

## Markedskommentar juli: Recessionen ser ud til at være aflyst!

- Afkastene er År Til Dato hhv. 4,4%, 7,4% og 10,1% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har flotte ratings fra Morningstar både mht. risikjusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet dyrere både ift. indtjening og obligationer. Obligationer fremstår historisk attraktive.
- Den amerikanske centralbank tror ikke længere på en recession men i stedet en "blød landing".
- Centralbankerne er nu dataafhængige, hvorved rentetoppen for de korte renter kan være nået.

### Fokuspunkter i august:

- Inflationsudviklingen herunder kerneinflationen
- Fortsat opmærksomhed på rentemeldinger fra de store centralbanker ECB, FED og den japanske centralbank
- Virksomhedernes indtjening og forventninger og udviklingen på arbejdsmarkedet herunder løndannelsen

Aktiemarkederne kom også godt igennem juli måned, hvor de blev positivt påvirket af gode væksttal og regnskaber samt faldende inflation. De høje renter ser ikke for alvor ud til at påvirke virksomhederne og forbrugerne negativt i større omfang.

Det er bemærkelsesværdigt, at den amerikanske centralbank er gået fra, at der var behov for en recession til at få inflationen ned til nu ikke længere at forvente en recession det kommende år. Dermed tror de mere på at kunne bringe inflationen ned uden kraftigt at skulle påvirke arbejdsmarkedet negativt. Det er positivt for både aktier og obligationer.

Mange kapitalforvaltere har skreget recession, men den er endnu ikke kommet. Nu dropper flere kapitalforvaltere deres dystre forudsigelser, og et voksende flertal forventer en såkaldt blød landing, hvor økonomierne undgår en recession.

Kapitalforvalternes forventninger til indtjeningen blandt globale aktier er også de mindst negative i 17 måneder, hvorved pessimismen er ikke helt så tung længere. Det skyldes ikke mindst, at vi løbende får økonomiske data fra især USA, der er bedre end forventet, mens inflationen er på vej ned. Det er det, som flere investorer nu anerkender. Mange kapitalforvaltere har store kontantbeholdninger, som forventes at skulle tilbage i aktiemarkedet over den kommende tid.

Både inflationen og kerneinflationen (uden energi og fødevarer) er på vej ned globalt set. Derfor er beslutningerne på de kommende centralbankmøder dataafhængige, dvs. de afhænger af de indkommende inflationstal. Flere iagttagere mener, at vi ikke kommer til at se flere rentestigninger, og at centralbankerne vil vende 180 grader i løbet af 2024 og sætte den korte rente ned.

Erhvervslivets adoption af kunstig intelligens (AI) vil resultere i øget produktivitet, men det vil også resultere i en bølge af tabte arbejdspladser og omvæltning af arbejdsmarkedet i mange lande. Den frigjorte arbejdskraft kan netop være med til at løse de demografiske udfordringer vi står med pga. flere ældre og færre i den erhvervsaktive alder, hvorved vi undgår et større lønpres pga. manglende hænder. Det er alt andet lige positivt for markederne på længere sigt.

Kinas politibureau, der er det øverste beslutningstagende organ i det regerende kommunistparti, har lovet at søsætte nye tiltag for at opretholde den økonomiske aktivitet og fokusere på at udvide den indenlandske efterspørgsel, øge tilliden og imødegå risici. Det har givet en tiltrængt fremgang på de kinesiske markeder og børsen i Hong Kong.

Samlet kan vi konstatere, at vi ikke har set skyggen af en recession. Vi har stadig en stærk global økonomi. Reallønnen er på vej op i USA og Europa, og rentetoppen er tæt på. Tilpasningsevnen i erhvervslivet er imponerende, og tillidsindikatorerne for servicesektoren ser gode ud.

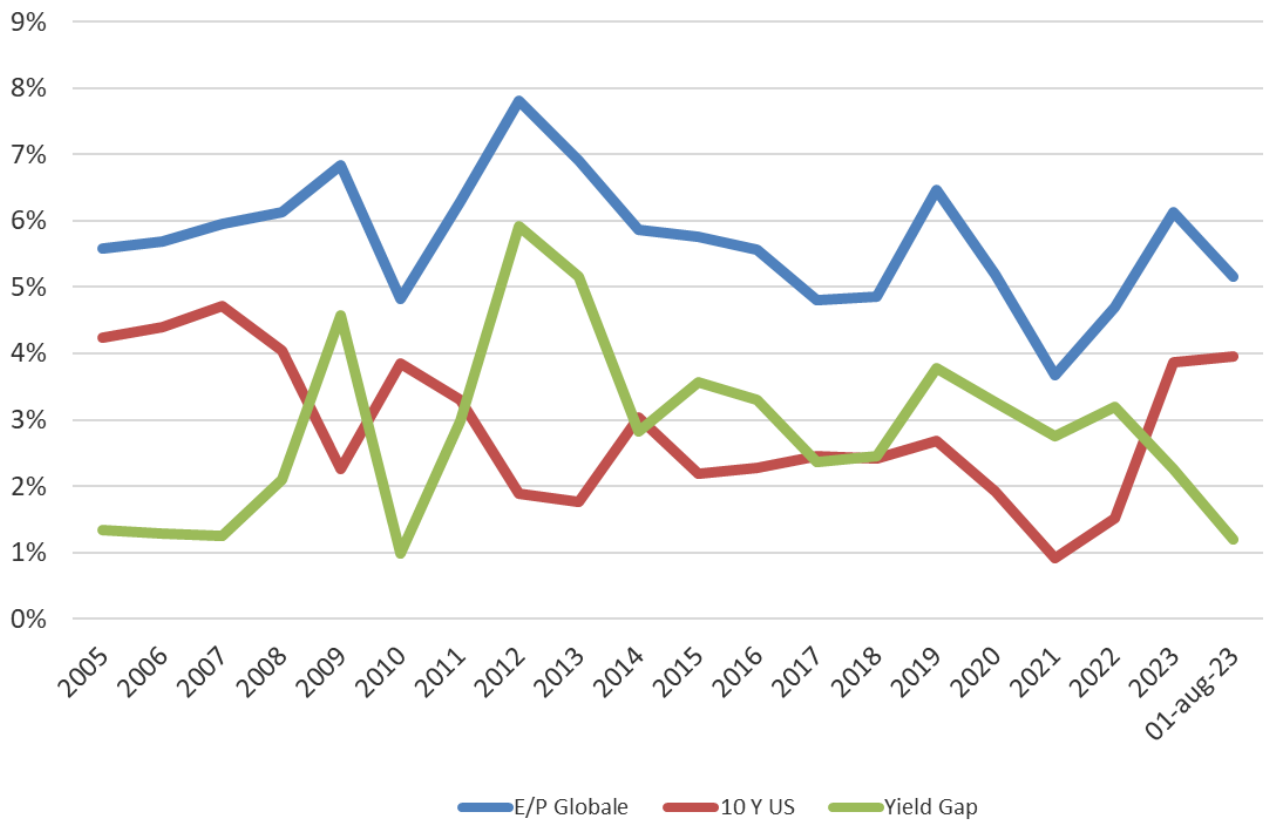
## Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er steget i den sidste måned. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 19,4 mod 18,8 i slutningen af sidste måned, hvilket er lidt over det 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:	19,4	+0,6
Nordamerika:	24,8	+0,9
Europa	14,7	+0,5
Pacific:	16,6	+0,2
Emerging Markets	12,6	+0,3
Danmark	11,2	+0,1

Generelt er alle regioner blev lidt dyrere i prissætning. Amerikanske aktier trækker igen læsset, og de er blevet dyrere pga. de store forventninger til tech sektoren og aktierne indenfor kunstig intelligens. Europæiske aktier fremstår stadig meget billige ift. amerikanske, men de indeholder heller ikke så mange tech aktier. Man skal stadig ikke lade sig "snyde" af den billige prissætning i danske aktier, da det skyldes Mærsk's monsterregnskab for 2022.

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 lidt dyrere relativt til obligationer, da forskellen er 1,19% mod 1,47% i sidste måned, hvorved aktier er dyrere prismæssigt ift. obligationer historisk set. Dette understreger blot igen, at obligationer fremstår meget attraktive i øjeblikket.



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

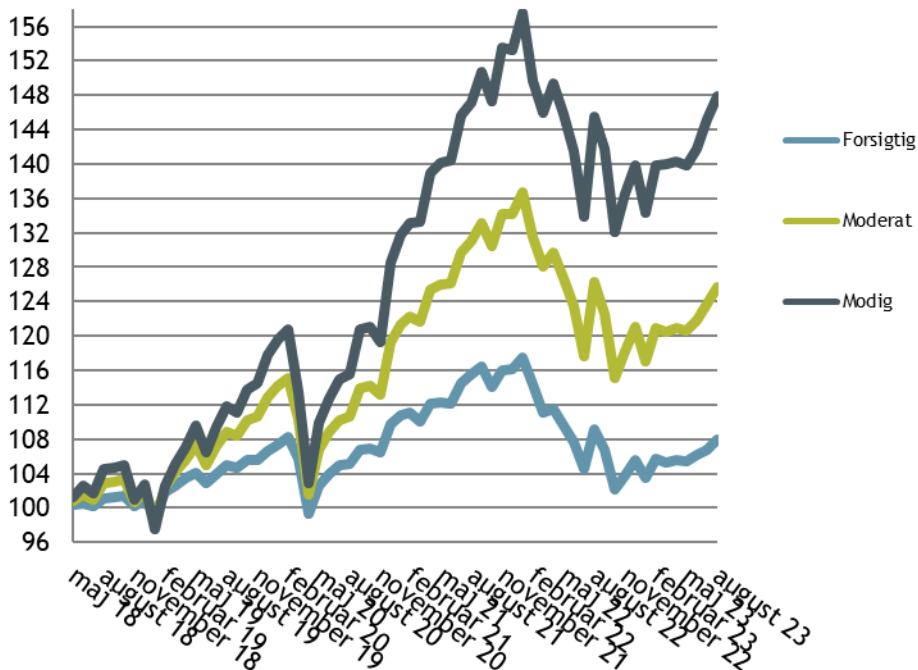
\*= Bæredygtige aktieindeks

### Valuta

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Dollar:	-2,5%	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%
Yen:	-10,2%	-6,7%	-3,7%	-4,4%	3,3%	7,8%	-8,8%
Pund:	3,4%	-4,9%	6,2%	-6,7%	6,3%	-0,9%	-3,9%

### Afdelingerne

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



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

Generelt har det været en fin måned for aktierne. Danske aktier halter lidt efter, da flere af de store aktier som Novo, DSV, Genmab, Vestas og Ørsted har haft det svært. Svenske aktier er blevet negativt påvirket af koranafbrændingerne og boykot af svenske varer i flere muslimske lande. Der kan være en afsmittende negativ effekt på danske aktier på kort sigt. De bedre væksttal og den generelle overraskende positive økonomiske udvikling har understøttet de lidt mere risikofyldte obligationer som virksomhedsobligationer, højrenteobligationer og Emerging Markets obligationer.

De danske banker tjener igen styrtende med penge, da forskellen på indlåns- og udlånsrenterne er eksploderet. Mange bankers indlånsrenter er nærmest ikke steget, mens Nationalbanken har hævet renten med 3,95%. Selv aftaleindlån med bindingsperioder i bankerne vil alt andet lige slet ikke kunne måle sig med Forsigtigs forventede afkast på 4,8% årligt de kommende 3 år.

Vi glæder os også over, at obligationer igen bidrager til afkastene. For tiden giver obligationsdelen af vores afdelinger ca. 4,5%-5,0% i afkast. Det er med til at lægge en god bund i kursudviklingen, hvorved balancerede afdelinger fremstår attraktive afkastmæssigt ift. risiko. Vi har fortsat en meget ydmyg tilgang med forholdsvis neutrale vægte i de enkelte aktivklasser og håber på, at vores risikospredning giver en god robusthed i løbet af resten 2023 og fremadrettet.

Med venlig hilsen og fortsat god sommer til alle!