DANNEBROG INVEST
UVILDIGT FONDSMÆGLERSELSKAB

Markedsfokus

JAN-2023

Christian Øhlers

Dannebrog Invest Fondsmæglerselskab A/S
Jernbanegade 23
4000 Roskilde
Tlf. 24 26 63 01
christian@dannebroginvest.dk
www.dannebroginvest.dk

Et år med flere kriser

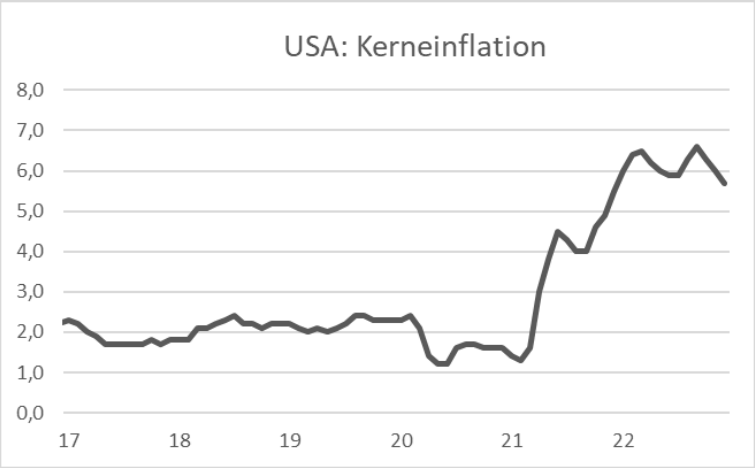
2022 blev et år hvor kriserne stod i kø. Først forhøjet inflation som følge af overophedning af global økonomi efter genåbning fra Corona-pandemien. Dernæst krig i Europa ved Ruslands invasion af Ukraine, der ud over selve krigen og dets forfærdelige følger for det ukrainske folk, også forårsagede en egentlig inflationskrise.

Som året skred frem aftog væksten i global økonomi hurtigt, og vi kunne efter sommerferien konstatere, at USA gik i teknisk recession, som er defineret ved 2 kvartaler med negativ vækst i BNP. Det var dog ikke en egentlig recession, idet aktiviteten i samfundet stadig var på et højt niveau. Men der var gennem 2. halvår tale om en væsentlig afmatning.

Når vi ser ind i 2023 er det med nogen bekymring for, at en fortsat svækkelse af konjunkturudviklingen vil kunne føre en egentlig recession med sig. Det afhænger dog af en række forhold – særligt af renteudviklingen.

Inflationskrise

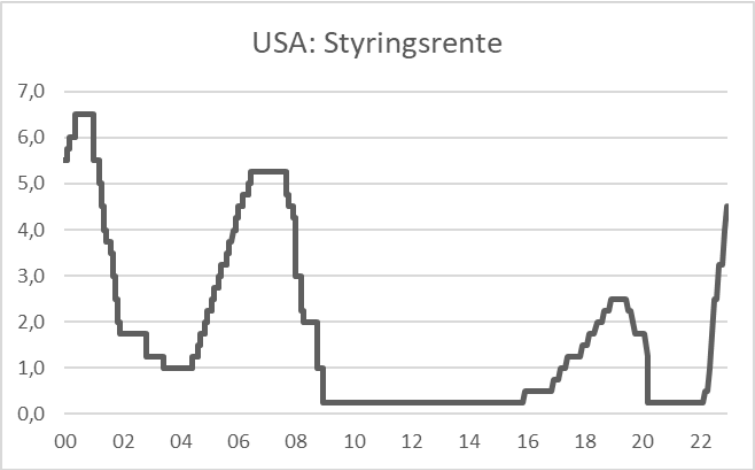
Gennem 2022 så vi skyhøj inflation både i USA og Europa. I USA toppede kerneinflationen lige under 7% på årlig basis allerede i starten af 2022. Ikke siden 1970'erne har vi set så høj inflation.



Gennem året holdt inflationen sig høj men viste sidst på året tegn på at aftage.

Udfordringen med inflation er, at købekraften af lønindkomst falder. Derfor kræver lønmodtagerne højere lønninger. Det kan presse virksomhederne indtjening.

Også investorer oplever at købekraften af opsparingen falder. Derfor kræver investorer et højere afkast. Det presser renten op og dermed obligationskurser ned.



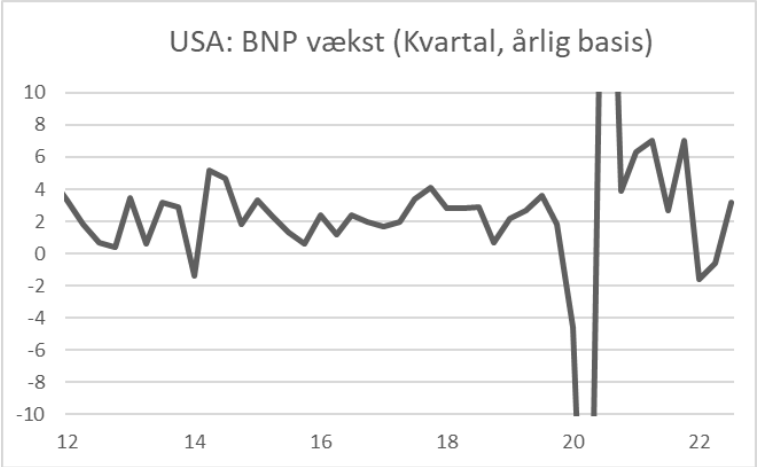
Den amerikanske centralbank FED har hævet renten i det hurtigste tempo i nyere tid.

Aftagende inflation tyder dog nu på, at centralbankernes renteforhøjelser ser ud til at virke.

I 2023 bliver fokus først og fremmest på, om afmatningen i økonomien, der er nødvendig for at bringe inflationen tilbage på sporet, fortsætter og udløser en egentlig recession.

Recessionskrise?

Allerede i 4. kvartal så vi igen positiv vækst i amerikansk økonomi på kvartårlig basis.



Genåbningen af Kina, der har taget fart her i starten af 2023, bidrager også til at øge forventningerne til en potentiel global vækstfremgang i 2023.

Dette til trods for at forsat høje renter vil virke som modvind.

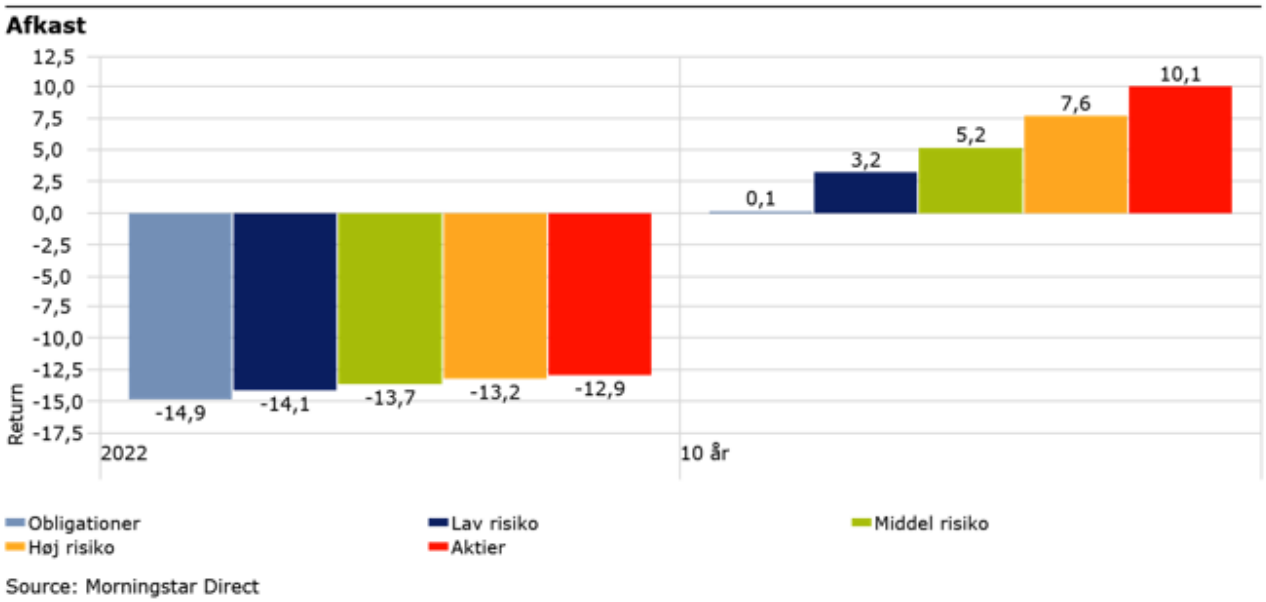
En af de væsentlige faktorer bag inflationskrisen var dog forsyningskæder, der ikke fungerede. Samtidig var globaliseringen sat delvist ud af kraft med Kinas konstante nedlukninger.

Gennem de seneste 20 år har teknologisk udvikling og globalisering sikret stabil lav inflation og dermed et såkaldt guldlok scenarie, hvor vi har set økonomisk vækst med lav inflation og lave renter. Det virker som mest sandsynligt, at vi vender tilbage til noget der ligner dette selvom politiske forhold i Kina har ændret sig.

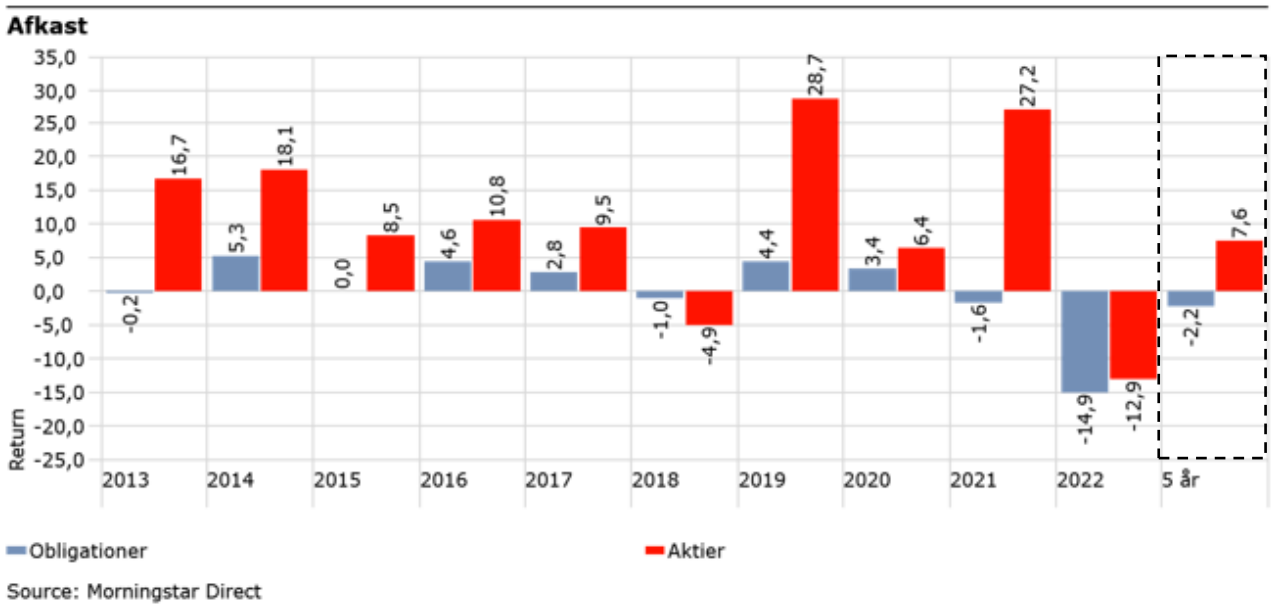
Afkastudvikling

Globale obligationer faldt helt ekstraordinært mere end aktier gennem 2022. Opgjort i danske kroner med -14,9% mens globale aktier leverede afkast på -12,9%.

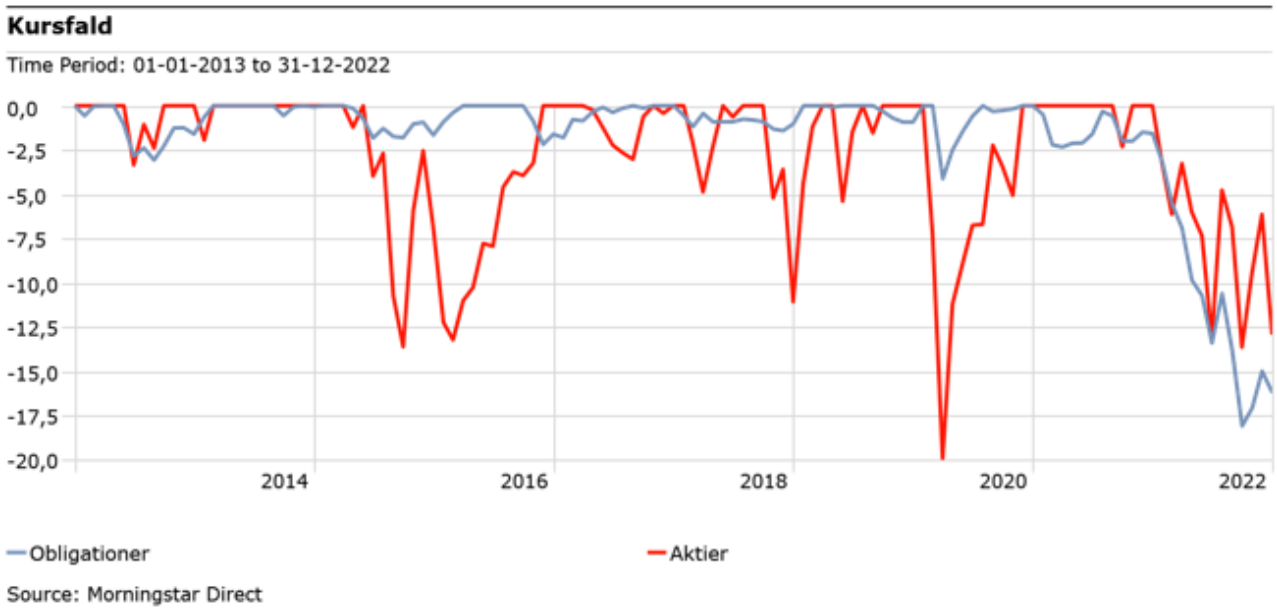
Det betyder, at balancerede risikoprofiler leverede dermed afkast på -13,2% til -14,1% på basis af det almindelige markedsafkast. Lav risiko leverede det ringeste afkast. Det ændrede dog ikke på, at langsigtet afkast normalt er højest, når der vælges en høj risikoprofil. Over 10 år er det gennemsnitlige markedsafkast på balanceret høj risiko på 7,6%.



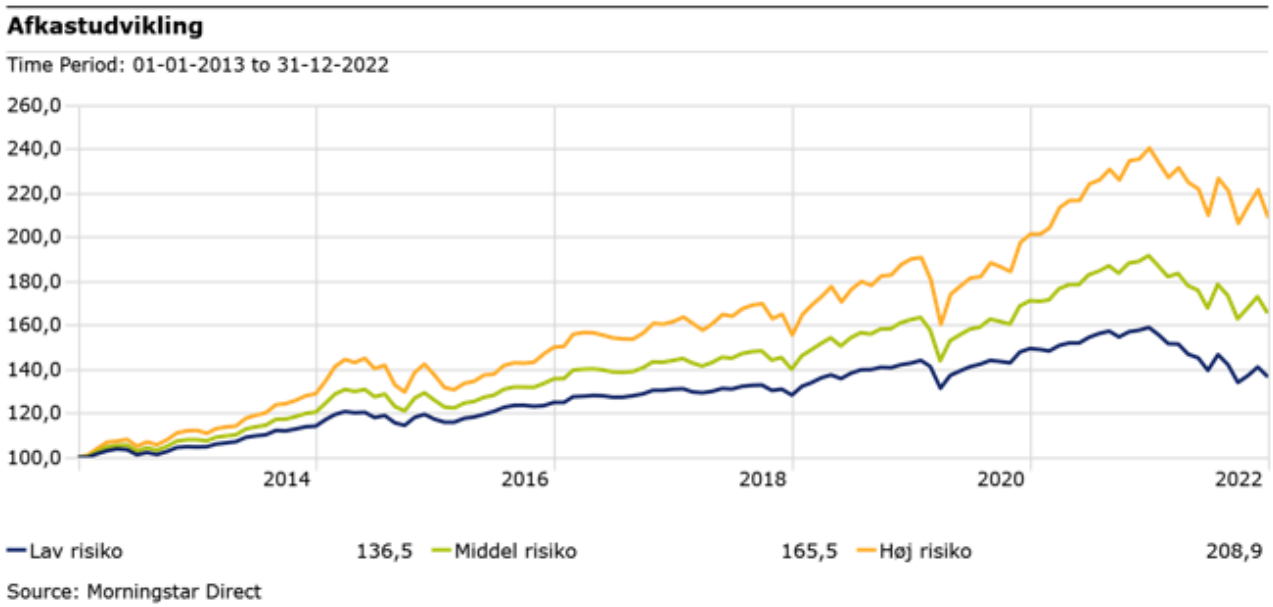
Over de seneste 5 år har globale aktier generelt leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 7,6%. Rentestigningerne i 2022 betød, at obligationer er sat godt 10 år tilbage og har leveret -2,2% over de seneste 5 år.



Afkast bør ses ift. den risiko, der er forbundet med investering. Historisk har obligationer altid været betragtet som lav risiko og aktier som høj risiko. Det illustrerer denne graf over historiske kursfald meget fint. Men vi kan også se, at obligationer ekstraordinært faldt mest i 2022, hvilket var usædvanligt.



Modvind på finansmarkederne i 2022 ændrer dog ikke på, at investering kan betale sig på langt sigt. Investering ved en middel risiko har på basis af markedsafkastet leveret en samlet tilvækst på 65,5% over 10 år og med høj risiko mere end en fordobling af formuen.



Afkastforventninger

Rådet for Afkastforventninger består af en række eksperter, der fastlægger de generelle langsigtede afkastforventninger, som kapitalforvaltere skal benytte ved prognoser.

På helt langt sigt (+10 år) er prognosen uændret – at aktier forventes at levere 6,5% og obligationer 3,5% årligt i gennemsnit.

Rådet for Afkastforventninger vurderer, at også afkast på mellemlangt sigt (6-10 år) vil ligge på niveau med de langsigtede de afkastforventninger. Sådan var det ikke ved indgangen til 2022, hvor det lave renteniveau betøde at obligationer forventedes blot at levere et gennemsnitligt årligt afkast på under 2,0% på mellemlangt sigt.

Det højere renteniveau kursfald på aktier hen over 2022 betyder, at afkastpotentialet de kommende år ser mere attraktivt ud for en balanceret portefølje med både aktier og obligationer end ved indgangen til 2022.

Vi ser samme positive tendens i afkastforventningerne fra danske og internationale finanshuse.

Prisfastsættelse

Når vi skal vurdere om aktier eller obligationer virker mest attraktive, ser vi bl.a. på den aktuelle prisfastsættelse. På aktier er det normalt det aktulle kursniveau på aktier sammenholdt med virksomhedernes forventede indtjening for 2023 (P/E).

Vi kan både forholde os til det aktuelle niveau på P/E i et historisk perspektiv og sammenligne med afkastet på fx obligationer.

Aktier

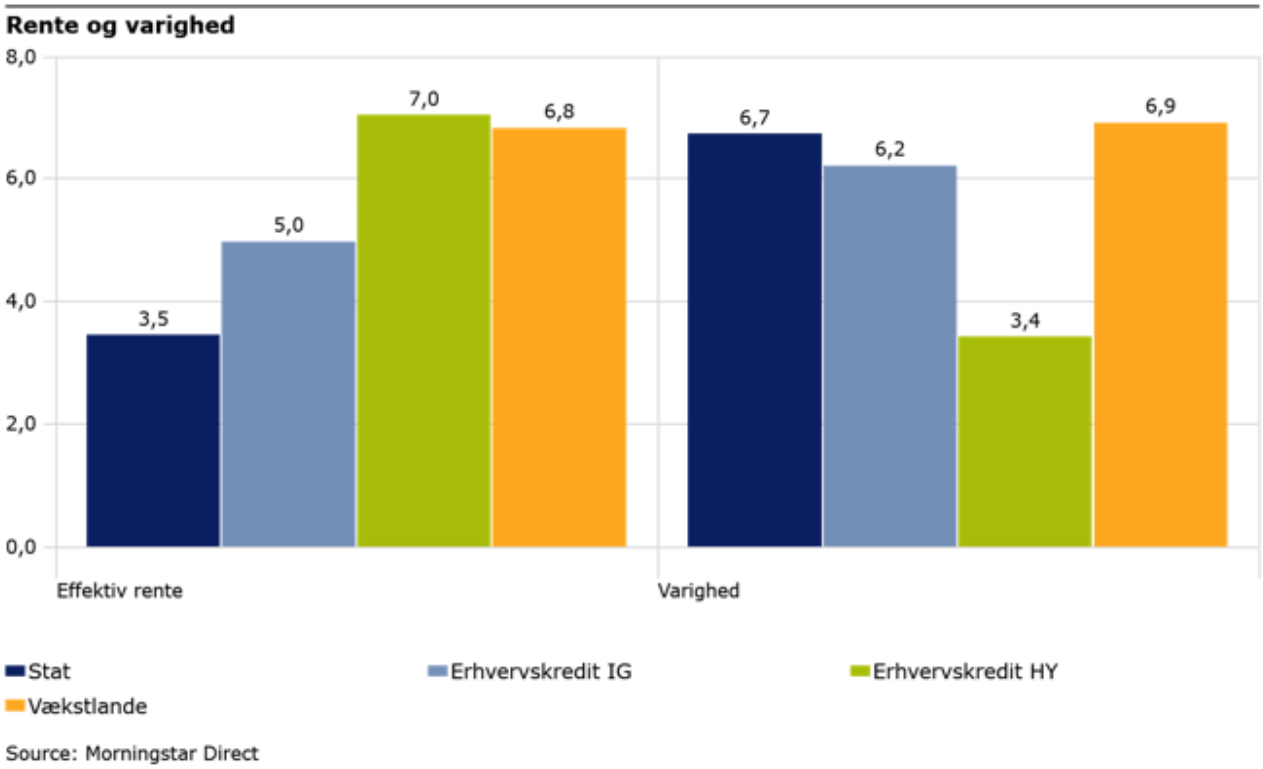
Med udgangen af 2022 er Globale aktier prisfastsat til en P/E på ca. 15. Sammenlignet med niveauet de seneste 10 år fremstår globale aktier prisfastsat konservativt. Det skyldes, at indtjeningsniveauet har holdt sig overraskende robust hen over 2022, mens globale aktier er faldet i kurs.

En P/E på 15 er også udtryk for en indtjeningsrente på ca. 6,5%. Det kan vi sammenligne med afkastet på obligationer for at vurdere hvad der virker mest attraktivt.

Obligationer

Renteniveauet på Globale statsobligationer er ved udgangen af 2022 på ca. 3,5%. Det er et niveau vi ikke har set i mange år.

Global Erhvervskredit Investment Grade (IG) leverer et renteafkast som er 1,5% point højere og High Yield (HY) ekstra 2% point og dermed en fordobling ift. Globale statsobligationer. Dermed leverer Erhvervskredit HY også et renteafkast, der på papiret er en anelse højere end Globale aktier.



Konklusion

Efter en markant opstramning af pengepolitikken hen over 2022 ser det ud til, at vi kan forvente os en stabilisering og måske endog en lempelse af pengepolitikken fra centralbankerne i løbet af 2023.

Fokus vil gå fra at bekæmpe inflation til at understøtte væksten for at undgå en dybere recession. Det er mere af det samme som vi har set over de seneste 10-15 år. Man vil dog nok holde igen med at tage nye initiativer med opkøb af obligationer og negative renter – i hvert fald på kort sigt. Men afvise at vi vil se det igen inden for få år kan vi ikke.

Endnu har de toneangivende centralbanker en relativt hård retorik, men det er først og fremmest for gennem retorikken at dæmpe forventningerne i samfundet til væksten så bl.a. lønmodtagere holder igen med lønkrav.

Finansmarkederne er som regel mere end 3-6 måneder forud for den realøkonomiske udvikling og derfor skal vi ikke basere vores afkastforventninger på hvad vi oplever her og nu men snarere på hvordan økonomien vil se ud efter sommerferien.

Her er det sandsynligt, at vi har set rentefald siden årsskiftet, som kan medvirke til at tage presset lidt af afmatningen, stabilisere aktiekurser og boligpriserne.

Når vi monitorerer vores globale konjunkturindikator fra OECD er det bemærkelsesværdigt, at OECD's økonomer ser at afmatningen i global økonomi er tæt på at stoppe. Dette hænger bl.a. sammen med at væksten vendte tilbage i USA i 4. kvartal 2023 og at Kina er ved at genstarte økonomien både med ophør af Covid restriktioner og lempelig pengepolitik.

Der er således generelt god grund til at være forholdsvis optimstisk om udsigterne for de finansielle markeder i 2023 og ikke lade bekymring over de negative tendenser fra 2022 overskygge potentialet.