

Markedskommentar april: Massive hjælpepakker og rentenedsættelser og gradvis genåbning giver håb, optimisme og positive aktiemarkeder!

- Massive hjælpepakker, rentenedsættelser og likviditets- og lånefaciliteter skal dæmme op for det midlertidige økonomiske chok og holde hånden under økonomien.
- 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.
- Risikopræmien på aktier og mere risikofyldte obligationer er stadig høj. Vores normale målinger og modeller er dog mindre brugbare i denne tid med usikkerhed om virksomhedernes indtjening på både kort, mellemlangt og langt sigt.
- Over 100 vaccine- og behandlingsforsøg er i gang, og det ser indtil ud til, at midlet Remdesivir har en positiv effekt i behandlingen.
- Trump vil stadig gerne genvælges. Derfor har han skærpet toldretorikken overfor Kina igen. Det har der tidligere været stemmer i. Sandsynligheden for genvalg er dog afhængig af en økonomi og et aktiemarked i topform.
- **Fokuspunkter:** Udviklingen i coronavirussen og toldsatser ml. USA og Kina

”What ever it takes” som kan oversættes til ”Hvad end der skal til” har vi hørt gentagende gange fra både ledende politikere og centralbankchefer i de sidste 2 måneder. Sætningen er blevet brugt meget flittigt, når de har fremlagt nye hjælpepakker af både finans- og pengepolitisk karakter. Hjælpepakker der langt overstiger dem under finanskrisen i både hastighed og størrelse. Selvom vi har set historisk dårlige nøgletal for både beskæftigelse, vækst og tillidsindikatorer, har det givet håb og optimisme på aktiemarkederne. Beslutningstagerne holder en hånd under økonomien. Der har dog været voldsom stor forskel i de enkelte aktiesektors afkastudvikling. Oplevelsesøkonomien og energisektoren har haft det hårdt, mens medicinalindustrien og tech-sektoren blot kører videre og i visse tilfælde oplever øget interesse og vækst. Forskellen i afkastet på enkelt aktier og sektorer har været meget stor, hvorved man med stor risikospredning har været på den sikre side.

En gradvis genåbning mange steder har sammen med positive nyheder om mulig vaccine og behandling også været med til at understøtte den gode stemning på aktiemarkederne. Et stort gennembrud indenfor vaccine og behandling kan for alvor blive en ”game changer” og skabe fornyet positiv stemning.

Alle ovennævnte tiltag og nyheder har været med til at dæmpe udsvingene på markederne.

Coronakrisen er på mange måder en skelsættende begivenhed. Økonomisk set er vi alle deltagere i et af verdenshistoriens helt store eksperimenter. Med den ene hånd har myndighederne i de fleste lande lukket en stor del af de normale samfundsøkonomiske aktiviteter ned. Med den anden hånd er der iværksat massive finanspolitiske og pengepolitiske tiltag.

Det sker naturligvis med henblik på at inddæmme de helbredsmæssige omkostninger ved Covid-19 og samtidig for at begrænse de økonomiske skadevirkninger for erhvervslivet og borgerne. En uhyre svær balancegang

Regningen for coronakrisen bliver kæmpestor. Vi kender ikke størrelsen på denne endnu. Men i IMF’s seneste prognose fra april forventes den globale økonomi at skrumpes med 3 pct. i 2020. Det er langt værre end under finanskrisen, hvor det globale bruttonationalprodukt (BNP) lå fladt i 2009 efter at være steget 3 pct. i 2008.

IMF skønner, at staternes direkte omkostninger, via øgede sundhedsudgifter, tilskud til borgere og virksomheder og lavere skatter, koster ca. 3.300 mia. dollars (ca. 22.800 mia. kr.). Dertil kommer udlån og indskud af aktiekapital i virksomheder for ca. 1.800 mia. dollars (ca. 12.400 mia. kr.) og øvrige lånegarantier for ca. 2.700 mia. dollars (ca. 18.600 mia. kr.).

Det er svært at forholde sig til størrelsen på disse kæmpe beløb, men der er tale om ca. 10 pct. af klodens BNP.

Det kritiske er, at vi ikke har set en mærkbar forbedring af de offentlige finanser i årene efter finanskrisen og frem til coronakrisen. Enkelte lande som Danmark har benyttet de gode år til at få reduceret den offentlige gæld betydeligt. Men samlet set er der sket en forværring af staternes gældssituation globalt.

En ting er antallet af rentesænkninger globalt. Men mere iøjnefaldende eksploderer centralbankernes beholdninger af diverse finansielle aktiver.

Ingen ved reelt, hvad disse meget store finans- og pengepolitiske skred fører til. Risikoen er, at vi havner i en mere synlig form for gældskrise, strukturelt højere arbejdsløshed, eller at inflationen begynder at stige i takt med seddelpressens omdrejninger i centralbankerne.

Muligheden er omvendt, at vi kommer ud på den anden side af krisen i noget bedre form end frygtet og bedre rustet til fremtiden.

Signalet fra markedet er, at krisen er kulmineret, og at lyset for enden af tunnelen bliver stærkere.

Tilbage står at følge den økonomiske udvikling og genopretning, hvor vi bliver klogere på, om vi får en V-, U- og L-formet udvikling, dvs. en kortvarig, midlertidig eller længerevarende krise.

Vi sammensætter fortsat aktivfordelingen i de enkelte afdelinger ud fra en målsætning om at finde den bedste balance mellem afkast, risiko og sikkerhed. I det nuværende lavrentemiljø, hvor mange statsobligationer handler med negativ rente, og hvor statsgælden stiger, 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.

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.

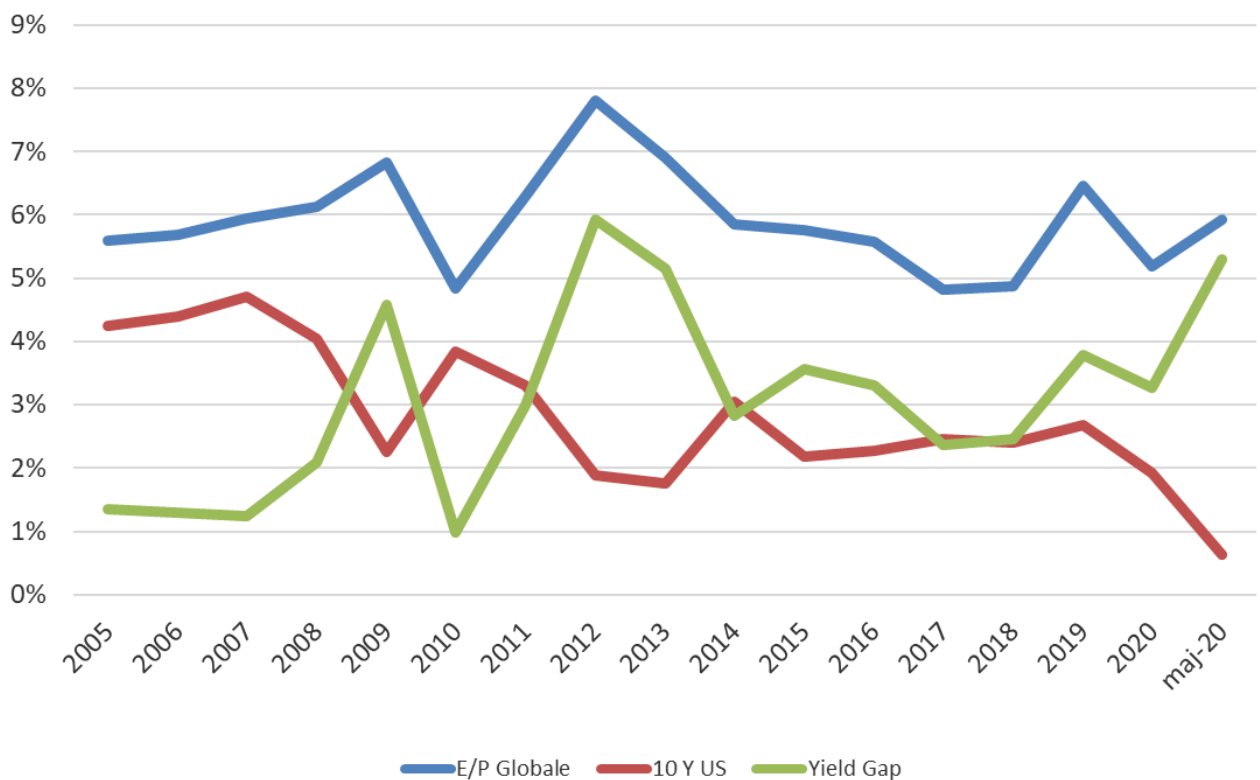
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet dyrere i takt med aktiestigningerne i april, men vi mangler dog stadig at se indvirkningen i virksomhedernes indtjening fra coronakrisen. På kort sigt kan indtjeningen falde, mens den på længere sigt måske vil være uforandret eller stigende. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 16,89 mod 15,25 i slutningen af marts, hvilket er på niveau med den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	16,89	1,64
Nordamerika:	20,19	2,58
Europa	13,78	0,79
Pacific:	13,21	0,50
Emerging Markets	13,34	0,74
Danmark	23,44	1,87

Alle aktieregioner er blevet dyrere. Det er bemærkelsesværdigt, at Europa har klaret sig så dårligt, at prissætningen nu er kommet ned på niveau med Emerging Markets og Pacific. Vi kan stadig konstatere, at danske aktier generelt har klaret sig fantastisk sammen med amerikanske. Investorerne er villige til at betale en betydelig merpris for kvalitetsaktier fra USA og Danmark. En indtjeningskrone i Danmark er stadig dyrere end i USA og koster pt. hele 39 % mere end i de globale aktier, hvilket er 2 % ned fra sidste måned.

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 dyrere relativt til obligationer, da forskellen er 5,29 % mod 5,85 % i sidste måned. Spændet er dermed stadig på niveau med 2013, 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. Derudover kan virksomhedernes indtjening svinge meget i løbet af 2020 afhængig af genåbningen og normaliseringen af samfundet. Men da den røde rentegraf for den 10-årige rente i USA stadig er styrtdykket (renterne 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.

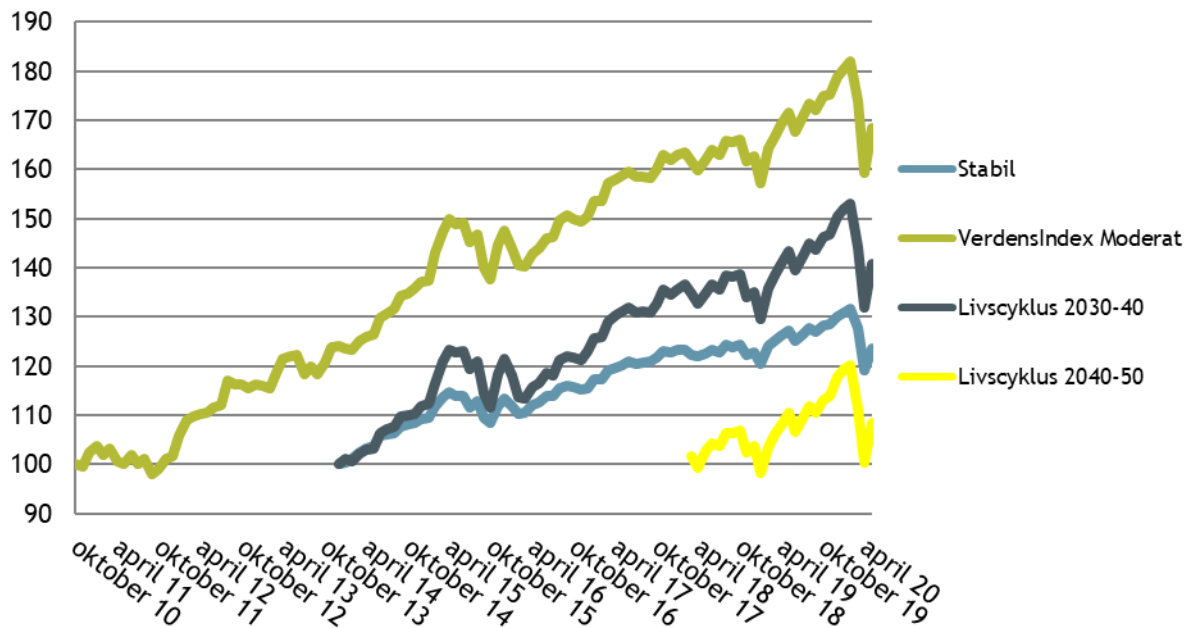
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

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



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

Det er stadig imponerende at se de danske aktiers relative performance anført af medicinalsekskaber som Ambu, Coloplast, Novo, Christian Hansen, Genmab og Novozymes, der alle er steget i kurs i år. Europa er igen i år indtil videre den store taber. Som tidligere skemaer viste, så koster en indtjeningskrone nu 71 % mere i Danmark end i Europa. Her er sammensætningen af sektorer naturligvis også afgørende, hvor man i Europa har meget indenfor sektorer som finans og industri, som har haft det svært i forhold til medicinal og tech. Specielt tech holder de amerikanske indeks oppe, da de fylder rigtigt meget efterhånden. Den merpris som investorerne vil betale for kvalitetsaktier indenfor medical og tech har ikke været højere i mange år, bl.a. også understøttet af gode balancer med lav gæld og masser af cash flow og kontanter.

Risikofyldte obligationer som High Yield virksomhedsobligationer og Emerging Markets obligationer har fået et mindre comeback i april, men er stadig nede med ca. 10 % i 2020. Det bliver spændende at se, om ECB også på sigt begynder at købe High Yield obligationer som FED gør i USA.

Med 10-årige renter i Tyskland og USA på hhv. -0,5 % og +0,6% er der ikke meget at hente på sikre obligationer. Derudover skal staterne udstede rigtigt meget gæld for at finansiere hjælpepakkerne over den kommende tid. Indtil videre køber centralbankerne

alle disse obligationer, men på længere sigt fremstår lange statsobligationer ikke som en specielt attraktiv investering.

FOMO (Fear Of Missing Out) er et begreb, som man arbejder en del med i investeringsverdenen. Det betegner frygten for at stå kontant under den næste store aktieoptur. Kontantbeholdningerne er historisk store for tiden, så frygten for at misse den næste store optur i aktiemarkedene er også med til at holde hånden under markederne, da alternativerne til aktier og mere risikofyldte obligationer ikke er overvældende attraktive.

Trump har igen åbnet toldretorikken over for Kina, da han giver dem skylden for virusudbruddet. Det har der tidligere været stemmer i. Det kan være taktisk i forhold til indrømmelser i en Fase 2 aftale. For sandsynligheden for et genvalg i november er nok størst med en økonomi og et aktiemarked i topform.

Vi føler, at vi har en god balance og fornuftige vægte i afdelingerne mellem muligheder og risici samt spændende aktivklasser og mere kedelige forsikringer.

Der er lagt op til et fortsat meget spændende investeringsår med visse udsving..... fortsættelse følger!

Med venlig hilsen Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest