2. halvdel af 2020, hvilket har resulteret i væsentlig højere afkast på denne type af aktier i 2020, Eksempelvis har Vestas har givet et afkast på 116% og Ørsted 83% i 2020.

Bæredygtighed vil uden tvivl være et af de helt store fokusområder i de kommende år, og det er for os ikke en uventet trend ej heller for de store danske selskaber generelt. Hvis vi ser på de store danske selskaber, har de arbejdet med bæredygtighed i deres forretningsmodeller i længere tid. De er i vores optik blandt de ledende selskaber inden for bæredygtighed i deres respektive brancher.

Som investor skal man endvidere være selektiv omkring sine investeringer inden for bæredygtighed, da det ikke alene er nok, at selskabet har fokus på et miljørigtigt produkt. Det er således ikke alt, som er "grønt", som også bliver en guldrandet investering. Fremtidens vindere findes blandt selskaber, som har en langtidsholdbar bæredygtig forretningsmodel uanset branche.

Selv om vi generelt er positive på aktieinvesteringer i 2021, hvor vi aktuelt anbefaler en overvægt af aktier i værdipapirporteføljen, gør vi også opmærksom på, at COVID-19 har skabt en større usikkerhed omkring den kortsigtede økonomisk udvikling, men det har også betydet, at man skal være endnu mere selektiv i valget af sine aktieinvesteringer.

*Af Johnny Madsen,  
partner og investeringschef  
5. januar 2021*



---

Vi giver dig overblik og tryghed

---

Formue &  
Investeringspleje

---

☎ 4630 4070  
✉ [fogi@fogi.dk](mailto:fogi@fogi.dk)

🏠 Tjærebyvej 9D  
4000 Roskilde

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