

Markedskommentar december: Stærk afslutning på året der trodsede eksperternes dystre forudsigelserne!

- Afkastene for 2023 endte på hhv. 7,4%, 11,1% og 13,1% 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 billigere i prissætning ift. obligationer. Obligationer fremstår 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 dollarkursen og renteniveauet og -strukturen gør, at vi foretrækker korte amerikanske og Emerging Markets obligationer frem for lange europæiske statsobligationer. I forbindelse med rebalancering øger vi lidt i Emerging Markets aktier og reducerer lidt i amerikanske aktier.
- Inflationen rammer laveste niveau i over to år i både USA og Europa og kerneinflationen falder også. Specielt inflationen i Danmark og Eurozonen tager et ordentligt dyk.
- Den amerikanske centralbank ændrer signaler og forventer nu syv rentesænkninger i løbet af 2024 og 2025. ECB er mere tilbageholdende retorisk, men de glæder sig over inflationsfaldet.
- Centralbankerne bliver igen afgørende for markedsudviklingen, og det bliver interessant at se, hvor og hvornår den første rentesækning kommer!

Fokuspunkter i januar:

- 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.

Med en stærk afslutning for både aktie- og obligationsmarkedet fik vi lukket 2023, specielt understøttet af en lang blødere retorik fra den amerikanske centralbank. Det gik på mange måder langt bedre i løbet af året, end eksperterne forventede ved årets start. De robuste forbrugere i USA var med til at holde gang i verdensøkonomien, mens centralbankerne via voldsomme rentestigninger fik hurtigere bugt med inflationsspøgelset end forventet. 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 i november og december. Vi har nu fået inflationen ned på 2,4% i Eurozonen, 3,1% i USA og 0,6% i Danmark. Dvs. at vi nærmer os centralbankernes målsætning om en inflation på ca. 2% med stormskridt. Derfor sætter investorerne nu næsen op efter mange rentenedsættelser fra centralbanken i løbet af 2024, og det er 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. Heldigvis får vi igen masser af købekraft af afkastene for 2023, der har været et stort plaster på såret efter et besværligt 2022. Samlet understøttes fortællingen om, at vi får en blød landing for økonomien og ingen global recession.

Obligationer fik et stort comeback som attraktivt investeringsobjekt i løbet af 2023. Men 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 fortsætte 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.

De investorer, der troede at Value aktierne ville fortsætte med at dominere Growth aktierne i 2023, som de gjorde i 2022, er blevet straffet relativt hårdt. Så stillingen er lige nu uafgjort mht. 2022 og 2023, og spørgsmålet er, om kunstig intelligens stadig vil trække bl.a. de syv store techaktier Amazon, Apple, Google (Alphabet), Meta, Microsoft, Nvidia og Tesla (aka The Magnificent Seven) i løbet af 2024? Der er priset store forventninger til de aktier ind i markedet, men de leverer generelt også fremragende

resultater. Generelt forholder vi os rimeligt neutrale mht. vægtningen af Growth aktier ift. Value aktier.

2024 bliver også et spændende investeringsår, hvor centralbankerne igen bliver afgørende. Vil de levere på markedets forventninger om mange rentesænkninger? Umiddelbart tror vi, at de vil gå lidt mere varsomt til værks mht. rentesænkninger end markedet forventer. De vil gerne se inflationen under deres målsætning på ca. 2% i en periode, før de trykker på rentesænkningsskappen. Herefter vil de gå forsigtigt til værks og være meget fokuseret på de indkomne data. Hvad kommer der til at ske med den grønne omstilling og de bæredygtige aktier? Efter rigtigt gode år i 2020 og 2021 har bæredygtige aktier og den grønne omstilling haft det vanskeligere i 2022 og 2023. Udviklingen ser ud til at være meget renteafhængig, hvorved udviklingen er vendt i løbet af de sidste par måneder til fordel for bæredygtige aktier, og det bliver spændende at følge, om denne positive stemning vil fortsætte ind i 2024?

Forsyningskæder, geopolitik, kunstig intelligens, grøn omstilling og cybersikkerhed bliver allesammen vigtige temaer i 2024 sammen med bl.a. det amerikanske præsidentvalg.

Værdiansættelse af aktier og obligationer

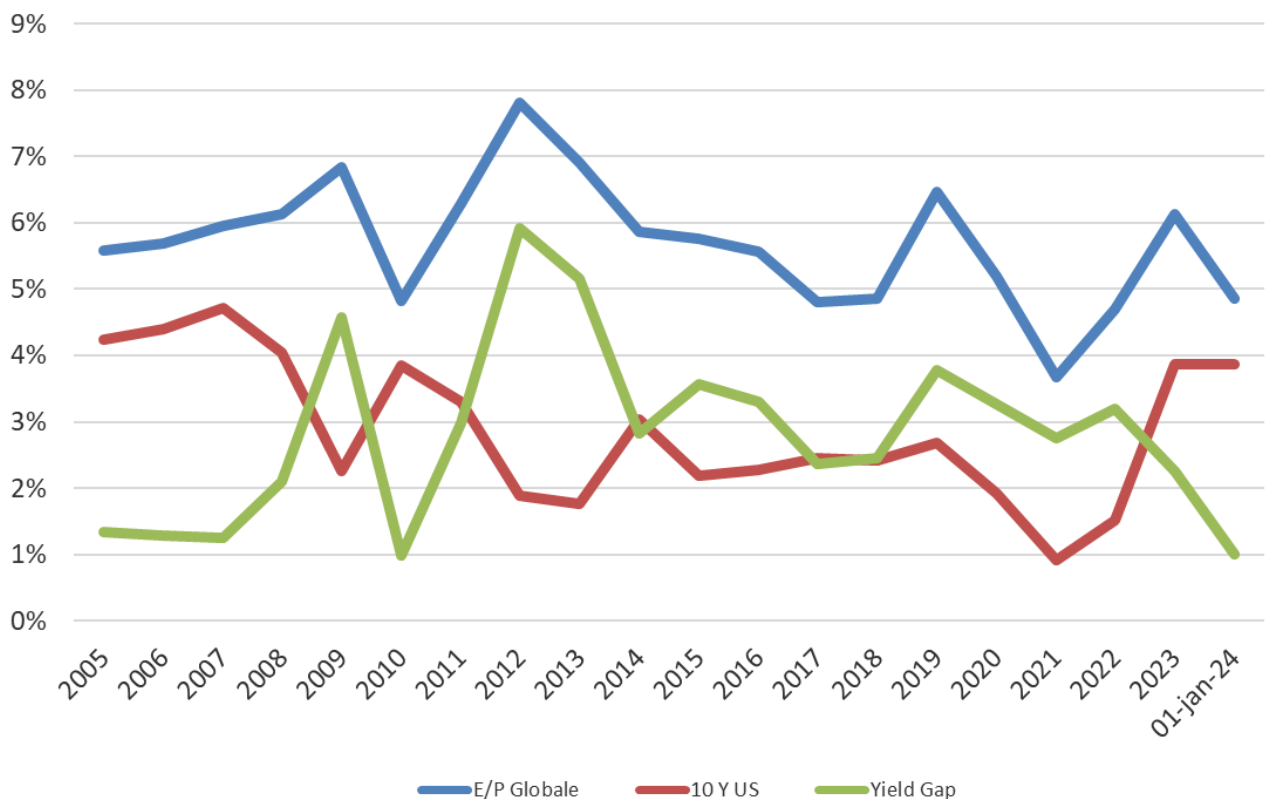
Globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er blevet dyrere i den sidste måned pga. aktiestigninger. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 20,6 mod 19,6 i slutningen af sidste måned, hvilket er over det historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	20,6	1,0
Nordamerika:	26,6	1,5
Europa	14,9	0,6
Pacific:	16,9	-0,5
Emerging Markets	13,0	0,4
Danmark	10,5	0,4

Generelt er globale aktier blevet dyrere i december måned med flotte kursstigninger, hvor specielt de amerikanske aktier igen 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. Der er mange flere techaktier i USA end i Europa, og det har medført, at en indtjeningskrone nu koster hele 79% mere i USA end Europa. Nedturen i kinesiske

aktier er med til at trække prissætningen af Emerging Markets aktier ned, og de koster nu under det halve af amerikanske ift. indtjeningen. Man skal stadig ikke lade sig ”snyde” af den billige prissætning i danske aktier, da det skyldes Mærskts monsterregnskab for 2022. Denne ”støj” har været en del af statistikkerne i hele 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 billigere relativt til obligationer, da forskellen er 0,99% mod 0,77% i sidste måned. Den lave risikopræmie på aktier ift. obligationer er blot med til at understreger, at obligationer fremstår 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. Med andre ord kan vi være trådt ind i et nyt paradigme med en anden relativ prissætning end tidligere, hvor forskellen ”normalt” var ca. 2%.



Kilde: Infront og iShares.

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:	22,3%	-17,4%	39,0%	6,6%	35,0%	-0,5%	7,2%
Europæiske aktier:	15,9%	-12,3%	24,9%	-2,3%	28,8%	-11,1%	11,2%
Pacific aktier:	7,1%	-9,1%	9,1%	-0,4%	19,3%	-10,3%	9,5%
Emerging Markets aktier:	4,8%	-16,0%	7,1%	6,6%	21,1%	-10,8%	20,6%
Danske aktier:	7,1%	-13,5%	17,2%	33,7%	28,4%	-11,5%	14,6%
Ejendomme Europa ex. UK	17,3%	-36,9%	9,1%	-9,8%	25,8%	-6,8%	17,0%
Erhv. obligationer, dollar:	5,4%	-12,4%	7,1%	0,3%	20,6%	-0,5%	-6,7%
Erhv. obligationer, euro:	7,6%	-13,4%	-0,9%	2,2%	6,3%	-1,1%	2,3%
Erhv.obl., High Yield euro:	11,0%	-9,3%	3,3%	0,0%	9,8%	-3,1%	4,7%
Realkreditobl., euro:	5,9%	-13,5%	-2,1%	1,2%	2,8%	0,4%	0,8%
Statsobligationer, G7:	0,5%	-12,6%	1,1%	-0,6%	8,2%	4,3%	-6,7%
Statsobligationer, euro:	7,0%	-18,3%	-3,4%	4,3%	6,8%	1,1%	0,0%
Emerging Markets obl.	7,2%	-5,1%	-2,9%	-7,0%	14,2%	-2,5%	-0,3%
Nykredit Realkreditindeks:	5,8%	-19,3%	-3,9%	2,7%	1,5%	1,5%	4,0%

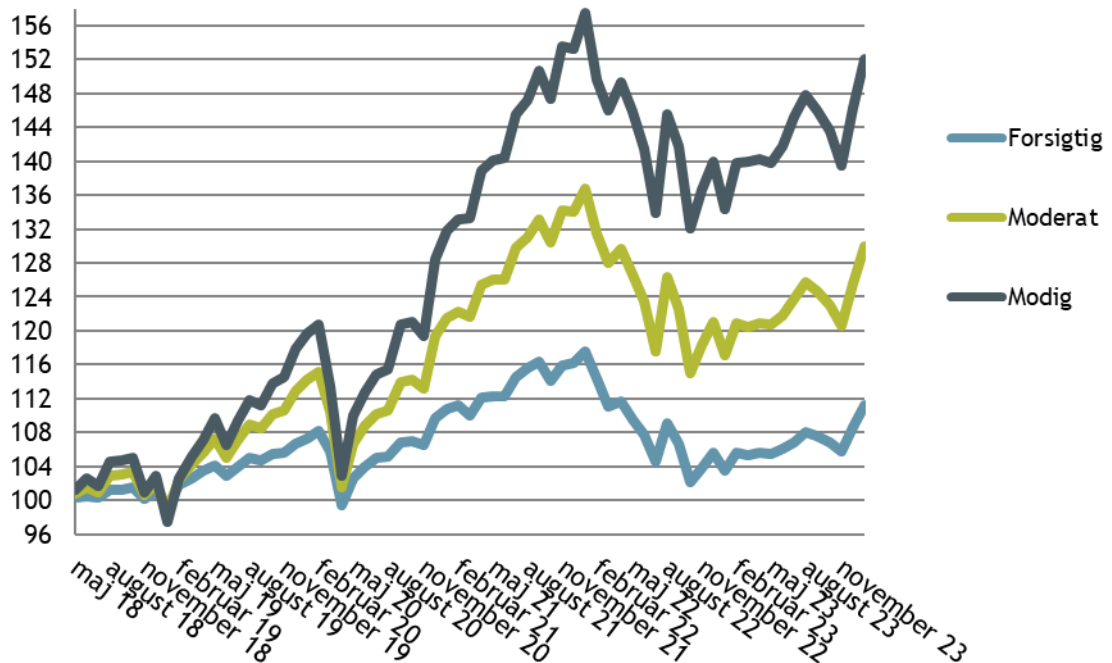
*= Bæredygtige aktieindeks

Valuta

Afkast:	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Dollar:	-2,8%	6,3%	7,4%	-9,2%	2,4%	5,0%	-12,2%
Yen:	-9,6%	-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	7,4%	-11,0%	6,1%	3,2%	8,1%		
Moderat	11,1%	-14,4%	12,6%	6,4%	15,8%		
Modig	13,1%	-14,7%	19,6%	10,1%	22,8%		



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

Samlet er vi tilfredse med afkastene for 2023 både absolut og relativt også set i lyse af, at det kostede lidt på aktiedelen at være bæredygtig i 2023. Efter en kort pause i 2022, blev amerikanske aktier igen den store afkastmæssige trækhest i 2023. Danske aktier og Emerging Markets aktier skuffende relativt. Novo var med til at holde fanen højt, mens specielt Genmab og Ørsted skuffede. Kinesiske aktiers nedtur var stor også i 2023, hvor aftagende vækst, en presset ejendomssektor og gnidninger med USA ikke var understøttende for udviklingen. Rentevendingen i 4. kvartal var med til at gøre europæiske ejendomme til den store comeback-aktivklasse i løbet af året. Generelt var der stor spredning i afkastene blandt vores alternative investeringer, hvor ”Ren energi” gav -22% i afkast, mens ”Genanvendelighed” gav +20% i afkast. 2023 blev kendetegnet af obligationers genkomst som yderst interessant aktivklasse med flotte afkast til følge.

Nedenfor præsenteres vores forventninger til de kommende 3 år for vores afdelinger.

<u>Afdeling:</u>	<u>Forventet afkast på 3 år</u>	<u>Forventet årligt afkast de næste 3 år:</u>
Forsigtig	15,8%	5,0% p.a.
Moderat	18,4%	5,8% p.a.
Modig	20,5%	6,4% p.a.

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 lidt under 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 og lave omkostninger giver en god robusthed og fornuftigt afkast fremadrettet.