

Markedskommentar maj: Genåbninger og europæisk krisefond understøtter aktiemarkedene!

- Månedens afkast på +1,0% til +1,7% i afdelingerne, hvorved år til dato afkastet nu er -4,5% til -7,3% (se mere s. 6).
- Massive hjælpepakker, rentenedsættelser og likviditets- og lånefaciliteter hjælper stadig økonomien og aktiemarkedet.
- Fælles krisefond for EU er på vej med fælles gæld. Det kan understøtte udviklingen i euro aktiver ift. andre regioner.
- Der er stadig gang i rigtig mange vaccine- og behandlingsforsøg. De fleste eksperter forventer en vaccine inden udgangen af 2020.
- Skærpet retorik mellem USA og Kina bl.a pga. ny sikkerhedslov i Hong Kong.
- **Fokuspunkter:** Udviklingen i coronavirussen og toldsatser ml. USA og Kina

Aktiemarkedene har generelt haft et flot comeback ovenpå den store coronanedtur i marts måned. Hjælpepakker, lave renter, opkøbsprogrammer og gradvise genåbninger har understøttet markedene, men der har været meget stor forskel i de enkelte sektors og aktiestørrelses udvikling. Det er de store medicinal- og it aktier, der har trukket læsset og indeksene væk fra marts måneds lavpunkter. Medicinalaktier er mindre konjunkturfølsomme og bliver generelt understøttet af pandemiens større fokus på sundhedsvæsenet. Derudover har digitaliseringen af vores samfund taget yderligere til i styrke i forbindelse med nedlukningen og den begrænsede fysiske kontakt. Det har understøttet it aktierne. Samtidig har store aktier generelt bedre balancer, lavere gæld og mere robuste forretningsmodeller end små aktier samtidig med, at de er mere likvide (handlebare).

Hvordan kommer det til at fortsætte herfra?

Der er ingen tvivl om, at vi stadig står over for mange ubekendte og den økonomiske sigtbarhed mangler. Kommer der en anden bølge, der lukker samfundet igen? Hvordan ser forbrugernes adfærd ud i fremtiden? Vil mange spare mere op i stedet for at forbruge af frygt for arbejdsløshed?

Spørgsmålene er mange, men det vi med sikkerhed ved er, at både politikere og centralbanker står klar i et tempo og omfang til at understøtte økonomien (og dermed også aktiemarkedene), der er hidtil udset. Vi ved også, at banker og forbrugere står bedre rustet end under finanskrisen til at tackle den økonomiske afmatning.

Derudover har vi også tidligere beskrevet både TINA (There Is No Alternativ) og FOMO (Fear Of Missing Out) som forhold, der er med at hjælpe aktiemarkedene. Under finanskrisen var de danske renter omkring 5 %. Den luksus af et alternativ har vi desværre ikke i dag. Der er over tid en stigende trend i aktiemarkedene, som man risikerer at misse, hvis man står kontant for længe.

Prisen for en indtjeningskrone kan naturligvis også blive for høj!

Men der er dog nok ingen tvivl om, at investorerne er villige til at betale mere for en indtjeningskrone i dette lavrentemiljø. Så det er supervigtigt at holde prissætningen af aktierne op mod renteniveau og ikke kun se på dem isoleret set.

Centralbankerne køber stort ind af de obligationer, som staterne bliver nødt til at udstede for at dække de store budgetunderskud og hjælpepakker. Det har ind til videre holdt de længere renter nede til gavn for både boligejere og virksomheder. Men der er naturligvis en regning, der skal betales, og det plejer at medføre højere renter. Så hvor længe vil centralbankerne fortsætte med disse opkøb? Måske altid ... men udviklingen i de lange renter kan blive ret afgørende for den fortsatte aktiekurs, da den kan give investorerne et reelt alternativ igen og derudover påvirke virksomhedernes finansieringsomkostninger.

EU's store krisefond med fælles gæld har fået meget opmærksomhed i løbet af måneden. Medvind til euroen og rentefald i Italien er tegn på, at investorerne ser lyst på muligheden for fælles gæld i EU. Et nyt udspil fra EU-kommissionen vil angiveligt indeholde et forslag om at stable en redningsfond med hele 750 mia. euro på benene. Det er et stort beløb, men det helt afgørende er, at EU-kommissionen følger i fodsporene på forslaget fra Merkel og Macron tidligere på måneden. Fonden er lidt større end den, som Merkel og Macron foreslog, men omvendt er dele af fonden lån og ikke tilskud. Kommissionen foreslår, at hele 500 mia. af fonden skal udbetales som tilskud til de hårdest ramte lande og skal altså ikke betales tilbage. Samtidig foreslår kommissionen også at 500 mia. bliver finansieret i form af fælles gæld. Det har længe været et stort ønske blandt dele af EU, men også været nærmest politisk dødfødt, fordi Tyskland ikke var interesseret i at hæfte for gælden sammen med sydeuropæerne. Det har nu ændret sig og det giver pludselig en realistisk chance for, at fælles gæld og større økonomisk solidaritet i EU kan blive en virkelighed. Det har også fanget investorernes interesse. For forslaget vil nemlig være et markant skifte i måden EU fungerer på. Det kan potentielt give EU flere finansielle muskler og det kan med sikkerhed gøre euroen mere robust og langtidsholdbar. Det er vigtigt at fastslå, at forslaget endnu ikke er en realitet, men blot et forslag som først skal vedtages. Flere af landene er i mod. Det gælder blandt andet Danmark, der indtil videre ikke ønsker hverken fælles gæld eller tilskud, der ikke skal betales tilbage. Alligevel kvitterer investorerne dog for, hvad de ser som et positivt signal for euro området. Derfor styrker forslaget euroen, og løfter de europæiske aktiekurser. Samtidig ser vi, at de italienske renter falder ned omkring de laveste niveauer i to måneder. Det er et klokkeklart signal om, at investorerne vurderer fælles gæld og tilskud styrker sammenhængskraften i EU. Forslaget i den nuværende form kan blive svært at acceptere for alle landene. Lige nu virker der dog til at være et kraftigt momentum i retning af fælles gæld. Derfor forventer vi også, at EU bliver enige om en aftale, der i et eller andet omfang omfatter både fælles gæld og tilskud. Det bliver næppe for voldsomt store beløb, men alligevel åbner det døren til et ideologisk skifte for EU og euroen. På sigt kan det blive en game changer og styrke euroen ganske kraftigt og give medvind til stort set alle euro aktiver på de finansielle markeder.

Som kapitalforvaltere lærer vi også hele tiden. Vores målsætning er løbende at finde den bedste balance mellem afkast, risiko og sikkerhed. Derudover vil vi klare også bedre end vores konkurrenter på 3, 5 og 10 års sigt. Det lykkes vi rigtigt godt med, men en krise som denne viser også naturen i mere risikofyldte obligationer under markedsstress. Derfor må vi gå på kompromis med et evt. lidt højere langsigt afkast for at opnå mere robusthed og formuebevarelse. Mere risikofyldte obligationer vil derfor fylde svagt mindre i vores afdelinger fremadrettet, men de vil stadig være der, da det ellers bliver svært at få en fornuftig risikospredning og skabe et attraktivt afkast over tid.

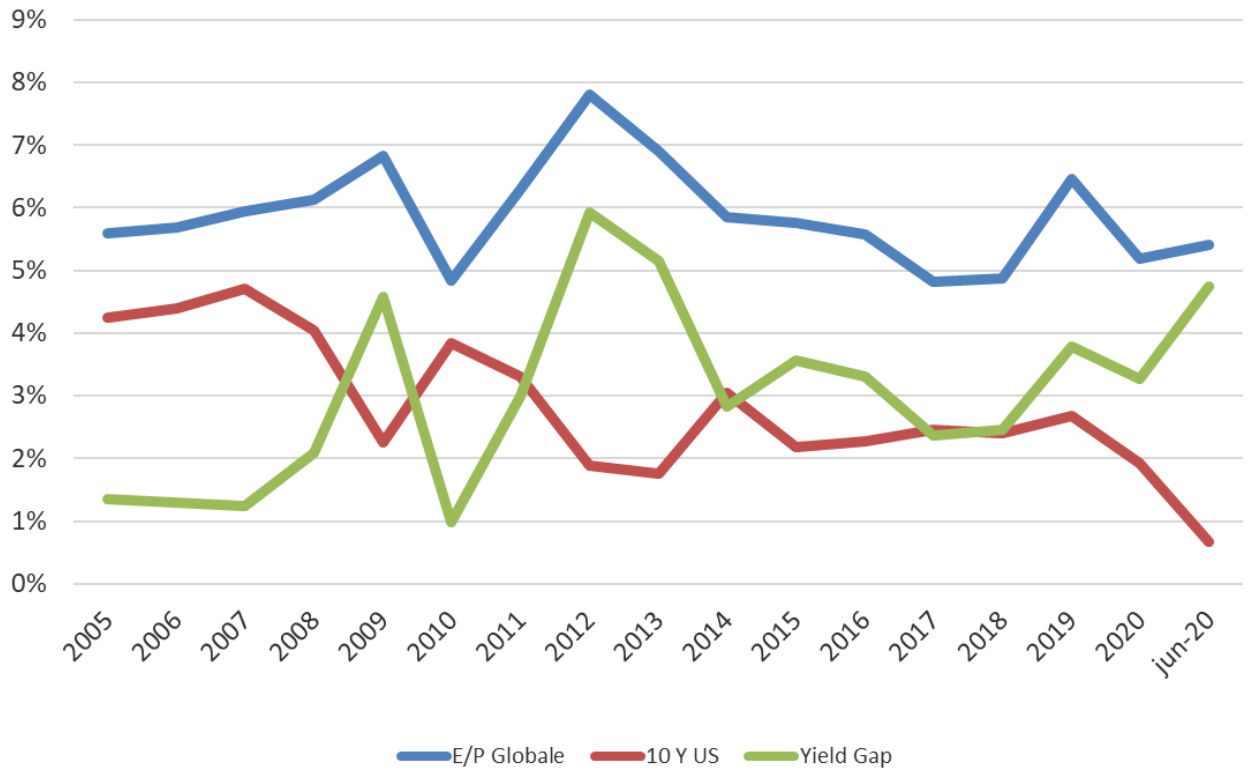
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktier er blevet dyrere i takt med aktiestigningerne i maj, men tallene skal stadig tages med en del forbehold, da vi mangler at se indvirkningen på virksomhedernes indtjening fra coronakrisen på kort, mellemlagt og langt sigt. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,51 mod 16,89 i slutningen af april, hvilket er over niveau ift. den historiske prissætning. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	18,51	1,62
Nordamerika:	22,11	1,95
Europa	15,00	1,26
Pacific:	14,78	1,56
Emerging Markets	14,26	0,92
Danmark	24,03	0,57

Alle aktieregioner er blevet dyrere. Danske aktier har klaret sig rigtigt godt igen i maj, og er nu i plus på året, så indtjeningen har fulgt med kursstigningerne, da en indtjeningskrone i Danmark er faldet i pris og pt. koster 30 % mere end i de globale aktier, hvilket er 9 % ned fra sidste måned. Fremadrettet må vi forvente, at investorerne vil betale mere end det historiske gennemsnit for en indtjeningskrone, at renterne nu er lave alle steder også i USA.

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 4,77 % mod 5,29 % i sidste måned. 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.

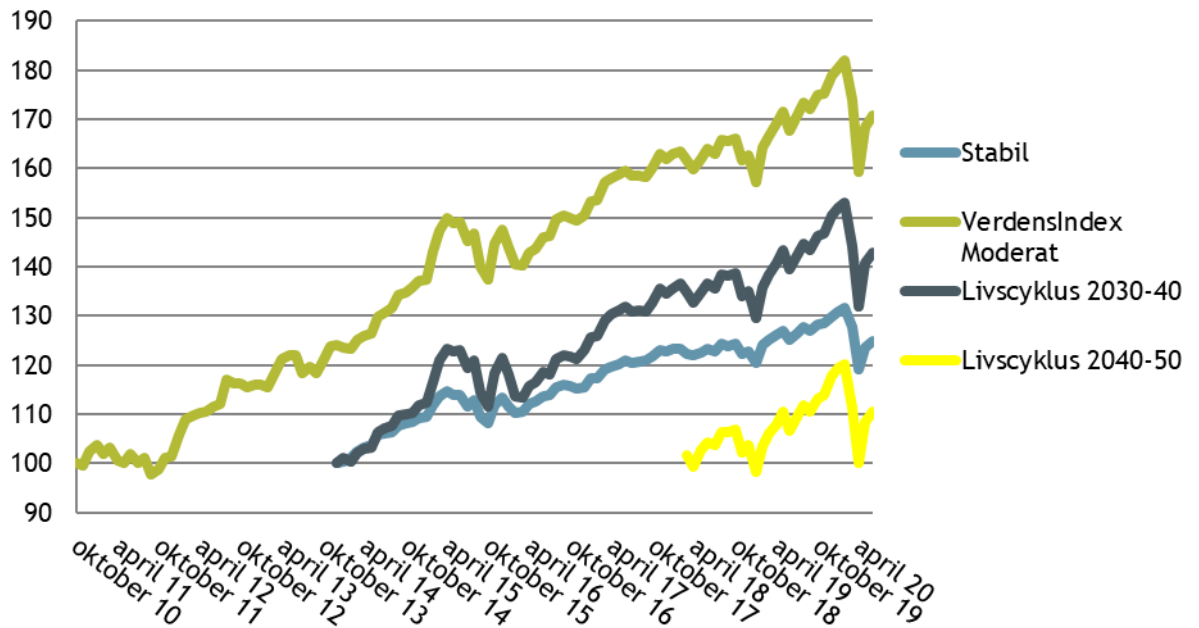
Afkaststatistik (i DKK)

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

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

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

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



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

Danske aktier har fortsat sin merperformance i maj måned anført af de defensive medicinalsselskaber. Krisefonden i EU har givet støtte til euroen og europæiske aktier, som stadig er langt bag efter bl.a. USA i kursudvikling over de seneste 5 år. Det kan potentielt stabilisere eller vende det relative forhold mellem amerikanske og europæiske aktier til sidstnævntes fordel. Pt. koster en indtjeningskrone også 38 % mindre i Europa end i USA. Risikofyldte obligationer som High Yield virksomhedsobligationer og Emerging Markets obligationer kravler stille og roligt opad, og man bliver end engang bestyrket i, at deres natur og udvikling mere ligner aktier end klassiske obligationer som stats- og realkreditobligationer pga. det store kreditelement. Det er vigtige inputs i ens aktivfordeling og risikostyring.

Med 10-årige renter i Tyskland og USA på hhv. -0,4 % og +0,7% 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.

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

Du kan løbende se aktuelle beholdninger og faktaark her:

<https://www.optimalinvest.dk/investeringsforeninger/beholdning.aspx>

Med venlig hilsen Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest