

BankInvest Outlook 2021: ‘Reboot’

BANK INVEST

Handler
med omtanke



17. december 2020

Indhold

Outlook 2021: Reboot	3
Økonomiske og finansielle forventninger til 2021	4
Investeringsstrategi ved indgangen til 2021	5
Cykliske aktier overtager styringen	5
2021: Vaccinerne kommer	6
9 mia. vaccinedoser i 2021?	7
Flokimmunitet mulig inden efteråret 2021	7
2021: Forbrugsboom forude	8
Investeringerne vil stige betydeligt i 2021	9
Pengepolitik bakker op om global vækst	10
Hvor stor stigning i markedsrenterne tåler Federal Reserve?	10
Er FED's kommunikation troværdig?	10
USA er "Back in Business" med Biden	12
Fuld fokus på senatsvalget i Georgia	12
Brexit-spænding til det sidste	13
Obligationsmarkederne i 2021	13
Lange obligationsrenter er mere cykliske	14
ECB-renteforhøjelser ude af syne	15
Lave rentespænd på kreditobligationer	16
Obligationsstrategi ved indgangen til 2021	17
Sivende USD svækkes yderligere i 2021	18
Aktiemarkederne i 2021	19
Langt hurtigere aktie-optur end ventet	19
IT-aktier afgørende positiv drivkraft	20
Cykliske aktier i et comeback	20
Kraftige EPS-forventninger i 2021	21
Aktiestrategi 2021: Fokus rettet mod Emerging Markets og Small Cap	22
Det strukturelle perspektiv: Covid-19 krisens omkostninger	24
På vej mod 2030: Grøn eller rød kurve	24
Positivt: Teknologisk supertrend accelererer	25
Work From Anywhere	26

Online services.....	26
Medicinalteknologi	27
Fra sorte til grønne jobs.....	27
Bæredygtig supertrend forstærkes.....	27
Investorerne kvitterer med stort ESG-inflow	28
Covid-19 har sat ESG i perspektiv	28
Men Covid-19 har også skabt flere fattige	28
Covid-19 har forgældet verden mere	29
Bundlinje: Positive vækstdrivers vejer tungt	29

Outlook 2021: Reboot

For ét år siden kunne vi se ind i et 2020 præget af økonomisk usikkerhed. Vi kaldte Outlook 2020 for 'Cliffhanger' med forventning om, at det 10 år gamle konjunkturopsving kunne holde fast i kanten af positiv vækst lidt endnu. Set i bakspejlet var det ønsketænkning. En ukendt virus kom snigende ind fra øst og skubbede hele verdensøkonomien ned i recessionsdybet. Coronapandemien har påvirket verden økonomisk, finansielt, socialt og politisk i en grad, der ikke er set siden 2. verdenskrig. 1,65 mio. mennesker er indtil videre døde af Covid-19. Andre 73 mio. er konstateret smittede - med et langt højere mørketal. Over hele verden har millioner af mennesker mistet deres arbejde. Antallet af ekstremt fattige er for første gang i 20 år øget, så 700 mio. mennesker nu må klare sig for under 2 USD om dagen; det er 100 mio. flere end sidste år. Millioner af virksomheder er gået til grunde eller holder sig kun oven vande på hjælpeprogrammer. Et enormt beløb på 12.000 mia. USD, svarende til 14% af verdens samlede BNP, er pumpet ind i økonomierne via finanspolitiske hjælpepakker. Centralbankerne har sænket renterne og købt obligationer for massive 10.000 mia. USD.

Den Internationale Valutafond, IMF, estimerer, at coronakrisen vil påføre kloden et økonomisk indkomsttab på 28.000 mia. USD frem mod 2025, når man sammenligner med væksttrenden før Covid-19. Det svarer til ca. en tredjedel af verdens samlede BNP - eller 23.000 DKK for hver af de ca. 7,8 mia. mennesker på jorden. I Danmark ser vi tabsestimer på op til 336 mia. DKK, svarende til omkring 60.000 DKK pr. dansker. Det er voldsomme tal, men alligevel betydeligt lavere end i fx USA, hvor estimer peger på, at krisen

ender med at koste 5 gange mere pr. indbygger end i Danmark.

I skrivende stund er smittetallene i USA og EU tæt på nye rekorder, og mange steder er nedlukninger på niveau med det, vi så i foråret. Men netop, som vi er ved at miste tålmodigheden, begynder optimismen igen at brede sig. Vaccinerne er på vej. Og det bliver en positiv game-changer.

Det vil tage tid, før hele verden er i nærheden af at være immuniseret. Der er udfordringer med hensyn til vaccineres produktion, distribution, langtidseffekt og bivirkninger. Men alene visheden om, at flere typer vacciner er på vej i store mængder, skaber en gryende optimisme. Vaccinerne vil højst sandsynligt blive katalysator for et markant økonomisk opsving, der vil blive gradvis mere synligt gennem 2021.

Den generelle vurdering peger på en BNP-vækst på ca. 5% i 2021. Det er klart over det historiske gennemsnit og svarer til opsvinget i 2010 efter finanskrisen i 2008. Aktiemarkederne har for længst taget hul på vækstopoptimismen. Trods et uhørt stort globalt BNP-fald på omkring 4% i 2020, har MSCI AC World indekset i år givet et afkast på ca. 5% målt i danske kroner.

Vi forventer at se yderligere mærkbart positive afkast i 2021, drevet af et stort løft i den økonomiske aktivitet, selskabernes indtjening og et lavt renteniveau. Der vil være store forskelle i, hvordan aktiesektorer og regioner klarer sig relativt, men vi forventer, at tendensen fortsætter mod nye globale kursrekorder.

De globale obligationsmarkeder har oplevet betydelige rentefald gennem 2020. Renterne på de fleste obligationstyper er lavere end for et år siden. Ca. hver fjerde af verdens

investment grade obligationer giver nu negativ rente. Renten på amerikanske high yield obligationer har netop sat ny rekord på blot 4,36%, mens de europæiske high yield obligationer har ramt 3,25% i rente - ikke langt fra bundrekorden på 2,7% fra 2017. Tilsvarende er renterne presset godt ned på emerging markets obligationer.

Mens de korte renter forbliver ultra-lave i det kommende år, styret af centralbankerne, er der grund til at forvente moderat stigende lange obligationsrenter. Verdensøkonomien vil bevæge sig i væsentlig bedre retning gennem 2021, inflationstendenserne peger i let opadgående retning, og staterne vil udstede en masse nye obligationer. Det giver et opadgående pres på lange obligationsrenter. På den anden side står centralbankerne med fortsat massive opkøb, som lægger et låg på de stigende renter. De ved, at den eksploderende globale gæld gør verdensøkonomien og den finansielle stabilitet endnu mere sårbar overfor større rentestigninger.

Vaccinerne vil bringe os tilbage på benene, men vi vender ikke tilbage til gamle dage. Der venter en ny normalitet på den anden side af coronapandemien. Covid-19 har på vigtige områder ændret og udviklet den måde, vi gør tingene på. Det gælder både individer, virksomheder og stater. Kun fremtiden vil vise, om disse forandringer bliver til menneskehedens fordel eller ulempe.

Her og nu er der naturligt nok megen skepsis. Vi hælder imidlertid i retning af, at Covid-19 har sendt verden ud i "short term pain", men for "long term gain": Den bæredygtige agenda har fået endnu mere momentum, den mangfoldige teknologiske udvikling er accelereret endnu mere, og nødvendigheden af

globalt samarbejde på sundhed og miljø står soleklart. Det er elementer, der ikke bare kan bidrage til at løfte vækstkurven frem mod 2030, men også kvaliteten i den økonomiske udvikling.

Velkommen til Outlook 2021: 'Reboot'.

Venlig hilsen BankInvest Multi-Asset.

Økonomiske og finansielle forventninger til 2021

Overordnet har vi følgende forventninger til den økonomiske og finansielle udvikling i 2021:

- **Globalt BNP:** Den økonomiske fremgang vil gradvis blive stærkere gennem 2021 i takt med en vaccine-drevet inddæmning af Covid-19. Konsensus peger på global BNP-fremgang på ca. 5%, hvilket vi finder realistisk. Vi ser i højere grad 'risiko' for positive vækstoverraskelser fremfor negative, drevet af et kraftigt forbrugs- og investeringsboom i særlig andet halvår 2021. Forbrugerne har i mange lande opsparet ekstraordinært store midler, parat til at blive anvendt på varer og serviceydelser, når forbrugertilliden for alvor trækker op igen.
- **Global inflation:** Inflationen har været ekstraordinært presset ned i 2020 pga. efterspørgselssvigt i store dele af samfundsøkonomien. Vi forventer et mildt inflationsløft i 2021. Fx ligger den amerikanske kerneinflation i øjeblikket på 1,6%. Vi ser en let stigning op mod de 2%, som er Federal Reserves langsigtede mål. Kerneinflationen er aktuelt helt nede på 0,2% i euroområdet. En ventet stigning til ca. 1% gennem 2021 vil fortsat efterlade ECB langt fra inflationsmålsætningen.
- **Korte renter:** Alle signaler fra de store centralbanker peger på stabilitet i de korte renter. Vi forventer, at Federal Reserve vil holde den toneangivende korte rente uændret i 0-0,25%, ligesom ECB ventes at

holde indskudsrenten på -0,5%. Det lægger op til en stabil kort rente, også i Danmark.

- Lange renter på statsobligationer: Konsistent med højere global vækst, let stigende inflation/inflationsforventninger og forværrede offentlige finanser, er der udsigt til højere renter på lange statsobligationer. Centralbankerne vil fortsat opkøbe obligationer i 2021 for meget store beløb - og vil dermed bidrage til at dæmpe rentestigningerne. Vi ser 10-årige amerikanske statsrenter i 1,20% ultimo 2021 (+/- 20bp) og tyske i -0,40% (+/- 20bp). Det er en stigning på henholdsvis 30bp og 20bp fra aktuelle markedsniveau.
- Globale aktier: Kraftig økonomisk vækst i 2021 peger på stærk indtjeningsfremgang for mange virksomheder. Trods stigningerne gennem 2020 fremstår aktier generelt set fortsat attraktive ift. det lave renteniveau. Vi forventer et globalt aktieafkast i 2021 på 10-15%, målt i DKK, klart højere end det gennemsnitlige afkast på ca. 5% i de sidste 20 år.
- FX: Den handelsvægtede USD er allerede svækket ca. 5% i år (og ca. 11% fra toppen i marts). De tyngende kræfter fortsætter ind i 2021 med et meget lavt rentespænd til omverden, et voksende handelsunderskud og stigende global vækst/risikovillighed. USD svækkes typisk i et sådant miljø, og styrkes omvendt i perioder med voksende usikkerhed. Vi ser størst potentiale for USD-svækkelse overfor EM-valutakursuniverset og i mindre omfang overfor EUR. Vi kalkulerer med en moderat svagere USD vs. EUR op mod 1,25.

Investeringsstrategi ved indgangen til 2021

Vi går ind i 2021 med en klar overvægt til 'risiko-aktiver'. Vi har en overvægt til aktier, en overvægt til high yield obligationer, og en overvægt til emerging markets obligationer i lokal valuta.

Motivationen tager udgangspunkt i vores forventning om en væsentlig bedre konjunkturudvikling i 2021, som vil styrke indtjeningen i virksomhederne og øge investorerne generelle risikovillighed yderligere. Det er vores klare opfattelse, at TINA - There is no Alternative - argumentet stadig er intakt: De ultra-lave renter på store dele af investment grade obligationsuniverset tvinger investorerne ud i aktivklasser med højere forventet afkast - og risiko. Vi lægger også vægt på udsigten til en fortsat meget lempelig pengepolitik: Vi har aktuelt mulighed for at købe ind i et vækstscenarie samtidig med, at risikoen for en strammere pengepolitik i løbet af de kommende 12-24 måneder er meget lav.

Vi noterer os, at markedsforventningerne er løftet markant. Det er ikke længere et kontroversielt synspunkt at forvente et stærkt vækstscenarie forude, med Covid-19 krisen delvist bag os. Vi står her og nu med et marked, som allerede i et vist omfang har inddiskonteret stærkere vækst, og med aktieallokeringer, som allerede er blevet bragt op på relativt høje niveauer. Dette er isoleret set den største risikofaktor for de brede aktiemarkeder.

Også i 2021 kommer vi til at se perioder med korrektioner på aktier og de mere risikobetonede obligationer. Men givet en underliggende positiv trend-vækst og centralbanker, som vil understøtte markederne, vil korrektionerne blive udnyttet som købsmuligheder mere end noget andet.

Cykliske aktier overtager styringen

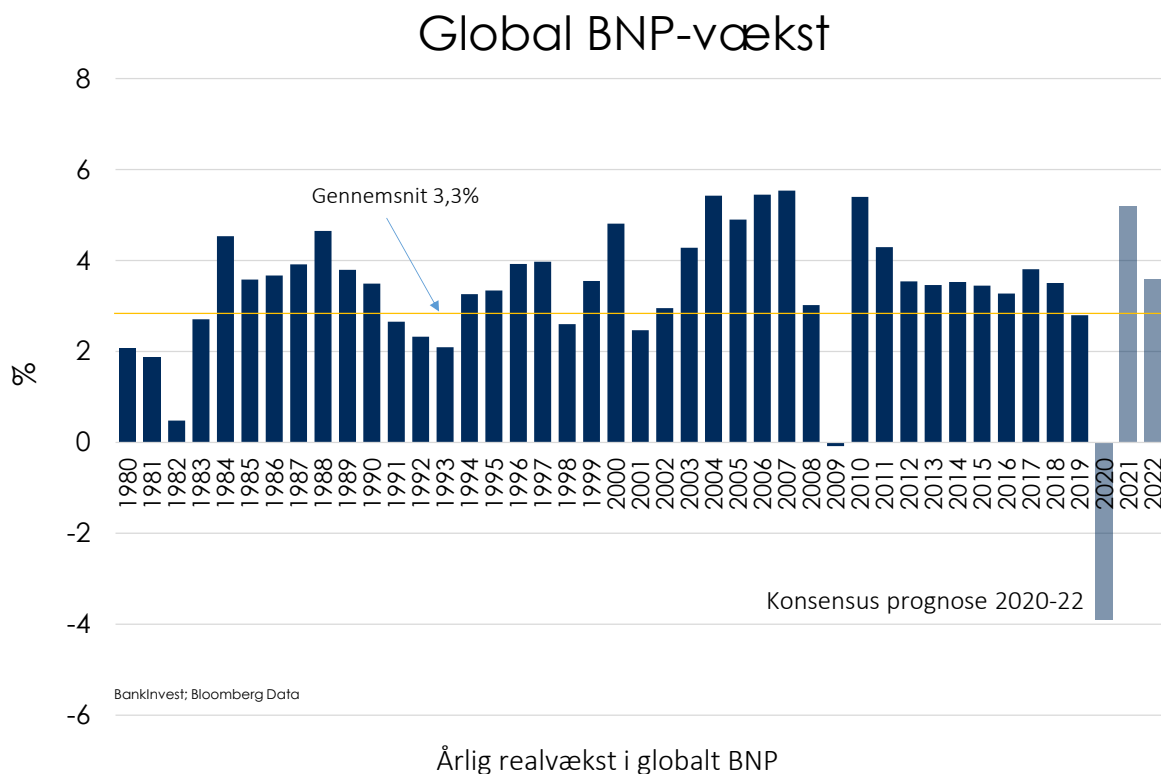
I takt med at det generelle marked allerede er blevet købt op i forventning om stærkere vækst, har vi i stigende grad drejet vores porteføljer rundt inden for aktier. Selvom 2020 på overfladen har været et positivt år, så dækker det over

meget store sektorale og regionale forskelle. I brede termer er det Growth aktier, som har leveret de højeste afkast og Value/Cykliske aktier, som har leveret de laveste. Vi mener, at dette vil ændre sig gående ind i 2021. Temaet, der har understøttet netop Growth aktier, har været det massive fald i renterne gennem 2020 og rotationen til nye forretningsmodeller; et prominent eksempel er den stigende internethandel, som eksempelvis har understøttet Amazon. Dette tema er i vores øjne inddiskonteret. Det, der står tilbage, er en tro på den underliggende cykliske vækst. Det betyder, at vi forventer, at eksempelvis Value aktier vil outperforme Growth aktier i 2021, at EM aktier langt om længe vil se en forlænget periode med outperformance, og at Small Cap faktoren også vil få et comeback. Alle disse segmenter af aktiemarkedet er dem, som generelt har set den største modvind i 2020. Og det er som sagt disse, vi forventer vil overtage førertrøjen i 2021.

2021: Vaccinerne kommer

2020 repræsenterer den største økonomiske nedgang siden 2. verdenskrig. Prognoserne (konsensus blandt økonomer) peger på, at det globale BNP er faldet ca. 4% i 2020. I 1946 faldt BNP ca. 8% og i 1932 faldt BNP 3-4%. Selv under finanskrisen var der blot en årlig nedgang i BNP på 0,1% i 2009.

Den gode nyhed er, at prognoserne peger i klart positiv retning med en forventet BNP-vækst på ca. 5% i 2021. Økonomerne har taget meget fejl før. Men med udsigt til væsentlig bedre inddæmning af Covid-19 via vacciner, stimulerende finans- og pengepolitik i betydelige mængder, og et opsparet forbrugs- og investeringsbehov, er det realistisk at forvente et klart opsving forude.



Fra starten af året bliver 2021 en kamp for at nedkæmpe Covid-19 og for at få genåbnet den brede økonomiske og sociale aktivitet. De første personer i den vestlige verden, i Storbritannien, fik 8. december den nye vaccine fra Pfizer-BioNTech. USA er netop også gået i gang med at vaccinere, mens startskuddet i EU ventes at gå inden årsskiftet. I Vesten er de førende producenter Pfizer-BioNTech, Moderna, Astra-Zeneca/Oxford University, Johnson&Johnson og Novavax. Det forlyder, at Kina allerede har vaccineret 1 million mennesker med vacciner fra Sinovac og Sinopharm. Kina har i alt 4 producenter i gang og har indgået distributionsaftaler med en del andre lande, herunder Indonesien og Brasilien. Det forlyder også, at Rusland har vaccineret over 100.000 personer, herunder Putins datter, med "SputnikV". Flere indiske selskaber er i gang med at udvikle en vaccine, mens landets sundhedsmyndigheder er tæt på at godkende bl.a. Pfizers vaccine. Toget kører altså og er på vej op i fart globalt.

9 mia. vaccinedoser i 2021?

Spørgsmålet er ikke mindst, hvor hurtigt medicinalsekskabernes produktion kan følge med den enorme efterspørgsel. Astra-Zeneca vurderes at kunne producere 3 mia. doser. Moderna og Pfizer-BioNTech har bygget deres vacciner på den moderne mRNA teknologi, som er effektiv men som også er mere besværlig at producere og opbevare. Kapaciteten vurderes at være på godt 2 mia. doser i 2021. Russiske Gamaleya (SputnikV vaccinen) har en anslået kapacitet på 1 mia. Novavax og Johnson&Johnson er endnu ikke færdige med fase 3 studierne, men vurderes – forudsat godkendelse – at nå en samlet kapacitet på ca. 2 mia. doser. Det forlyder, at Kina allerede har produceret 600 mio. doser på nuværende tidspunkt og kan producere mindst 1 mia. i

2021. Der er således her og nu en anslået kapacitet på ca. 9 mia. doser i 2021. Og flere kan komme til. Antager vi, at vaccinerne i gennemsnit kræver to doser, er der måske nok til 4,5 mia. mennesker eller 58% af jordens befolkning. Der er bestemt usikkerhed her, men pointen er, at der virkelig bliver trykket på den helt store produktionsknapp.

Flokimmunitet mulig inden efteråret 2021

Analysen (fra Airfinity, rapporteret i en række medier) peger på, at USA vil kunne vaccinere 2/3 af befolkningen inden sommeren, mens EU vurderes at kunne vaccinere 2/3 pr. september. Forudsat, at der ikke dukker overraskende negative tungtvejende bivirkninger op på én eller flere vacciner, er det nok realistisk at forvente, at minimum 50% af befolkningen i de udviklede lande er vaccineret pr. medio 2021. Inden efteråret 2021 er vi formodentlig oppe på minimum 60% af befolkningen, der vurderes at skabe flokimmunitet. Vi tror også, det er realistisk, at Kina og Rusland vil have vaccineret over 60% af befolkningen inden efteråret. At nå så langt, inden kulden begynder at sætte ind i efteråret 2021, er vigtigt for at undgå en ny smitteacceleration i H2 2021.

Derimod er der væsentlig usikkerhed om vaccine-udrulningen i store dele af de mindre velstillede nationer globalt. Vi når formodentlig ikke op på mere end 25% i den fattigste del af verden i 2021. Indien, med sine knap 1,4 mia. indbyggere, er usikker i denne sammenhæng. Indiens regering har truffet aftale med visse udenlandske producenter - og er selv i gang med at udvikle vacciner. Brasilien er gået i gang med at importere vacciner fra Kina og er også i dialog med andre producenter.

Det vil tage tid, før hele verden er i nærheden af at være immuniseret. Og spørgsmålet er, om Covid-19 nogensinde bliver elimineret endeligt, jf. erfaringerne med influenza. Der er udfordringer mht. nogle af vaccinerne produktion og distribution, usikkerhed om varighed og bivirkninger, og usikkerhed om antallet af mennesker, der ikke ønsker at blive vaccineret. Man kan ikke afvise, at der kommer overraskende negative bivirkninger af visse af vaccinerne. Men sandsynligheden taler for, at Covid-19 vaccinerne bliver en virkelig positiv "gamechanger" i 2021. I takt med udrulningen vil smitteudbredelsen begynde at tage af, og vi vil ind i andet halvår 2021 sandsynligvis blive vidne til et markant lavere smittetryk og dermed et begrænset behov for nedlukninger af en række samfundsaktiviteter. Forskellen ift. den aktuelle situation vil være markant. Det kommer til at sparke væksten afsted, og vi kan blive vidne til et egentligt forbrugs- og investeringsboom i andet halvår 2021.

2021: Forbrugsboom forude

Selvom millioner af mennesker har mistet jobbet i 2020 pga. krisen, er der tegn på, at husholdningernes samlede opsparing er steget markant i mange lande. Det er både en funktion af usikkerhed og tilbageholdenhed, og af mere begrænsede muligheder for fx at rejse, spise ude og nyde forlystelser. Fx lå de danske husholdningers bruttoopsparing i første halvdel af 2020 på ca. 100 mia. DKK, mod ca. 55 mia. DKK i første halvår 2019. De 45 mia. ekstra opsparingskroner udgør en stor forskel på ca. 2% af BNP. Baggrunden var en betydelig tilbagegang i forbruget, mens indkomsterne lå på et lidt højere niveau end i H1 2019.

I USA viser nye tal for opsparingskvoten (hvor meget der lægges til side af de

løbende indkomster) et højt niveau på 13,6% i oktober. Det er ca. dobbelt så meget som gennemsnittet i 2014-2019. I Tyskland er opsparingskvoten senest opgjort til 16,2% i september mod et gennemsnit på ca. 10% i 2014-2019. I Japan er husholdningernes opsparing ift. de løbende indkomster steget til det højeste i de sidste 20 år. Og fra Kina er der også signaler om, at husholdningernes opsparing ligger på rekordhøje niveauer.

USA: Forbrugernes høje opsparing

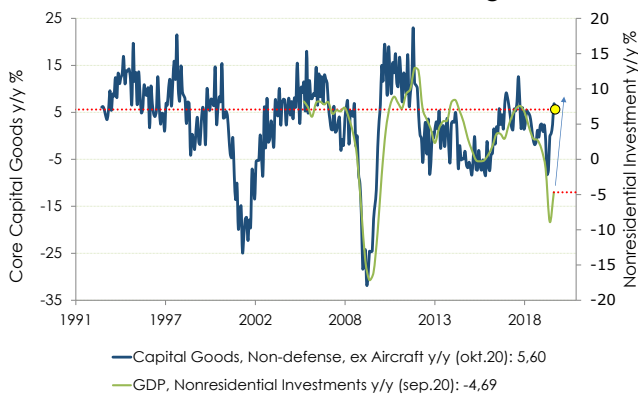


Dermed er der tydelige tegn på, at der ligger en meget stor reserve i husholdningerne, klar til at blive udløst af mere forbrugeroptimisme. I USA peger prognoserne på, at det private forbrug vil vokse over 4% i 2021 mod et fald på knap 4% i 2020. Inden for eurozonen peger estimerer på en forbrugsfremgang på op mod 5% i 2021 efter et radikalt fald på mere end 8% i 2020. Efter vores vurdering er der mulighed for et endnu mere kraftigt forbrugsboom i USA og Europa i 2021, særlig tydeligt i andet halvår. Vaccinerne gradvise inddæmning af Covid-19 vil presse forbrugeroptimismen i vejret til gavn for privatforbruget. I Kina er der allerede tegn på, at de velpolstrede kinesiske husholdninger er i gang med at skruer op for privatforbruget. Senest lå detailsalget godt 4% højere y/y i november.

Investeringerne vil stige betydeligt i 2021

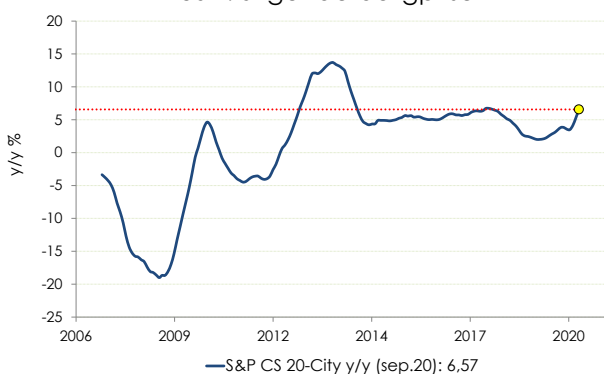
Perspektiverne for investeringer i erhvervslivet og i boligbyggeriet er også ganske positive for 2021. Erhvervslivets investeringer i maskiner, udstyr, erhvervsbyggeri og R&D har generelt været under pres i 2020 pga. den meget store uigennemsigthed mht. fremtiden

USA: Virksomhedernes investeringer OP



og svækkede finansielle balancer. Fx vurderes de samlede kapitalgode-investeringer i Europa at være faldet næsten 10% i 2020. En del af kapitalapparatet står således klar til opgradering eller fornyelse.

USA: Stigende boligpriser

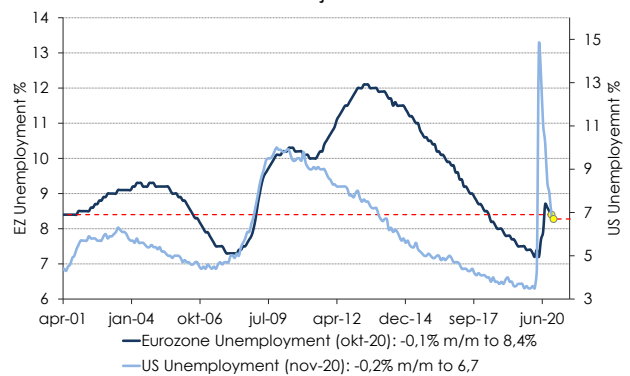


Det private boligbyggeri har vist en overraskende styrke i USA og Europa i 2020. Almindelige mennesker har tydeligvis prioriteret at få egen bolig/grund, for bogstaveligt talt at skabe en vis 'social distance'. I USA er der en klar mangel på

egnede grunde, der kan bygges nyt på, og et relativt lavt udbud af eksisterende boliger til salg ift. efterspørgslen. Det driver priserne i vejret. Også i Danmark og Tyskland ses klare prisstigninger på en stor del af boligmarkedet.

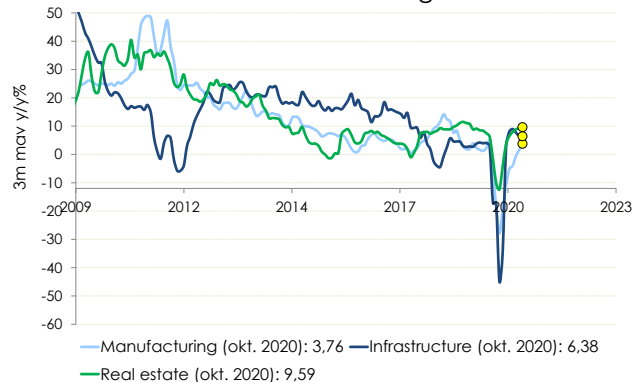
I USA peger prognoserne på, at boligbyggeriet vil stige over 8% i 2021 efter en imponerende stigning på ca. 5% i 2020. I Europa ventes mange lande også at se en betydelig vækst i boligbyggeriet.

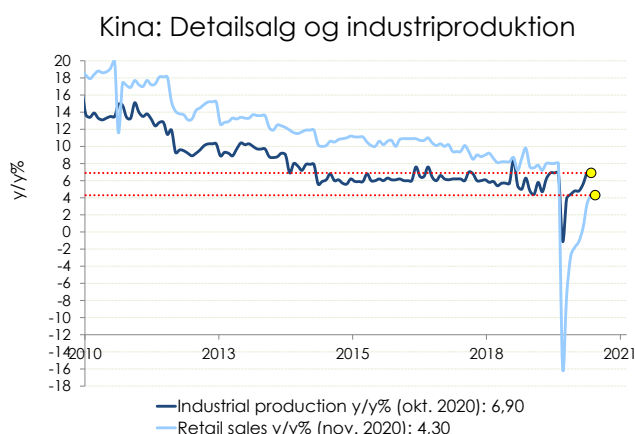
EZ & USA: Arbejdsløshedsrate



I Kina er der allerede en betydelig fremgang i investeringerne. Det gælder særligt i fast ejendom, men også i infrastruktur og i fremstillingsindustrien. Ejendom og infrastruktur er 'klassiske' områder i den kinesiske økonomi, der bliver stimuleret i vanskeligere økonomiske tider.

Kina: Faste investeringer OP





Pengepolitik bakker op om global vækst

Pengepolitikken har i 2020 været en afgørende faktor bag det comeback, vi har set på de finansielle markeder siden foråret. Vi har set kraftige rentesænkninger og enorme opkøbsprogrammer, annonceret ekstraordinært mellem officielle møder – og skal tilbage til Finanskrisen i 2008 og 2009 for at se noget tilsvarende.

Relativt til 2020 tegner 2021 til at blive et mere 'stabilt' år i pengepolitisk henseende. Federal Reserve (FED) har så godt som lovet at holde renterne i ro helt indtil 2023 – og der er heller ikke udsigt til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) vil løfte renterne før tidligst i 2023. ECB har for nylig valgt at forlænge QE-opkøbsprogrammet (PEPP) i 9 måneder frem til marts 2022.

Der er imidlertid en række vigtige spørgsmål, der kan stilles. Hvor stor en stigning i de lange renter, vil FED kunne tolerere, og hvad er sandsynligheden for, at FED kommer til at lave en policy mistake? Sidstnævnte kunne eksempelvis tage form af en ændret kommunikation omkring horisonten på den fastlåste pengepolitik.

Hvor stor stigning i markedsrenterne tåler Federal Reserve?

Hvor stor en stigning i de lange obligationsrenter, FED vil kunne acceptere, er et emne, som optager os særdeles meget. Vi vurderer, at der i markedet er en spirende konsensus om, at 10-årige statsrenter over 1,5% vil afføde frygt i aktiemarkedet. En større korrektion i aktiemarkedet i sådan et scenarie, vil sandsynligvis lede til yderligere QE fra FED og/eller en omfordeling af løbetiden på de obligationer, FED køber – mod længere løbetider. Dette tal (1,5%) er naturligvis behæftet med stor usikkerhed og er på sin vis blot 0,6% point over de aktuelle niveauer. Men vi vurderer, at renter højere end dette, næsten uundgåeligt vil lægge pres på særligt de Growth aktier, som i 2020 har oplevet signifikante stigninger og multipel ekspansion. Med PE multipler, der for Growth aktier nærmer sig 40, er det klart, at følsomheden ift., hvorledes fremtidig indtjening diskonteres, er stigende.

Tilbage i efteråret kommunikerede FED et vigtigt skifte i den pengepolitiske målsætning til et gennemsnitligt inflationsmål på 2% over tid. Det betyder, at perioder med inflation over 2% vil kunne tolereres. Det gælder i den grad, fordi vi har været igennem en periode siden finanskrisen med gennemsnitlig inflation under 2% (ca. 1,5% på kerneinflationen core PCE). Det betyder, at fremadrettede inflationsstigninger ikke vil give anledning til samme stigning i forventningerne til de korte renter – og det lægger også et vist låg på de lange renter. Vi forventer således ikke at se lange renter over de famøse 1,5% – og i så fald ser vi det som overvejende sandsynligt, at FED agerer for at bringe de lange renter nedad igen.

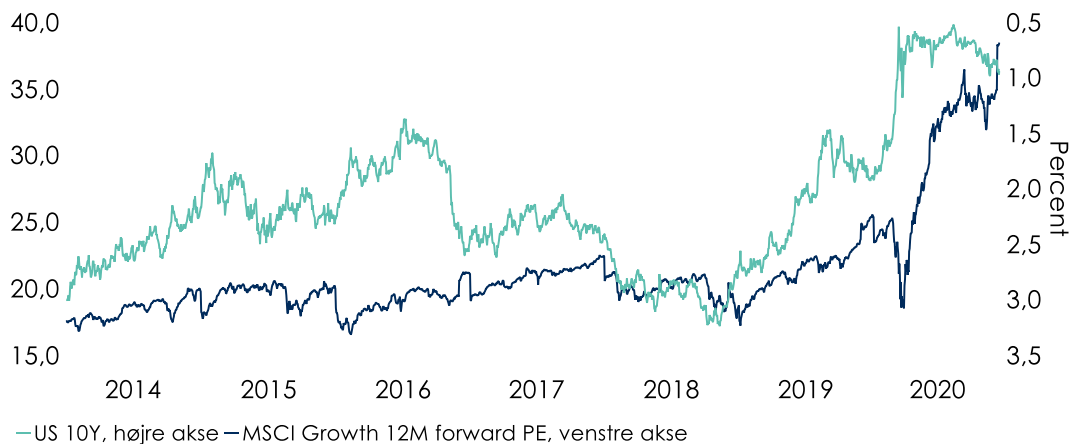
Er FED's kommunikation troværdig?

Det andet store pengepolitiske spørgsmål for 2021 er, hvorvidt FED's kommunikation er troværdig. Kan det passe, at FED vil

holde renterne lave, selvom væksten forsætter med at komme stærkt tilbage i 2021? Vi anser, at dette spørgsmål er blevet født ud af den periode, vi har været igennem siden finanskrisen. Vi så FED signalerede forestående renteforhøjelser fra 2012 – men det var først i slutningen af 2015, at renten blev sat op første gang. Det stiller spørgsmålet, om FED også kan afvige i sine faktiske handlinger fra den kommunikerede sti i en opadgående retning.

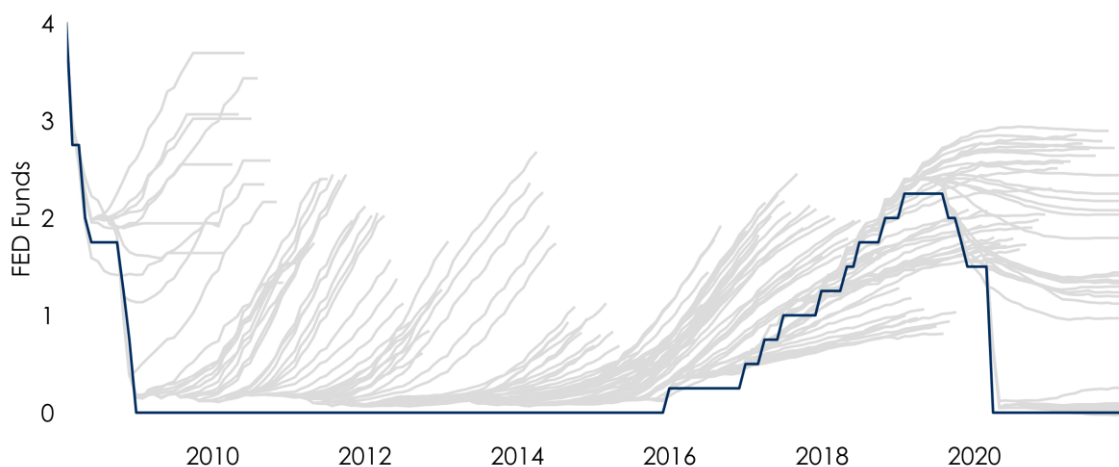
En god illustration på denne divergens mellem, hvad FED kommunikerede, og hvad markedet prisede, fremgår af nedenstående figur: FED holdt renten i bund fra 2009 til slut 2015 til trods for, at markedet i alle årene troede, at starten på en rentecyklus var nært forestående. Markedet undervurderede i en lang periode FED's villighed til at holde renterne i bund.

Faldende renter har understøttet signifikant multipel ekspansion i Growth aktier



Kilde: Macrobond

Markedet undervurderede i en lang periode FED's villighed til at holde renterne i bund (Grå kurver = markedsforventninger til den korte rente. Blå kurve = Fed Funds rate)



Det er vigtigt at pointere, at FED op igennem hele denne periode overraskede markedet ved at være "dovish" snarere end "hawkish". På intet tidspunkt brød FED et løfte om at holde pengepolitikken lempelig. Med dette in mente er det vores klare overbevisning, at FED vil holde sig til den nuværende kommunikation. Det betyder, at vi ikke forventer FED i løbet af 2021 vil ændre ved den aktuelle tydelige kommunikation om, at renterne kommer til at forblive lave.

USA er "Back in Business" med Biden

Afklaringen af det amerikanske præsidentvalg til fordel for Biden er en global "gamechanger", der vil kunne mærkes fra den dag, Biden indtager Det Hvide Hus. Vi forventer, at relationerne mellem USA og Europa vil dreje i markant bedre retning ift. handelspolitik og andre ikke-økonomiske samarbejder som fx NATO og atomaftalen med Iran (JCPOA). Ligeledes er USA på vej ind i Paris-klimaafhtalen igen og må forventes at samarbejde mere konstruktivt ift. WHO, WTO, IMF og World Bank. USA er "back in business" internationalt efter 4 års tørke under Trump.

Demokraterne i USA repræsenterer imidlertid også en Kina-kritisk profil. Grundlæggende er der en dyb ideologisk konflikt mellem USA/den demokratiske verden og Kina. Begge politiske fløje i USA er stærkt optagede af ikke at sakke bagud i den højteknologiske udvikling, der i den grad spiller en rolle i hele det sikkerhedspolitiske styrkeforhold. Det betyder vedvarende "black list" af udvalgte kinesiske selskabers forretningsaktiviteter og opkøb i USA.

Men under Biden kan der godt på visse områder blive tale om et fornyet samarbejde. Det kan særligt blive gældende ift. grønne investeringer, idet

Bidens (og EU's) grønne dagsorden kræver, at også Kina flytter sig. Kina har for nylig sat et mål om at blive "CO2-neutral" i 2060.

Vi noterer også, at Kina ser ud til at åbne yderligere for udenlandske selskabers ejerandele, herunder amerikanske finansielle virksomheder. Det øger muligheden for, at en del af handelstarifferne mellem USA og Kina vil blive tilbagerullet.

Internt i USA vil der – givet en splittet kongres – ikke være udsigt til større reformer. Uden flertal i senatet vil demokraterne ikke kunne gennemføre skatteforhøjelser på virksomhederne og de mest velstillede, og tilsvarende sænke skatterne på mellem- og lavindkomster. Der er heller ikke udsigt til en større reformering og udvidelse af sundhedssektoren (fra "Obamacare" til "Bidencare") eller større indgreb ift. høje medicinalpriser og de store teknologiselskabers markedsdominans. Bidens plan om over 2.000 mia. USD i (grøn) infrastruktur vil også få begrænset momentum. MEN vi er overbeviste om, at demokraterne og republikanerne snarligt vil kunne enes om en betydelig finanspolitisk pakke på op mod 1.000 mia. USD eller 4-5% af BNP.

Fuld fokus på senatsvalget i Georgia

I Georgia er der fuld gang i kampen for at vinde de resterende to pladser i det amerikanske senat. Efter valget 3. november sidder republikanerne nu sikkert på halvdelen af pladserne i det 100 sæder store senat. Pga. regler for omvalg (ingen har vundet mere end 50% i første runde) er Georgias 2 senatspladser stadig ikke afgjort – og her skal den endelige valgrunde stå d. 5. januar. Hvis demokraterne vinder de to sæder, står der 50:50 – og i tilfælde af 50:50 i forbindelse

med kommende afstemninger i senatet, vil det være vicepræsident Kamala Harris (D), der afgør udfaldet. Det vil selvfølgelig gøre en stor forskel ift. muligheden for at gennemføre den demokratiske Biden-agenda.

Indtil videre ser det ud til at blive vanskeligt for de demokratiske kandidater, Warnock og Ossoff, at tage sejren fra republikanske Loeffler og Perdue. Skulle demokraterne overraske med de 2 sejre alligevel, vil det formodentlig give anledning til et pres på dele af aktiemarkedet. Angsten vil stige mht. muligheden for mere regulering af Big Tech, healthcare og fossil energi samt potentielt højere erhvervsskatter.

Brexit-spænding til det sidste

I Europa bliver der mellem EU og Storbritannien forhandlet til det sidste om en endelig Brexit-aftale. Trods store knaster i forhandlingerne er det svært at se, at nogen af parterne har økonomisk interesse i en hård skilsmisse – et "No Deal". Der kan være visse politiske interesser i et No Deal, men efter vores opfattelse bliver de økonomiske interesser ultimativt de mest tungtvejende – og det taler til fordel for en aftale om rammerne for det fremtidige samarbejde inden 1.1.2021.

Storbritannien har gennem 2020 været i en overgangsperiode, hvor bl.a. det indre marked og den fælles toldunion har været gældende. Der er vel at mærke ikke længere nogen juridisk mulighed for at forlænge denne overgangsperiode efter 31.12.2020.

Boris Johnson er under pres ift. håndteringen af Covid-19 i Storbritannien med et højt antal smittede og omkomne og et markant økonomisk pres. En yderligere økonomisk forværring pga. No Deal vil ikke falde i de fleste briters smag. Boris blev også valgt i 2019 med budskabet

"Get Brexit Done" – et budskab der omfattede en aftale med EU.

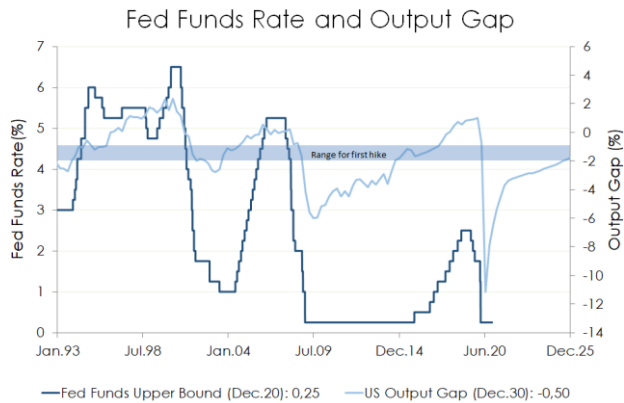
Omvendt fylder Storbritannien næsten 20% af EU's BNP, og udgør dermed en vigtig langsigtet økonomisk samarbejdspartner for EU. I et No Deal scenarie vil en hel del EU-eksport til Storbritannien blive ramt af meget høje toldmure, ligesom importen fra Storbritannien vil blive væsentlig dyrere.

De aktuelle forhandlinger har særligt fokus på fremtidige fiskerikvoter, "Fair Competition" og "Governance" - overvågning ift. overholdelse af den fremtidige aftale. 95% af frihandelsaftalen er imidlertid på plads, angiveligt med 6-700 sider klar til signering. Der foreligger vel at mærke også en aftale vedr. det følsomme spørgsmål om grænsen mellem Irland og Nordirland. Nordirland vil som helhed være en del af EU's indre marked og følge EU's toldsatser udadtil. Det sikrer en åben grænse mellem Nordirland og Irland, men omvendt en udfordret grænse mellem Nordirland og England. Der er imidlertid en lang række tekniske manøvrer, der sikrer, at der ikke skal oprettes en hård grænse mellem disse to.

Obligationsmarkederne i 2021

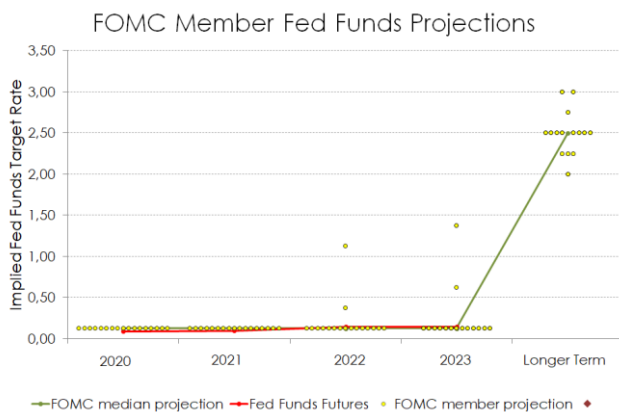
Med betydelige output gaps (forskellen mellem det økonomiske potentiale og den faktiske økonomiske aktivitet) i Europa og USA bør det stå klart, at hverken ECB eller FED vil sætte renten op i 2021. Givet de nuværende estimater for output gap fra amerikanske CBO, må det vurderes, at styringsrenterne holdes i ro de kommende år. Først omkring 2025 forventes output gap'et at være på et niveau, som historisk set har været foreneligt med stigende renter fra FED. Renter indtil 5-års punktet må med andre ord vurderes at være rimeligt forankrede. FED selv forventer

også, at renterne holdes i ro indtil i hvert fald 2023, men fastholder at et langsigtet neutralt renteniveau for den amerikanske økonomi ligger omkring 2,5%.



Lange obligationsrenter er mere cykliske

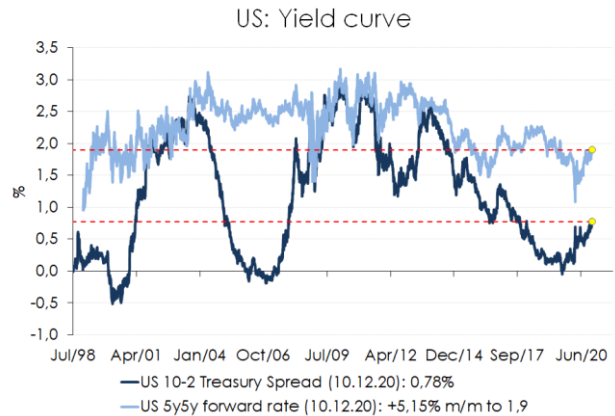
Med de korte renter forankrede er det fluktuationer i inflationsforventningerne og andre forhold, som kan blive afgørende for de længere renters udvikling i 2021. Ved de seneste to ekspansioner har niveauet for 5y5y inflation (proxy for langsigtede



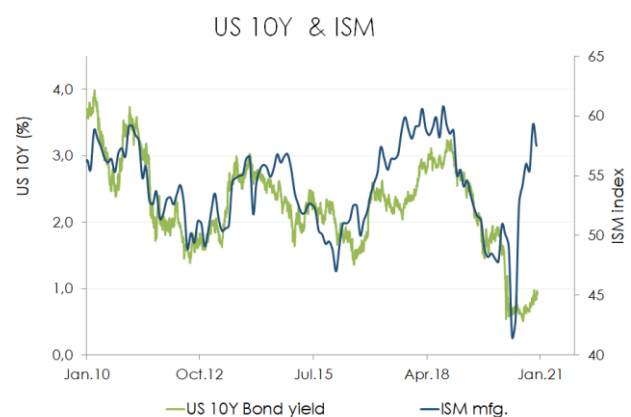
inflationsforventninger) vist, hvor renteforskellen mellem 2- og 10-årige renter er på vej mod. Ved indgangen til dette opsving ligger 5y5y lavere end i starten af 00'erne og i 2009, men indikerer potentiale for yderligere rentestigninger i de 10-årige renter på omkring 100bp til 1,75%. Også økonomiske faktorer, som ISM indekset, signalerer et vækstmomentum,

som normalt giver anledning til opadgående pres på renterne.

Det helt store spørgsmål er, i hvor høj grad renterne "får lov" til at stige mærkbart.



Det er tydeligt, at centralbankerne i hele verden har stor interesse i at holde renterne lave for at stimulere væksten, ligesom den betydelige stigning i gældsætningen globalt gør verdensøkonomien langt mere skrøbelig overfor stigende renter. Vi forventer derfor ikke et ligeså mærkbart løft i renterne, som nærværende figurer kan antyde. FED har ikke kommunikeret tydeligt, i hvor høj grad man vil tillade stigende markedsrenter.

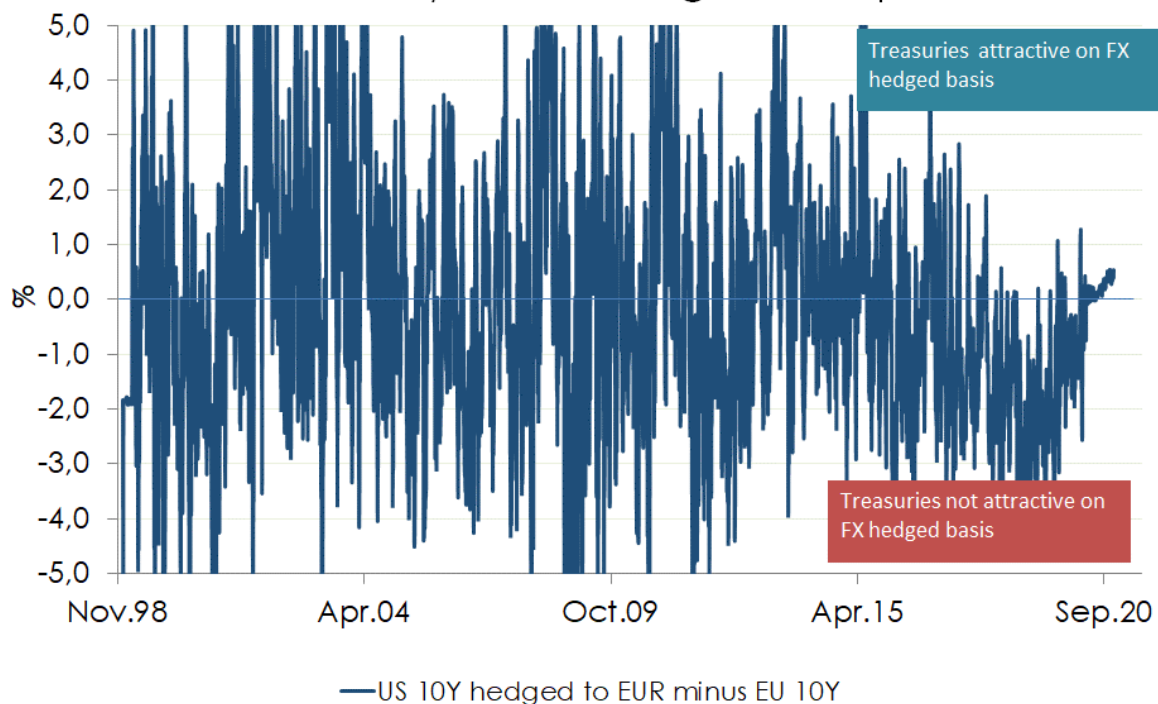


Vi vurderer, at et 10-årigt renteniveau omkring 1,5% udgør et rødt flag. En 10-årig amerikansk rente omkring 1,5% er bestemt mulig, hvis væksten som ventet

accelererer i 2021. Såfremt de korte renter, som ventet, holdes i ro, vil de lange statsrenter dog næppe stige så meget. Allerede på de nuværende niveauer er amerikanske renter, inklusiv hedgingomkostninger, attraktive for

europæiske investorer. Hvis de længere amerikanske renter stiger yderligere, bør udenlandske investorer træde til og købe yderligere op, hvorved rentestigningspotentialitet reduceres.

US Treasury from Hedged Perspective



Vi vurderer samlet set, at renten på 10-årige amerikanske statsobligationer vil stige til 1,2% gennem 2021, ca. 30bp over det nuværende niveau. Vi kalkulerer med et udsvingsbånd på +/-20bp ift. dette target og ser i højere grad risikoen på "opsiden" fremfor på "nedsiden" i dette udsvingsbånd.

ECB-renteforhøjelser ude af syne

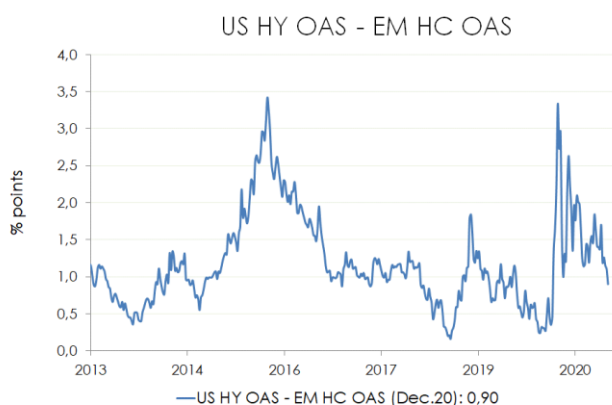
I Europa er de første renteforhøjelser sandsynligvis endnu flere år ude i fremtiden, og de lange renter vil derfor være endnu mere forankrede i udsigten til stabile korte renter. ECB har senest i december forøget og forlænget

opkøbsprogrammet, så det nu varer til marts 2022. Løbende opkøb forventes at holde potentielle rentestigninger meget moderate relativt til de -0,6% i aktuel rente på 10-årige tyske statsobligationer.

Én faktor, der kan trække op i de længere obligationsrenter, er stigende inflationsforventninger. Men her er der heller ikke meget potentiale. Arbejdsmarkedet er langt fra overophedet i kølvandet på Covid-19 fyringer, og årets stigning i den handelsvægtede EUR er også med til at svække inflationspresset. 5Y5Y inflationsforventningerne i EUR ligger p.t. på 1,2% og har dermed allerede taget

forskud på en stigning i den aktuelt meget lave inflationsrate (headline CPI ligger - 0,3% y/y og kerneinflationen ligger +0,2% y/y).

En anden faktor, der kan trække op i de længere markedsrenter i Europa, er stigende lange renter i USA. Her venter vi et løft i den 10-årige amerikanske rente på ca. 30bp til 1,20%, jf. ovenfor. Endelig er der også udsigt til et vedvarende stort finansieringsbehov i form af obligationsudstedelser fra eurolandene under ét. Selvom ECB køber for store beløb af tyske og øvrige statsobligationer, samt investment grade virksomhedsobligationer, er der fortsat et nettobeløb, der skal afsættes i markedet.

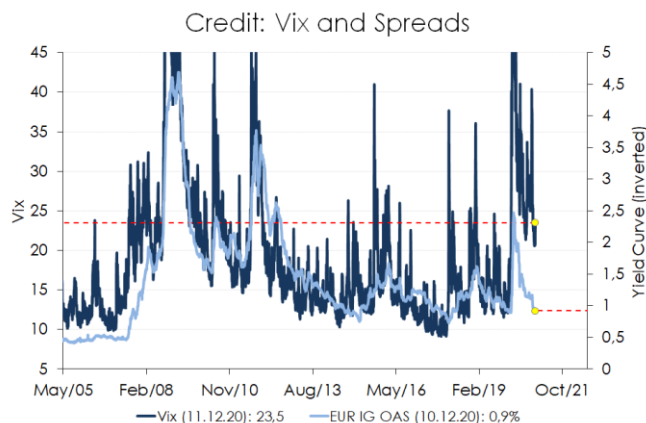


Vi vurderer samlet set, at renten på 10-årige tyske statsobligationer vil stige til - 0,4% gennem 2021, ca. 20bp over det nuværende niveau. Vi kalkulerer med et udsvingsbånd på +/-20bp ift. dette target og ser risikoen som værende symmetrisk i dette udsvingsbånd.

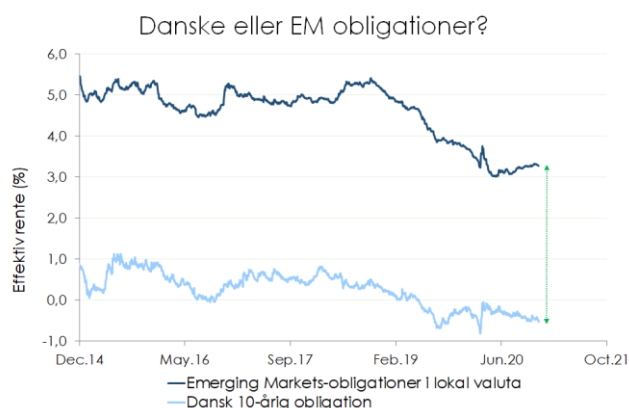
Lave rentespænd på kreditobligationer

Lave renter – og udsigt til renter som holdes kunstigt lave i de kommende år – understøtter efterspørgslen efter kreditobligationer, og bør give anledning til fortsat lave kreditspænd. De massive finans- og pengepolitiske tiltag gennem 2020 betyder, at kreditspænd allerede nu

ligger betydeligt under de niveauer, vi normalt ser under forhøjet markedsuro. 2021 vil derfor snarere blive et år, hvor investorerne nyder godt af de højere løbende renter indenfor særligt EM obligationer og high yield markederne, end et år, hvor kreditspænd falder yderligere markant.



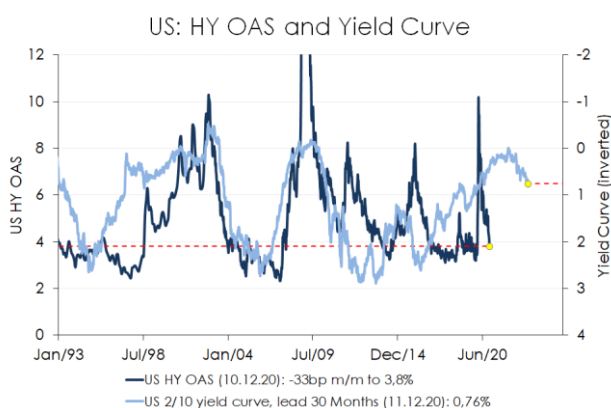
Implicit volatilitet på aktiemarkedet, Vix, og rentekurvens hældning peger begge på kreditspænd, som "burde" ligge højere.



Eksempelvis er OAS (kreditpræmien) på europæiske investment grade virksomhedsobligationer nede på 90bp – et niveau vi tidligere har været flere års væksthæng om at nå. Flere faktorer spiller ind, særligt at finans- og pengepolitikken holder hånden under mange selskaber, som ville være gået konkurs under normale omstændigheder.

De aktuelt lave kreditspænd afhænger dermed af fortsat lempelig politik ind i 2021 og et klart økonomisk opsving.

Vi vurderer, at kreditmarkederne allerede har taget forskud på en del af glæderne og forventer ikke yderligere markante spændindsnævninger i 2021. I et marked, hvor statsrenterne bevæger sig moderat højere, forventer vi højere afkast fra kreditobligationer relativt til statsobligationer.



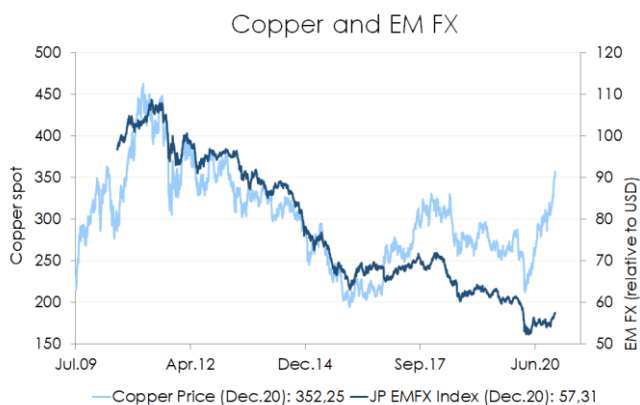
Alle kreditmarkeder er presset langt ned i rentespænd til statsobligationer. Figuren ovenfor (på foregående side) viser US high yield rente-spændet, og EM rentespændet (EM statsobligationer udstedt i USD, forskel til amerikanske statsobligationer), som ligger tæt på det historiske niveau overfor hinanden.

Senest har US high yield haft betydelig momentum, og hvis det fortsætter, begynder EM-rentespændet igen at se attraktivt ud relativt til high yield.

Et mere risikobetonet hjørne af EM obligationsmarkedet er EM lokalvaluta, som alene målt på rentekomponenten løbende giver ca. 4% mere end danske stater. Dertil kommer et betydeligt potentiale for styrkede valutaer, efter et år med pres på EM valutaer.

Obligationsstrategi ved indgangen til 2021

Udsigten til meget lave og let stigende renter på statsobligationer betyder, at vi helt overordnet søger ud i kreditmarkederne for at få merrente. Som beskrevet ovenfor er kreditspænd generelt set allerede lave, og vi forventer ikke yderligere spændindsnævninger af betydning. 2021 bliver derfor et år med "kuponklip" frem for spændindsnævring.



Det faktum, at kreditobligationer i bred forstand allerede har taget forskud på et økonomisk opsving og lempelig politik fra regeringer og centralbanker, betyder, at risikobilledet afkastmæssigt er på nedsiden frem for opsidet. Vi er derfor varsomme med at øge overvægten til kreditter yderligere på nuværende tidspunkt.

Vi forholder os neutrale på high yield og EM hard currency for nu, mens vi har en overvægt af korte high yield obligationer relativt til europæisk investment grade kredit og danske stater. Dermed får vi mere carry og mindre varighed i porteføljen.

Vi er konstruktive på EM lokalvaluta, som vi har moderat overvægtet. Flere EM valutaer fremstår billige i forhold til historik og relativ inflation, ligesom renteniveauet i EM universet er langt mere attraktivt. At vi ikke overvægtet EM lokalvaluta yderligere,

skyldes i særdeleshed dollaren, som mange EM valutaer følger. USD er i modvind, og yderligere svækkelse kan give pres på EM valutaer i forhold til danske kroner.



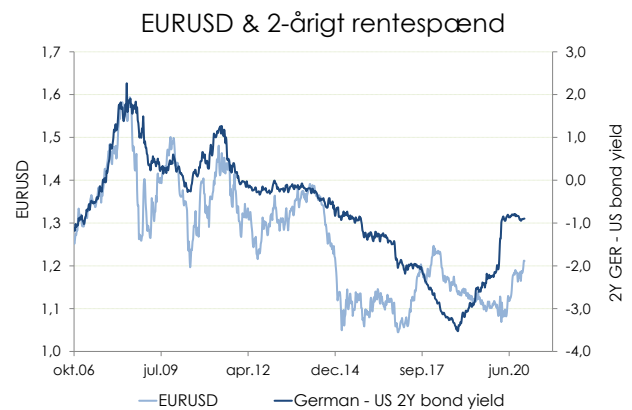
Sivende USD svækkes yderligere i 2021

Den handelsvægtede USD nåede et globalt højdepunkt i marts, hvor investorerne søgte tilflugt i de mest sikre finansielle havne globalt. USD, CHF, JPY og guld (samt Bitcoin!) er blandt disse. Men siden marts er USD svækket ca. 11% handelsvægtet og er dermed nede ca. 5% i år. De fleste drivkræfter peger mod en yderligere svækkelse af USD, herunder:

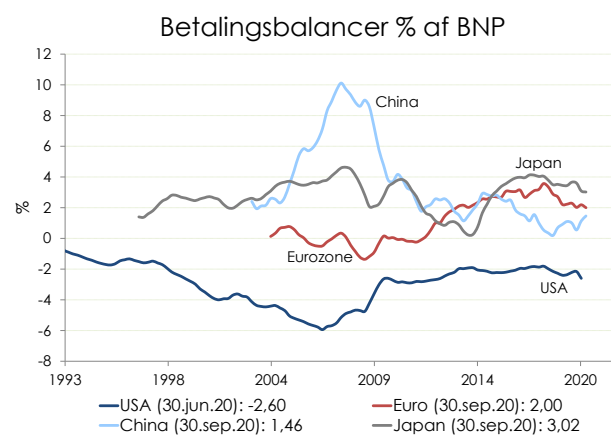
- USD er kontra-cyklisk: En forestående styrkelse af den globale økonomi bør gå hånd i hånd med et flow ud af den sikre havn, USD, og ind i andre aktivtyper globalt.



- Lavt rentespænd: Forskellen mellem både korte og lange USD-renter ift. omverden er faldet til meget lave niveauer. Fx er forskellen mellem 2-årige amerikanske og tyske statsrenter på 0,9%. De amerikanske renter lå 3,5% højere end de tyske tilbage i efteråret 2018. Den aktuelle forskel peger isoleret set på en klar svækkelse af USD.

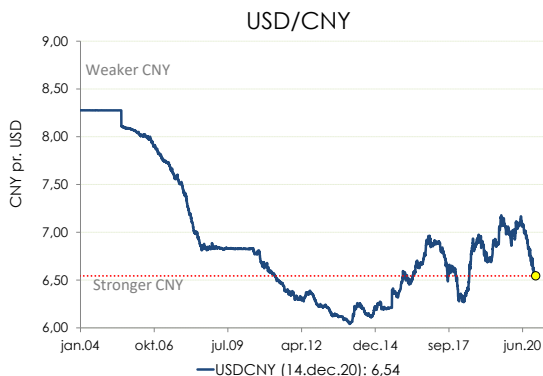


- Højere inflation: Den amerikanske inflation er højere end inflationen i både eurozonen, Japan og Kina. Principielt set bør dette svække USD, idet inflation udhuler værdien af en valuta og gør valutaer med lavere inflation mere attraktive.



- Betalingsbalanceunderskud: USA er i klart underskud mens Kina, Japan og eurozonen er i klart overskud. USA har haft et kronisk underskud i en lang

årrække, og prognoserne peger ikke i retning af en forbedring. Principielt set bør dette føre til et vedvarende "dræn" på USD pga. et større kommercielt salg af USD relativt til andre valutaer (kan kompenseres af et inflow af ikke-kommerciel kapital i USD).



Efter vores vurdering er der lagt op til en generelt set yderligere svækkelse af USD i 2021. Der vil være store forskelle på de specifikke valutakryds mod USD. Fx er det vores opfattelse, at eurozonen ikke "har råd" til en væsentlig stærkere EUR. Europa har i den grad haltet efter USA i vækstmæssig henseende siden finanskrisen og den europæiske statsgælds- og bankkrise. Alene renteforskellen mellem USA og eurozonen kan måske retfærdiggøre en svækkelse af USD mod EUR op mod 1,30. Men det bør give anledning til et fald i vækst- og inflationsperspektiverne i eurozonen, der vil trække EUR-renterne ned igen i disfavør af EUR. Vi ser dermed ikke EURUSD meget højere end 1,25 mod slutningen af 2021.

Potentialet for USD-svækkelse overfor en række EM-valutaer fremstår større. Kina er kommet relativt godt gennem coronakrisen og har de økonomiske "muskler" til at bære en noget stærkere CNY. CNY er allerede styrket fra 7,2 pr. USD i foråret til 6,5 – men muligheden for at genbesøge et niveau mellem 6-6,25 CNY pr. USD er

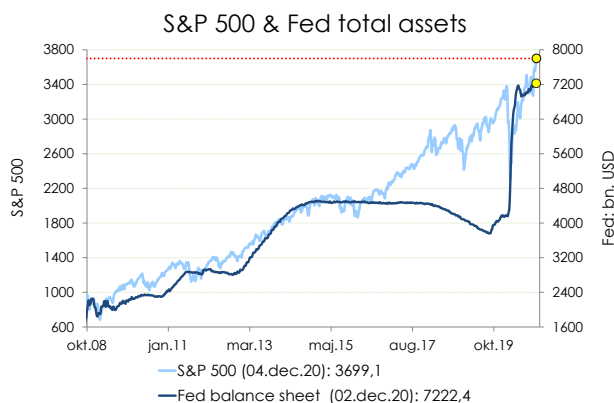
realistisk. En stærkere kinesisk valuta, og generelt højere global risikovillighed, vil sandsynligvis trække en del andre EM-valutaer med frem i stærkere retning mod USD og i mindre grad mod EUR.

Aktiemarkederne i 2021

I 2019 var verdensøkonomien i den meget sene fase af et økonomisk opsving, der havde været i ca. 10 år. Sidste års Outlook hed "Cliffhanger" med henvisning til, at verdensøkonomien var udfordret på en række fronter – heriblandt politiske, cykliske og strukturelle. Vi forventede dog ved udgangen af 2019, at en global recession først ville materialisere sig efter 2020. Coronapandemien ændrede imidlertid dette konjunkturbillede og skabte en massiv global økonomisk nedtur i første halvår grundet radikale nedlukninger af store dele af samfundet. Trods de aktuelle udfordringer, som mange lande har mht. Covid-19, tegner der sig et billede af, at verdensøkonomien nu er i den tidlige fase af et økonomisk opsving. Det er ofte i denne fase, at aktiemarkedet leverer nogle af de højeste afkast - og vores forventning er, at det globale aktieafkast i 2021 vil ligge på 10-15%, målt i DKK.

Langt hurtigere aktie-optur end ventet

Udviklingen på aktiemarkedet i 2020 var i høj grad præget af udviklingen i coronaviruset, som satte store dele af den globale økonomi i stå. De finansielle markeder reagerede kraftigt på nedlukningen, og det brede MSCI AC World verdensindeks faldt mere end 30% henover februar og marts. Faldet gjorde Q1 2020 til det værste kvartal siden finanskrisen. Faldene kom langt hurtigere og kraftigere, end de fleste havde regnet med - og det samme gjorde den efterfølgende optur.



Markedet ramte bunden d. 23. marts, men understøttet af historisk store penge- og finanspolitiske hjælpepakker var globale aktier allerede i slutningen af april steget ca. 30% over bunden. Særligt den amerikanske centralbanks massive likviditetsindsprøjtninger og hjælpeprogrammer fik investorerne til at genvinde risikoappetitten.



De voldsomme aktiestigninger fik flere, og selv inklusiv, til at stille spørgsmålstegn ved holdbarheden af aktieopsvinget. Markedet har dog indtil videre gjort bekymringer omkring prisfastsættelse, konkursrater, historisk dårlig vækst, nye virusbølger mm. til skamme og er fortsat med at stige. Verdensindekset er således i skrivende stund oppe med ca. 6% i afkast år til dato, målt i DKK. På trods af et ekstraordinært år med ekstrem volatilitet, er der for året som helhed altså tale om et ganske "normalt" afkastår.

Mens nedturen i foråret på aktiemarkedet var bredt funderet på tværs af regionerne, var der markante forskelle på tværs af sektorerne. Særligt aktier indenfor teknologi og online handel klarede sig flot igennem krisen grundet de ændrede forbrugsvaner, som nedlukningen af økonomien medførte. Fx er de såkaldte FAANG-aktier, Facebook, Apple, Amazon, Netflix og Google, alle steget mellem 35% og 75% år til dato. IT-sektoren generelt har oplevet massiv fremgang, mens bl.a. energi- og finanssektoren har været udfordret af faldende oliepriser og renter.

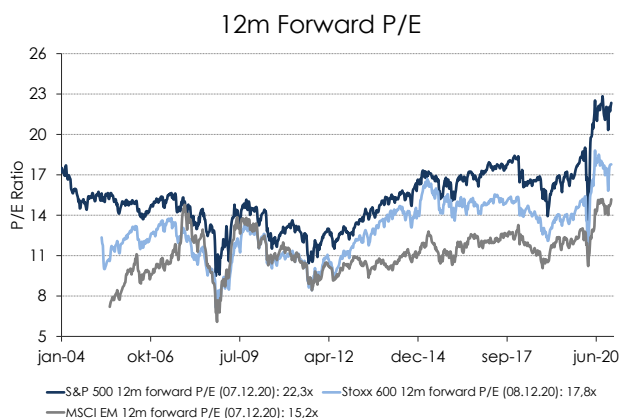
IT-aktier afgørende positiv drivkraft

IT-sektoren har de seneste år været en afgørende positiv drivkraft bag den globale aktieopsving og har leveret overlegen indtjeningsvækst relativt til resten af markedet. Den stærke performance har dog også medført en betydelig multipel ekspansion, hvilket gør, at mange IT-aktier nu fremstår dyre. Bekymringen med hensyn til denne "boble" i tech-sektoren har været kraftigt stigende i 2020. Det, vi ved fra tidligere bobler, er dog, at det er uhyre sjældent disse brister, i perioder med negativ realrente, vækst i pengeudbuddet og centralbanker, der holder renterne i ro. Dette bør således ikke være en 2021-bekymring. Trods høj prisfastsættelse, samt risiko for øget regulering, forventer vi, at tech-aktierne vil klare sig på niveau med det brede marked i 2021 understøttet af deres stærke forretningsmodel og strukturelle medvind.

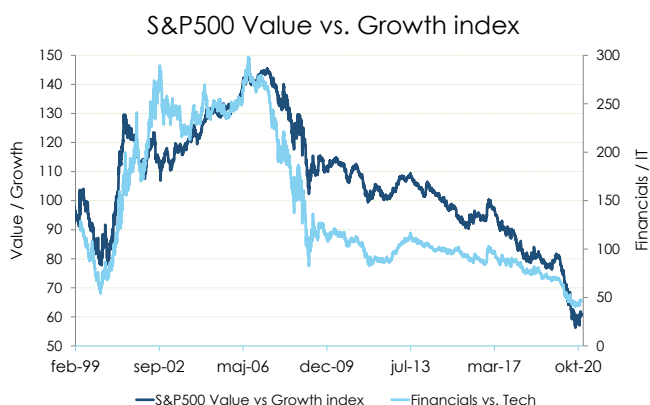
Cykliske aktier i et comeback

Udviklingen blandt sektorerne har også kunne ses på faktorenes afkast i 2020, hvor globale Value aktier har haltet gevaldigt efter Growth aktier og i skrivende stund er ca. 30% efter. Growth aktierne har nydt særlig godt af årets kraftige rentefald,

hvilket har sænket diskonteringen af fremtidige cash-flows og dermed øget nutidsværdien af disse. Rentefaldet er imidlertid bag os, og vi kigger nu ind i et år med stærk vækst. Det betyder, at vi forventer, at de mere cykliske Value aktier vil outperforme Growth aktier i 2021. Kigger man på den relative prisfastsættelse mellem Growth og Value, er der også sket et kraftigt skred i løbet af året, og Value handler nu med en historisk stor discount til Growth. Dette er yderligere et stærkt argument for, at en langsigtet investor bør have Value i sin portefølje.

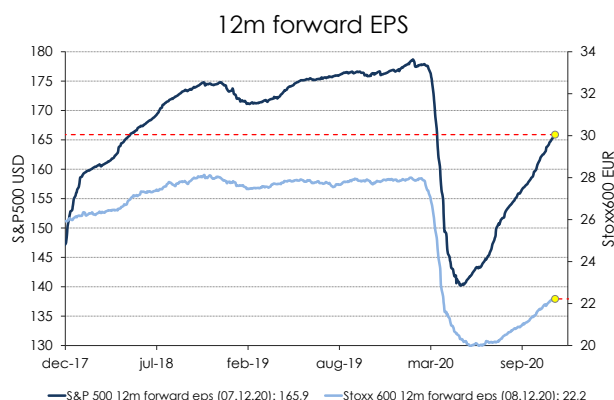


Growth aktier er generelt følsomme overfor rentestigninger. Det er dog vores klare forventning, at centralbankerne holder renterne lave i 2021, hvilket kun giver plads til moderate stigninger i de længere statsrenter. Fra de nuværende meget lave niveauer kan renterne godt trække en smule højere – til gavn for finans som en



del af Value aktier - uden at det fører til et større frasalg af Growth aktier.

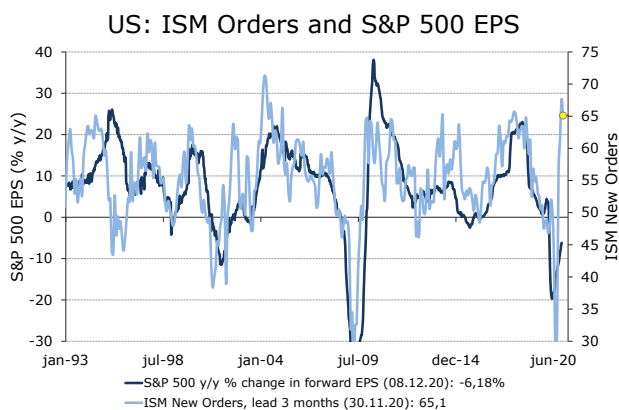
Kombinationen af stigende kurser og faldende indtjening i 2020 betyder, at prisfastsættelsen på aktiemarkedet er steget markant i løbet af året. Aktiemarkedene i bred forstand er dog ikke dyrt prisfastsat, når man måler i forhold til renteniveauet, og der er således fortsat en fornuftig risikopræmie i aktiemarkedet. Vi mener derfor ikke, at den generelle prisfastsættelse på aktier, er en hindring for stigende aktiekurser, så længe væksten er stigende, og risikoen for en stramning af pengepolitikken globalt er yderst beskedent.



Kraftige EPS-forventninger i 2021

Meget peger på, at 2021 bliver et godt aktieår med pæne stigninger på de globale aktiemarkeder. Udrulningen af vaccinerne vil tillade en genåbning af økonomierne, hvilket vil øge beskæftigelsen, optimismen blandt virksomheder og forbrugere, og den samlede efterspørgsel. Alt sammen til glæde for virksomhedernes indtjening og dermed aktiemarkedet, der samtidig understøttes af en meget lempelig pengepolitik. Særligt de mere cykliske dele af aktiemarkedet vil nyde godt af fremgangen i den globale økonomi. Indtjeningen ventes på nuværende

tidspunkt at stige til næste år med over 20% i S&P 500 og mere end 50% i Emerging Markets. Og indtjeningen har potentiale til at stige yderligere. Et forholdsvis lavt lagerniveau giver medvind fra lagercyklussen, mens pent-up demand blandt forbrugerne kan give et yderligere løft til økonomien. Aktiemarkedet understøttes derudover af de meget lave statsrenter i de udviklede lande, hvilket kontinuerligt vil drive kapitalen ind i aktiver med højere potentielt afkast, herunder aktier.



Trods forventningen om stigende aktiemarkeder i 2021 er der naturligvis risikofaktorer, som kan udfordre dette. Negative meldinger på vaccinefronten vil være et hårdt slag for markedet, der allerede har inddiskonteret meget positivt på denne front. Generelt har markedet inddiskonteret en række positive forhold omkring økonomien, indtjeningen mm, hvilket giver plads til skuffelser. Investorerne har på baggrund af denne optimisme bragt aktieallokeringerne op, og stigende aktiemarkeder i 2021 er for længst blevet konsensus. Der er således ikke længere den samme grad af midler, der kan skubbes over i aktiemarkedet og sende dette højere. Positioneringen kan således blive en udfordring. Men det er vores klare vurdering, at eventuelle tilbageslag på

markedet vil blive set som opkøbsmuligheder mere end noget andet.

Sidst, men ikke mindst, er der risikoen for en mere betydelig stigning i renterne. Fx i forbindelse med en mere synlig genkomst af inflation, som kan få markedet til at reprise FED. Med det nuværende output gab synes det dog heller ikke at være et 2021-tema.

Aktiestrategi 2021: Fokus rettet mod Emerging Markets og Small Cap

Vi har valgt at dreje aktieporteføljen mod faktorer, regioner og sektorer, der typisk outperformer i den tidlige del af et konjunkturopsving. Konkret går vi ind i 2021 med en overvægt til europæiske og amerikanske Small Cap aktier samt aktier fra Emerging Markets landene. Vi har samtidig øget investeringerne i global industri. Kombineret med en generel overvægt til aktier i Optima er investeringsprofilen dermed skærpet ift. et opsving i verdensøkonomien og et videre løft i aktiemarkederne.

Small Cap faktoren klarer sig typisk relativt godt i den tidlige fase af et økonomisk opsving. Vi forventer, at vi kommer til at se samme mønster i 2021. Baggrunden for Small Cap aktiernes evne til at outperforme ind i et konjunkturopsving hænger sammen med, at indtjeningen er væsentlig mere konjunkturfølsom. I opgangsperioder stiger indtjeningen mere i Small Cap, men falder mere i nedgangsperioder. Small Cap aktier har ligeledes en mere cyklisk sammensætning end Large Cap med fx en undervægt til Health Care.

Også EM-aktier har en klar tendens til at outperforme, når væksten accelererer. Vi forventer, at samme mønster gentager sig i 2021 og noterer os, at MSCI Emerging Markets i år har givet et lidt bedre afkast

end MSCI World (ca. 1% - men ca. 10% siden slutningen af maj). Den aktuelle værdi i EM-aktier skal efter vores opfattelse findes i en kombination af historisk lave lånerenter, herunder i USD, bedre vækstperspektiver relativt til de udviklede lande og ikke mindst en attraktiv prisfastsættelse. Der er ikke tale om en større låntagning i EM-landene relativt til DM-landene. Men EM-nationer og selskaber har en relativ høj låntagning i USD, og derfor spiller USD-renteniveauet og USD-kursen en væsentlig rolle i den økonomiske cyklus. Der er udsigt til meget lave USD-renter i de kommende år og dermed også sandsynlighed for en gradvis svagere USD. Det vil komme EM-økonomierne og selskabernes indtjening til gavn.

Blandt de cykliske sektorer foretrækker vi industri. Vi ser industri som en potentiel vindersektor i den aktuelle tidlige fase af et økonomisk opsving. Vi noterer os, MSCI AC World Industrials gav et bedre afkast end MSCI AC World i perioden efter finanskrisen i 2008. Vi bemærker også, at sektoren er begyndt at outperforme igen siden det maksimale økonomiske og finansielle pres i foråret.

Vi går ligeledes ind i 2021 med en overvægt til Value aktier. Perioder med accelererende økonomisk vækst er konsistent med højere indtjening i Value relativt til Growth. Og skulle renterne bevæge sig højere, vil det ligeledes tilgodesse Value aktier, hvor finanssektoren fylder tungt.

Det strukturelle perspektiv: Covid-19 krisens omkostninger

Covid-19 vil være et særdeles dyrt bekendtskab i ren økonomisk forstand. Figuren på næste side illustrerer situationen: Den blå kurve repræsenterer den økonomiske trend, der var forventet før Covid-19. Vi har her anvendt en global vækstrate på 3,3%, svarende til gennemsnittet siden 1980. Den grå kurve repræsenterer konsensus-væksten blandt økonomer. I det scenarie vil BNP være 4% under trend i 2025. Hvert år med lavere BNP relativt til trenden repræsenterer et velfærdstab. Hvis verdens BNP kunne have været x i 2021, men i stedet bliver et lavere y i kroner ører, er forskellen en form for estimeret værditab. Det svarer til aktiemarkedet. Ved indgangen til 2020 var indtjeningen (EPS) på S&P500 forventet til ca. 180 USD i 2020 og ca. 200 USD i 2021 pr. aktie. I stedet er forventningen i markedet nu en indtjening på 140 USD i 2020 og 170 USD i 2021. Såfremt dette kommer til at passe med virkeligheden, er der tale om et akkumuleret tab på 70 USD pr. aktie over de 2 år – og så fremdeles i en efterfølgende årrække.

Regner man på denne måde på det globale BNP frem til 2025 estimerer IMF et akkumuleret værditab på 28.000 mia. USD. Det svarer til ca. 33% af det globale BNP-niveau i 2020 på anslået 84.000 mia. USD. Det er selvfølgelig en "hypotetisk" beregning, der tager udgangspunkt i usikre forventninger til udviklingen i BNP.

Økonomiske professorer i USA (herunder Larry Summers) og i Danmark (Jesper Rangvid) er gået længere end IMF og har inkluderet værdien af tabte liv og omkostninger forbundet med de psykiske

problemer, der er opstået hos såvel unge som voksne som følge af usikkerheden knyttet til hele Covid-19 komplekset. Disse skøn peger på ekstremt store omkostninger på ca. 76% af BNP i USA. Det svarer til ca. 48.000 USD pr. indbygger. Til sammenligning vurderes Finanskrisen at have kostet hver amerikaner ca. 70.000 USD.

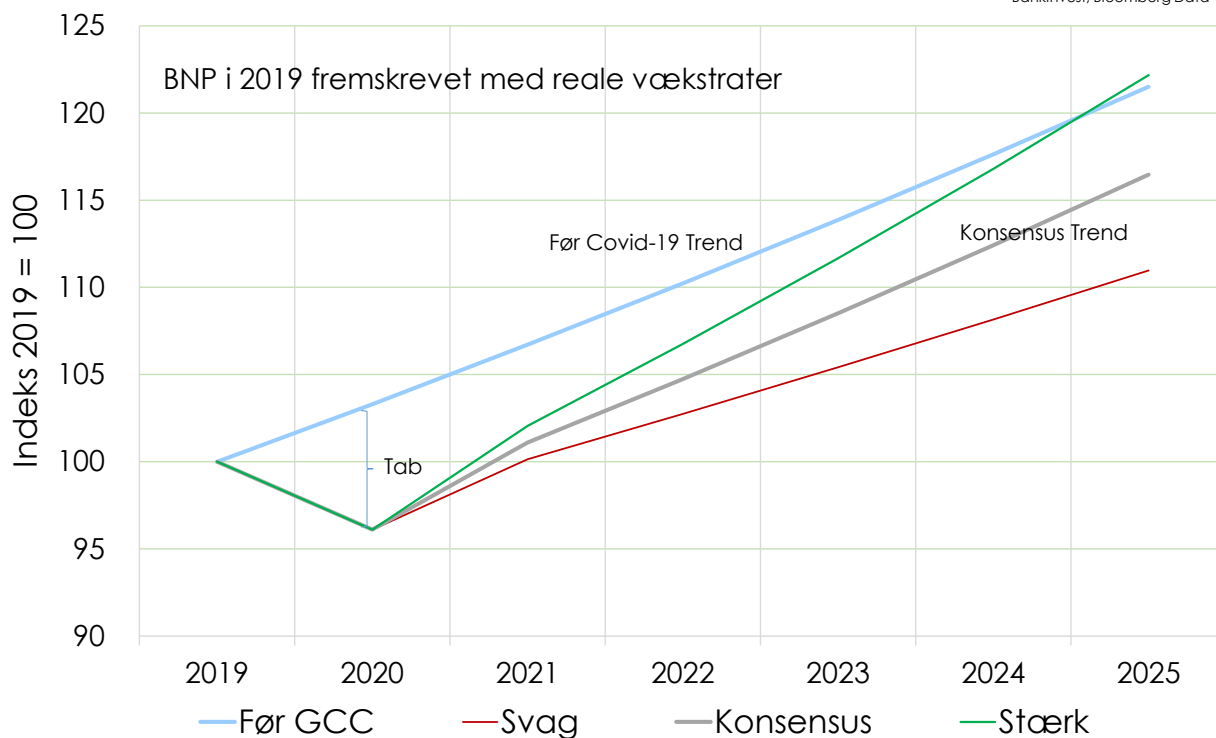
Danmark er kommet bedre gennem krisen end USA. I Danmark estimerer professor Jesper Rangvid, at de samlede omkostninger forbundet med Covid-19 krisen vil udgøre 336 mia. DKK, svarende til ca. 60.000 DKK pr. indbygger og omkring 14% af BNP. Der er en del antagelser bag tallene fra USA og Danmark, der kan diskuteres – herunder værdien af et mistet menneskeliv. Pointen her er at få illustreret, at Covid-19 krisen påfører verden meget store økonomiske og sociale omkostninger.

På vej mod 2030: Grøn eller rød kurve

Det virkelig store spørgsmål er, om Covid-19 har forårsaget langsigtet skade på den økonomiske udvikling – eller om der kan være tale om positive strukturelle effekter. Det har vi forsøgt illustreret i figuren herunder med den grønne og den røde kurve. HVIS verdensøkonomien er sendt ud på den røde kurve, vil velfærdstabets fortsætte med at vokse, ud over de IMF-estimerede 28.000 mia. USD, frem mod 2030. MEN hvis vi er sendt ud på den grønne kurve, vil verden, måske fra og med 2025, begynde at hente tabet ind igen: BNP-væksten vil være stærkere end den trend, der var gældende før Covid-19. Hvilken kurve, vi bevæger os ud ad, vil have meget stor betydning for menneskers velfærd, for virksomhedernes indtjening og for afkastet på de finansielle markeder.

Globalt BNP: Scenarier

BankInvest; Bloomberg Data



Kun fremtiden vil vise, om Covid-19 i sidste ende vil støtte den langsigtede økonomiske udvikling eller omvendt. Her og nu er der forståeligt nok en del skepsis. Men vores overvejelser hælder mere i retning af, at Covid-19 har sendt verden ud i "short term pain" for "long term gain". Vi ser flere kilder til et løft i den strukturelle vækst, og mere "kvalitet" i den økonomiske udvikling - men anerkender bestemt også de mere tyngende kræfter. Nedenfor gennemgår vi de vigtigste positive drivkræfter, accelereret teknologisk udvikling og bæredygtig agenda, og de vigtigste negative, øget global fattigdom og kraftigt voksende global gæld.

Positivt: Teknologisk supertrend accelererer

Forud for Covid-19 var verden allerede inde i en accelererende teknologisk udvikling, som ofte benævnes "Den Fjerde industrielle Revolution". Det er en teknologisk udvikling på tværs af det digitale, fysiske og biologiske landskab. På linje med tidligere industrielle/teknologiske tigerspring er der grund til at tro, at udviklingen er med til at forstærke den økonomiske udvikling og dermed den globale velstand. Covid-19 krisen har på visse områder accelereret udviklingen. Vi ser her 3 vigtige områder: Work From Anywhere, Online Services og medicinalteknologi.

Work From Anywhere

Mange af os har gennem 2020 været en del af en monumental omstilling på arbejdsmarkedet. Et meget stort antal videns baserede arbejdsfunktioner bliver lige nu udført fra hjemmebasen og ikke fra kontorerne verden over. Tendensen var allerede i gang før Covid-19, men krisen har i den grad ændret på fordelingen mellem kontor- og hjemmearbejde. Højt profilerede selskaber som Facebook, Google, PayPal, Shopify, Siemens og mange andre har defineret strategier for mere systematisk hjemmearbejde, eller snarere "WFA" – Work From Anywhere.

Denne omstilling har mange implikationer. Det betyder, at dynamikken mellem arbejdsgiver og arbejdstager kommer til at ændre karakter. Virksomheder vil være mere tilbøjelige til at hente arbejdskraft fra regioner og lande uden for deres naturlige geografiske tilstedeværelse. Så længe der er hurtige og sikre internetforbindelser, kan dette lade sig gøre. Flere individer vil kunne arbejde som selvstændige konsulenter og udbyde deres kompetencer til flere virksomheder på én gang.

Der er mange udfordringer med transformationen over mod Work From Anywhere, herunder cybersecurity, kommunikation, fleksibilitet og medarbejdertrivsel. Det er noget andet at mødes fysisk frem for virtuelt. Men det er sandsynligt, at trenden vil være med til at øge et flertal af virksomheders produktivitet og profitabilitet strukturelt. Øget mulighed for at arbejde fra hjemmet indebærer øget fleksibilitet og variation og ser ud til at passe bedre ind i de fleste ansattes dagligdag. Det her er således en "win-win" situation for de fleste.

Online services

Kravet om social distancering under coronakrisen har i den grad presset udbuddet og efterspørgslen efter varer og tjenester over mod internettet. En del af denne stigning vil blive dæmpet i takt med inddæmning af smitten, men der er helt oplagt blevet taget et løft op på en ny kurve. Nogle af de online aktiviteter, der er forøget i omfang, og som må formodes at fortsætte ind i en stærk udvikling, er nedenstående:

- E-handel: Varehandlen er steget massivt og har accelereret en strukturel supertrend.
- Online forretningsmøder: Sparer transporttid, mere fleksibel planlægning, fokus på effektivitet.
- Telemedicin: Stigende tendens til online interaktion med læger, psykologer, terapeuter.
- Finansielle serviceydelser: Forstærker bevægelsen væk fra filialer og over mod mobilbanken.
- E-learning: Elever og lærere har lært at interagere online. Uddannelse/viden kan nå længere ud globalt.
- E-underholdning: Film, gaming og andre typer online underholdning tager et nyt spring frem.

Man kan diskutere, hvorvidt en forstærket udvikling på disse områder er "godt eller skidt". Mange synes ikke, at mere online shopping er godt, fordi det sætter lokale butikker under pres og undergraver lokalsamfundets mangfoldighed. Men fra et makroøkonomisk perspektiv er online handel med til at skabe et meget større udbud til meget mere konkurrencedygtige priser. Fordyrende

mellemled spares væk. Det er en trend, der i sidste ende frigiver både penge og tid til andre initiativer og som løfter BNP.

Medicinalteknologi

Nogle betragter udviklingen af de nye Covid-19 vacciner som en nærmest revolutionerende indsats. Det kan tage op til 10 år at udvikle nye vacciner, men her er der tale om under 12 måneder. Vi har været vidne til en fænomenal indsats fra forskermiljøet, medicinalproducenter og stater, der har pumpet milliarder ind i udviklingen. Helt generelt har samarbejdsmodellen mellem stater, forskning og udvikling dermed fået et nyt løft. Mere specifikt repræsenterer de nye forskningsresultater inden for RNA/DNA-vacciner ifølge eksperter et seismisk skifte inden for vaccine-teknologi og andre sygdomme.

