

Kvartalsrapport

1. kvartal 2021

Resume

Der er nu ikke længere nogen tvivl om, at verdensøkonomien er ved at genvinde styrke efter chokket fra COVID-19 pandemien. Pandemien er ikke slut endnu, men de succesfulde vacciner og en generelt hurtig udrulning mange steder i verden, bidrager positivt til opsvinget i verdensøkonomien. Ifølge OECD's seneste prognose fra marts måned 2021 forventes der nu en vækst i verdensøkonomien i 2021 på 5,6% p.a., hvilket er en opjustering på hele 1,4%-point fra seneste prognose fra december 2020. Opjusteringen af de økonomiske vækstforventninger har været en stærk medvirkende årsag til, at aktiemarkederne verden over generelt har realiseret nogle relativt høje afkast i 1. kvartal 2021.

Inflationen i OECD-området har været kraftigt faldende fra 1980 til perioden omkring Finanskrisen i 2008, hvorefter inflationen stabiliserede sig i et niveau omkring 2,0% p.a. med årlige udsving mellem 1-3% p.a. I forbindelse med COVID-19 krisen i foråret/sommeren 2020 faldt inflationen til et niveau omkring 1,0% p.a. Det er derfor nærliggende at antage, at inflationen i samme periode 2021 forventes at stige op omkring 3,5% p.a., dels da de tilsvarende værdier for 2020 er ekstraordinært lave dels er der opstået produktions- og transportmæssige

flaskehalse i forbindelse med COVID-19 krisen. Vi forventer, der er tale om en midlertidig stigning i inflationen, og det skal man som investor ikke lade sig forkrække af.

Når vi har lagt COVID-19 påvirkningerne bag os, kan vi forvente en lidt lavere økonomisk vækst og dermed sandsynligvis en lidt lavere inflation, da hjælpepakkerne skal tilbagebetales. Herfra er der basis for et strukturelt lavt renteniveau i mange år endnu. Investeringsmæssigt er et strukturelt lavt renteniveau og en behersket økonomisk vækst ikke nødvendigvis et onde, da det baner vejen for en højere prisfastsættelse på risikofyldte aktiver som ejendomme og aktier.

Vi har tidligere omtalt dette scenarie som "goldielock", hvilket vi økonomisk var godt på vej ind i, inden COVID-19 pandemien ramte. Når vi har lagt de økonomiske påvirkninger fra COVID-19 bag os, er der god grund til at forvente, at "goldielock" bliver det mest sandsynlige udfald i en årrække, hvor langsigtede investorer generelt vil forøge deres ejendoms- og aktieeksponering og nedbringe deres obligationsinvesteringer. Noget tyder på, at denne tendens allerede er startet i 1. kvartal 2021.



Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2021

Udvikling i 1. kvartal 2021					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2021
	31.12.2020	31.03.2021			
OMX CGI	2.094,22	2.134,36	40,14	1,92%	1,92%
OMXC Cap. GI	2.359,65	2.449,52	89,87	3,81%	3,81%
MSCI World All Countries	2.830,34	3.083,65	253,31	8,95%	8,95%
MSCI USA*	23.327,98	25.154,44	1826,46	7,83%	7,83%
MSCI Europa*	11.703,79	12.115,94	412,15	3,52%	3,52%
MSCI Japan*	24.517,59	25.215,08	697,49	2,84%	2,84%

*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2021
	31.12.2020	31.03.2021			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,50	0,10	-0,13%	-0,13%
3% STAT 2021	-0,54	-0,56	-0,02	-0,12%	-0,12%
0,5% STAT 2027	-0,58	-0,37	0,21	-1,10%	-1,10%
4,5% STAT 2039	-0,46	0,23	0,69	-6,73%	-6,73%
1,5% NYK 2050	1,27	1,41	0,14	-1,62%	-1,62%
BDEN15**				-0,52%	-0,52%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2021
	31.12.2020	31.03.2021			
USD/DKK	6,06	6,34	0,29	4,71%	4,71%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	-0,03%	-0,03%
JPY/DKK hele	0,059	0,057	-0,002	-2,60%	-2,60%

Udviklingen i 1. kvartal 2021

Der er nu ikke længere nogen tvivl om, at verdensøkonomien er ved at genvinde styrke efter chokket fra COVID-19 pandemien. Pandemien er ikke slut endnu, men de succesfulde vacciner og en generelt hurtig udrulning mange steder i verden, bidrager positivt til opsvinget i verdensøkonomien. Ifølge OECD's seneste prognose fra marts måned 2021 forventes der nu en vækst i verdensøkonomien i 2021 på 5,6% p.a., hvilket er en opjustering på hele 1,4%-point fra seneste prognose fra december 2020. En stor del af opjusteringen skyldes en forventning om en vækst i den amerikanske økonomi i 2021, der er 3,3%-point højere end tidligere forventet, vil bidrage så væksten i den amerikanske økonomi ifølge OECD samlet forventes at blive på 6,5% p.a. i 2021. I USA er der vedtaget en historisk stor hjælpepakke på 1.900 mia. USD, hvilket alene forventes at løfte væksten i verdensøkonomien med 1,0%-point i 2021. OECD opjusterer

desuden vækstforventningerne for 2020 med omkring 1,0%-point, så der nu "kun" forventes en tilbagegang i verdensøkonomien på 3,4% p.a. i 2020.

Opjusteringen af de økonomiske vækstforventninger har været en stærk medvirkende årsag til, at aktiemarkederne verden over generelt har realiseret nogle relativt høje afkast i 1. kvartal 2021, målt i DKK. MSCI World All Countries er steget med knap 9%, målt i DKK, i det forgangne kvartal, mens de danske aktier er haltet lidt efter, hvor OMXC cap. GI er steget med 3,8% i 1. kvartal 2021 sammenlignet med 1. kvartal 2020. Der har generelt været en tendens til, at vinderaktierne i 2020 (bl.a. IT og de defensive og grønne aktier som Vestas, Ørsted og Novo Nordisk har haft det svært i starten af 2021, idet investorerne har foretrukket de mere konjunkturfølsomme aktier. Blandt dem har Jyske Bank

realiseret et afkast på knap 30% i 1. kvartal 2021 og DSV har realiseret et afkast på over 22% i det forgangne kvartal.

Med udsigt til en forholdsvis kraftig økonomisk fremgang i verdensøkonomien i både 2021 og 2022, er investorerne også begyndt at sælge ud af obligationer og købe mere op i aktier. Dette har bidraget til den positive performance på aktier i det forgangne kvartal, men det har også haft betydning for obligationsrenterne, som ligeledes er steget i samme kvartal.

Rentestigningerne ses primært på obligationer med lange løbetider, mens renten på obligationer med kortere løbetider kun er blevet påvirket i meget begrænset omfang. Til eksempel er renten på den lange danske statsobligation 4,5% STAT 2039 steget med 0,69%-point i løbet af 1. kvartal 2021, hvilket har bevirket, at obligationen samlet set har realiseret et afkast på -6,73% p.a. Den effektive rente på denne

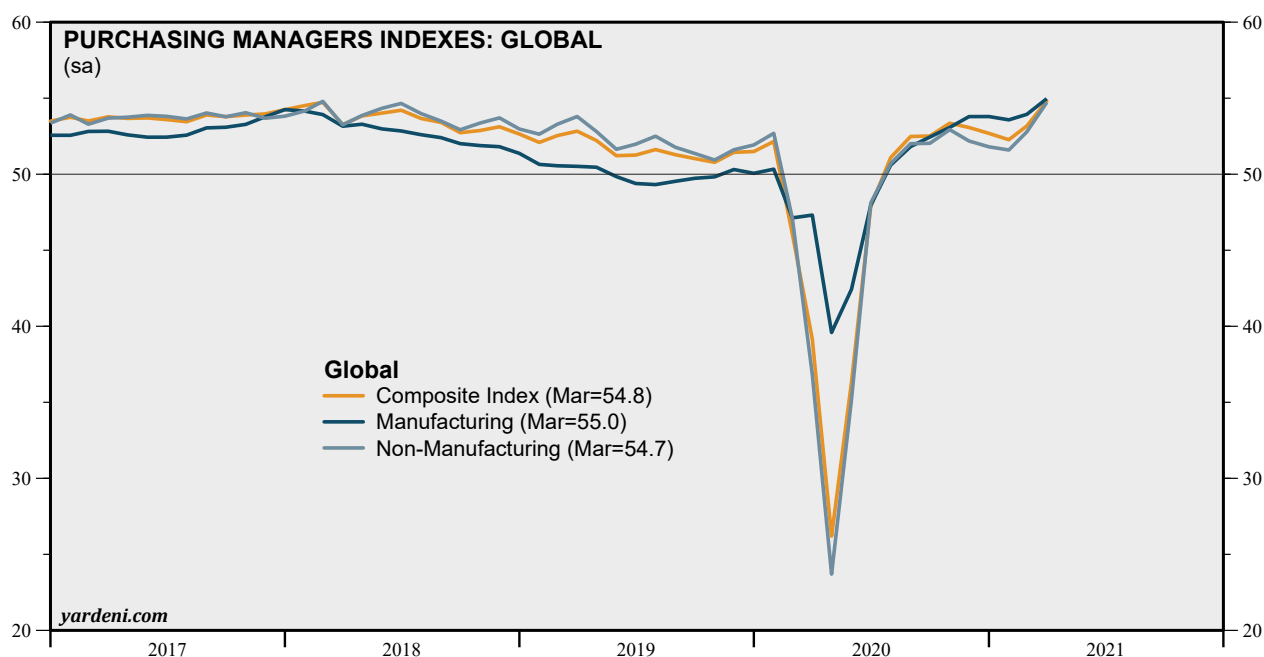
statsobligation, der løber 18 år endnu, er nu på 0,23% p.a., hvilket stadig må betragtes som et meget lavt renteniveau.

De markant forbedrede økonomiske udsigter for den amerikanske økonomi har ført til en styrkelse af den amerikanske dollar over for euro og danske kroner på knap 5% p.a. i løbet af 1. kvartal 2021.

Det er ikke mange måneder siden, at mange af de store investeringsbanker, forventede en betydelig svækkelse af den amerikanske dollar over for bl.a. euroen og danske kroner i 2021, men den hurtige udrulning af vacciner i USA i kombination med den før omtalte hjælpepakke, har ændret udsigterne for den amerikanske økonomi markant i en mere positiv retning. Dette er et meget godt billede af, hvor hurtigt ting kan ændre sig specielt i denne tid, hvor usikkerheden er ekstra stor.

OECD Interim Economic Outlook Forecasts March 2021

	Real GDP growth Year-on-year % change		
	2020	2021 Interim EO projections	2021 Difference from December EO
World	-3.4	5.6	1.4
G20 ¹	-3.2	6.2	1.5
Australia	-2.5	4.5	1.3
Canada	-5.4	4.7	1.2
Euro area	-6.8	3.9	0.3
Germany	-5.3	3.0	0.2
France	-8.2	5.9	-0.1
Italy	-8.9	4.1	-0.2
Spain ²	-11.0	5.7	0.7
Japan	-4.8	2.7	0.4
Korea	-1.0	3.3	0.5
Mexico	-8.5	4.5	0.9
Turkey	1.8	5.9	3.0
United Kingdom	-9.9	5.1	0.9
United States	-3.5	6.5	3.3
Argentina	-10.5	4.6	0.9
Brazil	-4.4	3.7	1.1
China	2.3	7.8	-0.2
India ³	-7.4	12.6	4.7

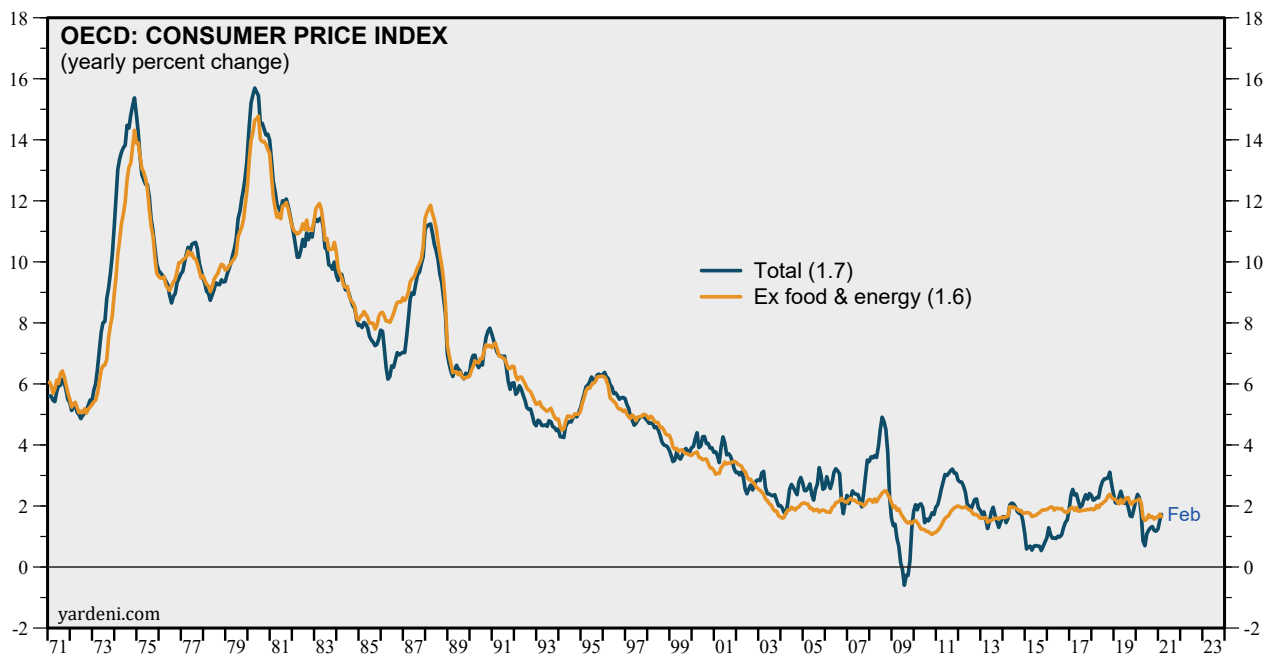


Forventninger

Den stigende optimisme omkring et økonomisk opsving i verdensøkonomien kan vi også genfinde, i de globale indkøbschefers forventning til den økonomiske udvikling. På ovenstående graf, ses det samlede indeks (Composite PMI) som er sammensat af henholdsvis de globale indkøbschefers forventninger inden for fremstillingsindustrien (Manufacturing) og serviceindustrien (Non-Manufacturing). Som det ses af grafen, er indkøbscheferne blevet mere positive på fremtiden på det seneste, og uanset om man ser på det samlede indeks eller underindeksene, er alle disse nu på de højeste niveauer i ovenstående perioden.

Med en kraftig økonomisk vækst i verdensøkonomien i 2021, rejser der sig det naturlige spørgsmål, hvad skal der ske med inflationen og renten? Er vi på vej ind i en årrække med stigende inflation og stigende renter? For at besvare dette spørgsmål, tager vi først udgangspunkt i inflationsudviklingen målt ved forbrugerprisindekse (Consumer Price Index) fra hele OECD-området siden 1970.

Som det ses i grafen på side 6, har inflationen i OECD-området været kraftigt faldende fra 1980 til perioden omkring Finanskrisen i 2008, hvorefter inflationen ses at have stabiliseret sig i et niveau omkring 2,0% p.a. med årlige udsving mellem 1-3% p.a. Som det også ses af figuren, faldt inflationen i forbindelse med COVID-19 krisen i foråret/sommeren 2020 til et niveau omkring 1,0% p.a. Det er derfor nærliggende at antage, at inflationen i samme periode 2021 forventes at stige op omkring 3,5% p.a., dels da de tilsvarende værdier for 2020 er ekstraordinært lave dels er der opstået produktions- og transportmæssige flaskehalse i forbindelse med COVID-19 krisen. De forventes først at blive afviklet gradvist gennem 2021, hvorfor priserne for udvalgte varer og transportydelser forventes at blive ekstraordinære høje i store dele af 2021. Aktuelt oplever byggebranchen i Danmark og flere andre steder i verden en mangel på byggematerialer og kraftigt stigende priser, og fragtraterne er generelt ligeledes på nogle høje niveauer. Disse flaskehalse skal afvikles, men det tager tid, og det vil kortvarigt

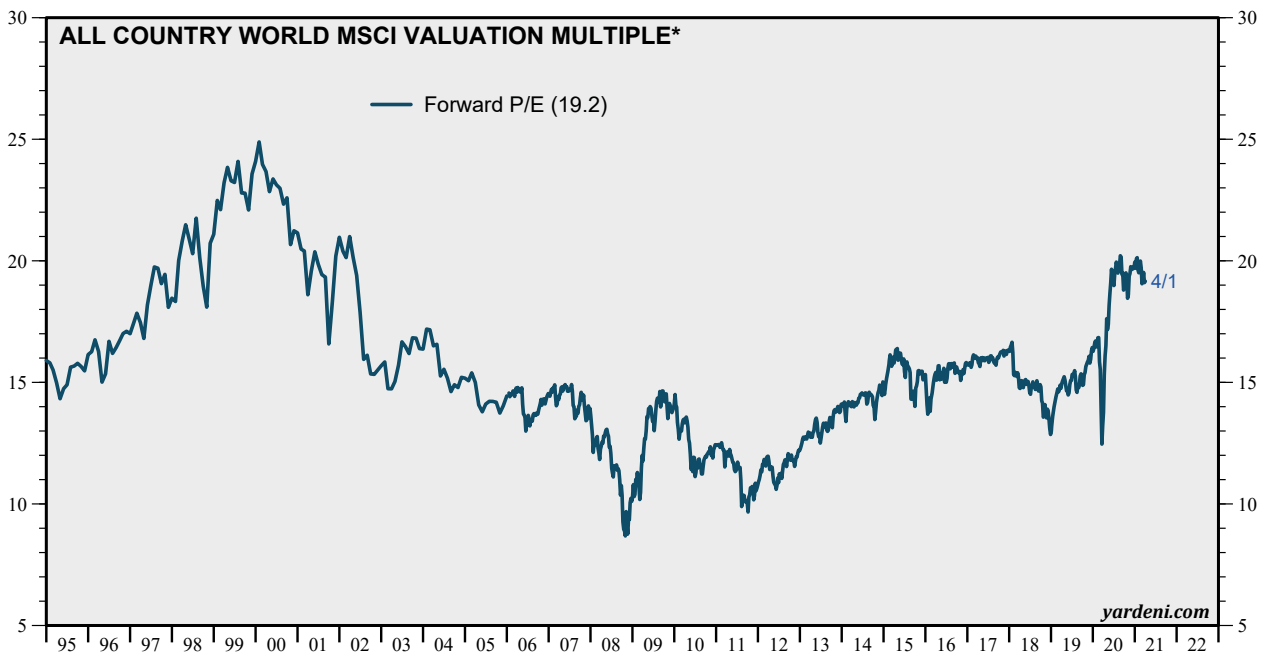


resultere i en forholdsvis stor stigning i inflationen i foråret og hen over sommeren i både den danske, europæiske og amerikanske inflation. Så længe der er tale om en midlertidig stigning i inflationen, skal man som investor ikke lade sig forskrække af dette. Både den amerikanske og europæiske centralbank har været ude at sige, de forventer en inflation op i niveau 3,5% p.a. i løbet af 2021, men at stigningen kun forventes at være af midlertidig karakter. Vi forventer centralbankerne fastholder det lave renteniveau i et godt stykke tid endnu.

