

Markedskommentar marts: Massive hjælpepakker og rentenedsættelser skal stabilisere økonomien og markederne

- Covid 19 har udviklet sig til en global sundhedskrise med alvorlige konsekvenser for vækst, økonomisk aktivitet og beskæftigelse.
- Massive hjælpepakker, rentenedsættelser og likviditets- og lånefaciliteter skal dæmme op for det midlertidige økonomiske chok og hjælpe den økonomiske genrejsning.
- USA har sat renten ned til 0% og både FED og ECB køber ubegrænsede mængder obligationer og tilbyder bankerne lånemuligheder for at holde renterne nede, øge likviditeten og omsætteligheden, samt sikre kreditgivning til virksomhederne og forbrugerne.
- Medio marts faldt alle aktivklasser tilbage – selv sikre havne som guld, stats- og realkreditobligationer pga. en voldsom efterspørgsel efter kontanter og en kreditklemme. Mere risikofyldte obligationer som højrente virksomhedsobligationer og Emerging Markets statsobligationer er også faldet tungt.
- Prisen på en indtjeningskrone og risikopræmien ved at holde aktier i stedet for obligationer er steget voldsomt. Risikopræmien er nok reelt steget, men vi mangler det fulde overblik, da vi ikke kender påvirkningen af virksomhedernes indtjening.
- Som en del af vores risikostyring har vi løbende reduceret andelen af risikofyldte obligationer og øget andelen af kontanter. Aktieandelen er faldet med markedsudviklingen, da vi endnu ikke har rebalanceret.
- De store danske aktier (Large Cap) har relativt været de store vindere indtil videre i 2020, mens europæiske aktier og ejendomme, samt Emerging Markets aktier har være agterlanterner.
- Kina er på vej mod en gradvis normalisering.
- Mange virksomheder er i gang med vaccine- og behandlingsforsøg – de vil kunne gøre en positiv forskel. Derudover ser testhastigheden og -kapaciteten ud til at stige voldsomt i løbet af april, hvorved man vil blive bedre til at inddæmme smitten.

- **Fokuspunkter:** Udviklingen i coronavirussen og toldsatser ml. USA og Kina

Selvom vi har meget brede porteføljer med maksimal risikospredning, så har vi ikke kunne forberede os på denne udvikling. Vi er dog glade for, at vi har en stor andel af danske realobligationer, der har modstået orkanens øje, selvom Nationalbanken, som den eneste centralbank, har sat renten op og ikke køber realkreditobligationer for at stabilisere markedet.

Før vi fik hjælpepakker fra centralbanker og regeringer var det et meget kaotisk marked, hvor alt faldt i pris, da investorerne efterspurgte kontanter. Vi ser nu en stabilisering, så måneden sluttede med kurser lidt over primo 2019 niveauet. Vi har reduceret andelen af risikofyldte obligationer og øget kontantbeholdningen for at være mere robuste og fleksible.

Når vi sammensætter aktivfordelingen i de enkelte afdelinger, så prøver vi hele tiden at finde den bedste balance mellem afkast, risiko og sikkerhed. I det nuværende lavrentemiljø, hvor mange statsobligationer handler med negativ rente, er det derfor naturligt at have en andel i mere risikofyldte obligationer. Ellers bliver det svært at få en fornuftig risikospredning og skabe et attraktivt afkast over tid. I takt med den tiltagende negative performance, har vi dog nedbragt andelen i stedet for kontanter, hvorved vi er blevet mere robuste og fleksible. Vi ser mange Private Banking ordninger, hvor der kun er aktier og risikofyldte obligationer, hvorved risikoen her er voldsom og tabene meget store.

Aktiemarkederne har været gennem mange kriser før herunder it-boblen, 9/11, finanskrisen og den europæiske gældskrise i løbet af dette årtusinde. Hver eneste gang er aktiemarkederne kommet tilbage til nye højder, og det samme må man forvente denne gang. Spørgsmålet er som altid, hvor lang tid det tager, og hvor bunden er i det nuværende marked, og hvor mange negative nyheder, der er indpriset i de nuværende kurser. Med et fald på ca. 25-30 % fra toppen, så er der priset mange dårlige nyheder i de nuværende kurser. Under finanskrisen var bunden i marts 2009, og det tog ca. 14 mdr. herfra før det tabte var tjent ind igen. Både forbrugernes privatøkonomi og bankernes robusthed ser bedre ud end under finanskrisen. Derudover er hjælpepakker og tiltag større end under finanskrisen. Derfor kommer vi ud på den anden side på et tidspunkt. Aktiemarkedet steg 70 % fra bunden det kommende år fra marts 2009. Så det kan også være "farligt" at stå kontant. Her mister man med sikkerhed ca. 1,5 % i købekraft (inflation og minus renter) om året, og efterfaringer viser, at man sjældent kommer med på opturen igen.

Som altid er vores generelle anbefaling, at man holder fast i sin nuværende investeringsstrategi, hvis man ikke skal bruge pengene snarest. Mange analyser viser, at det er tid i markedet og ikke timing af markedet, der er afgørende af ens positive afkast.

Begge partnere i selskabet er investeret i Livscyklus 2040-50. Vi har holder fast i vores afdeling og langsigtede investeringsstrategi.

Markedet kan godt være uroligt en periode endnu, indtil vi får en afklaring mht. tidshorisonten i virusforløbet og de økonomiske konsekvenser.

Alle økonomiske eksperter anbefaler, at man holder hovedet koldt og fast i sin investeringsstrategi.

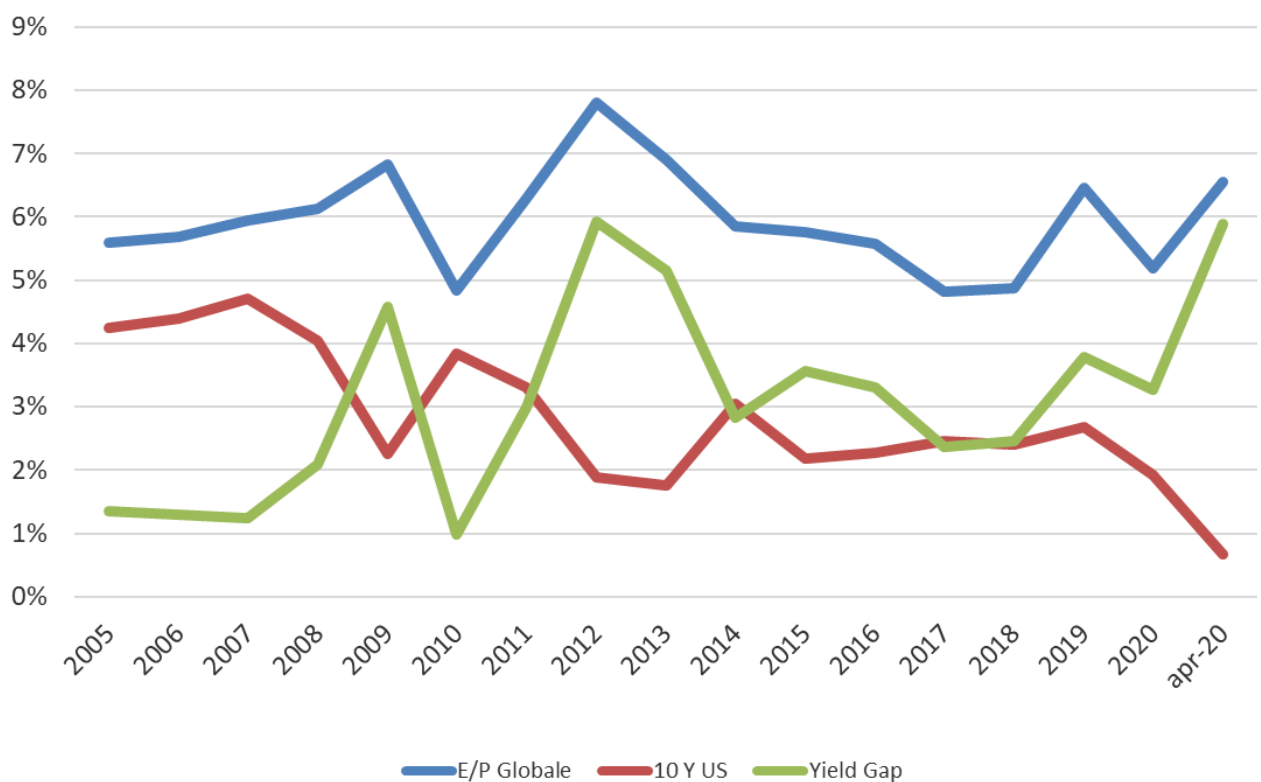
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet markant billigere i takt med aktiefaldet i marts, men vi mangler at se indvirkningen i virksomhedernes indtjening. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 15,25 mod 17,55 i slutningen af februar, hvilket er noget under den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	15,25	-2,30
Nordamerika:	17,61	-3,05
Europa	12,99	-2,20
Pacific:	12,71	-0,11
Emerging Markets	12,60	-1,42
Danmark	21,57	-1,38

