

## **Markedskommentar september: Stærk økonomi og stramt arbejdsmarked giver højere renter i længere tid!**

- Afkastene er År Til Dato hhv. 3,3%, 5,2% og 7,1% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har flotte ratings fra Morningstar både mht. risikjusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet billigere ift. indtjening men lidt dyrere ift. obligationer. Obligationer fremstår historisk attraktive og det samme gør balancerede porteføljer med både aktier og obligationer.
- Som led i vores løbende porteføljepleje øger vi rentefølsomheden (fra et meget moderat niveau) og reducerer dollarandelen en anelse.
- Laveste inflation i to år i både USA og Europa og kerneinflationen falder også.
- Danske aktier og obligationer er blevet nulstillet i afkast for 2023 så husk risikospredning. Alt for mange danskere har alt for mange danske aktier.
- Centralbankerne er meget tæt på at være i mål med inflationsbekæmpelsen på mellemlangt sigt. Vi kan have set de sidste rentestigninger i denne rentecyklus.

### Fokuspunkter i oktober:

- 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

Den fortsatte ”hårde” renteretorik fra specielt den amerikanske centralbank satte sig i markederne i september og gav en stærkere dollar. Centralbankerne vil være helt sikre på, at de er i mål med inflationsbekæmpelsen, før de ændrer deres retorik. De er dog tæt på at være i mål. Inflationen i både USA og Europa ramte de laveste niveau i to år, og kerneinflationen falder også betydeligt. Den modstandsdygtige og stærke økonomi skaber dog stadig et stramt arbejdsmarked og et vist lønpres. Men alt andet lige er de korte renter ved at nå et topniveau, og det må forventes, at der kommer en rentepause og mere ro om renteutviklingen til gavn for markederne. Spørgsmålet er så bare, hvor længe behovet for højere renter vil bestå? Flere iagttagere kalder det ”higher for longer”. Dvs. de første rentenedsættelser er udskudt. Højere renter presser virksomhedernes investeringslyst og forbrugernes købekraft og indkøb.

En frisk analyse viser, at Danske Banks Private Banking kunder, der investerer selv, har over 60% af deres formue investeret i danske aktier stik imod bankens generelle anbefalinger. Det medfører naturligvis en stor og koncentreret risiko på få selskaber og en risikabel investeringsstrategi. Det er gået rimeligt godt i mange år, men spørgsmålet er jo, om Novo kan blive ved med at redde danske aktier. Ni C25 aktier er faldet med mere end 50% fra toppen. Omvendt er rene globale investeringer heller ikke løsningen, da det giver en meget stor valutakursrisiko, der er dyr at afdække. Løsningen er en god kombination af danske og globale aktier og obligation vha. ETF’ere, indeksforeninger og danske realkreditobligationer, og det er den vi løbende sigter efter.

Vi tror på ”Aktive kvalitetsinvesteringer til lave priser”. Her er specielt obligationsdelen interessant, da det giver mening at bruge rentefølsomhed og valutaeksponering aktivt i sin porteføljepleje. Flere af de såkaldte ”robotrådgivere” køber mere eller mindre blindt ind i forskellige obligationsindeks uagtet aktivsammensætningen. Det betyder en voldsom stor andel af italienske og/eller japanske statsobligationer, og den risiko ønsker vi ikke at løbe som danske investorer. Her foretrækker vi AAA ratede danske realkreditobligationer i danske kroner.

Det såkaldte Yield Gap, der måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer, er historisk lavt. Dette understreger blot igen, at obligationer fremstår meget attraktive i øjeblikket, og renterne presser værdiansættelsen af aktierne. Man kan dog argumentere for, at kreditkvalitet af de amerikanske statsobligationer er blevet forringet med den stigende statsgæld, hvorved investorerne forlanger en højere risikopræmie for amerikanske statsobligationer, hvorved indsnævringen af yield gap’et er helt naturligt og dermed ikke vil påvirke aktierne negativt.

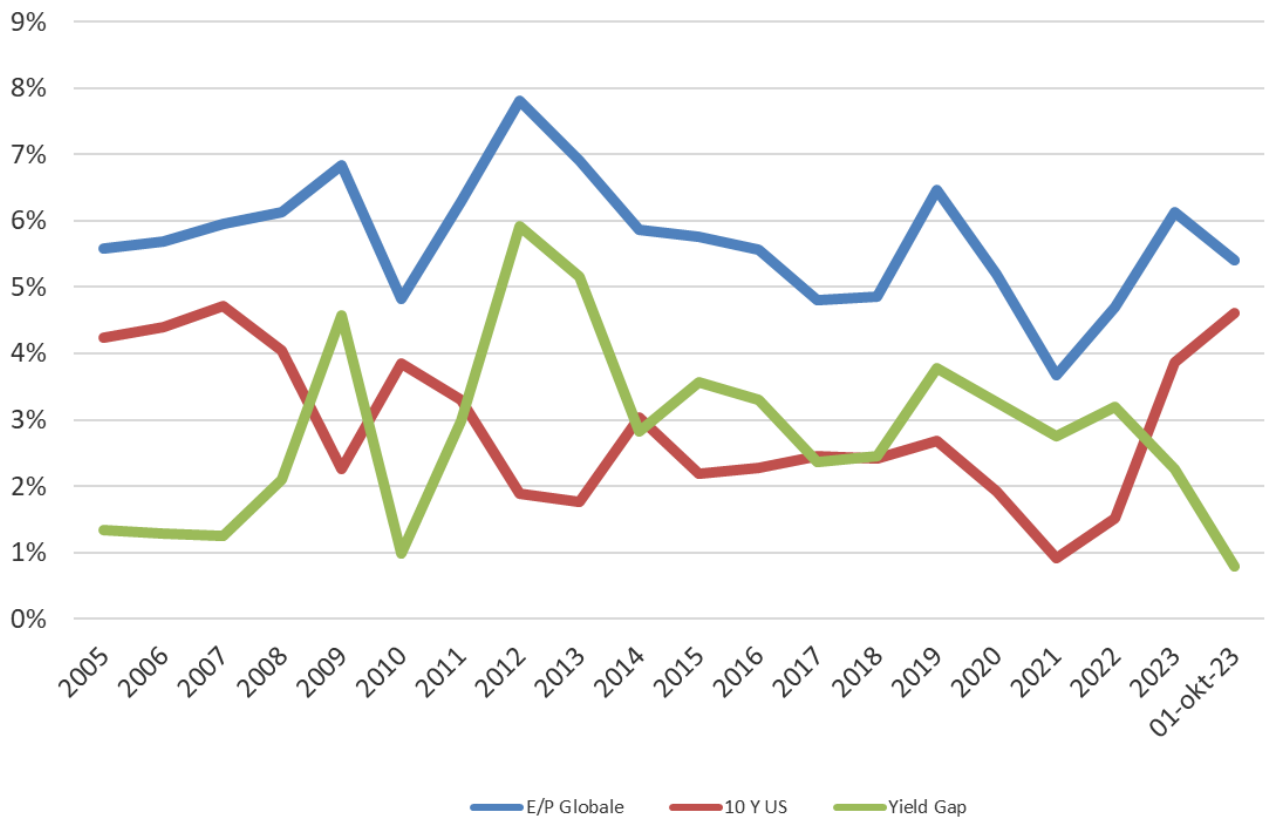
## Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er blevet billigere i den sidste måned. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 18,5 mod 19,3 i slutningen af sidste måned, hvilke 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:	18,5	-0,8
Nordamerika:	23,3	-1,4
Europa	14,0	-0,4
Pacific:	17,5	+0,8
Emerging Markets	12,1	-0,2
Danmark	10,8	-0,3

Generelt er globale aktier blevet billigere i september måned, hvor specielt amerikanske aktier er faldet i prissætning ift. indtjening, mens aktier fra Pacific er steget. Man skal stadig ikke lade sig "snyde" af den billige prissætning i danske aktier, da det skyldes Mærskes monsterregnskab for 2022. Denne "støj" vil forventeligt være en del af statistikkerne i resten af 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 lidt dyrere relativt til obligationer, da forskellen er 0,80% mod 1,07% i sidste måned, hvorved aktier er dyrere prismæssigt ift. obligationer historisk set. Dette understreger blot igen, at obligationer fremstår meget attraktive i øjeblikket, og renterne presser værdiansættelsen af aktierne. Man kan argumentere for, at kreditkvalitet af de amerikanske statsobligationer er blevet forringet med de stigende statsgæld, hvorved investorerne forlanger en højere risikopræmie for amerikanske statsobligationer, hvorved indsnævringen af yield gap'et er helt naturligt og dermed ikke vil påvirke aktierne negativt, som nævnt ovenfor.



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

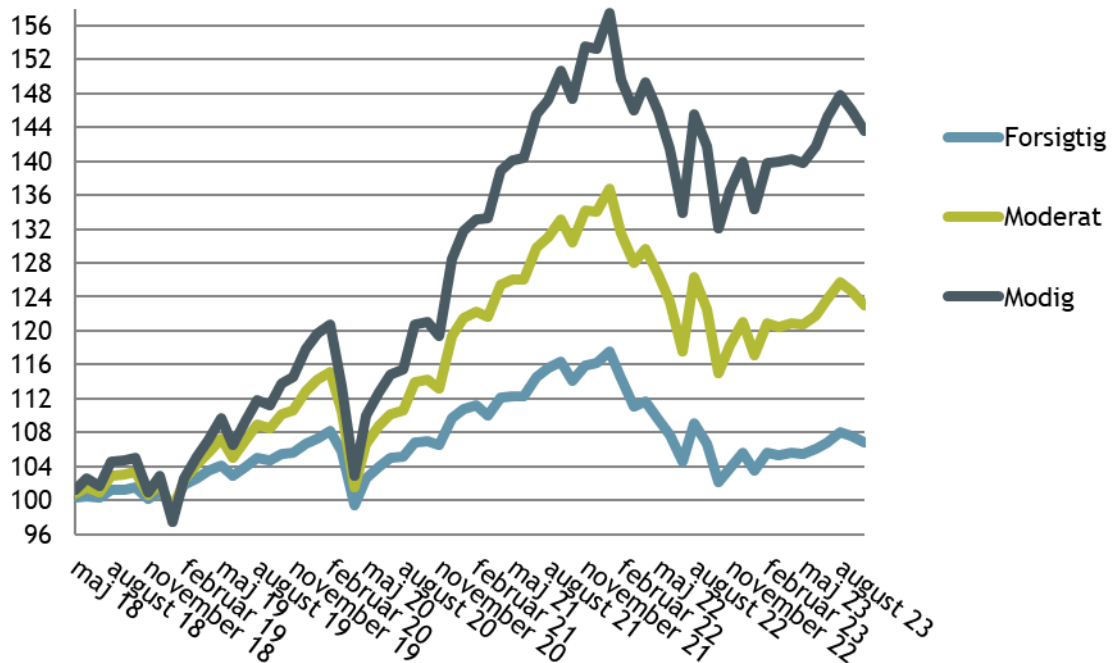
\*= Bæredygtige aktieindeks

### Valuta

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Dollar:	1,5%	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%
Yen:	-10,9%	-6,7%	-3,7%	-4,4%	3,3%	7,8%	-8,8%
Pund:	2,2%	-4,9%	6,2%	-6,7%	6,3%	-0,9%	-3,9%

### Afdelingerne

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Forsigtig	3,3%	-11,9%	6,1%	3,2%	8,1%		
Moderat	5,2%	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%		
Modig	7,1%	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%		



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

Den fortsatte skrappe retorik fra den amerikanske centralbank satte de enkelte aktieklasser under pres. De lidt blidere toner fra den europæiske centralbank gav en stærkere dollar og en svækket euro. Europæiske High Yield obligationer var den eneste aktivklasse, der klarede fri sag. Europæiske statsobligationer blev negativt påvirket af vækst- og budgetproblemer i Italien.

Vi glæder os fortsat over, at obligationer igen bidrager til afkastene. For tiden giver obligationsdelen af vores afdelinger et forventet afkast på ca. 4,75%-5,25% 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 få justeringer og forholdsvis neutrale vægte i de enkelte aktivklasser og håber på, at vores risikospredning giver en god robusthed i løbet af resten 2023 og fremadrettet.