

Markedskommentar juli: Big Tech styrer fortsat – dollaren på retur!

- Måneden gav afkast på +0,4% til +1,0% i afdelingerne, hvorved år til dato afkastet nu er -3,4% til -4,9% (se mere s. 5).
- Alle afdelinger har stadig højest mulige ratings fra Morningstar på både risikjusteret afkast (stjerner) og bæredygtighed (globusser), hvorved de er blandt de 10 % bedste i Europa i deres investeringskategori. Samlet har afdelingerne den højeste rating i Danmark blandt alle investeringsforeninger.
- Aktier er blevet dyrere ift. obligationer, men resultaterne skal stadig tages med forbehold
- Massive hjælpepakker, rentenedsættelser og likviditets- og lånefaciliteter hjælper stadig økonomien og giver markant bedre nøgletal.
- Der er stadig gang i rigtigt mange vaccine- og behandlingsforsøg. Der bliver meldt om flere positive resultater. De fleste eksperter forventer en vaccine inden udgangen af 2020.
- Genåbningen af samfundet har givet flere smittede og en form for 2. bølge i bl.a. i USA. Umiddelbart giver det lokale restriktioner og nedlukninger.
- **Fokuspunkter:** Udviklingen i coronavirussen, økonomien og virksomhedernes indtjening.

Aktiemarkederne fortsætter generelt de positive takter og har haft et flot comeback siden bunden i marts måned. Bedre nøgletal, fortsat lempelig pengepolitik og en gigantisk hjælpepakke fra EU har understøttet udviklingen i en tid, hvor stigende smittetal og forværrede diplomatiske forhold til USA og Kina, har trukket i den anden retning.

Der er flere gode argumenter for den gode aktiestemning og for, at den godt kan fortsætte i den kommende tid.

De økonomiske nøgletal har overrasket positivt, og det ser umiddelbart mere ud til en V-formet økonomiske genopretning end mange investorer havde troet. Det økonomiske opsving er dog i særdeleshed drevet af en kraftigt understøttende penge- og finanspolitik. På begge sider af Atlanten er pengepolitikken ekstrem ekspansiv, og centralbankerne har bestemt ikke travlt med at ændre den kurs. De indikerer tværtimod, at deres målsætning nu er at fastholde de ekstremt lempelige forhold. Med andre ord holder de foden på speederen, og der er der fuld fart på seddeltrykken. Set med historiske briller er det pengepolitiske svar ekstremt både i omfang og hastighed. Centralbankerne er fuldt fokuseret på, at de ikke kommer til at bremse det økonomiske opsving.

Investorerne værdsætter også den seneste udvikling i EU, hvor landene nu kan enes om en gigantisk hjælpepakke, som bl.a. giver EU-Kommissionen mandat til for første gang at optage gæld. Det indikerer et nyt sammenhold og en solidaritet i en tid, hvor EU er under pres.

Som altid er der dog også en række udfordringer herunder potentielt en anden bølge af covid-19 særligt i USA. En anden bølge rundt omkring i verden ser dog ud til at blive mødt med mildere og lokale restriktioner snarere end en større og konsekvent nedlukning.

Retorikken mellem USA og Kina er igen blevet skærpet. Det ser for nærværende ud til, at det er Trump som prøver at vinde lidt momentum i den kommende valgkamp. Handelsaftalen ser ikke ud til at blive påvirket.

Aktier er åbenlyst dyrere end de var for få måneder siden. Det er der gode argumenter som ovenstående for. Men derudover skal vi også huske på, at renterne på det oplagte alternativ til aktier, nemlig obligationer, er helt i bund også i USA.

Indtjeningssæsonen har indtil videre også været positiv specielt for Big Tech i USA, og samtidig går det stærkt med udvikling af behandling og vaccine mod covid-19.

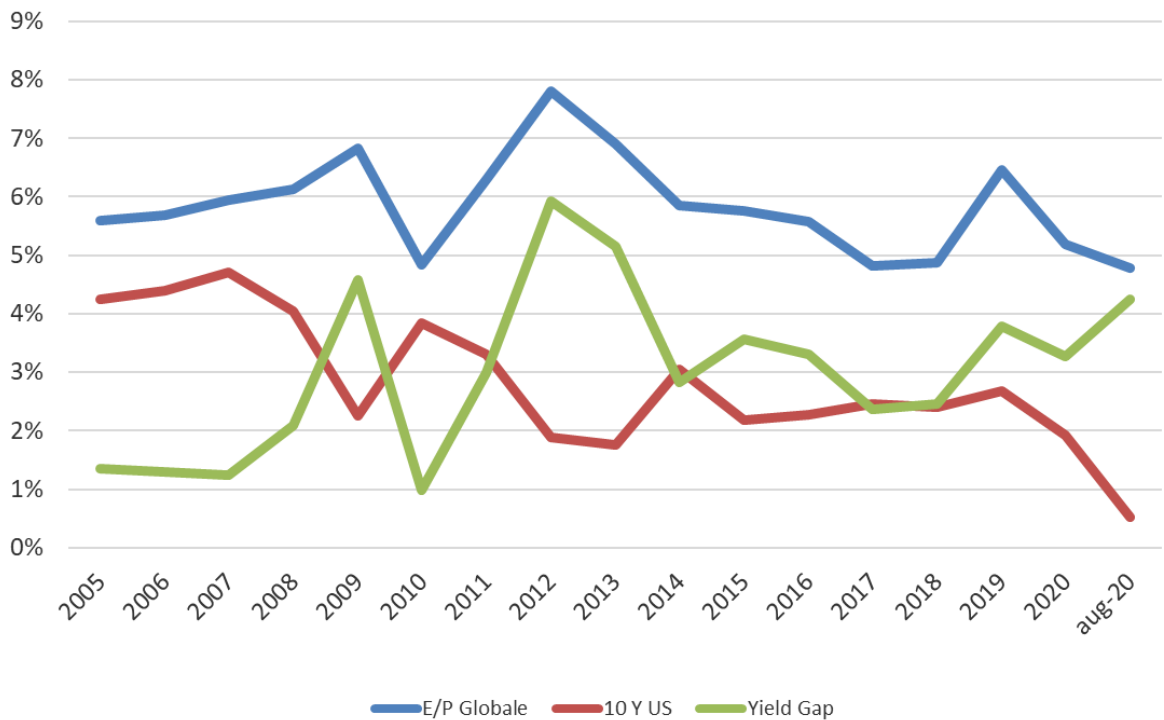
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet dyrere i takt med aktiestigningerne i juli, men tallene skal stadig tages med en del forbehold, da vi mangler at se indvirkningen på virksomhedernes indtjening fra coronakrisen på lidt længere sigt. Vi skal måske helt hen til 1. kvartal 2021, før at data igen bliver mere retvisende. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 20,93 mod 19,92 i slutningen af juni, hvilket er over niveauet ift. den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,93	1,01
Nordamerika:	25,99	2,07
Europa	15,48	-0,36
Pacific:	15,57	-0,11
Emerging Markets	17,39	1,35
Danmark	27,18	1,34

Det er fortsat specielt USA og Danmark, der har investorernes gunst. Fremadrettet må vi fortsat forvente, at investorerne vil betale mere end det historiske gennemsnit for en indtjeningskrone, da renterne nu er lave alle steder også i USA. En indtjeningskrone i Danmark koster stadig 30 % mere end i globale aktier, så investorerne er villige til at betale en merpris for de danske kvalitetsaktier.

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 4,25 % mod 4,37 % i sidste måned. Som under prisfastsættelsen mangler vi stadig aktuelle inputs fra virksomhedernes indtjening over den kommende tid, før vi kan danne os et klart billede. Mange virksomheders indtjening vil nok svinge 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 fornuftig.



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.

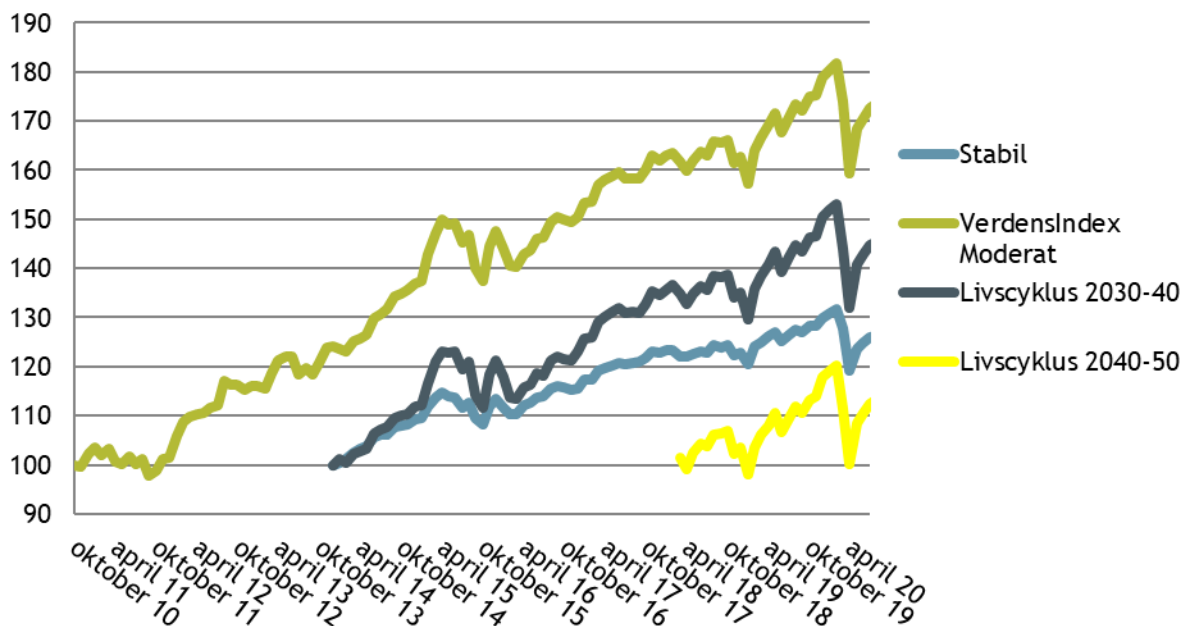
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

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



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

På aktiesiden er det igen specielt Emerging Markets aktier, der er steget i juli, bl.a. pga. langt bedre takter fra Kina, der er langt fremme i genåbningen af samfundet. Danske aktier fortsætter også de positive takter. Dollaren er faldet ca. 5 % i løbet af juli måned bl.a. på en dårlig smitteudvikling i USA og fornyet uro mellem USA og Kina. Derudover har sammenholdet og den gigantiske hjælpepakke fra EU understøttet euroen ift. dollaren. Valutaudviklingen har ramt ikke euro aktiver i forhold til euro aktiver.

Som det fremgår af skemaet, er der i 2020 stor forskel på afkastet i den enkelte aktivklasser og over 30 % forskel på performance i den bedste aktieklasser (danske aktier) og den dårligste aktivklasse (europæiske aktier). Den store forskel gør, at det samlede afkast vil være stærkt afhængigt af den aktivfordeling, som den enkelte kapitalforvalter bruger. En høj andel i danske aktier og en lille andel i risikofyldte obligationer som High Yield og Emerging Market obligationer har indtil videre givet en fordel i 2020. Vi arbejder som altid med stor risikospredning, så der ikke er nogle aktivklasser, der bliver for dominerende.

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

alle disse obligationer og føre en slags rentekurve kontrol, men på længere sigt fremstår lange statsobligationer ikke som en specielt attraktiv investering.

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

Fortsat god sommer til alle

Med venlig hilsen Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest