

Afkast

	Aktier	Obligationer	Samlet	Benchmark**	Merafkast	Kroneafkast
4. kvartal 2020	6,32%	-0,08%	0,56%	0,60%	-0,04%	1.291.672
2020*	10,57%	0,29%	1,59%	1,50%	0,08%	3.582.079

* Siden start 01.05.2020

** 45% Nordea Government CM2, 45% Nordea Mortgage CM2, 5% Dow Jones Sustainability World Index & 5% ICE Global Corp Index

	Portefølje	Benchmark	Nettoindskud	Formue
Standardafvigelse [p.a.] *	1,07%	0,71%	Kvartal	Ultimo kvartal
Højeste kvartalsafkast *	0,62%	0,60%	2020	Primo kvartal
Laveste kvartalsafkast *	0,40%	0,34%		
Justeret varighed **	1,64	2,00		

* Siden start

** Ultimo kvartalet

Afkastkommentar

Porteføljen gav et afkast på 0,56% i 4. kvartal, mod et Benchmark afkast på 0,60%. Aktier gav et afkast på 6,32%, hvoraf danske aktier leverede de højeste afkast, mens europæiske aktier bidrog med de laveste afkast. Obligationer leverede afkast på -0,08%.

Aktivallokering

Porteføljen havde en overvægt af aktier og erhvervsobligationer ved indgangen til kvartalet, og sådan er det fortsat. Efter et fornuftigt 3. kvartal, blev også 4. kvartal ganske stærkt. Aktier leverede generelt meget flotte afkast, mens Danske aktier endnu engang outperformede de globale indeks. Kreditspændene blev indsnævret i løbet af årets sidste måneder, og porteføljens beholdning af erhvervsobligationer leverede et pænt positivt afkastbidrag i 4. kvartal.

En positiv driver for de risikofyldte aktivklasser var fortsat kombinationen af en meget lempelig pengepolitik, med lave renter og store opkøbsprogrammer i lang tid fremover, samt en meget lempelig finanspolitik. Men også gode nyheder på vaccinefronten var medvirkende til at skabe optimisme blandt investorerne.

Obligationer

I 4. kvartal har beholdningen af danske obligationer givet et fornuftigt afkast, ligesom året som helhed har været ganske pænt. Afkastet kan tilskrives et faldende renteniveau, hvor specielt de lange renter er faldet. Kurserne på de toneangivende realkreditobligationer ligger nu tæt på et niveau som før Corona-krisen. Udenlandske investorer forsætter med at købe danske obligationer skønt omfanget er noget mere afmålt i forhold til tidligere kvartaler.

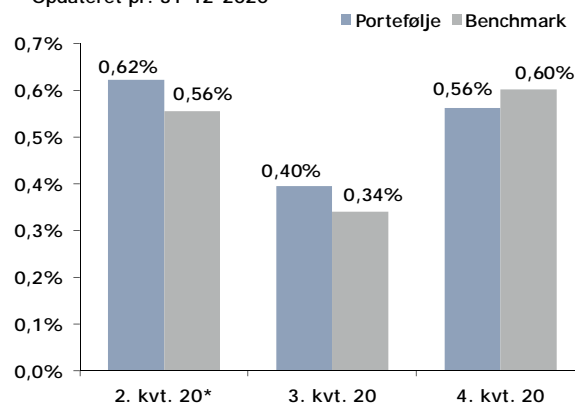
Erhvervsobligationer har også haft et særdeles godt kvartal med afkast i niveauet 3-5%. Penge- og finanspolitiske stimuli, positive vaccinyheder og forøget risikoappetit blandt investorerne har understøttet aktivklassen. Året som helhed er aktivklassen nu solidt tilbage i plus, og især amerikanske og emerging markets erhvervsobligationer udstedt i USD har haft et stærkt år, drevet af kraftigt faldende amerikanske renter.

Aktier

Positive vaccinyheder, vedtagelse af stimulispakker i USA og Europa samt fortsat meget lave renter, har sikret at de globale aktiemarkeder, trods en 2. bølge Corona nedlukninger, også i 4. kvartal gav et positivt afkast på 9,2%. Bedste aktieklasse med et afkast i 4. kvartal på 10,8% har været europæiske aktier, hvilket kan tilskrives at de positive vaccinyheder gav et særligt løft til de såkaldte valueaktier, der er overrepræsenteret i Europa. For hele 2020 har europæiske aktier dog været den langt dårligste aktieklasse med et negativt afkast på 3,6%. Emerging Markets aktier fik i 4. kvartal et stærkt come back med en afkast på 14,7%. Emerging Markets har en stor andel cykliske valueaktier, og udsigten til en generelt stigende økonomisk vækst i 2021 har givet et positivt løft til dette segment. Danmark har også i 4. kvartal givet et meget højt afkast på 11,8% og for hele året har danske aktier dermed givet et exceptionelt højt afkast på 29,4%. Danske aktier har været trukket op af blandt andet en stor andel "grønne aktier" som Vestas og Ørsted samt en stor andel af sundhedsaktier, der klarede sig relativt godt da Corona krisen ramte det øvrige aktiemarked.

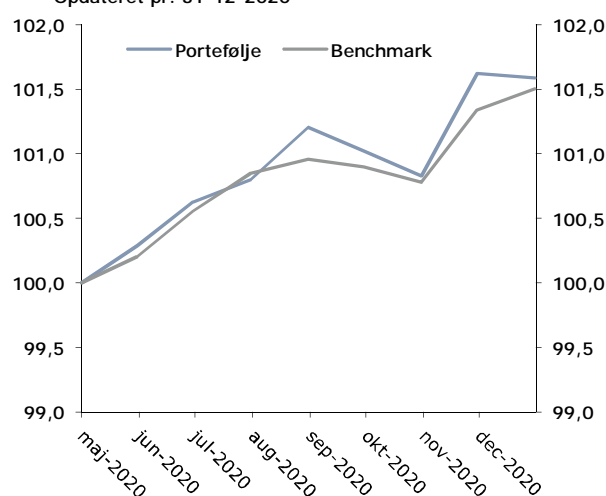
Seneste kvartalers afkast

Opdateret pr. 31-12-2020



Afkast, indekseret

Opdateret pr. 31-12-2020

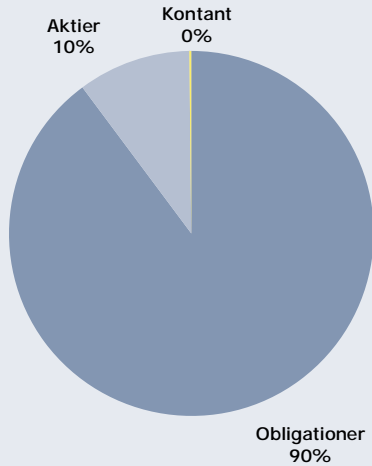


Aktivallokering

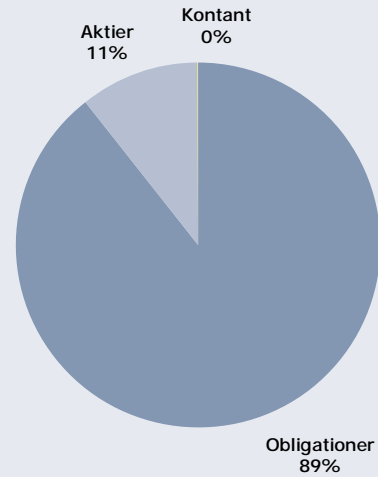
Opdateret pr. 31-12-2020

Porteføljesammensætning

Primo 4. kvartal 2020



Ultimo 4. kvartal 2020



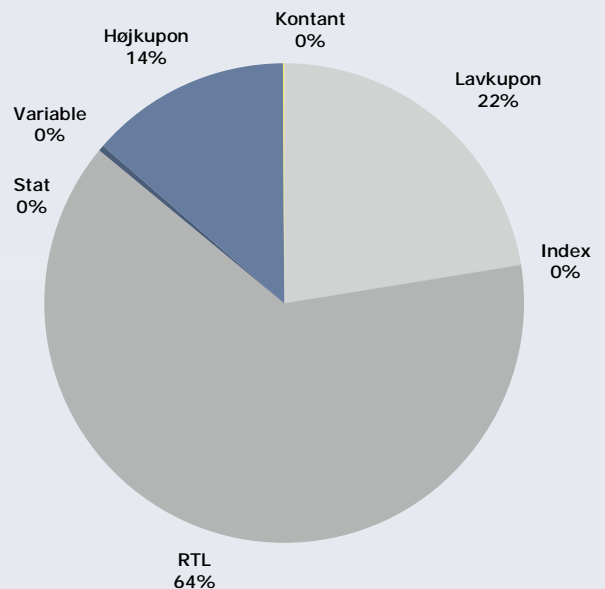
*Diagrammerne er baseret på data pr. handelsdato

De største positioner i porteføljen

Opdateret pr. 31-12-2020

0,12% F6NYK22Hjul228	12,4%
1,00% 321 E ap22RF22	11,1%
1,00% 1RD10F24APRF24	11,0%
LSI Globale Aktier Basis	10,6%
1,00% 1NDASDROAP2424	9,4%
2,00% 2NYK13Hja25R25	8,2%
2,00% 2NYK01EA47 47	5,0%
1,00% 1RD10F23JARF23	4,4%
2,00% 2NDASDRO37 37	4,3%
1,50% 15NYK01EA40 40	4,1%
Total	80,5%

Porteføljes obligationsandel fordelt på segmenter*



*Diagrammet er baseret på data pr. handelsdato

Afkast

	Portefølje	Benchmark **	Merafkast	Kroneafkast
4. kvartal 2020	-0,10%	0,05%	-0,15%	-45.984
2020*	0,24%	0,28%	-0,03%	109.461

* Siden start 01.05.2020

** 50% Nordea Government CM2 & 50% Nordea Mortgage CM2

	Portefølje	Benchmark	Nettoindskud	Formue
Standardafvigelse [p.a.] *	0,45%	0,27%	Kvartal -897	Ultimo kvartal 45.156.057
Højeste kvartalsafkast *	0,22%	0,14%	2020 232.683	Primo kvartal 45.202.938
Laveste kvartalsafkast *	-0,10%	0,05%		
Justeret varighed **	1,48	2,00		

* Siden start

** Ultimo kvartalet

Afkastkommentar og omlægninger

Obligationsmarkedet i slutspurt. I 4. kvartal har beholdningen af danske obligationer givet et fornuftigt afkast, ligesom året som helhed har været ganske pænt. Afkastet kan tilskrives et faldende renteniveau, hvor specielt de lange renter er faldet. Kurserne på de toneangivende realkreditobligationer ligger nu tæt på et niveau som før Corona-krisen. Udenlandske investorer forsætter med at købe danske obligationer skønt omfanget er noget mere afmålt i forhold til tidligere kvartaler. Erhvervsobligationer har også haft et særdeles godt kvartal med afkast i niveauet 3-5%. Penge- og finanspolitiske stimuli, positive vaccinyheder og forøget risikoappetit blandt investorerne har understøttet aktivklassen. Året som helhed er aktivklassen nu solidt tilbage i plus, og især amerikanske og emerging markets erhvervsobligationer udstedt i USD har haft et stærkt år, drevet af kraftigt faldende amerikanske renter.

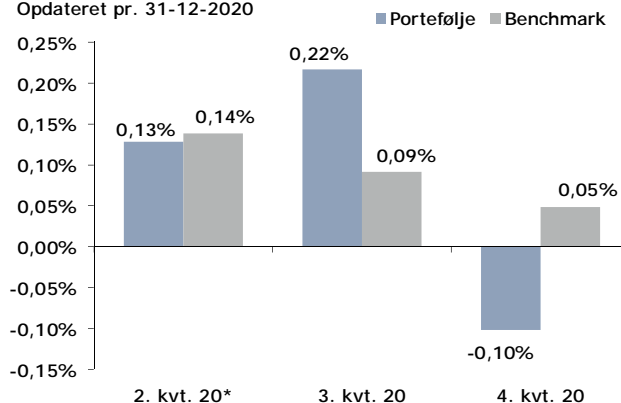
COVID-19 satte dagsordenen. Nedlukningen af økonomierne tog hårdt på obligationsmarkeder verden over, og danske realkreditobligationer gik ikke ram forbi. Værst gik det for 30 årige 0,5% realkreditobligationer som faldt knap 7 kurspoint. Efterfølgende har realkreditmarkedet dog kommet stærkt igen, og ved årets udgang ligger kurserne stort set uforandret. For at stimulere økonomien har centralbanker verden over genoptaget opkøbsprogrammerne, og signaleret lave renter så langt øjet rækker. Det har været med til at presse de lange renter ned, og generelt understøtte obligationer. I 4. kvartal lancerede den europæiske centralbank deres seneste opkøbstiltag. Programmet lyder nu på EUR 1.850 mia. og kører indtil marts 2022. Selvom danske stats- og realkreditobligationer ikke direkte er omfattet af programmet nyder de stadig godt af de indsnævrede spænd til europæiske obligationer.

Realkreditmarkedet. I 4. kvartal er renten på 2- og 10 årige danske statsobligationer faldet med hhv. 0,05 og 0,1 procentpoint til -0,6 pct. og -0,5 pct. Rentefaldet er også smittet af på realkreditobligationer, som har haft et rigtigt godt kvartal. Foruden faldende renter har afkastet været understøttet af en generel højere prisfastsættelse af realkreditobligationer. Ingen tvivl om at udlandets appetit på danske obligationer igen har medvirket til at understøtte markedet. Det skal dog nævnes, at udlandet opkøb det seneste kvartal har været mere afmålt end tidligere. På trods af renterne er historisk lave følger konverteringsomfanget et stabilt niveau. Årgangsskiftet tilbage i august, som isoleret sænkede kursen på de toneangivende realkreditobligationer med godt 1 kurspoint, har også bidraget til dette. Omvendt har RD's lancering af den 30 årig afdragsfrihed med fast rente været en stor succes.

Porteføljestrategi. Vi fastholder porteføljens investeringsstrategi, hvor renterisikoen holdes under benchmark. Vi fastholder ligeledes en markant overvægt af realkreditobligationer, da der her fortsat er en betragtelig merrente i forhold til statsobligationer. Det forventede afkast på realkreditobligationer er således solidt ved selv markante bevægelser i rente- og kreditpræmien. Vi køber op i rentetilpasningsobligationer og konverterbare obligationer, som er attraktivt prisfastsat i forhold til øvrige realkreditobligationer

Seneste kvartalers afkast

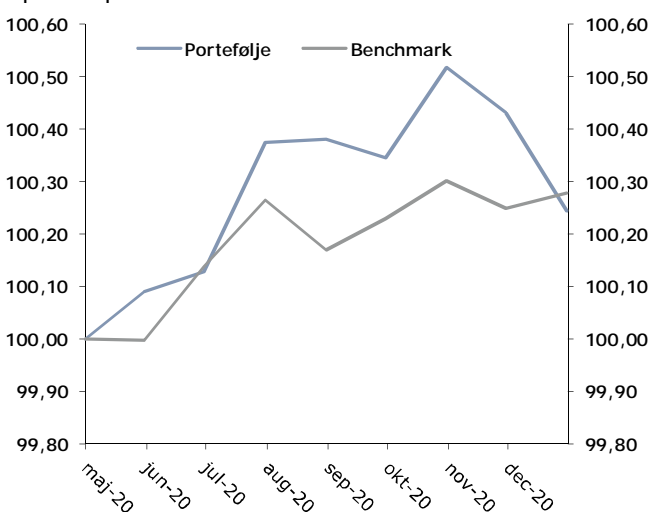
Opdateret pr. 31-12-2020



* Siden start 01.05.2020

Afkast, indekseret

Opdateret pr. 31-12-2020

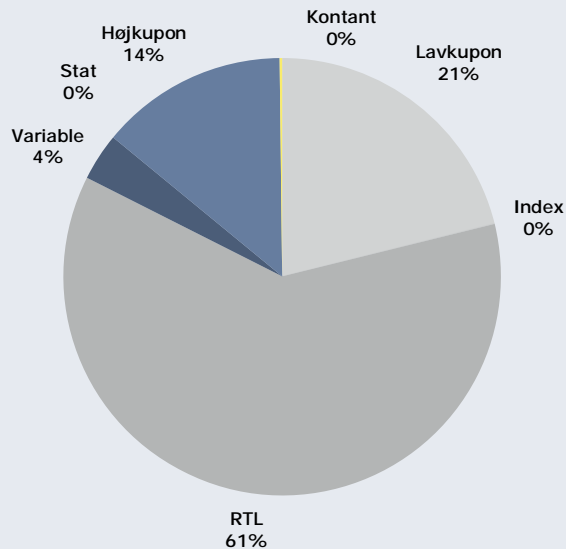


Aktivallokering

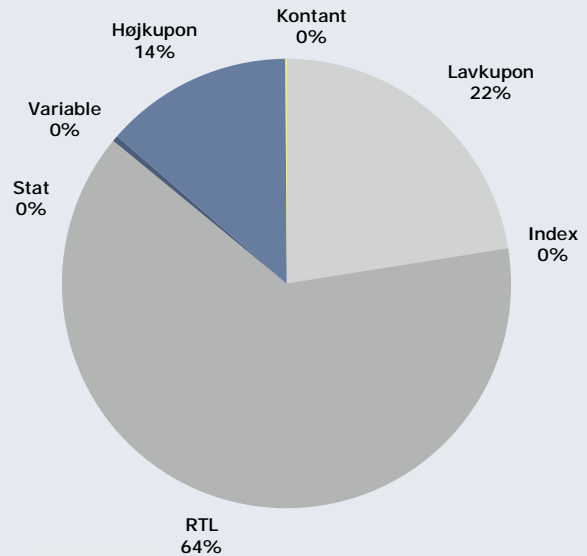
Opdateret pr. 31-12-2020

Porteføljesammensætning

Primo 4. kvartal 2020



Ultimo 4. kvartal 2020



*Diagrammerne er baseret på data pr. handelsdato

De største positioner i porteføljen

Opdateret pr. 31-12-2020

0,12% F6NYK22Hjul228	13,3%
1,00% 321 E ap22RF22	10,5%
1,00% 1NDASDROAP2424	9,9%
2,00% 2NYK13Hja25R25	9,1%
2,00% 2NYK01EA47 47	7,7%
1,00% 1RD10F24APRF24	7,6%
1,00% 1RD10F21APRF21	5,5%
1,00% 1NYK13Hju24D24	5,4%
2,00% 2NDASDRO37 37	4,5%
3,5% Nordea 44	3,9%
Total	77,3%

4. kvartal 2020

Resumé

- Fjerde kvartal bød på kursstigninger på aktiemarkedene, indsnævring af kreditspænd og rentefald på europæiske obligationer. Alle aktivklasser havde derfor en positiv udvikling.
- Selv om en ny Covid-19-bølge har ramt verdenssamfundet og ført til delvise nedlukninger, så er det godkendelsen af vacciner, der skaber håb om, at pandemien snart bliver nedkæmpet.
- Politikerne og centralbankerne fortsætter med at lempe finans- og pengepolitikken. I Europa blev politikerne enige om en syvårig budgetplan men også om en 750 mia. euro stor 'genopretningspakke', der skal afhjælpe konsekvenserne af Covid-19-krisen. De 390 mia. euro er ikke-tilbagebetalingspligtig støtte til primært de sydeuropæiske lande.
- ECB besluttede at forlænge deres 'Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)' med yderligere 500 mia. euro til opkøbsprogrammet, der fortsætter til i hvert fald marts 2022. Det forventes ikke, at ECB vil begynde at hæve renten, før end opkøbsprogrammet er ophørt. Dvs. de negative styringsrenter ventes at fortsætte til som minimum marts 2022.
- Kort før jul førte Brexit-forhandlingerne endelig til en aftale. Truslen om toldkaos blev dermed afværget, om end Storbritanniens officielle udtræden af EU's indre marked og toldunionen med tiden har potentiale til at skabe besværligheder for samhandlen.
- I USA vandt Demokraten Joe Biden præsidentvalget foran præsident Trump, der som ventet har haft svært ved at acceptere nederlaget. Kongressen vedtog efterfølgende en 900 mia. USD finanspolitisk lempelse.
- Vi har fastholdt en overvægt af risiko i porteføljerne via en overvægt af aktier og kredit. I kvartalets løb blev eksponeringen til kredit dog reduceret til fordel for emerging markets-aktier, hvor det var muligt. De positive forventninger og risk-on i porteføljerne er dels baseret på forventningen om, at Covid-19-pandemien definitivt kommer under kontrol.

Makro: Vacciner giver håb

Nu kommer vaccinerne – det giver håb

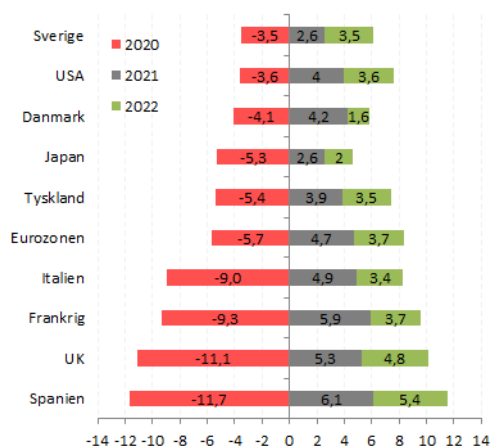
Godkendelsen af flere vacciner giver håb om, at verdenssamfundet i løbet af 2021 vender tilbage til mere normale tilstande. Lige nu er der indregnet, at vaccinerne virker, og at vaccinationsprogrammerne implementeres i løbet af 2021 selv om det er uklart, hvordan vaccinerne virker på sigt, og om antistofferne kan afværge en ny opblussen af pandemien.

Store regionale forskelle i, hvordan de enkelte lande er ramt af Coronakrisen

Det mest sandsynlige scenarie er dog, at væksten stiger igen i de kommende år som en reaktion på dels det opsparede forbrugsbehov og dels de store penge- og finanspolitiske lempelser. EU blev i slutningen af december enige om en genopretningsplan, der skal hjælpe EU-landene med håndtering af Covid-19-krisens økonomiske og sociale konsekvenser, men også til en implementering af den grønne og digitale omstilling. EU's tiltag er bemærkelsesværdig, da hensynet til Stabilitets- og Vækstpagten, der er en del af ØMU-samarbejdet er suspenderet. EU holdt med rette stædigt fast i de regler i perioden efter Finanskrisen. I figuren til højre er vist, at specielt de sydeuropæiske lande er hårdt ramt af pandemien og derfor har brug for hjælp. Det ses også, at Danmark ligger i toppen blandt de lande, der er ramt mindst. Hvis det

De Sydeuropæiske lande, hvor turismen udgør en stor del af økonomien er hårdest ramt

BNP-væksten i 2020, 2021, 2022



Kilde: Consensus Forecasts, for Danmark: Nationalbanken

Den lempelige penge- og finanspolitik fortsætter

Økonomiske vækstforløb bliver som illustreret, så vil verdensøkonomien i 2022 overordnet set være tæt på at have hentet det tabte, men heller ikke mere. Derfor har den europæiske centralbank, ECB, lovet, at opkøbsprogrammet fortsætter til marts 2022 som minimum, og ligeså at styringsrenterne forbliver negative indtil da.

I USA fremlagde Kongressen lige inden juleferien også et forslag til finanspolitisk lempelse. Præsident Trump var ikke overraskende imod forslaget. Det overraskende var derimod, at han mente, at det økonomiske bidrag til de private husholdninger skulle være større, hvilket Demokraterne var imødekommende overfor. Ifølge planen ville de fleste husstande modtage en check på 600 USD, der erfaringsmæssigt giver et umiddelbart boost til økonomien.

Det positive scenarie er, at væksten stiger kraftigt i de kommende år

Samlet set er finanspolitikken verden over meget lempelig. I kombinationen med, at forbrugerne formentlig har et stort opsparat forbrugsbehov, er det mest sandsynlige scenarie jf. konsensusforventningerne, at væksten stiger i 2021 og i 2022. Billedeligt talt sidder forbrugerne med speederen i bund og håndbremsen trukket, som når den slippes kan skabe en flyvende start. Den negative side af dette scenarie er, at risikoen for højere inflation er stigende. Forventningerne til stigende inflation er en af de største risici for de finansielle markeder på mellemlangt og langt sigt.

Uskønt forløb i USA, hvor Joe Biden vandt præsidentvalget over Trump, der fornægtede sit nederlag

Her i januar 2021 overtager Demokraten Joe Biden præsidentembedet i USA efter Republikaneren Donald Trump, der har brugt en stor del af de seneste fire år på handelskrigen med Kina. Denne slutter formentlig ikke, fordi Joe Biden bliver ny præsident. Men det er vurderingen hos de politiske iagttagere, at en eskalering næppe sker i 1. halvår af 2021, hvor Biden formentlig er travlt optaget af de indenrigspolitiske udfordringer i kølvandet på pandemien. Umiddelbart synes såvel Demokraterne som Republikanerne at have samme standpunkt i handelspolitikken. Central i handelskrigen er beskyttelse af egne interesser. Derfor er verdensøkonomien de seneste fire år blevet mindre global og mere national. Det samme gælder i EU, hvor pandemien viste, at når det brænder på, så består EU af 27 selvstændige nationalstater. Når begejstringen om verdensøkonomiens genopretning har lagt sig, så har handelskrigen igen potentiale til at skabe uro på finansmarkederne. På lidt længere sigt er der bekymringen om de økonomiske eftervirkninger af Coronakrisen, herunder at den enorme gældsopbygning kan blive et markedstema. Men de præger næppe forventningsdannelsen her i 1. halvdel af 2021.

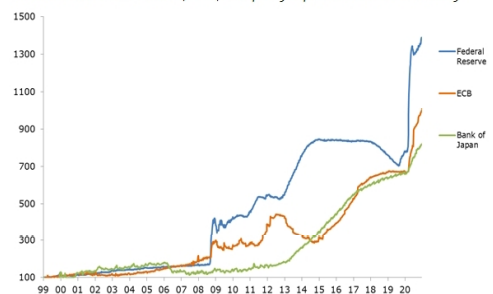
Renteudviklingen, realkredit- og erhvervsobligationsmarkedet

Rolig udvikling på rentemarkederne i 4. kvartal

Efter et begivenhedsrigt år var det europæiske rentemarked relativt roligt gennem det meste af 4. kvartal, dog med en lille tendens til faldende lange renter, mens de korte renter var stort set uændrede. ECB med centralbankchef Christine Lagarde i spidsen drev udviklingen ved at udvide det i forvejen historisk store pandemiopkøbsprogram, Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), med 500 mia. euro til nu i alt svimlende 1.850 mia. euro. De mange ekstra mia. euro forlænger opkøbsprogrammet med et månedligt opkøb på knap 100 mia. euro frem til marts 2022. Derudover har ECB meddelt, at udløbne obligationer vil blive geninvesteret som minimum frem til ultimo 2023. Opkøbsprogrammet vil således have markedseffekt i meget lang tid fremover. Til gengæld justerede ECB helt som forventet ikke styringsrenten, den blev fastholdt på minus -0,50 pct. Det forventes samtidig, at styringsrenten i opkøbsprogrammets levetid forbliver negativ.

ECB udvidede som ventet deres opkøbsprogram og garanterede reelt negative styringsrenter de næste par år

Centralbankernes balancer, USA, Europa og Japan. Indeksret udvikling



Året 2020 som helhed var endnu et rentefaldsår, men hvor tidligere år har budt på nye lavpunkter for de helt korte stats- og pengepolitiske renter, så bød 2020 på rekordlave lange renter. Dermed blev rentekurven fladere, drevet af centralbankernes opkøbsprogrammer og lave inflationsforventninger.

Den danske krone er stærk

I Danmark fulgte renteutviklingen i store træk udviklingen i eurorenterne. En meget stærk kronkurs, specielt henimod slutningen af året, vakte dog spekulationerne om en isoleret dansk rentenedsættelse til live igen. Kronkursen har siden foråret ligget meget til den stærke side overfor euro med en kurs på 7,44, men i dagene op til nytår handlede EUR/DKK under dette niveau, hvilket satte gang i spekulationerne om en mulig dansk rentenedsættelse. Nationalbanken vil dog sandsynligvis intervenere via valutamarkedet ved salg af danske kroner inden en mulig rentenedsættelse kommer på tale.

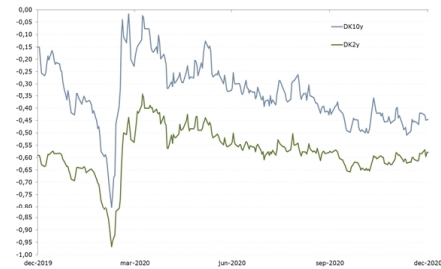
Den danske kronkurs vs. euro'en - kronen er stærk pt.



Korte danske renter forankret i de negative styringsrenter, men der var rentefald på de lange renter

De korte danske statsobligationer sluttede året på samme renteniveau som ved årets start, den 2-årige danske statsrente lå ved udgangen af december på minus 0,58 pct. Til gengæld justerede Nationalbanken styringsrenten op med 0,15 pct. under forårets (2020) markedsuro til nu minus 0,60 pct. De lange danske renter faldt i 2020 med ca. 0,3 pct. til minus 0,45 pct. ved udgangen af året. Bevægelserne i Eurorenterne har været tæt på udviklingen i Danmark. Dog med de forskelle, at ECB holdt styringsrenten uændret på minus 0,50 pct. hele året og at de lange eurorenter faldt ca. 0,1 pct. mere i løbet af året end de danske.

Renteudviklingen i Danmark: 10 og 2-årige statsobligationer



Lidt stigende renter i USA, da Joe Biden ventes at føre en lempeligere finanspolitik

I USA var billedet det samme som i Europa, men bevægelsen var langt større. Centralbanken, FED, sænkede styringsrenten 1,50 pct. i løbet af 2020 og gik dermed tilbage til "nulrente-politikken" dvs. styringsrenten er i intervallet 0 - 0,25 pct. Både korte og lange amerikanske statsrenter faldt voldsomt i løbet af året. De 2-årige fra 1,6 pct. ved udgangen af 2019 til 0,1 pct. ved udgangen af 2020. De 10-årige faldt fra 1,9 pct. til 0,9 pct. i samme periode. I slutningen af året efter, at Demokraten Joe Biden vandt præsidentvalget steg de lange renter dog 0,2 pct. point. Den stejle rentekurve skyldes, at investorerne forventer en lidt mere lempelig finanspolitisk linje med Biden som præsident. Det taler for større statsobligationsudstedelse, mere vækst- og forbrugsstimuli og måske også højere inflation, hvilket har presset de lange renter lidt op.

FED har som bekendt slækket på sin inflationsretorik og accepterer lidt højere inflation

Derudover vil Federal Reserve, FED, som beskrevet i forrige kvartalsrapport, føre en mere pragmatisk pengepolitisk linje i forhold til inflationen. FED kalder det for Flexible Average Inflation Targeting, eller helt kort FAIT. Det betyder i praksis, at inflationsmålsætningen på 2 pct. nu skal ses som et gennemsnit over en længere periode. Inflationen har siden foråret ligget væsentligt under 2 pct. (pt. 1,2 pct.), hvorved FED vil tillade inflationen at stige til over 2 pct. i en længere periode end tidligere. Det betyder længere tid med lempelig pengepolitik og lav styringsrente, hvilket giver forventning om stabile korte obligationsrenter og samtidig potentielt lidt højere inflation og højere lange obligationsrenter i USA.

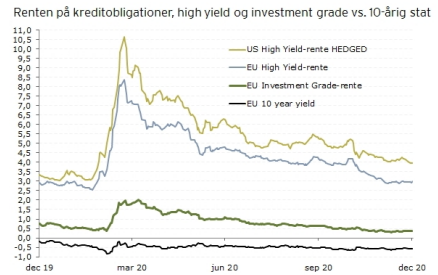
Kreditspænd indsnævret i 4. kvartal

Kreditspændene på *sub-investment grade*, high yield-obligationerne, er faldet med hhv. 1,2 pct. og 1,5 pct.-point i USA i løbet af 4. kvartal, hvilket har bragt aktivklassen tilbage i positivt afkast-territorie for året. Kreditspændene er fortsat udvidet en smule set over hele året som helhed, men det markante rentefald har mere end

kompenseret for dette. Opkøbsprogrammer, hjælpepakker, finanspolitiske stimuli og gode vaccinenyheder har drevet kreditmarkedet de seneste måneder.

OAS på dansk realkredit igen på niveau før Coronakrisen

Det danske realkreditmarked fortsatte den positive udvikling, både i kurs- og OAS-termer, fra forrige kvartal. Ved udgangen af 4. kvartal var aktivklassen nu tilbage på samme høje kursniveauer og lave OAS-kreditspænd, som før Coronakrisen tog fart i marts. Konverteringsaktiviteten er fortsat relativ lav. Mange låntagere har allerede omlagt lån, ligesom årgangsskiftet pr. ultimo august til nye 2053-serier lagde en vis dæmper på aktiviteten. Interessen for dansk realkredit blandt udenlandske, specielt japanske, investorer er intakt med en ejerandel er på ca. 35 pct. Udstedelsen er i takt med en fladere rentekurve (mindre forskel på kort og lange renter) i højere og højere grad flyttet i retning af de lange, konverterbare realkreditobligationer på bekostning af de korte, rentetilpasningslån og variable finansieringsalternativer.



Forventninger til rentemarkederne

Det lave renteniveau fortsætter

Det lave renteniveau fortsætter sandsynligvis flere år endnu, dog med en tendens til en lidt stejlere rentekurve i form af let stigende lange renter. Opkøbsprogrammer, bedring af verdensøkonomien i takt med vaccineudrulningen og fortsatte lave korte renter vil være understøttende for kreditmarkederne generelt, herunder både dansk realkredit og erhvervsobligationer. Til gengæld kan lange statsobligationer komme under et vist pres i takt med et stort udstedelsespres i både USA og Europa samt højere langsigtede inflationsforventninger.

Opkøbsprogrammer understøtter også kreditmarkedet

Risici: inflationen

Efter vores vurdering er det primært inflation, der har potentialet til at sende renterne markant opad. Med udsigt til en stærk global vækst i 2021 kombineret med fortsat meget lempelig penge- og finanspolitik er kimen egentlig lagt til stigende inflation, og allerede i forsommeren får vi en forsmag på det, når effekterne af den seneste periodes olieprisstigninger slår igennem på inflationstallene.

Aktier

Stigende aktiekurser i 4. kvartal

Fjerde kvartal bød på endnu et imponerende afkast til aktieinvestorerne. Danske og globale aktier steg yderligere hhv. 11 pct. og 6 pct. Samlet set blev 2020 et usædvanligt og dramatisk år. Fra midten af februar til midten af marts faldt aktierne med 30 pct. Crash er set før, men aldrig er kurserne styrtet så kraftigt på så kort tid. Og lige så usædvanlig har opturen været. Fra lavpunktet i marts til slutningen af året steg de globale aktier 40 pct., og de danske aktier steg 70 pct.

	Danmark	Norden	Europa	Verden	EM	USA	Japan
Q4	11,8%	9,3%	10,8%	9,2%	14,7%	7,5%	15,4%
2020	29,4%	16,0%	-3,6%	6,0%	8,2%	8,3%	13,3%

Note: Totalindekset for DK, S&P 500 for USA i DKK, Nikkei for Japan i DKK, MSCI-indeks for øvrige i DKK

Lempelig finanspolitik og lempelig pengepolitik med negative renter og opkøbsprogrammer er fundamentet for de stigende kurser

Den samlet set meget positive udvikling på aktiemarkederne i 2020 skyldes især centralbankerne og politikernes hurtige indgriben med rentenedsættelser, opkøbsprogrammer og hjælpepakker. Og den hurtige udvikling af en vaccine gav lys for enden af tunnelen og har fået investorerne til at indregne, at 2021 bliver starten på et økonomisk opsving. Mange brancher er meget hårdt ramt af nedlukningen, især oplevelsesindustrien. Andre brancher har decideret fået medvind af forbrugernes nye prioriteringer i privatforbruget. Nethandlen, der allerede var en stærk trend, fik yderligere medvind. Omstillingsparathed i virksomhederne og i de private husholdninger har gjort, at samfundet alligevel fungerer trods nedlukninger og andre begrænsninger. Sektormæssigt har IT-sektoren været den, der har profiteret mest af, at såvel virksomheder som private har opgraderet deres IT til at kunne håndtere hjemmearbejde.

IT-virksomheder har nyt gavn af hjemmearbejde og nethandel

De store kursstigninger i IT-selskaber som f.eks. Facebook, Microsoft, Google og Apple var kendetegnede for 2020. Den udvikling har fået en del kommentatorer til at sammenligne med IT-boblen omkring årtusindskiftet. Omend de nævnte selskaber har haft en stigning i værdiansættelsen, er den væsentlige forskel, at de store IT-selskaber i dag er yderst velindtjenende og er meget velkonsoliderede virksomheder. Men når der tales om værdiansættelsen, så skiller Tesla sig ud fra mængden. Værdien af selskabet steg knap 700 pct. til næsten 700 mia. US dollar. Dermed har investorerne værdiansat selskabet højere end de ni største bilproducenter i verden (målt på antal solgte biler), heriblandt Volkswagen, Toyota, Daimler, GM og BMW. Tesla solgte i 2020 lige knap 500.000 biler, mens f.eks. Toyota og Volkswagen i et normalt år leverer omkring 10 mio. biler - hver. Kursudviklingen i Tesla er foruden at være meget spekulativ eksponent for interessen for 'grønne investeringer', der også er en tendens, der har domineret aktieinvestorerne adfærd i 2020. Tesla indgår i øvrigt ikke i vores globale investeringsfonde, da selskabet dels har en for lav ESG-score og dels står på 'blacklisten' med selskaber, vi udelukker på ESG-forhold. Tesla bryder således med FN's Global Compact-principper ved ikke at tillade de ansatte at organisere sig i fagforeninger.

De store kursstigninger giver associationer til IT-boblen, men der er forskelle

Figuren til højre viser udviklingen i S&P500-indekset, der repræsenterer verdens største aktiemarked, det amerikanske. Den stiplede linje viser, hvordan aktieindekset ville have været, hvis S&P500-indekset skulle handle til Price / Earnings (P/E) på 17, som det stort set har været tilfældet i en årrække nu. P/E 17 repræsenterer groft sagt et nominelt afkastkrav på knap 6%. Som det ses, så er der relativt langt mellem kursudviklingen og den stiplede linje, hvilket viser, at investorerne dels har reduceret deres implicitte afkastkrav, og dels har en forventning til, at indtjeningen stiger kraftigt i de kommende år. Ser man på indtjeningen i 2020 tyder det på, at de amerikanske virksomheder i S&P500-indekset realiserer en indtjening i 2020, der er 17 pct. lavere end i 2019. Men ifølge konsensusforventningerne ventes indtjeningen at stige med 21 pct. i 2021. Det svarer til, at P/E for S&P500 - baseret på forventet 2021-indtjening - er 21,5 gange indtjeningen - eller i runde tal et afkastkrav hos aktieinvestorerne på nominelt 4,6 pct. I forhold til de sikre alternativer, de korte obligationer, så er det stadig et attraktivt afkast. Det fordrer dog, at forventningerne til indtjeningsvæksten som minimum indfries.

S&P500-indekset og værdiansættelsen



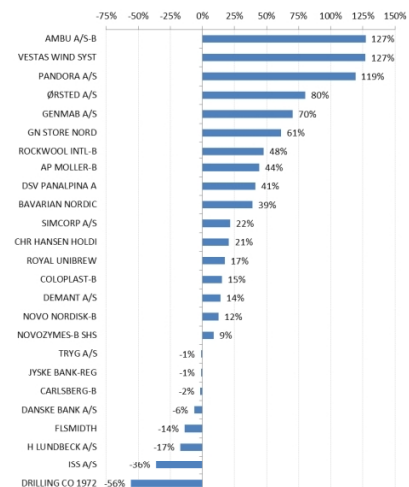
Overordnet set er værdiansættelsen steget

Investorerne har sænket deres implicitte afkastkrav til aktier ...

Det danske OMXC25-indeks, der består af de 25 største danske virksomheder, har outpermet det øvrige danske aktiemarked og de globale aktier. 2020 endte med, at C25-indekset gav et afkast på 35,6 pct., mens de danske aktier udenfor indekset gav 17,6 pct. i afkast efter en slutspurt i 4. kvartal. Ambu, Pandora og Vestas steg mellem 119 og 127 pct. I alt 11 selskaber gav et afkast over 20 pct., hvilket er ret usædvanligt. Overordnet set er det danske aktiemarked kendetegnet ved en stor andel af mindre cykliske aktier med stabilt høje vækstudsigter samt en generelt høj ESG rating. Danmark er derudover indtil videre sluppet relativt nådigt gennem Coronakrisen sammenlignet med mange andre udviklede økonomier. I oversigten ovenfor ses det, at Finans igen har haft et hårdt år. I forhold til resten af Europa udgør banker en mindre andel af indekset, hvilket også bidrager til den relativt gode performance for danske aktier.

... men de forventer også pæne stigninger i indtjeningen i 2021 og 2022

Danske aktier har givet imponerende afkast i 2020



Forventninger til aktiemarkedene

Relativt positive forventninger, men meget positivt er allerede indregnet

Forventningerne til aktiemarkedene i 2021 er relativt positive. Der er dog allerede indregnet, at verden snart får styr på pandemien. Nyheder om vacciner overtrumfer negative nyheder om mutationer, og der er indregnet en markant fremgang i virksomhedernes indtjening i 2021 og 2022. Derfor er det mest sandsynlige scenarie, at 2021 bliver et år med flere udsving, hvor udrulningen af vaccinationerne er i fokus.

Et synkront opsving i verdensøkonomien er positivt for aktierne

De penge- og finanspolitiske lempelser har indtil videre her i Coronakrisen holdt hånden under økonomierne og under virksomheder, der ellers ville være gået i betalingsstandsning som følge af aktivitetsnedgangen under den globale lock-down. Alt tyder på, at de penge- og finanspolitiske lempelser fortsætter i 2021, hvilket styrker forventningen om, at der venter et par år med global, synkron fremgang i verdens store økonomier, USA, Europa og Kina. En synkron fremgang i verdensøkonomien plejer at afspejle sig i stigende forbrug og investeringer og dermed også i indtjeningen i virksomhederne.

Der kommer formentlig sektormæssige forskydninger med mere fokus på value-aktier

Sektormæssigt vil 2021 formentlig ikke blive en gentagelse af 2020, hvor især de IT-baserede vækstaktier steg markant. Nogle af de sektorer, der har været hårdt ramt af lock-down, kan få et comeback i takt med, at mobiliteten i samfundet bliver normaliseret. Derimod er det mere usikkert med de såkaldte grønne investeringer, der i det forgangne år også har oplevet stor fremgang. Trenden er så stærk, at den formentlig fortsætter i lang tid endnu, selv om værdiansættelsen af mange selskaber, der er beskæftiget med den grønne omstilling, kan virke noget anstrengt, hvilket alt-andet-lige åbner op for, at der kan komme en kursmæssig modreaktion.

ESG-bølgen fortsætter og stadig fokus på grønne investeringer

I Gudme Raaschou har vi i alle globale investeringsfonde foruden *tilvalg* af selskaberne med højeste ESG-score *fravalgt* selskaber, der bryder sig med FN's konventioner om bl.a. arbejdstagerrettigheder og miljø men også helt fravalgt producenter af våben, tobak, alkohol, gambling, voksenunderholdning og fossile brændstoffer. Se boksen til højre.

De positive forventninger er baseret på, at Covid-19-pandemien definitivt kommer under kontrol

Risici for aktiemarkedet i 2021 er især relateret til rentemarkederne, der understøttes af centralbankernes opkøbsprogrammer. Centralbankerne har meldt ud, at den lempelige pengepolitik fortsætter til marts 2022 som minimum. Som beskrevet tidligere er værdiansættelsen af aktiemarkedene overordnet set kommet op som følge af bl.a. de negative renter. Generelt gælder, at jo højere værdiansættelsen kommer op baseret på den forventede indtjening, des mere rentefølsom bliver kursudviklingen på aktiemarkedet. En af de største risikofaktorer for kursdannelsen på aktiemarkedene er derfor renteutviklingen. Men det er nok inflationsudviklingen, der er største enkeltstående risikofaktor. Aktieinvestorerne skal derfor også holde øje med inflationsudviklingen, men så længe inflationen ikke overrasker negativt (dvs. stiger mere end forventet), så har aktiemarkedene i 2021 støtte fra de negative renter. Sidst men ikke mindst er de positive forventninger til dels også afhængig af, at Covid-19-pandemien definitivt er under kontrol.

Gudme Raaschou benytter *Dow Jones Sustainability World Index* som reference og benchmark. Indekset er et af finansverdensens vigtigste referencepunkter inden for ansvarlige investeringer

I indekset indgår knap 300 globale virksomheder, der også er de 10% mest bæredygtige selskaber i hver sektor. Selskaberne udvælges ud fra ESG-faktorerne:

- 1) Klimapåvirkning (E),
- 2) Sociale forhold (S) og
- 3) Ledelsesmæssige forhold (G).

Blandt målepunkterne er virksomhedernes CO₂-emission, vandforbrug, ligestilling mellem kønne, arbejdsmiljø, menneskerettigheder og bestyrelsens sammensætning.

Vi udelukker helt producenter af;
1) Våben, 2) Tobak, 3) Alkohol, 4) Gambling,
5) Voksenunderholdning og 6) Fossile brændstoffer

Aktivallokering

Risk-on:
Overvægt aktier og kredit. Undervægt varigheden i obligationsporteføljen

I investeringsstrategien anbefaler vi aktuelt for vores kunder stadig en relativt høj risikoudnyttelse målt i forhold til de investeringsmæssige rammer. Kombinationen af (1) ekstremt lempelig penge- og finanspolitik i verdens tre store økonomier, USA, Europa og Kina, og (2) en opsparet efterspørgsel hos forbrugerne, der er blevet holdt tilbage af Coronakrisen har potentiale til at skabe et synkront opsving i verdensøkonomien, når vaccinationsprogrammerne er gennemført. Normalt er en synkron fremgang i verdensøkonomien positiv for de risikofyldte aktiver, såsom aktier og kredit. Danske aktier er allerede steget meget i 2020, mens aktierne i øvrige regioner har haft en mere afdæmpet udvikling.

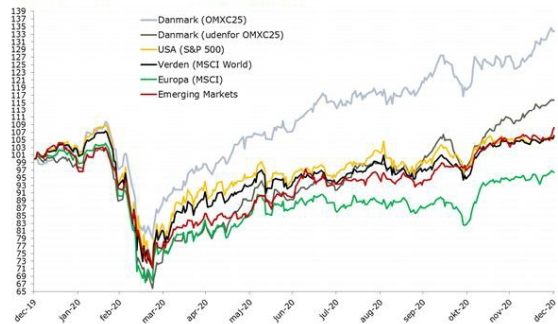
Den høje værdiansættelse gør aktierne mere rentefølsomme

Aktierne har målt på nøgletallet Price / Earnings (P/E), prisen for en kroners overskud, en absolut høj værdiansættelse, men målt relativt til de lave obligationsafkast er aktierne stadig attraktive. Prisfastsættelsen af aktierne kan formentlig godt tåle lidt højere renter, men kursdannelsen vil pga. den høje værdiansættelse være mere usikker, såfremt investorerne begynder at indregne en stigende inflation. Sidstnævnte tillægges på kort sigt dog en meget lille sandsynlighed.

T.I.N.A. = der er ikke så mange investeringsalternativer til de risikofyldte aktiver, når renten er negativ

Allokeringsmæssigt har vi i løbet af det seneste kvartal fastholdt en overvægt af risikofyldte aktiver ("risk-on") i form af en overvægt af aktier og kredit. Renterne på de sikre obligationer er negative, hvilket betyder, at for de langsigtede investorer er T.I.N.A.-investeringsstrategien den rigtige. Med andre ord, "There Is No Alternative" til investering i risikofyldte aktiver. Den europæiske centralbank har i forbindelse med forlængelsen af opkøbsprogrammet reelt også lovet, at styringsrenten forbliver negativ i mindst et år fra nu af.

Aktiekurserne i 2020. Indeksret udvikling



I 4. kvartal reducerede vi eksponeringen til kreditobligationer til fordel for emerging markets-aktier pga. positive makroøkonomiske indikationer. Afkastpotentialet for kreditobligationer er faldet i takt med rentefaldet og indsnævringen af kreditspændene, men kreditobligationer er stadig et relativt attraktivt alternativ til stats- og realkreditobligationer.

Forventningerne til renterne er, at de lave renter forsætter så længe centralbankerne ikke er bekymret for inflationen

Forventninger til de korte renter er fortsat "Lower for longer"; dvs. pengepolitikken forbliver lempelig hele 2021 og de korte obligationsrenter er forankret i centralbankernes negative styringsrenter. De negative styringsrenter gør aktier og kredit relativt mere attraktive for den langsigtede investor. Risici for renten: Ifølge de økonomiske teorier burde den øgede gældssætning være inflationsskabende, men er det (endnu) ikke især pga. centralbankernes obligationsopkøb. Men risikoen for stigende inflation er klart en af de største risici for de finansielle markeder på mellemlangt og langt sigt. Derfor anbefaler (og fastholder) vi en lav varighed i obligationsporteføljerne. Som nævnt ovenfor, så er de positive forventninger til dels også afhængige af, at Covid-19-pandemien definitivt kommer under kontrol i 2021.

Bilag til rapportering: Grafer

Fig. 1 - Euro CPI

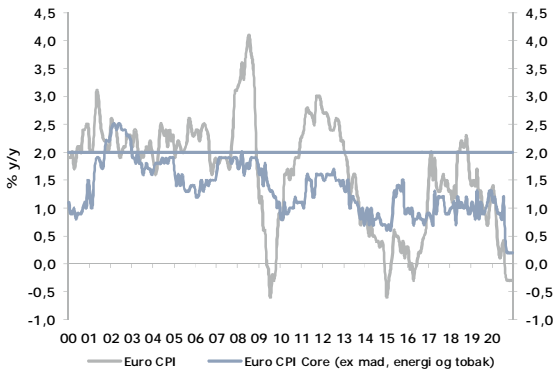


Fig. 2 - US CPI

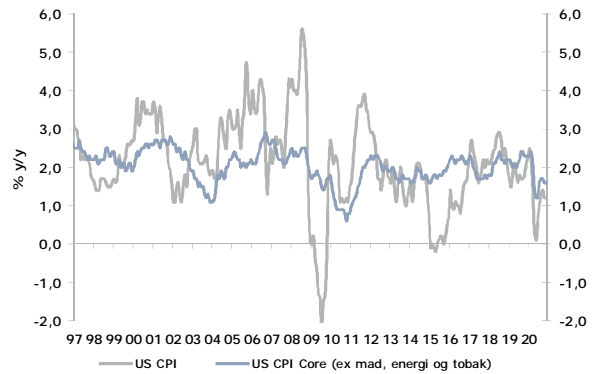


Fig. 3 - Euro BNP

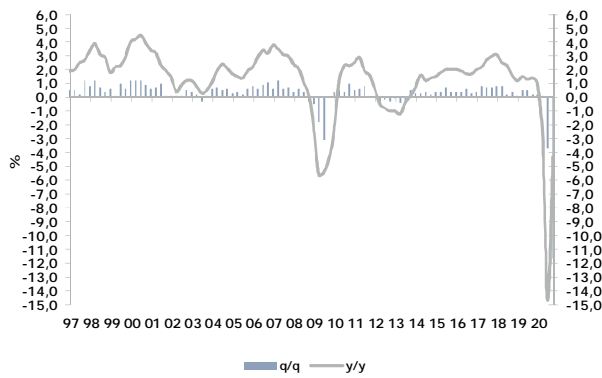


Fig. 4 - US BNP

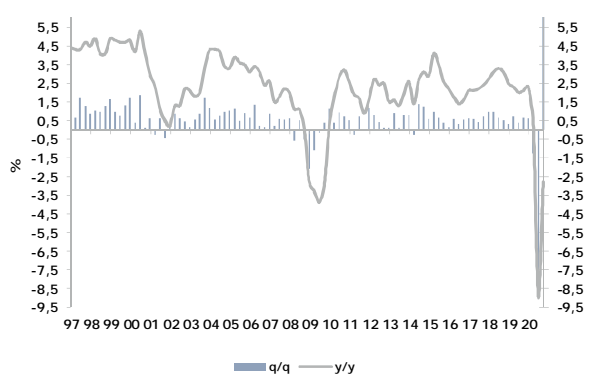


Fig. 5 - P/E niveauer - Stoxx 50 & S&P500

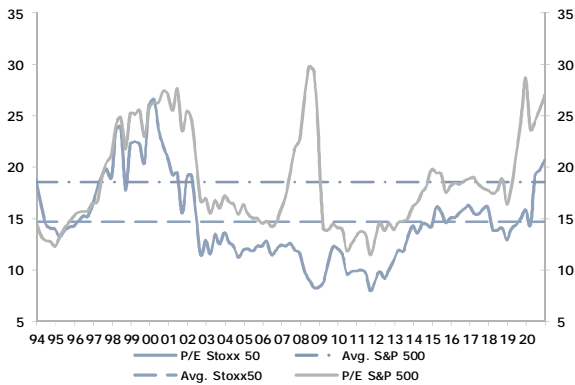


Fig. 6 - P/E niveauer - OMXC20 & MSCI World

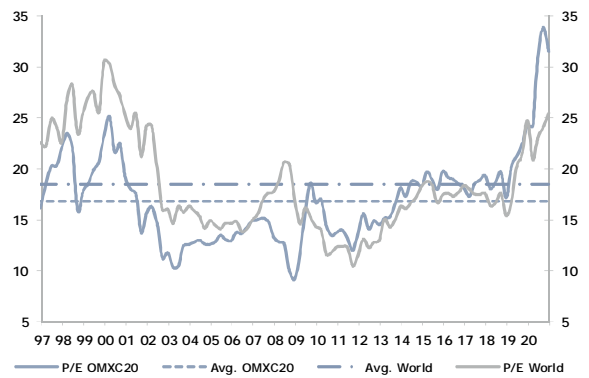


Fig. 7 - P/E-niveauer - OMXC20 discount vs. S&P & Stoxx50

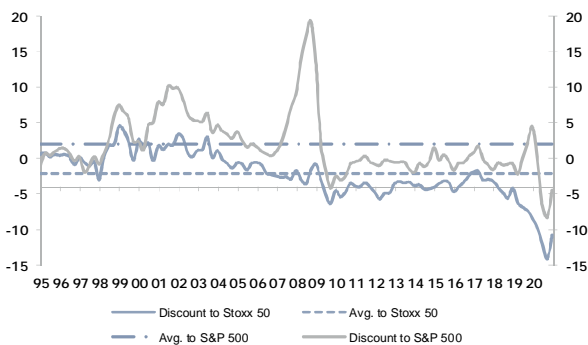
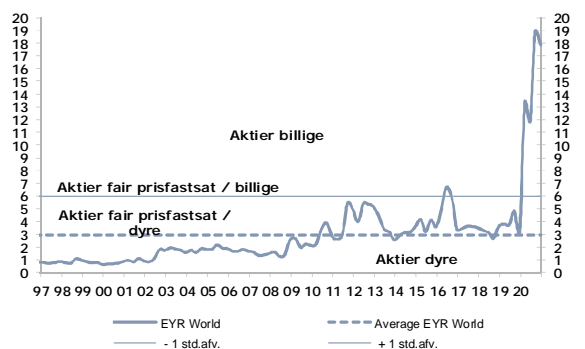


Fig. 8 - EYR - World (Operating Earnings 12 m forward)



Aktieindeks, obligationsindeks, renteniveauer, råvarer og valutakurser

	Indeksværdi 4. kvartal	4. kvartal	2020	2019	2018	2017	2016
MSCI Verden (All Countries)	328,2	9,9%	6,2%	29,1%	-4,6%	9,0%	10,7%
MSCI Verden (Developed Markets)	8.008,5	9,2%	5,9%	30,2%	-3,9%	7,7%	10,3%
Energi	219,2	21,5%	-37,4%	13,7%	-11,4%	-7,7%	29,9%
Materialer	493,8	11,0%	9,6%	25,8%	-12,5%	13,4%	25,7%
Industri	437,0	10,5%	2,1%	30,3%	-10,0%	10,1%	15,8%
Forbrugsgoder	504,1	11,4%	24,9%	29,1%	-0,5%	8,8%	5,8%
Konsumtvarer	410,9	2,0%	-1,5%	25,2%	-5,3%	2,9%	4,3%
Sundhedspleje	432,6	2,4%	3,7%	25,7%	7,9%	5,4%	-4,4%
Finans	201,0	18,8%	-11,2%	28,0%	-12,6%	8,0%	15,4%
IT	525,2	8,2%	31,4%	50,5%	2,5%	21,6%	14,4%
Telekommunikation	135,2	5,1%	-7,6%	19,7%	-5,1%	-6,9%	8,4%
Forsyning	297,7	4,7%	-4,3%	24,9%	7,4%	0,0%	8,7%

Europa

MSCI Europa	7.563,1	10,8%	-3,7%	26,2%	-10,4%	10,4%	2,2%
Stoxx 50, Europa	7.356,1	7,3%	-6,6%	27,5%	-10,0%	9,1%	0,3%
FTSE 100, UK	6.460,5	11,6%	-19,2%	18,9%	-13,3%	3,6%	-1,6%
DAX, Tyskland	13.718,8	7,5%	3,1%	25,6%	-18,1%	12,7%	6,5%
CAC 40, Frankrig	5.551,4	15,6%	-7,5%	26,5%	-10,7%	9,4%	4,5%

Nord Amerika

MSCI Nord Amerika	11.079,4	8,3%	9,6%	33,3%	-0,8%	6,3%	14,5%
S&P 500, USA	3.756,1	7,0%	6,2%	31,4%	-1,3%	5,0%	12,4%
Dow Jones, USA	30.606,5	5,6%	-2,0%	24,8%	-0,6%	10,0%	16,4%
NASDAQ, Teknologi	12.888,3	10,6%	31,3%	37,9%	1,2%	12,8%	10,3%

Fjernøsten

MSCI Fjernøsten	7.639,1	11,9%	2,3%	21,6%	-7,4%	9,6%	6,9%
MSCI Japan	7.801,3	10,5%	4,6%	22,0%	-8,3%	9,1%	5,1%
Nikkei (top 225), Japan	27.444,2	16,0%	11,6%	21,7%	-5,0%	8,5%	6,3%
Topix (totalindeks), Japan	2.819,9	8,9%	3,3%	21,6%	-9,2%	11,3%	6,2%

Norden

MSCI Norden	25.891,1	9,3%	15,9%	22,3%	-7,4%	10,5%	-1,6%
OMX-C25, Danmark	1.676,7	11,2%	33,7%	26,0%	-13,2%	12,8%	-2,0%
OMXC (totalindeks), Danmark	2.094,2	11,8%	30,5%	28,8%	-7,9%	18,4%	-5,7%
OMXC-CAP, Danmark	2.359,7	11,8%	29,4%	26,7%	-7,5%	16,8%	3,2%
OMX-S30, Sverige	1.874,7	7,0%	10,2%	21,5%	-13,1%	1,4%	-0,1%
OBX, Norge	858,9	20,6%	-4,5%	14,6%	-1,0%	11,3%	20,9%
HEX, Finland	4.586,2	7,1%	8,2%	14,7%	-5,7%	6,6%	9,1%

Emerging Markets

MSCI Emerging Markets	624,1	14,7%	8,1%	20,8%	-10,1%	20,7%	14,1%
Bovespa, Brasilien	119.017,2	30,8%	-27,2%	29,3%	3,7%	9,5%	73,3%
RTS, Rusland [USD]	1.387,5	12,8%	-18,1%	47,8%	-2,5%	-11,9%	56,2%
Sensex Total Return Index, Indien	70.543,2	21,6%	4,6%	15,4%	3,2%	21,2%	3,5%
MSCI Kina	783,0	6,6%	18,3%	25,9%	-14,6%	35,5%	3,5%

Afkast er i danske kroner, indeksværdier er i lokal valuta



GUDME RAASCHOU

Aktieindeks, obligationsindeks, renteniveauer, råvarer og valutakurser

Obligationsindeks	Indeksværdi	4. kvartal	2020	2019	2018	2017	2016
Effas							
Effas + 1 år	527,7	0,5%	2,3%	4,5%	2,5%	0,2%	5,7%
Effas 1 - 3 år	281,0	-0,2%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	0,2%
Effas 1 - 5 år	254,0	-0,1%	-0,5%	0,0%	-0,1%	-0,3%	1,0%
Effas 3 - 5 år	376,1	-0,1%	-0,2%	0,8%	0,3%	-0,2%	1,6%
Effas 5 - 7 år	483,4	0,0%	0,6%	1,8%	1,3%	0,2%	2,9%
Effas 7 - 10 år	632,3	0,2%	1,8%	4,1%	2,2%	1,0%	5,5%

Bloomberg Barclays

Bloomberg Barclays, Danmark	527,7	0,5%	2,3%	4,5%	2,5%	0,2%	5,7%
Bloomberg Barclays, Finland	545,7	0,5%	3,1%	3,4%	1,6%	-0,6%	3,4%
Bloomberg Barclays, Japan	234,1	-2,1%	-4,6%	4,7%	9,1%	-8,8%	9,3%
Bloomberg Barclays, Storbritanien	767,2	1,9%	2,7%	13,7%	-0,4%	-1,8%	-4,9%
Bloomberg Barclays, Sverige	520,3	4,2%	5,2%	-1,0%	-1,2%	-2,5%	-0,9%
Bloomberg Barclays, Tyskland	452,0	0,3%	2,6%	3,1%	2,6%	-1,3%	3,6%
Bloomberg Barclays, USA	448,5	-5,0%	-1,3%	9,0%	6,2%	-9,9%	3,7%

Merril Lynch

European High Yield Index	325,4	5,5%	2,7%	11,2%	-3,6%	6,7%	9,1%
US EM Liquid Corporate Plus Index	294,9	4,6%	7,8%	13,3%	-1,6%	7,4%	10,2%

Renteniveauer	4. kvartal	2020	2019	2018	2017	2016
Danmark 2-årig rente	-0,58	-0,58	-0,59	-0,57	-0,42	-0,54
Danmark 5-årig rente	-0,57	-0,57	-0,41	-0,23	0,00	-0,27
Danmark 10-årig rente	-0,45	-0,45	-0,15	0,23	0,48	0,33
USA 2-årig rente	0,12	0,12	1,57	2,49	1,88	1,19
USA 5-årig rente	0,36	0,36	1,69	2,51	2,21	1,93
USA 10-årig rente	0,91	0,91	1,92	2,68	2,41	2,44
Eurozone 2-årig rente	-0,70	-0,70	-0,60	-0,61	-0,63	-0,77
Eurozone 5-årig rente	-0,74	-0,74	-0,47	-0,31	-0,20	-0,53
Eurozone 10-årig rente	-0,57	-0,57	-0,19	0,24	0,43	0,21

Råvarer	Pris pr. enhed	4. kvartal	2020	2019	2018	2017	2016
Guld, \$ pr. ounce	1.895,1	0,4%	24,4%	18,9%	-2,1%	13,7%	8,6%
Kobber \$ pr. ounce	351,9	16,0%	25,8%	6,3%	-20,3%	31,7%	17,4%
Olie, \$ pr. tønde	48,5	20,6%	-20,5%	34,5%	-24,8%	12,5%	45,0%
Sølv, \$ pr. ounce	26,4	12,4%	47,4%	15,3%	-9,4%	7,2%	15,8%

Valuta	I mod DKK	4. kvartal	2020	2019	2018	2017	2016
US Dollar	608,35	-4,2%	-8,6%	2,0%	5,3%	-12,0%	2,6%
Yen	5,89	-2,0%	-3,8%	3,0%	8,1%	-8,9%	5,8%
Pund	831,58	1,3%	-5,7%	6,1%	-0,9%	-3,7%	-14,0%
Svenske kroner	74,08	4,4%	4,2%	-3,4%	-2,8%	-2,4%	-4,8%
Norske kroner	71,05	4,7%	-6,2%	0,5%	-0,6%	-7,4%	5,5%
Euro	744,35	0,0%	-0,4%	0,1%	0,2%	0,1%	-0,4%
Schweizerfranc	688,22	-0,4%	0,1%	3,8%	4,1%	-8,3%	1,1%



Gudme Raaschou Asset Management

En del af Lån & Spar Bank A/S * Badstuestræde 20* 1209 København K * Tlf. 33 78 27 00 * www.gr.dk * e-mail: info@gr.dk