Alle aktieregioner ser ud til at være blevet markant billigere, men vi mangler stadig at se en opdatering på virksomhedernes indtjeningstal. Vi kan dog konstatere, at danske aktier generelt har klaret sig fantastisk bl.a. pga., at de anses for at være defensive og mindre konjunkturfølsomme med mange medicinalvirksomheder, der er førende indenfor deres fagområder. En indtjeningskrone i Danmark er derfor blevet markant dyrere end i USA og koster pt. hele 41 % mere end i de globale aktier, hvilket er 10 % op fra sidste måned. I Pacific og Emerging Markets er en indtjeningskrone stadig billigst, mens den er dyrest i USA og Danmark.

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på "afkast" på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10-årige amerikanske statsrente, er de globale aktier blevet markant billigere relativt til obligationer (den grønne graf er nærmest eksploderet), da forskellen er 5,85 % mod 4,54 % i sidste måned. Spændet er dermed på niveau med 2012, hvor vi havde en gældskrise i Eurozonen. Som under prisfastsættelsen mangler vi stadig aktuelle inputs fra virksomhedernes indtjening, før vi kan danne os et klart billede. Men da den røde rentegraf for den 10-årige rente i USA samtidig er styrtdykket (renter er faldet voldsomt), så er det mere eller mindre sikkert, at man som investor skal have en vis andel af aktier og/eller mere risikofyldte obligationer fremadrettet for at få et fornuftigt afkast. Risikopræmien ved at købe aktier i forhold til obligationer vil alt andet lige stadig være høj.



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10-årige amerikanske statsrente. Kilde Infront og MSCI.

Sådan læses grafen:

Blå linje: Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 % er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

Rød linje: Måler den 10-årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativt korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

Grøn linje: Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

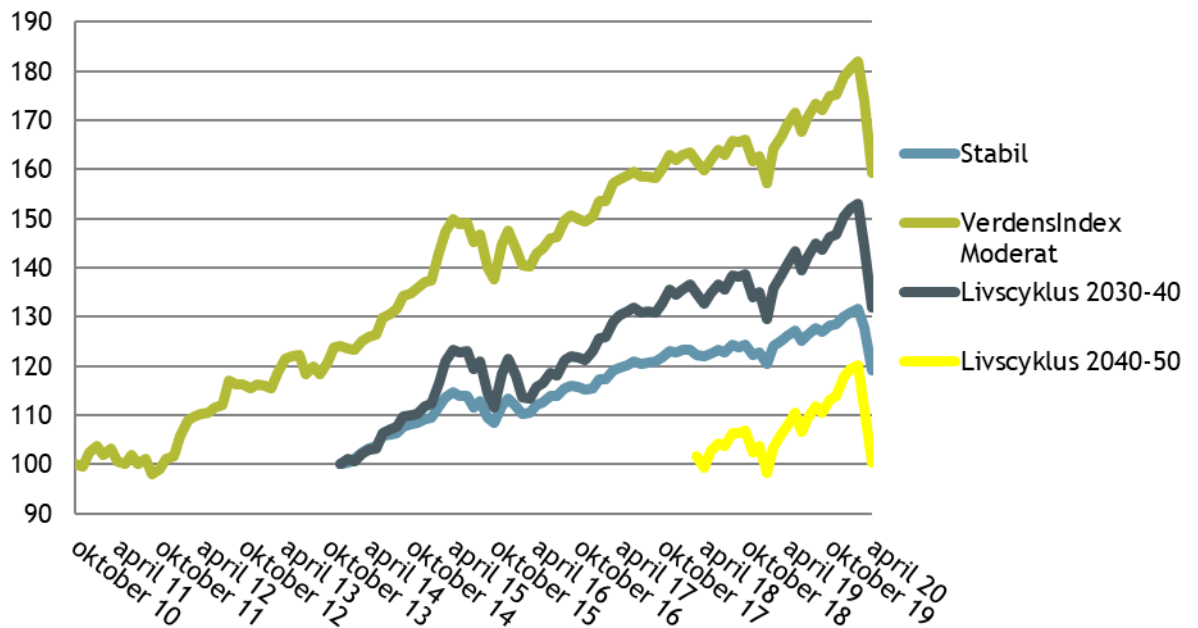
Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Nordamerikanske aktier:	-16,6%	35,0%	-0,5%	7,2%	14,6%	13,0%	30,1%
Europæiske aktier:	-23,0%	28,8%	-11,1%	11,2%	0,7%	10,6%	7,7%
Pacific aktier:	-18,2%	19,3%	-10,3%	9,5%	6,8%	15,7%	8,9%
Emerging Markets aktier:	-23,0%	21,1%	-10,8%	20,6%	13,6%	-5,4%	9,4%
Danske aktier:	-10,2%	28,4%	-11,5%	14,6%	-0,1%	30,9%	19,1%
Ejendomme Europa ex. UK	-24,6%	25,8%	-6,8%	17,0%	4,9%	16,9%	21,2%
Erhv. obligationer, dollar:	-0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%	10,2%	10,4%	22,0%
Erhv. obligationer, euro:	-6,0%	6,3%	-1,1%	2,3%	4,2%	-0,7%	8,1%
Erhv.obl., High Yield euro:	-14,5%	9,8%	-3,1%	4,7%	7,5%	-0,8%	3,5%
Realkreditobl., euro:	-0,4%	2,8%	0,4%	0,8%	1,5%	0,3%	7,5%
Statsobligationer, G7:	5,7%	8,2%	4,3%	-6,7%	4,7%	8,6%	12,5%
Statsobligationer, euro:	0,0%	6,8%	1,1%	0,0%	2,8%	1,6%	12,8%
Statsinflationsobl. Globale:	-0,1%	10,2%	0,8%	-4,7%	6,9%	6,1%	17,9%
Emerging Markets obl.	-13,6%	14,2%	-2,5%	-0,3%	11,2%	-4,7%	7,7%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,9%	1,5%	1,5%	4,0%	4,5%	-0,3%	5,2%

Afkast:	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Dollar:	1,6%	2,4%	5,0%	-12,2%	2,5%	11,7%	13,6%
Yen:	2,6%	3,3%	7,8%	-8,8%	5,5%	11,3%	-0,3%
Pund:	-4,9%	6,3%	-0,9%	-3,9%	-14,2%	5,7%	6,8%

Afkast:	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Optimal Stabil	-9,0%	8,6%	-2,2%	5,1%	5,1%	2,0%	9,2%
Optimal VerdensIndex	-11,7%	14,7%	-3,4%	6,2%	6,6%	4,8%	11,2%
Opt. Livscyklus 2030-40	-13,1%	17,2%	-4,4%	7,8%	6,6%	5,1%	11,1%
Opt. Livscyklus 2040-50	-16,0%	21,5%	-1,8**%	10,5%*	8,1%*	4,4%*	12,8%*
Optimal Balance Wealth	-12,4%						

Note: Historiske afkast *=Benchmark. **Startdato 14/2-2018



Note: Historiske udvikling i vores afdelinger siden deres start (hvad er 100 kr. blevet til)

Efter en blød periode fra 2016-19 har de store danske aktier taget gevaldigt revanche i 2020 bl.a. anført af Novo, Coloplast og Ørsted. Derimod har de mindre danske aktier (small cap) fået store klø som alle andre small cap aktier. Vi har ikke small cap aktier i afdelingerne. Investorerne har efterspurgt likvide og omsættelige aktiver og kontanter, hvorved mere risikofyldte aktiver som højrente obligationer, Emerging Markets obligationer og small cap er blevet valgt fra. Højrente virksomhedsobligationer er blevet ramt af en højere risikopræmie, mens Emerging Markets statsobligationer også er blevet ramt af faldende råvarepriser og dermed faldende valutaer. Faldene minder om forholdene under finanskrisen. Ud over danske aktier er ”vinderne” indtil videre i 2020 stabile aktier og amerikanske statsobligationer.

Vi kæmper videre med et udgangspunkt i en lidt lavere risiko end ved årets start, hvor alle modeller og indikatorer så godt ud. Dvs. vi har lidt færre aktier og risikofyldte obligationer og flere kontanter. Vi er dermed mere fleksible med fokus på en rebalancering mod lidt flere aktier. Vi er mere robuste, men samtidig med på et evt. rebound og en aktieoptur.

Med venlig hilsen Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest