

Markedskommentar december: Centralbankerne fortsætter en hård renteretorik på trods af faldende inflation

- Afkastene er ÅTD hhv. -11,9%, -14,4% og -14,7% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har fortsat flotte ratings fra Morningstar både mht. risikojusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet billigere både ift. indtjeningen og obligationer.
- Regnskabstallene for 4. kvartal bliver spændende læsning for aktiemarkedet og afgørende for kursudviklingen.
- Centralbankerne har reduceret størrelserne af deres rentestigninger som følge af den aftagende inflation.
- Inflationen stilner lidt af i både USA og Europa og ser ud til at have toppet. Forsyningskæderne er løsnet lidt op. Lønreguleringerne bliver afgørende for, hvor hurtigt inflationen falder.
- De europæiske gaspriser er styrtdykket især pga. det varme vejr og de fyldte lagre. Priserne er nu nede på et niveau svarende til lige før krigens start. Det er med til at sænke elpriserne og dermed inflationen.
- Vi afholder investormøde i Århus på Det Gamle Gasværk d. 01.02.
Du er mere end velkommen til at tage en ledsager med.

Fokuspunkter i januar: Fortsat opmærksomhed på rentemeldinger og -stigninger fra de store centralbanker ECB og FED. Gas- og elpriserne i Europa og gasleverancerne til Europa. Virksomhedernes indtjening og forventninger og arbejdsmarkedet i USA.

Enkelte lyspunkter i december afslutter et brutalt og turbulent år

Inflationen er stilnet yderligere af i løbet af december måned. Men specielt de europæiske og amerikanske centralbanker har holdt fast i en meget skarp renteretorik, da de endnu ikke er sikre på, at den er under kontrol, og det har kostet for både aktier og obligationer. Størrelsen af centralbankernes rentestigningerne er stadig høje, men de er dog aftaget i december, da inflationen er på vej ned i tempo. Rentetoppen forventes nu i løbet af 2023 og er indpriset til at blive ca. 5,25% for de korte amerikanske renter og ca. 3,75% for de korte europæiske renter. Den globale økonomi klarer sig stadig nogenlunde og forbruget er stadig fornuftigt, da mange er i arbejde og arbejdsløsheden generelt er lav. Det har været en medvirkende årsag til, at centralbankerne stadig ikke løsner mere op for deres retorik og ageren, da arbejdsmarkedet og de kommende lønforhandlinger- og stigninger vil blive helt afgørende for den kommende udvikling på de finansielle markeder.

Vi fik sat punktum for et brutalt og turbulent år på de finansielle markeder, der bød på store tab til både aktie- og obligationsinvestorer pga. krig, inflation og energikrise.

2022 blev året, hvor mange af gårsdagens vindere blev året tabere. Det amerikanske Nasdaq indeks for de techtunge aktier faldt med hele 33%. Populære aktier som Tesla, Amazon, Netflix og Meta (Facebook) er faldet med mere end 50%. Techaktiernes nedtur er bl.a. et resultat af de stigende lange renter, der gør den fremtidige indtjening i disse vækstaktier mindre værd. Af sammen grund har Valueaktier og "Minimum Risk" aktier (Mega Caps) – der begge tjener penge her og nu - relativt set haft et forrygende år. Så 2022 har vendt op og ned på de spilleregler, der har været gældende de seneste år på aktiemarkederne.

Global økonomi står ved indgangen til det nye år i en svær situation. De tre store økonomiske centre i verden er alle under pres. Europa har en strukturel energikrise, USA har et stort pres på arbejdsmarkedet, som skaber inflation og rentehop, mens Kina fortsat er ramt af covid-krisen. Trods inflation og rentestigning har USA fortsat har en meget solid økonomi, der sandsynligvis alene rammes af en kortvarig afmatning, hvorefter væksten genskabes. Verden står over for massive investeringer i grøn energi og tilhørende infrastruktur. Det vil i den kommende tid skabe vækst i hele den store værdikæde, som energi udgør, og danne basis for et nyt økonomisk opsving. Dog kan den geopolitiske usikkerhed give betydelige udsving i vækstraterne og fremdriften. Det er svært at komme med et egentlig vækstsøn for de næste år. Dog skal man huske, at det private erhvervsliv og vores markedsøkonomi historisk har skabt innovation og tilpasning af udbud og efterspørgsel langt hurtigere, end de fleste ville tro var muligt.

Vi slap i løbet af 2022 af med TINA (There is no alternatives). Obligationer er igen blevet et fornuftigt alternativ til aktier. Med et forventet afkast på ca. 3,75-4,0% på obligationsdelen af de enkelte afdelinger, så vil obligationerne være med til at skabe en fornuftig bund afkastmæssigt. Centralbankerne går i gang med at reducere deres obligationsbalancer, hvilket står i skærende kontrast til alle de obligationsopkøb, som de har gjort siden finanskrisen. Denne kvantitative stramning vil alt andet lige medføre, at vi ikke kommer tilbage til de lave renteniveauer, som vi har haft over de seneste år.

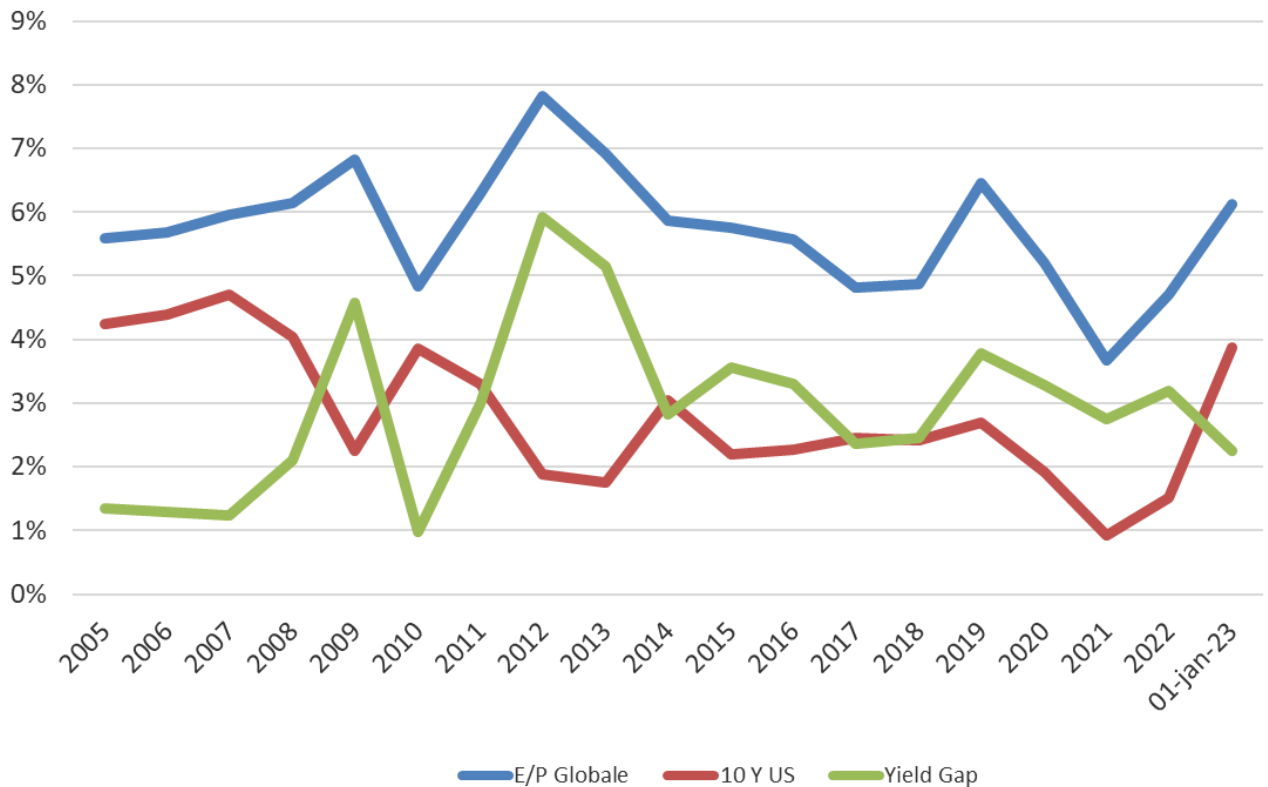
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Udviklingen i globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er steget i sidste måned, da kurserne er steget. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 16,3 mod 17,4 i slutningen af sidste måned, hvilke er lidt under det historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	16,3	-1,1
Nordamerika:	18,9	-1,2
Europa	13,4	+0,0
Pacific:	14,6	+0,1
Emerging Markets	12,1	+0,7
Danmark	17,4	+0,2

Som det fremgår tabellen ovenfor, er globale og amerikanske aktier blevet billigere i december. Her er det specielt de amerikanske techaktier, der har klaret sig mindre godt, og har gjort amerikanske aktier billigere. Danske aktier er blevet trukket godt op af specielt Novos flotte kursudvikling. Aktien steg med ca. 30% i 2022. Samlet er danske aktier derfor blevet dyrere ift. globale. Danske aktier koster nu 6% mere end globale. Det er stadig en mindre rabat ift. de ca. 10-15% mere, som de har kostet historisk set. Det bliver interessant at følge selskabernes regnskaber i den kommende tid (altså E'et i P/E ligningen).

Videre ser vi som altid på prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap. Yield Gap måler forskellen i afkast på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10-årige amerikanske statsrente. De globale aktier er blevet svagt billigere relativt til obligationer, da forskellen er 2,26% mod 2,11% i sidste måned, hvorved aktier er lidt billigere ift. obligationer historisk set, da niveauet er over ca. 2,1%.



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.

Afkaststatistikker (i DKK)

Udvalgte aktivklasser

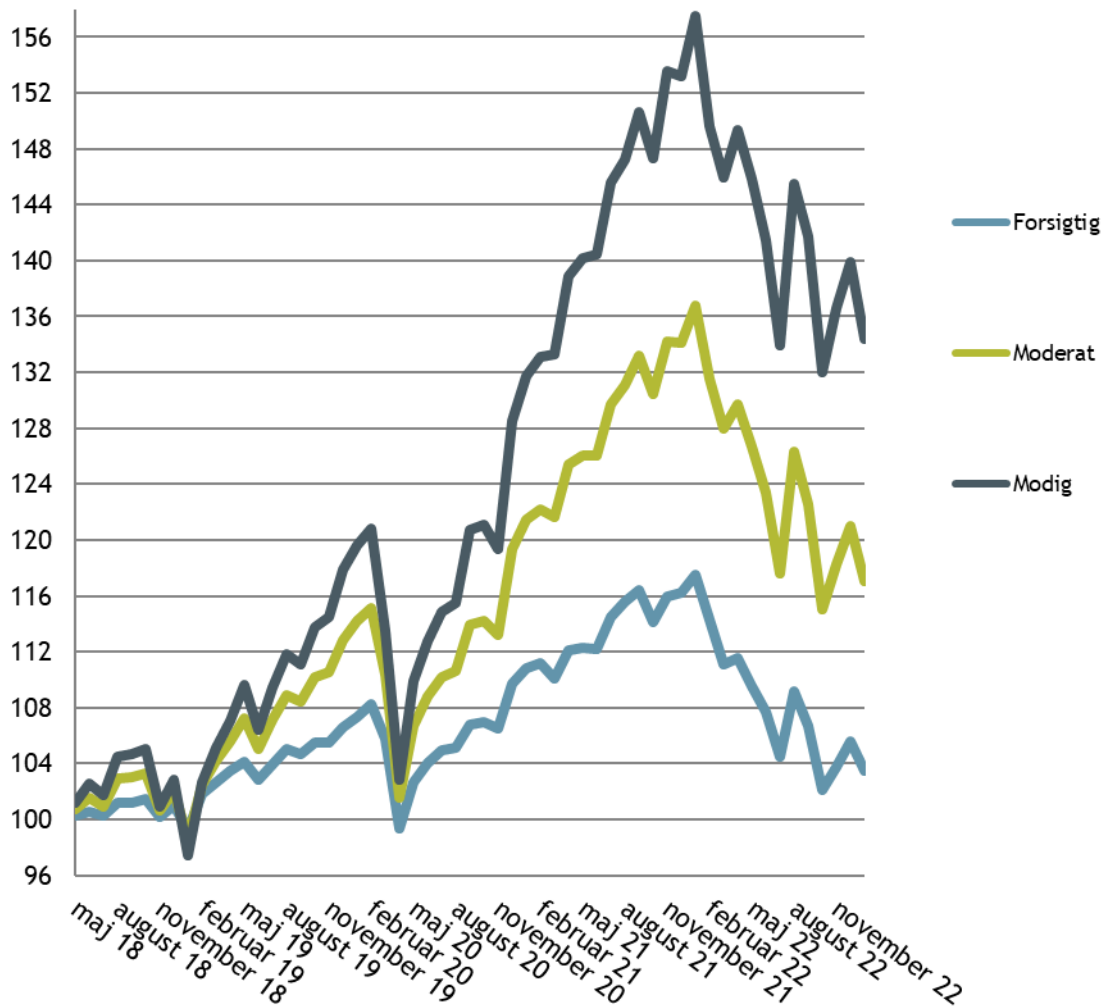
Afkast:	2022*	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Nordamerikanske aktier:	-17,4%	39,0%	6,6%	35,0%	-0,5%	7,2%	14,6%
Europæiske aktier:	-12,3%	24,9%	-2,3%	28,8%	-11,1%	11,2%	0,7%
Pacific aktier:	-9,1%	9,1%	-0,4%	19,3%	-10,3%	9,5%	6,8%
Emerging Markets aktier:	-16,0%	7,1%	6,6%	21,1%	-10,8%	20,6%	13,6%
Danske aktier:	-13,5%	17,2%	33,7%	28,4%	-11,5%	14,6%	-0,1%
Ejendomme Europa ex. UK	-36,9%	9,1%	-9,8%	25,8%	-6,8%	17,0%	4,9%
Erhv. obligationer, dollar:	-12,4%	7,1%	0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%	10,2%
Erhv. obligationer, euro:	-13,4%	-0,9%	2,2%	6,3%	-1,1%	2,3%	4,2%
Erhv.obl., High Yield euro:	-9,3%	3,3%	0,0%	9,8%	-3,1%	4,7%	7,5%
Realkreditobl., euro:	-13,5%	-2,1%	1,2%	2,8%	0,4%	0,8%	1,5%
Statsobligationer, G7:	-12,6%	1,1%	-0,6%	8,2%	4,3%	-6,7%	4,7%
Statsobligationer, euro:	-18,3%	-3,4%	4,3%	6,8%	1,1%	0,0%	2,8%
Emerging Markets obl.	-5,1%	-2,9%	-7,0%	14,2%	-2,5%	-0,3%	11,2%
Nykredit Realkreditindeks:	-19,3%	-3,9%	2,7%	1,5%	1,5%	4,0%	4,5%

*= Bæredygtige aktieindeks

Valuta

Afkast:	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Dollar:	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%	2,5%
Yen:	-6,7%	-3,7%	-4,4%	3,3%	7,8%	-8,8%	5,5%
Pund:	-4,9%	6,2%	-6,7%	6,3%	-0,9%	-3,9%	-14,2%

Afkast:	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Forsigtig	-11,9%	6,1%	3,2%	8,1%			
Moderat	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%			
Modig	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%			



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

Det er kun danske aktier og europæiske ejendomme, der klarer skærene i december måned. Alle andre aktivklasser blev ramt af vigende aktie- og obligationskurser og et yderligere fald i dollaren. Dollaren, hvis styrke var med til af afbøde kursfaldene i de første 3 kvartaler af året, er faldet med ca. 9% i løbet af 4. kvartal bl.a. pga. de stigende korte renter i Europa. Bemærkelsesværdigt er det, at det er første gang siden 2017, at europæiske aktier giver et bedre afkast end amerikanske aktier. Det har været et hårdt år for alle aktivklasser. Kapitalforvaltningen har været svær, bl.a. fordi aktierne falder pga. de stigende renter. Når vi ser på det mere aggregerede niveau, så er bæredygtige globale aktier faldet med 15,4%, europæiske obligationer faldet med 17,3%, danske aktier faldet med 13,5% og danske obligationer faldet med 19,3%. Blandt alternativer er europæiske ejendomme faldet med 36,9%, Private Equity (unoterede aktier) er faldet med 27,4%, cirkulær økonomi er faldet med 13,0%, mens Ren Energi kommer ud af 2022 med et 0% afkast.

Når man ser på de faldende afkast blandt alternative investeringer, så virker det helt hovedløst, at mange danske pensionskasser og -selskaber ikke har nedskrevet deres alternative investeringer i 2022. I investeringsforeninger bliver alle aktiver værdiansat hver dag til de aktuelle kurser. I den danske pensionssektor, hvor alternative investeringer fylder ca. 30%, er det op til de enkelte aktører at værdiansætte deres alternative investeringer.

Det har kostet i afkast i 2022 at være grøn og bæredygtig investor. Bæredygtige globale aktier har fortsat klaret sig ca. 2,5% dårligere end almindelige aktier, hvor man ikke har fjernet kontroversielle brancher som "sorte" energiselskaber, klyngebomber mv. Senest har "Value" aktier klaret sig bedre end "Growth" aktier. Når man investerer bæredygtigt og ansvarligt, så har man en lille overvægt af "Growth" ift. "Value" aktier, da de scorer på ESG (Environmental, Social, Governance).

Vi tror fortsat, at denne udvikling vil ændre sig i takt med at særligt Europa vil frigøre sig fra russisk gas og olie og pga. de store klimapakker, der er blevet vedtaget i USA og EU. Samtidig arbejder mange lande med ambitiøse klimamål, som vi også har set under COP27.

Vi har fortsat en meget ydmyg tilgang med neutrale vægte i de enkelte aktivklasser og håber på, at vores risikospredning giver en god robusthed i løbet af 2023.