

Markedskommentar januar: Den globale risikoappetit stiger med bedre væksttal og lavere inflation

- Afkastene er ÅTD hhv. 2,2%, 3,3% og 4,1% for Forsigtig, Moderat og Modig.
- Alle afdelinger har fortsat flotte ratings fra Morningstar både mht. risikojusteret afkast og bæredygtighed.
- Aktier er blevet dyrere ift. indtjeningen men billigere ift. obligationer.
- Regnskabstallene for 4. kvartal ser rimeligt fornuftige ud, og bl.a. Tesla leverer et fantastisk resultat.
- Centralbankerne har reduceret størrelserne af deres rentestigninger som følge af den aftagende inflation.
- Laveste inflation og kerneinflation i USA i 15 mdr. og inflationen i Europa falder også med de lavere gas- og elpriser. Løninflationen i USA ser også ud til at have toppet.
- Bæredygtige aktier har givet 0,25% mere i afkast i januar end de klassiske indeks indeholdende kontroversielle brancher.
- Vi investerer ikke i eurozone statsobligationer, da de italienske udgør en for stor og risikofyldt andel. Italien har en statsgæld på 150% af BNP. Vi foretrækker danske floatere og flexobligationer med en AAA-rating og/eller korte bæredygtige eurozone virksomhedsobligationer.
- Vær opmærksom på valutavekselgebyrer, hvis du selv handler ETF'ere via Nordnet, Saxobank eller en anden bank.

Fokuspunkter i februar: Fortsat opmærksomhed på rentemeldinger og -stigninger fra de store centralbanker ECB og FED. Gas- og elpriserne i Europa og gasleverancerne til Europa. Virksomhedernes indtjening og forventninger og arbejdsmarkedet i USA.

Optimismen skyldes både håbet om en hurtig genrejsning af aktiviteten i den kinesiske økonomi og udsigten til en lavere hastighed i opstramningen af pengepolitikken i USA. Det it-tunge Nasdaq-indeks har fået en god start på det nye år efter et meget svært 2022. De rentefølsomme it-aktier fik medvind fra blødere signaler fra medlemmer af den amerikanske centralbank og et fremragende regnskab fra Tesla.

Vi er kommet godt i gang på de finansielle markeder i 2023, da aktierne generelt er steget. Dollaren er også blevet svækket, hvilket alt andet lige er et yderligere tegn på, at risikovilligheden blandt investorerne er steget.

Den amerikanske økonomi vokser for andet kvartal i træk. Man må derfor sige, at verdens største økonomi har vristet sig fri af den tekniske recession, som vi så i starten af 2022. Samlet set voksede den amerikanske økonomi med 2,1% i 2022 efter en fremgang på 5,9% i 2021. De amerikanske forbrugere var med til at holde gang i økonomien i slutningen af 4. kvartal. Det er bestemt ikke noget, som man kan tage for givet i den nuværende situation. Amerikanerne har blandt andet været ramt af den højeste inflation i flere årtier, hvor lønstigningerne slet ikke har kunne følge med. Det er meget vigtigt, at amerikanerne bliver ved med at forbruge, da privatforbruget udgør ca. 70% af økonomien.

På grund af den høje inflation og lavere globale økonomiske vækst har risikoen for en recession i USA ulmet under overfladen. Umiddelbart ser den ikke ud til at være lige på trapperne. Bl.a. ser vi fortsat et robust arbejdsmarked, hvor der hver måned bliver skabt flere hundrede tusind nye arbejdspladser. Samtidig er der markant flere jobopslag, end der er arbejdsløse amerikanere. Genåbningen af den kinesiske økonomi mindsker også risikoen.

Vi skal lang tid tilbage, for at finde så kraftig en pengepolitisk stramning over så kort en periode, som vi har set i løbet af 2022. De højere renter har taget tempo ud af økonomien, og særligt boligmarkedet er blevet ramt, og denne sektor udgør en risikofaktor for økonomien i 2023.

Pilen peger lige nu mod, at FED hæver renten med 0,25% på rentemødet i denne uge. Dermed vil FED tage yderligere fart af renteforhøjelserne, da FED tilbage i december hævede renten med 0,5% efter fire rentemøder i træk med store renteforhøjelser på 0,75%. Vi er dermed tæt på rentetoppen, som markedet pt. ser på ca. 5%. Dermed er rentens endestation ved at være nået. Dette bliver også underbygget af den canadiske centralbanks ageren, der på mange måder minder om den amerikanske. Her har man valgt nu at afvente data og de hidtidige rentestigningers betydning for den økonomiske

udvikling før, at man evt. tyer til yderligere rentestigninger. I Europa har vi stadig lidt vej til rentetoppen. Her er der indpriset, at den korte rente skal stige yderligere 1,25% til 3,25%, hvoraf de 0,5% forventes i denne uge fra ECB.

Ovenstående mere positive toner bliver underbygget af IMF, der netop har opjusteret deres vækstforventninger for både 2022 og 2023.

IMF forventer nu, at den globale vækst i 2022 lander på 3,4 pct., hvilket er en opjustering på 0,2%, og selvom organisationen forventer, at vi kommer til at se væksten dykke til 2,9 pct. i 2023, er det ligeledes et nøk op på 0,2%, sammenlignet med den seneste prognose i oktober. ”Det er et resultat af positive overraskelser og en ‘bedre end ventet’ modstandskraft i mange af verdens økonomier,” skriver IMF i prognosen. Det viser, at inflationskrisen ikke har ramt verdensøkonomien så hårdt, som IMF ellers tidligere frygtede. Verdensøkonomierne vist sig langt mere modstandsdygtige end ventet, hvor særligt privatforbruget har overrasket positivt.

Det kommer sig af, at forbrugerne har trukket på opsparingerne, men også at de ellers himmelfarne energipriser har lidt et gevaldigt knæk nedad. Det er et mik, der har givet forbruget et skub i den rigtige retning.

Fremadrettet er det naturligvis stadig virksomhedernes indtjening og forventninger, inflationen og renten, der samlet sætter kursen for udviklingen på de finansielle markeder.

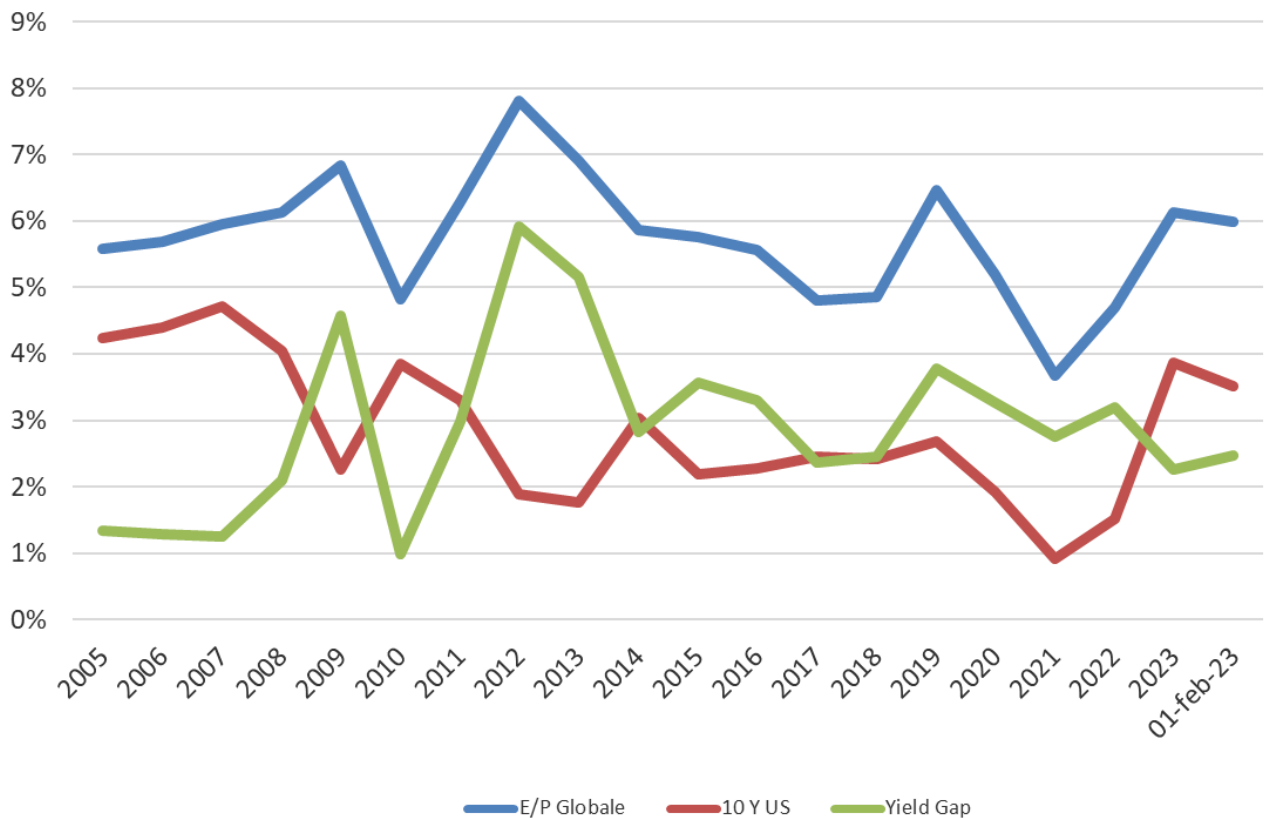
Værdiansættelse af aktier og obligationer

Udviklingen i globale aktiers værdiansættelse i forhold til P/E er steget i sidste måned, da kurserne er steget. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) for globale aktier bliver nu handlet til 16,7 mod 16,3 i slutningen af sidste måned, hvilke er på niveau med historiske niveau. Tabellen viser hvor meget 1 kroners indtjening koster i DKK i skrivende stund:

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	16,7	+0,4
Nordamerika:	19,2	+0,3
Europa	13,8	+0,5
Pacific:	13,9	+0,4
Emerging Markets	12,5	+0,5
Danmark	17,4	+0,0

Som det fremgår tabellen ovenfor, er alle aktieregioner blevet dyrere med undtagelse af danske aktier, der har haft en lidt svær start på det nye år efter et fantastisk 4. kvartal i 2022. Samlet er danske aktier derfor blevet dyrere ift. globale. Danske aktier koster nu 4% mere end globale. Det er stadig en mindre rabat ift. de ca. 10-15% mere, som de har kostet historisk set. Det bliver interessant at følge selskabernes regnskaber i den kommende tid (altså E'et i P/E ligningen).

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 2,47% mod 2,26% i sidste måned, hvorved aktier er billigere ift. obligationer historisk set, da niveauet er over ca. 2,1%.



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

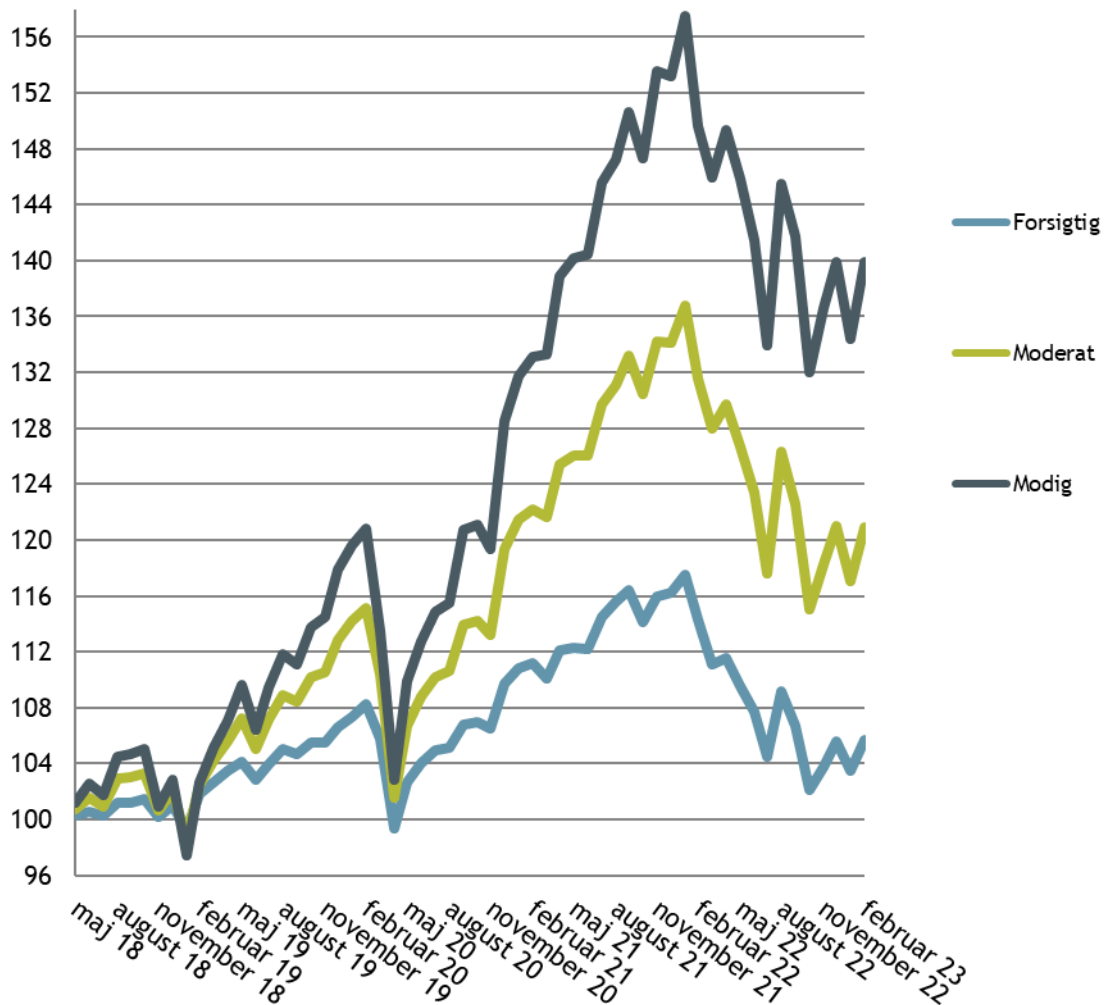
*= Bæredygtige aktieindeks

Valuta

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

Afdelingerne

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



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

Der var næsten pladen fuld med positive afkast til alle aktivklasser med undtagelse af danske aktier, hvor specielt Genmab, Mærsk og Ørsted trak ned. Der har været lidt medvind til bæredygtige investeringer med et merafkast på 0,25% til "almindelige" aktier, hvor man ikke har fjernet kontroversielle brancher som "sorte" energiselskaber, klyngebomber mv. Selvom renterne er faldet lidt tilbage, er der stadig mange gode muligheder specielt i 4% og 5% realkreditobligationer.

Vi ønsker ikke at investere i eurozone statsobligationer, da de indeholder alt for mange risikofyldte italienske statsobligationer. Generelt vægter italienske statsobligationer ca. 22% blandt eurozone statsobligationer, mens de vægter hele 41% blandt de korte europæiske statsobligationer. Den italienske statsgæld udgør 150% af BNP, og Italien er i nærmest kronisk lavvækst og med store underskud på deres statsbudgetter. I de seneste mange år er italienske statsobligationer blevet understøttet af ECBs store opkøbsprogrammer, men det kommer til at ændre sig, da ECB nu skal til at sælge

obligationer og nedbringe deres store obligationsbeholdning. Derfor mener vi, at man som investor ikke bliver kompenseret nok for den øgede risiko. Vi fortrækker derfor danske floatere og flexobligationer og/eller korte bæredygtige eurozone virksomhedsobligationer.

Vi har fortsat en meget ydmyg tilgang med neutrale vægte i de enkelte aktivklasser og håber på, at vores risikospredning giver en god robusthed i løbet af 2023.