

## **Markedskommentar februar: Den globale risikoappetit stiger med bedre væksttal og lavere inflation**

- Afkastene er ÅTD hhv. 1,7%, 2,9% og 4,3% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har fortsat flotte ratings fra Morningstar både mht. risikojusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet dyrere ift. både indtjening og obligationer, og obligationer fremstår som et stærkt alternativ til aktier for første gang i rigtig mange år.
- Regnskabssæsonen for 4. kvartal endte fornuftigt set i lyset af inflation og krig i Europa.
- Centralbankerne har reduceret størrelserne af deres rentestigninger som følge af den aftagende inflation.
- Inflationen har svært ved at falde yderligere på kort sigt, selvom lavere gas- og elpriser understøtter udviklingen. Stramme arbejdsmarkeder med pæne lønstigninger og 2. og 3. runde effekter i produktionens værdikæder holder inflationen oppe.
- Bæredygtige aktier holder et merafkast på 0,25% ift. de klassiske indeks indeholdende kontroversielle brancher.

Fokuspunkter i marts: 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.

Den overraskende forbedring i vækstsignalerne skyldes især, at energikrisen hurtigere end forventet er gledet i baggrunden med opbygningen af store naturgaslagre og kraftige prisfald. Det fjerne risikoen for energirationering, reducerer virksomhedernes omkostninger og trækker ned i inflationen. Desuden kommer den overraskende hurtige genåbning i Kina og euroområdet (og især Tyskland) til gode, ligesom det understøtter den i forvejen betydelige forbedring i de globale flaskehalse.

På den ene side er det naturligvis godt for virksomhedernes indtjeningsevne, at økonomierne er i en langt bedre forfatning end frygtet for bare få måneder siden. På den anden side rammer de højere renter dog også negativt på værdisætningen af selskaberne.

De bedre vækstsignaler og tillidsindikatorer gør, at investorerne forventer, at rentestigningerne topper senere end forventet, fordi den globale økonomi er meget robust. Den er faktisk så robust, at flere taler om "ingen landing" i stedet for en "hård landing" eller en "blød landing". Recessionsfrygten er helt klart på retur, da forbrugerne ser ud til at være meget vedholdende på trods af en reallønsnedgang.

Det bliver afgørende for den kommende udvikling, hvor og hvornår renten topper? Det ser ud til at være i løbet af 2023. Men forventningerne til rentenedsættelser fra centralbankerne er blevet udskudt til 2024.

Generelt siger man, at den demografiske udvikling, produktivitetsvæksten og uligheden trækker renterne ned pga. et større opsparingsbehov. Til gengæld har man identificeret 3 nye faktorer, der potentielt kan ændre renteutviklingen: Den grønne omstilling, højere militærudgifter og deglobalisering.

Så alt i alt kommer vi nok ikke tilbage til de seneste års meget lave renter. Derfor vil obligationer alt andet lige være gode alternativer i de kommende år ift. aktier.

Slutteligt holder centralbankerne stædigt fast i deres inflationsmål på ca. 2%, hvorved vi kan forvente flere rentestigninger i 1. halvår af 2022 (de er indpriset i markederne). Her bliver det også spændende at følge, om de ændrer deres inflationsmål til en ny virkelighed. Umiddelbart er der intet, der tyder herpå.

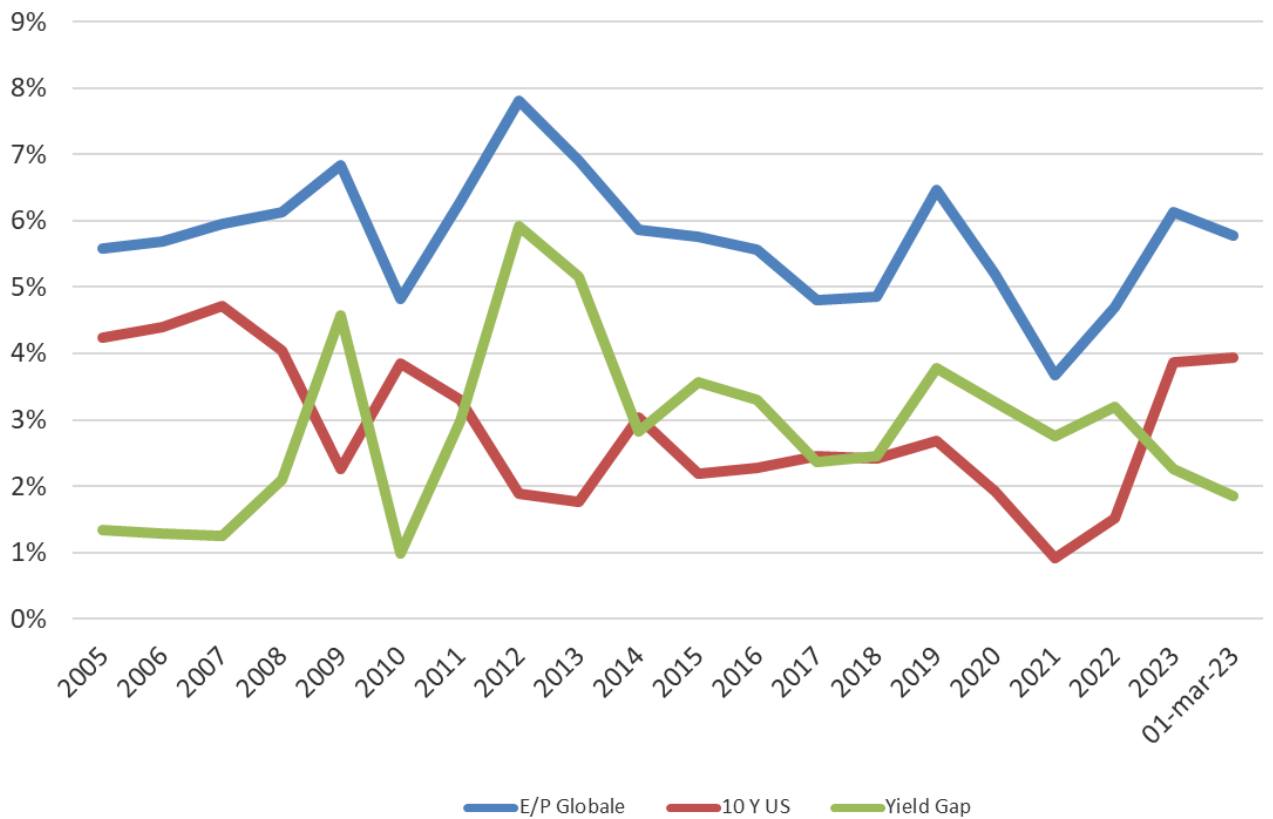
## **Værdiansættelse af aktier og obligationer**

Udviklingen i globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er steget i sidste måned. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 17,3 mod 16,7 i slutningen af sidste måned, hvilket er på niveau med historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

<b>P/E:</b>	<b>Aktuelt</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	17,3	+0,6
Nordamerika:	21,5	+2,3
Europa	14,0	+0,2
Pacific:	13,4	-0,5
Emerging Markets	10,6	-1,9
Danmark	12,4	-5,0

Nordamerika er steget i prissætning, da virksomhedernes indtjening er faldet lidt tilbage. Emerging Markets er faldet i prissætning, da bl.a. de kinesiske aktier er faldet tilbage efter den store "genåbnings" optur. Danske aktier ser pludselig meget billige ud. Men her bliver vi "snydt" af Mærsk's rekordregnskab, hvor de satte Danmarks rekord i overskud. De høje fragtrater er en af grundene til, at inflationen er blevet så høj. Siden er fragtraterne faldet tilbage på coronaniveau fra 2020, og Mærsk forventer et markant lavere resultat i 2023.

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 dyrere relativt til obligationer, da forskellen er 1,85% mod 2,47% i sidste måned, hvorved aktier er dyrere ift. obligationer historisk set, da niveauet er under ca. 2,1%. Sidst vi var under 2%, var tilbage i 2010. Dermed fremstår obligationer endeligt som et stærkt alternativ til aktier.



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:	2023*	2022*	2021	2020	2019	2018	2017
Nordamerikanske aktier:	5,1%	-17,4%	39,0%	6,6%	35,0%	-0,5%	7,2%
Europæiske aktier:	7,9%	-12,3%	24,9%	-2,3%	28,8%	-11,1%	11,2%
Pacific aktier:	2,7%	-9,1%	9,1%	-0,4%	19,3%	-10,3%	9,5%
Emerging Markets aktier:	1,5%	-16,0%	7,1%	6,6%	21,1%	-10,8%	20,6%
Danske aktier:	4,7%	-13,5%	17,2%	33,7%	28,4%	-11,5%	14,6%
Ejendomme Europa ex. UK	6,7%	-36,9%	9,1%	-9,8%	25,8%	-6,8%	17,0%
Erhv. obligationer, dollar:	0,9%	-12,4%	7,1%	0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%
Erhv. obligationer, euro:	-0,1%	-13,4%	-0,9%	2,2%	6,3%	-1,1%	2,3%
Erhv.obl., High Yield euro:	2,0%	-9,3%	3,3%	0,0%	9,8%	-3,1%	4,7%
Realkreditobl., euro:	-0,1%	-13,5%	-2,1%	1,2%	2,8%	0,4%	0,8%
Statsobligationer, G7:	-0,1%	-12,6%	1,1%	-0,6%	8,2%	4,3%	-6,7%
Statsobligationer, euro:	-0,4%	-18,3%	-3,4%	4,3%	6,8%	1,1%	0,0%
Emerging Markets obl.	0,9%	-5,1%	-2,9%	-7,0%	14,2%	-2,5%	-0,3%
Nykredit Realkreditindeks:	-0,5%	-19,3%	-3,9%	2,7%	1,5%	1,5%	4,0%

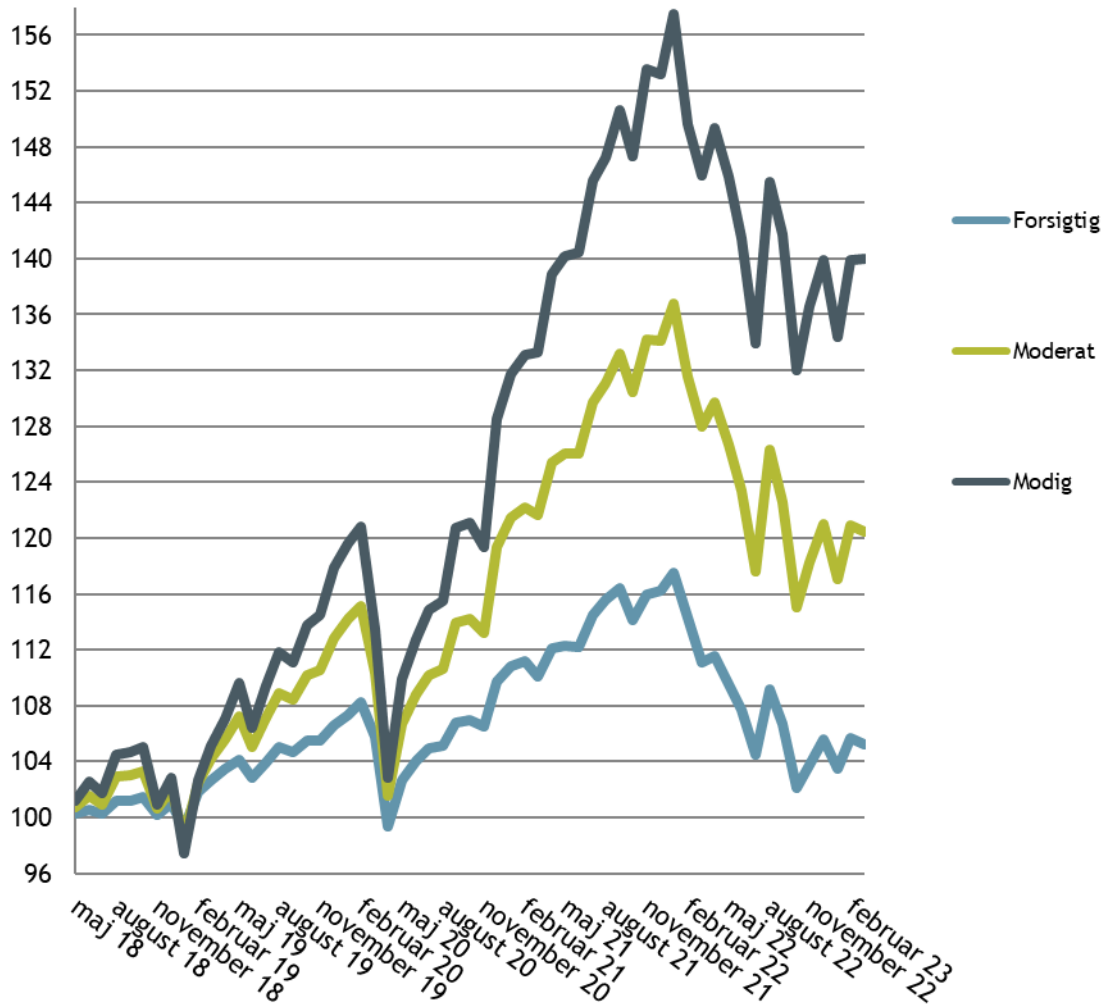
\*= Bæredygtige aktieindeks

### Valuta

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Dollar:	1,2%	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%
Yen:	-2,5%	-6,7%	-3,7%	-4,4%	3,3%	7,8%	-8,8%
Pund:	0,5%	-4,9%	6,2%	-6,7%	6,3%	-0,9%	-3,9%

### Afdelingerne

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Forsigtig	1,7%	-11,9%	6,1%	3,2%	8,1%		
Moderat	2,9%	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%		
Modig	4,2%	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%		



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

Danske aktier fik indhentet det forsømte fra januar måned, mens Emerging Markets aktier blev ramt af profittagning på aktiemarkedet efter en større optur efter genåbning. En stærkere dollar pga. rentestigninger var med til at understøtte dollaraktiverne, mens en svækket Yen var med til at trække de japanske aktiver ned. Den japanske centralbank holder stadig fast i en ultralempelig pengepolitik. Obligationer blev generelt ramt af stigende renter.

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.