

## Overraskende optimisme på aktiemarkedet

April var et godt eksempel på, hvor svært det er at forudse aktiemarkedets kortsigtede udvikling. Trods nedlukning af store dele af verden og klare tegn på den værste recession siden 2. Verdenskrig steg globale aktier hele 11% i løbet af april (målt på MSCI World indekset). Dermed er det globale aktiemarked "kun" faldet omkring 10% i år. Det er overraskende for os set i forhold til den historisk store destruktion af arbejdspladser og økonomiske værdier, som vi ser i denne tid. En væsentlig del af forklaringen er dog formentlig, at virusudbruddet toppede i løbet af april og at virussen samtidig har vist sig at være mindre dødelig end oprindelig frygtet. Derfor ser investorerne gennem de nuværende problemer og forventer et kraftigt opsving, når økonomierne snart bliver genåbnet.

### Ukendt terræn

Coronakrisen er helt anderledes end tidligere kriser og recessioner, så det er svært at forudse det videre forløb. Det økonomiske chok er meget pludseligere og voldsommere, men regeringernes og centralbankernes reaktioner med hjælpepakker, rentenedsættelser og obligationskøb har omvendt også været meget hurtigere og mere omfattende end nogensinde tidligere. Den Internationale Valutafond (IMF) har opdateret sine forventninger og vurderer nu, at det globale BNP vil falde 3% i år. Det svarer til den dybeste recession i moderne tid og er langt værre end selv finanskrisen i 2008/09 (se figur 1). IMF forventer dog samtidig, at væksten vil stige kraftigt i takt med at karantænerne ophæves og især fra og med fjerde kvartal. For verden som helhed forventes således en positiv vækst på 5,8% i 2021. Går det som ventet, vil sporene efter coronakrisen dermed blive helt udvisket i løbet af næste år, hvilket umiddelbart vil bekræfte aktiemarkedets nuværende optimisme.

### Opsvinget kan trække ud

Problemet er bare, at denne prognose er behæftet med stor usikkerhed. IMF pointerer selv, at usikkerheden er ekstrem og at der er væsentlig risiko for et senere og svagere opsving. Den mest oplagte risiko er, at der kommer et nyt og måske værre virusudbrud senere på året. Men selv uden et nyt udbrud kan økonomien allerede have lidt så stor skade, at en længerevarende og selvforstærkende recession ikke kan undgås. Det var nemt at lukke ned for den økonomiske aktivitet, men det bliver noget svæ-

rene og en mere gradvis og langstrakt proces at åbne op igen. Den globale forsyningskæde er allerede stærkt forstyrret og vil begrænse udbuddet i lang tid fremover. Det betyder logistiske problemer og højere priser. Mange virksomheder er gået konkurs og mange andre står overfor forværrede lånevilkår. Millionvis af mennesker er blevet arbejdsløse i løbet af karantænerne og mange vil desværre ikke få deres job tilbage, selvom samfundet åbner fuldt op. Forbrugertilliden er styrtstykket og erfaringerne fra Kina tyder på, at købelysten langt fra bliver normaliseret, selvom butikkerne åbner. Statsfinansierne er desuden under pres i mange lande og det er ikke sikkert, at staterne kan fortsætte med at yde økonomisk assistance, uden at renterne stiger. Da vi er i ukendt terræn, er det svært at være sikker på noget, men umiddelbart synes vi, at disse omstændigheder peger mere på et gradvist og trægt opsving end på et kraftigt V-formet opsving.

### For optimistiske aktieanalytikere

Set i det lys kan aktieanalytikernes nuværende indtjeningsforventninger meget vel vise sig at være alt for optimistiske. Analytikerne forventer et relativt mild fald i indtjeningen i år på 15% og en kraftig stigning på 24% næste år, som dermed hurtigt vil bringe indtjeningen tilbage på rekordniveau (se figur 2). Det vil i givet fald være et påfaldende mildt indtjeningsfald i forhold til det meget kraftige fald i BNP og sammenlignet med både finanskrisen i 2008/09 og "den omvendte oliekrise" i 2015/16. Så vi tror, at denne forventning vil blive udfordret i de kommende måneder.

### Undervægt af aktier

Kriser skaber altid et akut pres for at effektivisere og tænke nyt. Derfor er vi overbeviste om, at de fleste virksomheder på lang sigt vil komme styrket ud af coronakrisen til gavn for deres investorer og aktiemarkedet generelt. Obligationsmarkedet er derimod stadig grundlæggende uattraktivt - og nu er der udsigt til yderligere et par år med lave eller negative renter. Så der er stadig ikke nogen reelle investeringsalternativer til aktier. Som langsigtet investor er der derfor god grund til at fastholde en solid eksponering mod aktiemarkedet. Men på kort sigt er der efter vores vurdering øget risiko for kursfald i de kommende måneder. Derfor fastholder vi indtil videre en undervægt af aktier med en tilsigtet aktieandel på omkring 40%.

7. maj 2020

### Allokering i Value Mix

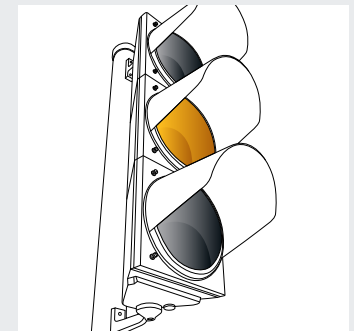
Gennemsnit af 4 faktorer:

Aktier:  
**40%**

Obligationer:  
**60%**

Allokeringen viser den aktuelle tilsigtede fordeling i Stonehenge Value Mix og skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der ikke er tale om en personlig anbefaling. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

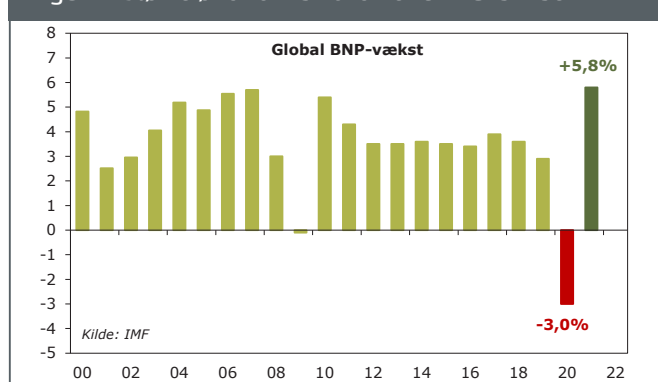
### Aktuel risikovurdering:



Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

## “ Det er svært at tro på yderligere aktiestigninger på kort sigt

Figur 1: Større økonomisk chok end finanskrisen



Figur 2: Aktieanalytikerne er for optimistiske

