

Sådan investerer vi i dyre markeder

I skrivende stund – hen mod slutningen af august – er aktiemarkeder i USA dyre relativt til andre aktiver og set med historiske briller. Der er også lommer i andre aktivklasser, hvor man i stigende grad ser høje værdiansættelser.

Der er tydelige tendenser til spekulativ adfærd især blandt detailinvestorer.

Der er dog stærke kræfter i spil, som kan fastholde momentum i markederne. Samtidig har perioder med såkaldte melt-ups ofte været længere end ventet.

”Dyrt” er altså ikke nødvendigvis ”farligt” - endnu.

Det kræver dog særlig omtanke at investere i dette marked. Mermaid Asset Management forbliver fuldt investeret, men tager en selektiv tilgang.

Vi fravælger direkte positioner i de mest hypede aktier og betaler gerne lidt mere for kvalitet, fordi disse selskaber ofte klarer sig bedre under en nedtur. Vi går gerne på kompromis med afkastet i den sidste del af en boble, for at stå bedre bagefter.

Vi vægter amerikanske aktier lavere end i de globale indeks. Vi holder guld.

Vi spejder efter tegn på stemningsskifte – ikke blot en vending i nøgletal.

Hvor står aktiemarkedet nu?

Vi er i en situation, hvor lommer af markedet ser meget dyre ud.

Det er især udtalt i USA, hvor den såkaldte Shiller CAPE for S&P 500, der måler prisen på et selskab op mod de seneste 10 års indtjening, nu er oppe på ca. 38.

Det er på højde med sommeren 2021 og langt over det historiske snit på omtrent 20.

S&P 500 er dyr målt på Shiller CAPE



Source: Shiller/Yale - Created with Datawrapper

Andre måder at måle værdiansættelser på, som f.eks. Price/Book value viser, at vi er på højde med niveauet i 2000 på S&P 500.

Det generelle S&P 500 forward PE er nu højere end 21 mod et snit de seneste 25 år på 16,7.

De høje værdiansættelser er koncentreret omkring det teknologitunge Nasdaq 100, som nu handler over 30 gange forward earnings. Median PE er nu højere end i 2007.

Det ser endnu mere ekstremt ud, når man ser på værdiansættelserne på visse enkeltsselskaber, der er blevet synonyme med AI-bølgen.

Bl.a. handler selskabet Palantir, som blander AI med sikkerhed, til en PE på 300 og til 100x salg. Værdiansættelser som dette er ikke set siden toppen af dot.com boblen i netop 2000.

Kursen på NVIDIA er steget som en raket



Source: Bloomberg · Created with Datawrapper

NVIDIA's værdi på omtrent \$4,4 billion er nu tæt på værdien af hele Euro Stoxx 50. NVIDIAS forventede indtjening i 2025 er dog på omtrent \$107 mia. (ventes at vokse til \$143 mia. i 2027), mens indtjeningen i Euro Stoxx 50 ventes at blive €309 mia.

De høje værdiansættelser i USA har ført til en ekstrem grad af markedskoncentration.

Syv ud af de 10 største selskaber globalt er nu amerikanske teknologiselskaber. De 10 største amerikanske selskaber udgør nu 40% af S&P 500 og stod for 56% af kursstigningen siden bunden i april.

Der er også tegn på dyre aktiver andre steder i markedet.

Prisen på en Bitcoin er tæt på rekordniveau efter en fordobling det seneste år ligesom spreads mellem amerikanske stats- og erhvervsobligationer ikke har været mindre siden 1990'erne.

Europæiske aktier er ikke dyre hverken historisk eller relativt.

Tegn på spekulativ adfærd

Samtidig ser vi tydelige tegn på spekulativ adfærd i markederne - især i detailsegmentet.

Kryptomarkedet steg til omtrent \$4,2 billion tidligere på måneden efter mere end en fordobling på et år – vel at mærke uden et reelt fundament at sætte værdier ud fra og med en volatilitet på mere end 100% p.a.

Samtidig ser vi igen SPACS blive stiftet, meme-aktier stige, og vi ser IPO'er af selskaber uden indtægter.

Antallet af såkaldte Pump & Dump svindelnumre i mikroaktier er også stigende. Det sker når en gruppe personer kunstigt puster værdien af et aktiv op, for derefter at sælge deres beholdning. Det kan tilvejebringe et kollaps i prisen, som efterlader de tilbageværende investorer med tab.

Detail-investorer er igen meget aktive – særligt de unge segmenter. Short interest i S&P 500 er den laveste siden 2006

Antallet af gange selskaber har nævnt 'AI' i forbindelse præsentationen af kvartalsregnskab er steget 340% siden 2022.

Hvordan er vi havnet her?

Vi mener adfærden bunder i to fundamentale fortællinger, som begge lever på lånt tid.

AI skal til månen: AI bølgen kører videre med nye og bedre releases fra de største udbydere som OpenAI og Alphabet samt enorme investeringer i datainfrastruktur. Samtidig er adaptationen ind i specielt detailsegmentet stigende. Det fastholder mange i troen på en næsten ubegrænset upside i de selskaber, der leverer teknologien – og dermed at man skal skynde sig at købe for ikke at miste gevinst. Den kraftige rebound i amerikanske aktier siden bunden i slutningen af april underbygger blot denne fortælling. Denne adfærd er netop forudsætningen for en spekulativ boble.

Makroøkonomien cruiser igennem tariffes og geopolitisk uro. Amerikansk økonomi har indtil nu klaret den kraftige stigning i tariffes godt, og der er endnu ikke tydelige tegn på stagflation. Fortællingen om en bomstærk amerikansk økonomi understøttes af hypoteser om et kommende løft i produktiviteten fra førromtalte AI adoption. En mere sandsynlig forklaring på økonomiens modstandskraft er dog, at de nye tariffes langt fra er slået igennem i priser og adfærd endnu.

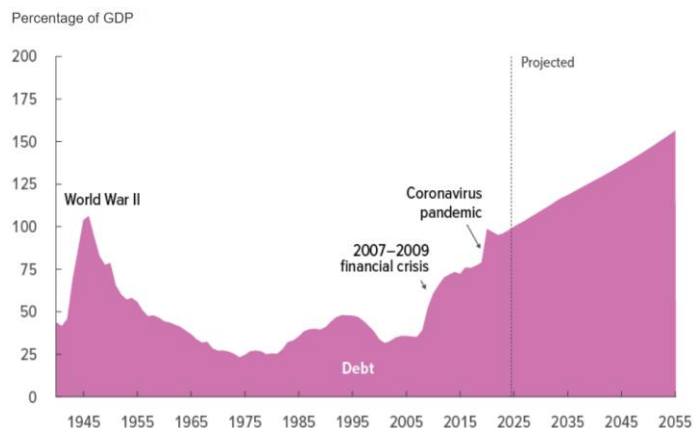
Markederne kan fortsætte opad

Markederne falder dog som regel ikke, bare fordi multipler er høje, eller fordi der er udbredt spekulativ adfærd.

I slutningen af 1990'erne og før finanskrisen gik der flere år med bobletendenser og kraftige kursstigninger, før korthuset faldt sammen. Det skete i begge tilfælde i forbindelse med en svækkelse af makrohistorien.

Denne gang understøttes makroøkonomien af en kraftig fiskal ekspansion i både USA og Europa, samtidig som man forventer faldende korte renter.

USA's budgetunderskud er større end 6% af BNP og ventes ikke at falde de kommende år. Gælden vokser med \$1 billion hvert halve år og ventes af CBO at stige til omtrent 150% af BNP inden 2055.



Frankrig og Italien kører med underskud >5% af BNP.

Tyskland ventes at bruge €100 mia. til militær de kommende år og har brudt med det såkaldte "Schwarze Null" - reglen der begrænser offentlige underskud. EU ventes at bruge €300 mia. til forsvar/infrastruktur fra 2024 til 2027.

Samtidig er der masser af likviditet i ETF og pengemarkedsfonde. S&P 500 non-financials har >\$2.800 mia. i kontanter.

Historisk har det - med andre ord - ikke været nok blot at værdiansættelserne har været høje. Der skal en kraftig katalysator til, før vi får en dyb korrektion. Indtil da vil tilbageslag sandsynligvis blive betragtet som en købsmulighed af især detailsegmentet.

Investeringsperspektiv

"Dyrt" er altså ikke nødvendigvis "farligt" endnu.

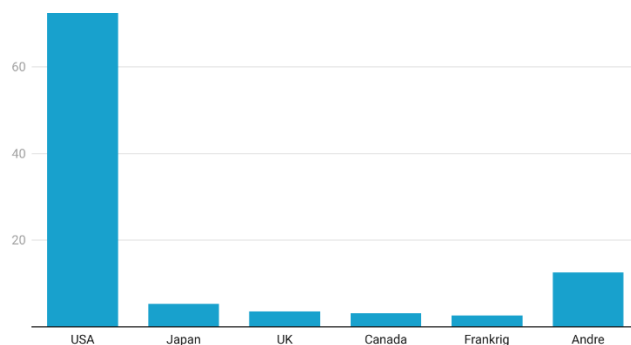
Det er meget svært at vide, hvornår der kommer en kraftig korrektion denne gang. Når den kommer, kan den dog blive dyb givet koncentrationen i markedet.

Meget dyre markeder efterfølges som regel af en periode med lave afkast, bl.a. fordi de mest hypede aktier lider.

En Shiller CAPE på mere end 35 har således historisk ført til afkast på mindre end 2% årligt over de kommende 10 år.

Det er endnu for tidligt at gå i fuld defensiv position. I stedet kræver det særlig omtanke at investere i denne type af marked.

Amerikanske aktier fylder 72,5% af MSCI World



Source: MSCI • Created with Datawrapper

Vi forbliver dermed fuldt investerede, men tager en mere selektiv tilgang til valg af aktiver.

Vi har derfor mere fokus på robusthed i vores aktievalg og investerer ud fra selskabernes cashflow, kapitaldisciplin og gearing.

Vi fravælger direkte positioner i de mest hypede aktier og betaler gerne lidt mere for kvalitet, fordi disse selskaber ofte klarer sig bedre under en nedtur. Vi går altså gerne på kompromis med afkastet i den sidste del af boblen, for at stå bedre bagefter.

Vi går ikke ud af amerikanske aktier, men vægter dem lavere end i de globale indeks. Vi køber erhvervsobligationer med lidt lavere varighed. Vi fastholder vores position i guld, trods store stigninger de seneste år.

Endelig spejder vi efter tegn på et stemningsskifte i markedet – ikke blot efter udviklingen i nøgletal.