I anden sammenhæng offentliggjorde det Google-ejede AI-selskab, Deep Mind, for nylig en revolutionerende nyhed: Baseret på kunstig intelligens kan teknologien "AlphaFold" nu på få dage kortlægge proteineres struktur. Det har tidligere taget måneder eller år og er helt grundlæggende for forståelsen af biologisk liv. Indtil videre har forskere bestemt formen på ca. 150.000 proteiner, en brøkdel af de i alt ca. 180 mio. proteiner i naturen. AlphaFold åbner for en langt hurtigere udvikling af mediciner til behandling af mange sygdomme, men også til andre formål. Fx er der mulighed for udvikling af mere righoldige afgrøder og særlige enzymer, der kan nedbryde plastik-forurening i havene. Deep Mind er netop gået sammen med en gruppe forskere med fokus på bl.a. malaria og andre sygdomme.

Fra sorte til grønne jobs

Der er en bekymring for, at rigtig mange mennesker vil blive efterladte uden for

arbejdsmarkedet under den igangværende teknologiske transformation, herunder automatisering. Risikoen er der – men historien viser også, at vi mennesker har en særlig evne til at omstille sig. Og at vi gennem tiden ser fremkomsten af nye jobfunktioner, såvel "low skill" som "high skill". Fx er efterspørgslen efter en række nye personlige services på vej frem. Online handel og udbringning af varer eksploderer, og fx har Amazon i dag over 1 mio. ansatte. Efterspørgslen efter mennesker med teknologisk kompetence – forskere, fysikere, ingeniører, programmører, matematikere - er klart stigende. Den grønne omstilling er en supertrend, der skaber nye arbejdspladser. Der bliver fx i Danmark talt om en bevægelse fra "sorte" til "grønne" jobs i Nordsøen, jf. folketingets beslutning om at stoppe med olieudvinding fra Nordsøen i 2050. Mange flere mennesker kommer til at arbejde direkte med at forbedre naturens sundhed ("nature jobs"). Antallet af mennesker, der arbejder inden for bæredygtig infrastruktur og teknologi, er på vej frem. Sundheds- og medicinalbranchen er helt oplagt et område i strukturel vækst. Covid-19 er i den grad med til at forstærke fokus på folkesundhed.

Hvorledes balancen på arbejdsmarkedet udvikler sig er uklar. Men det forekommer os, at der er grund til en vis optimisme. Vi vil i den sammenhæng notere, at automatiseringen kommer rullende indover os i en epoke, hvor udbuddet af arbejdskraft kommer under voksende pres pga. aldringen af mange befolkningsgrupper globalt.

Bæredygtig supertrend forstærkes

Hvorledes har Covid-19 ændret på den bæredygtige "supertrend" på tværs af vores samfund og naturen? Det er ikke en

let opgørelse og handler også om, hvorledes vi vælger at definere bæredygtig udvikling. Det er imidlertid vores overordnede vurdering, at coronakrisen samlet set har skabt mere momentum bag politikeres ambitioner og almindelige menneskers drøm om en bæredygtig fremtid, der vil blive omsat til endnu mere handling. Covid-19 har i den grad sat fokus på vores egen og den globale folkesundhed, på at vi kan gøre en forskel på klimabelastningen, på værdien af virksomheder, der optræder som stake-holders, på vigtigheden af samarbejde mellem stat, virksomheder og borgere, på internationalt samarbejde og på at få den fattigere del af verden med ind i vaccine-programmerne.

Investorerne kvitterer med stort ESG-inflow

De finansielle markeder har vel at mærke i den grad kvitteret for dette bæredygtige momentum. Der er forskellige globale opgørelser af, hvad der er ESG-fonde, og hvad der falder udenfor. Men der er slet ingen tvivl om, at både antallet af bæredygtige fonde, og de samlede aktiver investeret, er steget markant. Én undersøgelse (fra J.P. Morgan) viser, at ESG-retailfondes aktiver var steget 107% i 2020 relativt til 2019 (pr. 1. december 2020), mens aktiverne i det samlede retail fondsunivers var steget 3%. Det står også klart, at globale institutionelle investorer prioriterer af finansielle aktiver med høj ESG-score er steget betydeligt. Ifølge en undersøgelse (fra BlackRock) udgør bæredygtige/ESG investeringer 18% af et stort antal institutionelle investorer aktuelle investeringer (kapitalforvaltere, pensionsselskaber, forsikringsselskaber). Og der er forventninger blandt disse om, at andelen vil være fordoblet til 37% om 5 år. Udviklingen er både drevet af et ønske om at bidrage til den globale udvikling, behovet for at mindske

investeringsmæssige risici og lovgivningsmæssige krav.

Covid-19 har sat ESG i perspektiv

Både fra staterne, fra investorerne og fra forbrugerne udgår der et enormt pres på både små og store virksomheder globalt for at dreje mere i retning af klimavenlig produktion (E'et i ESG). Om noget har Covid-19 forstærket hele bevidstheden om sundhed – for mennesker og for naturen. Coronakrisen har også tydeliggjort værdien af, at virksomheder har et højt ambitions- og kvalitetsniveau på ledelse og på sociale/arbejdsmæssige forhold. De virksomheder, der har bedst styr på deres processer, forretningsgange, god og stabil ledelse, datasikkerhed, tilpasningsparate arbejdsmiljøer og medarbejdersundhedsprogrammer, har stået relativt stærkest i de omvæltninger, vi har set gennem krisen. Værdien af virksomhedernes fokus på S- og G'et i ESG har i den grad vist sit værd.

Men Covid-19 har også skabt flere fattige

Med udgangspunkt i FN's 17 verdensmål er der helt oplagt sket forskydninger gennem 2020 både til det bedre og til det værre. Covid-19 og den forbundne økonomiske, sundhedsmæssige og sociale krise har skubbet flere ud i fattigdom. Antallet af ekstremt fattige (daglig indkomst under 2 USD) har været på en faldende trend op gennem dette årtusinde. Men i 2020 ventes antallet at stige ca. 100 mio. til ca. 700 mio. Det skønnes, at bevægelsen mod færre ekstremt fattige globalt er sat 4-5 år tilbage.

Mere generelt har Covid-19 øget forskellen i velfærd mellem vindere og tabere. Udviklingslandene er blevet lagt mere ned af krisen end de udviklede lande, fordi de var dårligere rustet (svag "krigskasse" og dårlige hospitaler). Samme tendens gør sig gældende inden for de rigere lande, hvor

det har været lettere for de svageste grupper at falde igennem sikkerhedsnettet (hjemløse, ledige, udsatte) – foruden de ansatte i uheldige industrier som restauranter og rejseudbydere. Omvendt er skaberne af de nye muligheder (serverparker, it-platforme, el-biler, hjemmeunderholdning) blevet belønnet med stor kapitaltilstrømning.

Covid-19 har forgældet verden mere

Den massive økonomiske omkostning ved Covid-19 har også udmøntet sig i et betydeligt løft i det globale gældniveau til et nyt "all time high". IIF (Institute of International Finance) estimerer, at den samlede globale bruttogæld på tværs af stater, virksomheder og husholdninger, ligger på ca. 365% af BNP ultimo 2020. En markant stigning fra 320% af BNP ultimo 2019. Til sammenligning steg gældsniveauet godt 10% point fra 2013 til 2019 men er altså i 2020 skudt op med 45% point. Gælden inden for emerging markets ligger på godt 250% af BNP, mens gælden i de udviklede lande ligger på knap 440% af BNP.

Der er dels tale om en kraftig stigning i den offentlige gæld, idet staterne både har set en massiv Covid-19 relateret stigning i udgifterne og meget store tab i indtægterne. Og dels tale om en klar stigning i virksomhedernes gæld, enten tvunget af nød for at overleve krisen, eller også er der tale om mere solide virksomheder, der har udnyttet det lave renteniveau til at øge gælden billigt for at styrke likviditeten eller for at købe aktier tilbage. De private husholdningers gæld er derimod ikke steget meget.

Skyldnere har pr. definition en kreditor på den anden side – så der er tale om én stor balance af passiver og aktiver, der er blæst i vejret. Heri ligger kimen til nye større eller mindre finansielle kriser i fremtiden.

Omfanget og timingen er uhyre vanskelige størrelser at forudse. Og så længe gælden kan serviceres, "falder ligene ikke ud af skabet".

Den "gode" nyhed er, at en hel del af denne gældsbalance er et mellemværende mellem stater og centralbanker, jf. centralbankernes store beholdninger af statsobligationer. I lande, hvor den offentlige gæld er i egen valuta, fx USA og Japan, kan centralbankerne principielt "annullere" statsgælden eller aftale nogle ekstraordinært gunstige afbetalingsvilkår. Sådanne tiltag vil være kontroversielle, men det vil kunne lade sig gøre, hvis staterne får problemer. Lande med gæld i udenlandsk valuta, fx USD, er derimod markant mere sårbare overfor valutakurs- og rentebevægelser. Højt gældssatte lande og virksomheder inden for eurosamarbejdet er, som vi har lært det henover den europæiske statsgælds- og bankkrise, også udsatte.

Dermed er den globale økonomi blevet væsentlig mere følsom overfor ændringer i renteniveauet. Men heri ligger også en indbygget mekanisme: Hvis renterne skulle stige mærkbart, vil det skade den økonomiske vækst og den finansielle stabilitet – og det vil sende renterne ned igen!

Bundlinje: Positive vækstdrivers vejer tungt

Først om en del år kan vi se tilbage og gøre regnskabet op: Blev Covid-19 starten på en langvarig vækstkrise (den røde kurve) – eller var Covid-19 katalysatoren for en mere positiv udvikling drevet af teknologi og bæredygtig vækst (den grønne kurve). Ordet krise udspringer af græsk og betyder oprindeligt et "afgørende vendepunkt". Vi står lige nu i et afgørende vendepunkt. Det betydelige antal omkomne og mange menneskers sociale armod bliver ikke glemt.

Men der er god mulighed for, at Covid-19 pandemien om nogle år vil blive set som "short term pain for long term gain". Som en katalysator for højere og mere bæredygtig trendvækst, drevet af ny teknologi og mere fokus på menneskers og

naturens sundhed. Vi tager snart hul på 2021, der vil blive første år med en positiv 'reboot'.

Den 4. industrielle revolution: Udvalgte teknologiske trends på vej mod 2030

- **AI (kunstig intelligens):** Selvudviklende softwareprogrammer, overgår den menneskelige kognitive intelligens
- **Quantum Computing:** Udvikling af supercomputere, markant stærkere end dagens digitale
- **Cloud Computing:** Data og computerkraft i "skyen", kan tilgås fra lokale enheder, fx mobiltelefoner
- **5G:** Mellem 10-100 gange hurtigere end dagens 4G mobile netværk. 6G ekstremt hurtigt (i 2030'erne)
- **Internet of Things:** Fysiske systemer (personlige, industrielle, militære) kobles på og kan styres via internettet
- **Robotter:** Fra automatiserede processer til stand-alone mobile intelligente menneskelignende maskiner
- **Droner:** Ubemandede flyvende objekter. Vareudlevering, overvågning, militære angreb, dronetaxaer på vej
- **Cyber security:** Sofistiskerede online angreb. AI er i brug i kampen mellem "gode og onde" kræfter
- **Wearable Devices:** Fx ure eller briller, der kan anvendes til styring af stadig flere (mobil-)funktioner
- **Klimateknologi:** Bæredygtige energi-teknologier (vind, vand, sol, jordvarme); CO2 destruktion
- **Intelligent Spaces:** Bygninger, "Smart Cities", infrastruktur - bliver overvåget af sensorer og styret via nettet
- **Blockchain:** Sikker opbevaring af information og validering af fx finansielle transaktioner; cryptovalutaer
- **Augmented Reality:** Digitale oplevelser imponeres på virkeligheden og skaber ny "pseudo"-virkelighed
- **Virtual Reality:** Skabelsen af helt fiktive oplevelsesunivers; løfter underholdning op på helt nyt niveau
- **E-learning:** Digital realtids undervisning skaber helt nye indlæringsmuligheder globalt
- **Natural Language Processing:** Software-programmer oversætter realtids tale mellem forskellige sprog
- **Voice interfaces/Chatbots:** Faciliterer interaktion mellem mennesker og digitale univers/robotter
- **Computer Vision:** Interaktion mellem kameraer og software til overvågning af ansigter/kropsgenkendelse
- **Autonomous vehicles:** Computerstyrede biler, lastbiler, toge, søfartøjer og fly, med/uden mennesker
- **Genteknologi:** Analyse og modificering af DNA, skabelsen af helt nyt og anderledes biologisk liv
- **Augmented Design:** Software programmer skaber ny kreativ interaktion mellem designer og objekt
- **Digitale platforme:** The winner takes all tendens på digitale platforme, fx Facebook, Uber, Amazon
- **3D printing:** Mere avancerede input-materialer og output, fx produktion/print af sko, tøj, motorer
- **Nano technology:** Mikroobjekter, fx robotter, på størrelse med atomer, kan fx indsættes i kroppen
- **Atomenergi:** Fusionsteknologi, der ikke har samme risici og nukleart affald som dagens fissionskraft
- **Hyperloop toge:** Lufttomme transportrør skyder toge frem med 500-1.000 km/t via magnetisme
- **Rumfartsteknologi:** Rumfartsturisme, minedrift, militære installationer, måske første menneske på Mars i 2024

Kilde: BankInvest

The logo consists of a large, light teal circle on the left side of the page, partially cut off by the edge. The background is a solid teal color.

BANKINVEST

**Handler
med omtanke**

Disclaimer: Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk