

Markedskommentar november: Store inflationsfald giver optimistiske markeder!

- Afkastene er År Til Dato hhv. 5,0%, 7,3% og 8,9% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har flotte ratings fra Morningstar både mht. risikojusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet dyrere ift. indtjening men er stort set uforandrede i prissætning ift. obligationer. Obligationer fremstår stadig historisk attraktive, og det samme gør balancerede porteføljer med både aktier og obligationer.
- Som led i vores løbende porteføljepleje er vi nu igen mere neutrale på rentefølsomheden, mens vi bibeholder den nuværende dollarandel. I forbindelse med rebalancering øger vi lidt i Emerging Markets og danske aktier og reducerer lidt i amerikanske aktier.
- 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.
- Centralbankerne er som udgangspunkt i mål med inflationsbekæmpelsen, og den næste bevægelse forventes at være ned. Vi kan have set de sidste rentestigninger i denne rentecyklus.

Fokuspunkter i december:

- 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

De store inflationsfald, som vi har set både i Eurozonen, USA og Danmark, har givet et lettelsens suk på de finansielle markeder, hvor der har været store stigninger på både

aktier, obligationer og alternativer. Vi har nu fået inflationen ned på 2,4% i Eurozonen (november tal), 3,2% i USA (oktober tal) og 0,1% i Danmark (november tal). Dvs. at vi nærmer os centralbankernes målsætning om en inflation på ca. 2% med stormskridt. Derfor sætter investorerne nu næsen op efter rentenedsættelser fra centralbanken i løbet af 2024, og det giver sød musik ift. investorernes risikoappetit og investeringslyst. Centralbankerne ser dermed ud til at kunne understøtte væksten med lavere renter i 2024 og rette op på den afmatning, som de voldsomme rentestigninger har medført. Udsigten til lavere renter forbedrer virksomhedernes indtjeningsmuligheder og gør fremtidige indtjeningskroner mere værd (nutidsværdien bliver højere med lavere renter), hvilket generelt er med til at hæve aktiekurserne og virksomhedernes værdiansættelser. Fornuftige regnskaber har også trukket i den positive retning. Samlet understøttes fortællingen om, at rentetoppen er nået, og at vi får en blød landing for økonomien og ingen recession.

Centralbankerne bibeholder indtil videre en mere balanceret retorik, så længe vi ikke er helt i mål med inflationsniveauer på linje med deres målsætninger. Dermed lader deres erkendelse af, at de har vundet "inflationskrigen" vente på sig.

Grønne aktier som bl.a. Vestas og Ørsted har været ude i en massiv nedtur de seneste to år, men nu ser det umiddelbart ud til, at bunden kan være nået, da en sektorrotation i rentemedvinden fra de lavere renter kan sende dem op igen. November måned blev alt andet lige et vendepunkt for de grønne aktier.

Den stigende statsgældsætning i USA er et vedvarende tema, og det kan være med til at holde de lange renter på et højere niveau, selvom de korte renter som forventet begynder at falde i løbet af 2024. 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 derfor en højere risikopræmie og dermed højere afkast. Derfor vil obligationer forhåbentligt fortsat med at være et attraktivt investeringsobjekt selv efter, at de korte renter igen begynder at falde. Der er intet, der tyder på, at de korte renter igen skal være negative.

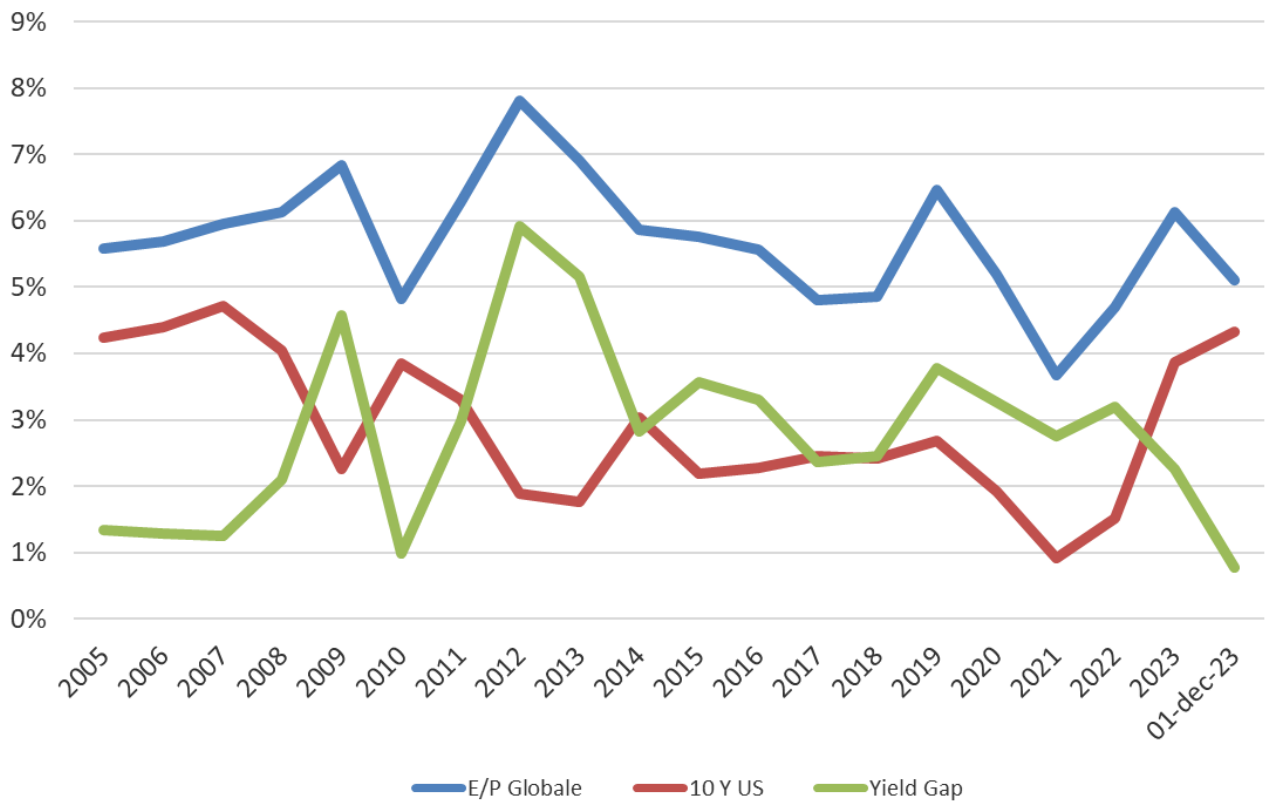
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er blevet dyrere i den sidste måned pga. aktiestigninger. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 19,6 mod 17,7 i slutningen af sidste måned, hvilke er over det historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	19,6	1,9
Nordamerika:	25,1	2,8
Europa	14,3	0,9
Pacific:	17,4	-0,3
Emerging Markets	12,6	0,7
Danmark	10,1	-0,3

Globale aktier er blevet dyrere i november måned efter de flotte kursstigninger, hvor specielt de amerikanske aktier er steget i prissætning ift. indtjening. Da de fylder over 60% i globale aktier, er de med til at trække prissætningen af globale aktier godt op. 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 stort set uforandret relativt til obligationer, da forskellen er 0,77% mod 0,73% i sidste måned. Den lave risikopræmie på aktier ift. obligationer er blot med til at understreger, at obligationer fremstår meget attraktive i øjeblikket, selv efter den seneste periodes rentefald. Man kan godt 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. 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:	17,6%	-17,4%	39,0%	6,6%	35,0%	-0,5%	7,2%
Europæiske aktier:	11,4%	-12,3%	24,9%	-2,3%	28,8%	-11,1%	11,2%
Pacific aktier:	4,6%	-9,1%	9,1%	-0,4%	19,3%	-10,3%	9,5%
Emerging Markets aktier:	2,1%	-16,0%	7,1%	6,6%	21,1%	-10,8%	20,6%
Danske aktier:	1,3%	-13,5%	17,2%	33,7%	28,4%	-11,5%	14,6%
Ejendomme Europa ex. UK	6,1%	-36,9%	9,1%	-9,8%	25,8%	-6,8%	17,0%
Erhv. obligationer, dollar:	2,1%	-12,4%	7,1%	0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%
Erhv. obligationer, euro:	4,8%	-13,4%	-0,9%	2,2%	6,3%	-1,1%	2,3%
Erhv.obl., High Yield euro:	8,4%	-9,3%	3,3%	0,0%	9,8%	-3,1%	4,7%
Realkreditobl., euro:	3,4%	-13,5%	-2,1%	1,2%	2,8%	0,4%	0,8%
Statsobligationer, G7:	-2,1%	-12,6%	1,1%	-0,6%	8,2%	4,3%	-6,7%
Statsobligationer, euro:	3,3%	-18,3%	-3,4%	4,3%	6,8%	1,1%	0,0%
Emerging Markets obl.	5,2%	-5,1%	-2,9%	-7,0%	14,2%	-2,5%	-0,3%
Nykredit Realkreditindeks:	2,8%	-19,3%	-3,9%	2,7%	1,5%	1,5%	4,0%

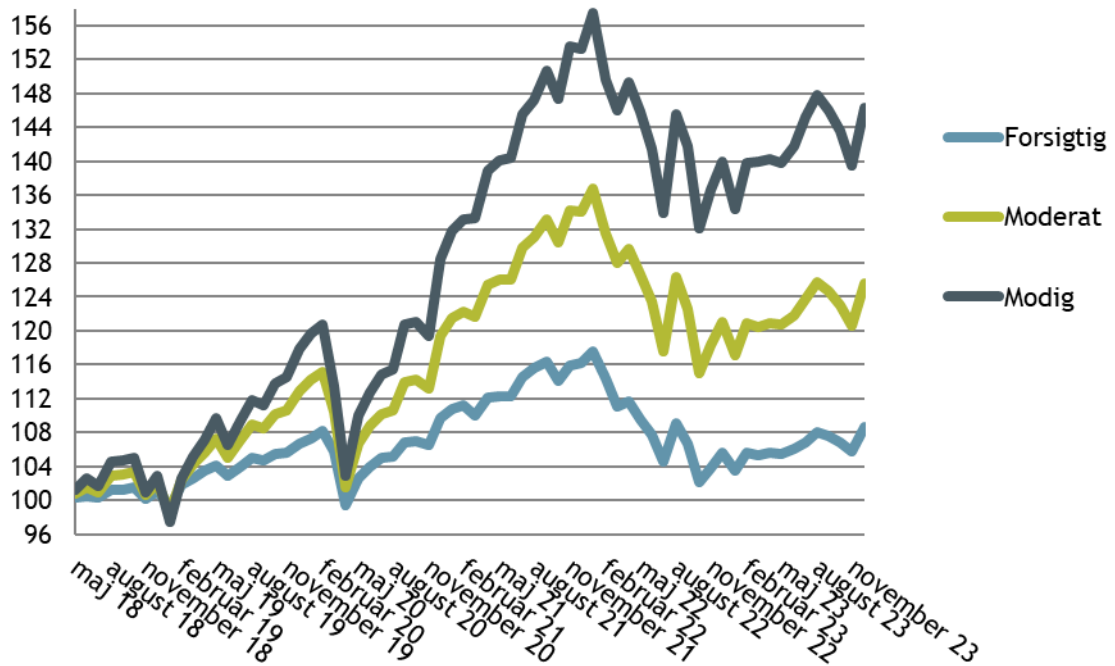
*= Bæredygtige aktieindeks

Valuta

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

Afdelingerne

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Forsigtig	5,0%	-11,9%	6,1%	3,2%	8,1%		
Moderat	7,3%	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%		
Modig	8,9%	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%		



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

Der var flotte afkast hele vejen rundt på alle aktivklasser. Den større optimisme og udsigten til, at rentetoppen er nået, gav mindre efterspørgsel efter dollar, der er faldet ca. 3% i løbet af november. De lavere renter gav europæiske ejendomme særlig stor medvind efter en meget hård afkastmæssig periode. Emerging Markets aktier lider stadig under usikkerheden i Kina, hvor den teknologiske handelskrig med USA og den problematiske ejendomssektor trækker lange skygger og påvirker kursudviklingen negativt. Samtidig skal landet til at vænne sig til lavere vækstrater end i de seneste årtier. Det er dog stadig vækstrater, der er højere end i de udviklede lande.

Den japanske Yen har fået et ordentligt tryk ned, da den japanske centralbank, som de eneste, indtil videre har valgt at bibeholde en ultralempelig rentepolitik.

Renterne er faldet, men vi glæder os fortsat over, at obligationer igen bidrager til afkastene. For tiden giver obligationsdelen af vores afdelinger stadig et forventet afkast på ca. 5%. Det er med til at lægge en god bund i kursudviklingen, hvorved balancerede afdelinger fremstår attraktive afkastmæssigt ift. risiko. Vi har fortsat en ydmyg tilgang med få justeringer og forholdsvis neutrale vægte i de enkelte aktivklasser og håber på, at vores risikospredning giver en god robusthed og fornuftigt afkast i løbet af december og fremadrettet.