

## **Markedskommentar oktober: Red October – aktiemarkedene er ramt af en korrektion!**

- Afkastene er År Til Dato hhv. 2,2%, 3,0% og 3,8% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har flotte ratings fra Morningstar både mht. risikojusteret 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 samtidig med, at vi øger lidt i Emerging Markets og danske aktier og reducerer lidt i amerikanske aktier ifm. rebalancering.
- Laveste inflation i over to år i både USA og Europa og kerneinflationen falder også. Specielt inflationen i Danmark og Eurozonen tager et ordentligt dyk.
- For mange vil timingen være god til at supplere deres store beholdning af danske aktier med mere risikospredning og obligationer. Her tilbyder Forsigtig et forventet årligt afkast på ca. 5,25% de kommende 3 år til lavrisiko.
- Centralbankerne er meget tæt på at være i mål med inflationsbekæmpelsen på mellemlangt sigt og de er gået på pause. Vi kan have set de sidste rentestigninger i denne rentecyklus.
- Fornuftig start på regnskabssæsonen for 3. kvartal.

### Fokuspunkter i november:

- 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

I løbet af oktober måned blev aktiemarkederne ramt af en korrektion, da de er faldet mere end 10% fra den seneste top i løbet af juli måned. Den stigende renter og den usikkerhed nu to krige medfører ser ud til at være blandt de udløsende faktorer. Centralbankerne er ellers gået på rentepause og inflationen er faldet betydeligt nu også i Europa, men det har ikke være nok til at opveje den negative påvirkning fra stigende renter og oliepriser. Nøgletallene og regnskaberne ser heller ikke så trossede ud, selvom bl.a. Tesla og Google skuffede analytikerne. Så en blød landing er stadig hovedscenariet. Forbrugerne ser stadig ud til at være rimeligt robuste og reallønnen er på vej op igen. De kommende lønreguleringer bliver helt afgørende for inflationen, og det bliver spændende at se, om vi undgår en løn- og prisspiral. Generelt trækker mange råvarer, metaller og landbrugsvarer ned i priserne, og vi har oplevet voldsomme fald i producentpriserne.

Den stigende statsgældsætning i USA er et stort tema, og det er med til at holde de lange renter oppe. Der skal sælges mange obligationer samtidig med, at den amerikanske centralbank skal reducere den store obligationsbeholdning, som de har oparbejdet efter finanskrisen og under coronakrisen. Investorerne forlanger en højere risikopræmie og dermed højere afkast. Det er helt slut med gratis "helikopterpenge". Obligationer tilbyder et attraktivt afkast, og den virkelighed skal prissætningen af aktiemarkedet tilpasse sig til.

De seneste års aktieoptur har været understøttet af selskabernes aktietilbagekøb. Disse aktietilbagekøb ser nu ud til at være aftagende, da mange selskaber heller vil afdrage på dyr gæld. Samtidig er det såkaldte "Yield Gap" historisk lavt. Begge dele bidrager til at gøre obligationer relativt mere attraktive.

Danske aktier har haft et meget tungt år med et negativt afkast på ca. 5% til C25. Umiddelbart er det kun aktiemarkederne i Belgien, Finland, Sydafrika og Kina, der har klaret sig dårligere. De grønne sværvægttere Ørsted og Vestas er faldet tungt (mens de linjer skrives, falder Ørsted yderligere 20%! ). I mange år har det lydt ved diverse middagsborde "Jeg køber blot en håndfuld store danske aktier, så kan det ikke gå helt galt". Det har været en udmærket strategi i mange år, men den mangler risikospredning og den er alt for koncentreret (oftest omkring få brancher). Den seneste udvikling har gjort det attraktivt at få set på sin risikospredning og aktivfordeling. Man behøver alt andet lige ikke at løbe en stor risiko for at få et fornuftigt afkast. Vores lavrisiko afdeling Forsigtig forventes at bidrage med et afkast på ca. 5,25% årligt de kommende 3 år, så

timingene i en omlægning fra færre danske aktier til større risikospredning og flere obligationer ser fornuftig ud.

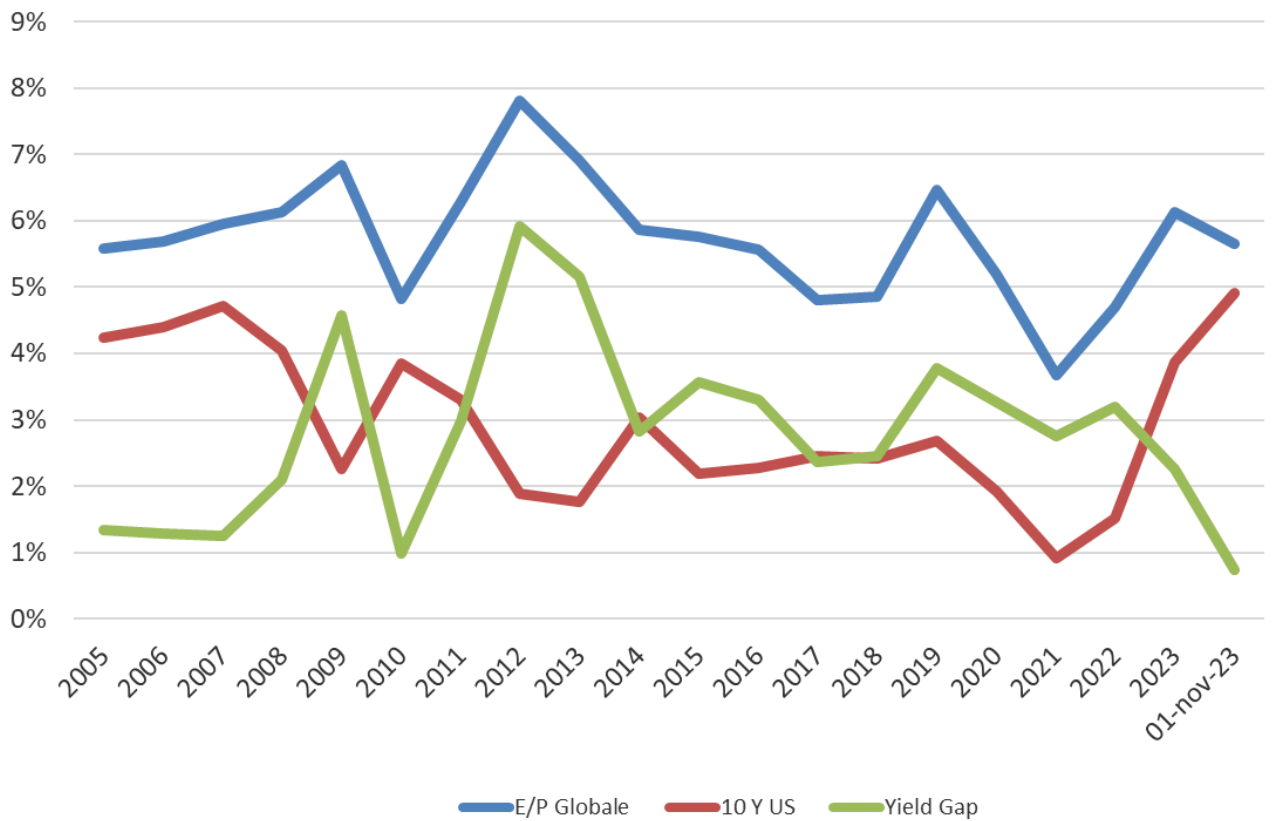
## Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er blevet billigere i den sidste måned pga. aktiefaldet. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 17,7 mod 18,5 i slutningen af sidste måned, hvilket er på niveau med det historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	17,7	-0,8
Nordamerika:	22,3	-1,0
Europa	13,4	-0,6
Pacific:	17,4	-0,1
Emerging Markets	11,9	-0,2
Danmark	10,4	-0,4

Globale aktier i alle regioner er blevet billigere i oktober måned, hvor specielt amerikanske aktier er faldet i prissætning ift. indtjening. Man skal stadig ikke lade sig "snyde" af den billige prissætning i danske aktier, da det skyldes Mærsk's 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 0,73% mod 0,80% i sidste måned efter en større rentestigning, 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. Med andre ord kan vi være trådt ind i et nyt paradigme med en anden relativ prissætning end tidligere.



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:	10,7%	-17,4%	39,0%	6,6%	35,0%	-0,5%	7,2%
Europæiske aktier:	4,6%	-12,3%	24,9%	-2,3%	28,8%	-11,1%	11,2%
Pacific aktier:	1,7%	-9,1%	9,1%	-0,4%	19,3%	-10,3%	9,5%
Emerging Markets aktier:	-2,5%	-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	-5,6%	-36,9%	9,1%	-9,8%	25,8%	-6,8%	17,0%
Erhv. obligationer, dollar:	-1,6%	-12,4%	7,1%	0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%
Erhv. obligationer, euro:	2,4%	-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:	1,8%	-13,5%	-2,1%	1,2%	2,8%	0,4%	0,8%
Statsobligationer, G7:	-3,4%	-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.	3,2%	-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%

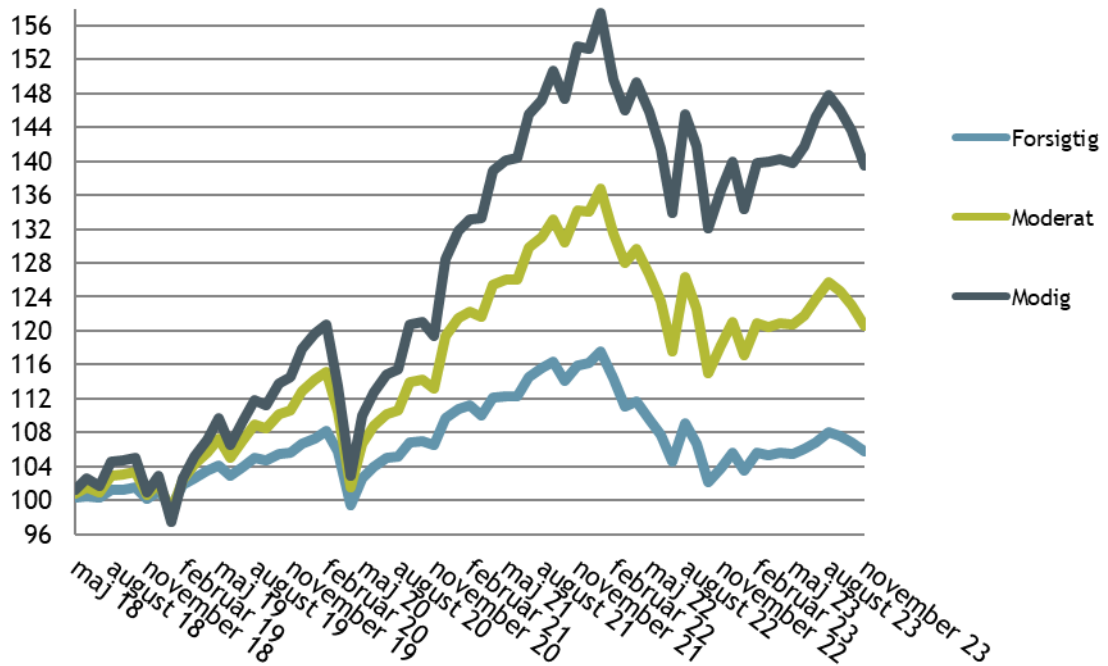
\*= Bæredygtige aktieindeks

### Valuta

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Dollar:	1,6%	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%
Yen:	-11,4%	-6,7%	-3,7%	-4,4%	3,3%	7,8%	-8,8%
Pund:	1,9%	-4,9%	6,2%	-6,7%	6,3%	-0,9%	-3,9%

### Afdelingerne

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Forsigtig	2,2%	-11,9%	6,1%	3,2%	8,1%		
Moderat	3,0%	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%		
Modig	3,8%	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%		



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

Set i lyset af den stærkt aftagende inflation i kerneområder som USA og Eurozonen er det egentligt negativt overraskende, at aktiemarkedet har haft det så svært i oktober. De stigende renter i specielt USA har gjort ondt på prissætningen af aktierne. Investorerne kan nu få over 6% i afkast på korte amerikanske virksomhedsobligationer med den bedste kreditværdighed, og det er naturligvis attraktivt (specielt for amerikanske investorer, der ikke har valutakursrisiko) i en verden med flere krige og usikkerhed om den økonomiske udvikling. Den stigende gældsætning i USA, udstedelsen af nye obligationer og afviklingen af centralbankens store obligationsbeholdning er med til at holde de lange renter høje selvom inflationen ser ud til at være kommet under kontrol. De danske og europæiske obligationer har som de eneste bidraget positivt pga. faldende inflation og en mere nuanceret retorik fra de europæiske centralbankmedlemmer.

Vi glæder os fortsat over, at obligationer igen bidrager til afkastene. For tiden giver obligationsdelen af vores afdelinger et forventet afkast på ca. 5% 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.