Vi deler den opfattelse, at den stigende inflation formodentlig kun er et midlertidigt fænomen. Vi vurderer også, at der er stor risiko for, at der på den anden side af COVID-19 pandemien og de midlertidige flaskehalse kan være forhøjet risiko for, at inflationen falder til et lidt lavere niveau, end før COVID-19. Dette skyldes, at hjælpepakkerne skal tilbagebetales, og selv om de fleste lande godt kan leve med et højere gælds niveau på grund af den lave rente, skal gælden stadig tilbagebetales på et tidspunkt. Det er ligeledes meget vigtigt, at de enkelte lande fastholder en høj kreditværdighed, hvilket i modsat fald kan betyde, at rentebetalingerne bliver markant højere, når det enkelte land skal refinansiere sin gæld. Derfor er det mest sandsynlige scenarie, at landene lægger en langsigtet plan, hvor gælden gradvist afdrages, bl.a. via forhøjede skatteind-

tægter. Højere skattebetalinger vil betyde en lidt lavere fremtidig økonomisk vækst og dermed sandsynligvis en lidt lavere fremtidig inflation, når vi økonomisk har lagt COVID-19 påvirkningerne bag os. Herfra er der basis for et strukturelt lavt renteniveau i mange år endnu om end de negative europæiske renter nok kun er på lånt tid. Investeringsmæssigt er et strukturelt lavt renteniveau og en behersket økonomisk vækst ikke nødvendigvis et onde, da det baner vejen for en højere prisfastsættelse på risikofyldte aktiver som ejendomme og aktier. Vi har tidligere omtalt dette scenarie som "goldielock", hvilket vi økonomisk var godt på vej ind i, inden COVID-19 pandemien ramte. Når vi har lagt de økonomiske påvirkninger fra COVID-19 bag os, er der god grund til at forvente, at "goldielock" bliver det mest sandsynlige udfald i en årrække, hvor langsigtede investorer generelt vil forøge deres ejendoms- og aktieeksponering og nedbringe deres obligationsinvesteringer. Noget tyder på, at denne tendens allerede er startet i 1. kvartal 2021.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet og tager udgangspunkt i, hvad det nuværende kursniveau er for MSCI World All Country (verdensindekset for aktier), sammenholdt med, hvad analytikerne forventer, de underliggende selskabers indtjening er om 12 måneder, kan man beregne, hvilket Forward P/E niveau, som



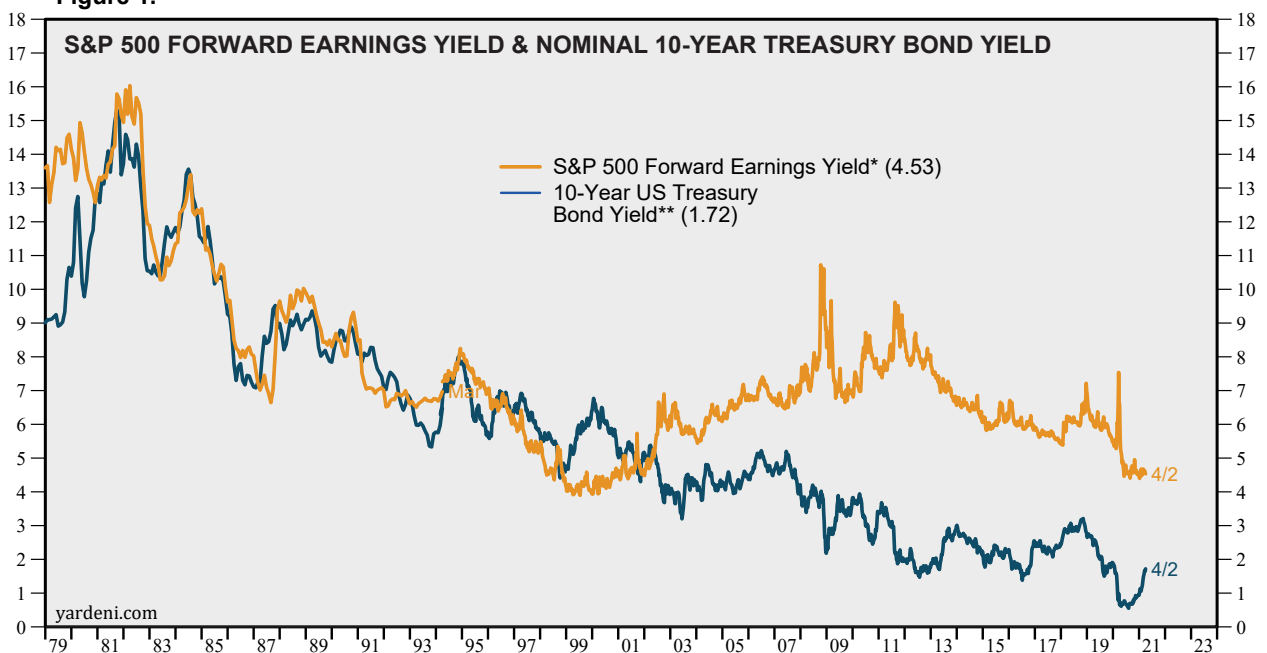
aktierne bør handles på. Jo højere Forward P/E værdi, desto dyrere er aktiernes prisfastsættelse alt andet lige. Som det ses af den følgende graf, handles aktierne aktuelt til 19,1, hvilket umiddelbart er til den dyre side i et historisk perspektiv, men noget under niveauet omkring år 2000, som af mange anses for at være den seneste "Aktieboble".

Det er svært at skulle sige noget éntydigt omkring prisfastsættelsen ud fra et enkelt tal, da investorer jo skal investere deres penge i noget.

Derfor holdes prisfastsættelsen på aktier ofte op imod, hvad investorer alternativt kan investere deres penge i. Den amerikanske centralbank (Fed), blev i 1990'erne kendt for en model, hvor de sammenlignede den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation med prisfastsættelsen på aktiemarkedet.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet i forhold til en 10-årige amerikanske statsobligation, så ser aktier pludselig billige ud. Det kan

Figure 1.



udledes af ovenstående figur, hvor den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation er 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 indeksværdien).

Den 10-årige amerikanske statsrente har bevæget sig op imod de 1,7% på det seneste, hvilket er i den nederste del af niveauet på 1,5-3,0% som den 10-årige amerikanske statsrente har svinget imellem siden Finanskrisen og før COVID-19 ramte. Det er nærliggende at tro, at den amerikanske 10-årige rente fremadrettet måske skal svinge i niveauet 1,0-2,5% når den økonomiske påvirkning fra COVID-19 er overstået, og hvis vi får ret i, at den fremtidige økonomiske vækst og inflation bliver lidt lavere end realiseret i årene op til COVID-19 pandemien.

Som det ses af figur 2 på side 7, var den effektive rente på den 10-årige amerikanske statsobligation og Forward Earnings Yield på det amerikanske S&P 500 aktieindeks meget tæt på hinanden fra 1980 og til slutningen af 1990'erne, hvor aktier pludselig blev meget dyre i forbindelse med IT-boblen. Efter IT-boblen brast, er aktierne blevet handlet med en betydelig rabat i forhold til obligationer ud fra denne betragtning. Måske de kommende år vil betyde en indsnævring i denne rabat ved at aktierne generelt skal prisfastsættes højere? Vi tror, at det er et sandsynligt scenarie, hvis der ikke kommer flere uventede "stød" til verdensøkonomien. Derfor anbefaler vi fortsat overvægt på aktier for den langsigtede investor.

*Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
7. april 2021*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

☎ 4630 4070
✉ fogi@fogi.dk

🏠 Tjærebyvej 9D
4000 Roskilde

🌐 www.fogi.dk
☎ 25839439