

CAP FOCUS

Valuation for Globale Aktier er for høj!

Efter vores beregning så koster globale aktier for meget. **Figur 3** (s.4) giver delvist forklaringen. For når vi oplever, at verdens mest benyttede udtryk for en risikofri rente, nemlig den amerikansk 10 års statsrente, ligger på ca. 4 % p.a., så peger grafen på, at globale aktier ikke skal koste P/E 16 men snarere P/E 14.

De dyre aktier dækker over mange forskelligartede forventninger, som vi ser nærmere på i denne udgave af CAP FOCUS.

Inflationen er for høj

I den seneste uge har vi fået offentliggjort forbrugerpris inflation for bl.a Tyskland, EU og USA. Dette datasæt peger ret entydligt på, at den inflation vi nu oplever i den vestlige verden er vanskeligere at få bugt med, end mange tror. CAP besøger fortsat mange, som forventer, at krise-hjælpen er lige om hjørnet i form af rentenedsættelser, hvis/når økonomien viser mere alvorlige svaghedstegn. Vores svar på det spørgsmål er, at centralbanker som fx FED og ECB får vanskeligt ved at give det kriserespons, vi er blevet forventet med de seneste 20-30 år, når inflationen, de selvsamme centralbankerne styrer efter, ligger lang over det ønskede niveau. Den amerikanske PCE inflation, der er et af FED's fortrukne kerne-forbrugerpris inflationsmål, kom eksempelvis ud på 4.3% i januar mod 3.5% i December (målt på tre-måneders annualiseret basis) (se **Figur1s.3**). Ikke just den nyhed rentemarkedet havde set frem til. Og bestemt ikke den nyhed der indikerer et

Afkast & Risiko Vurdering:

Vores Risiko-allokerings-indeks indikerer fortsat undervægt.

Vores Likviditetsindikator bevæger sig igen i negativ retning understøttet af bl.a. bankrapporter om opstramning af kreditvilkår. For Aktier, så er en langsommere inflationsnormalisering og fortsat centralbank opstramning de åbenlyse modvendsfaktorer i den kommende tid.

snarligt stop for renteforhøjelser eller for ikke at tale om direkte lempelser af pengepolitik, inden for de kommende mange måneder.

Aktier er rally'et. Hvad er sket, og hvad nu?

Siden november har vi i vores optik gennemløbet tre forskellige mini-faser i kombinationen

- a) Inflation & renteforventning overfor
- b) Vækst i BNP og selskabsindtjening.

Figur 2 s.3 illustrerer dette. I 4.kvartal 2022 sås de første egentlige tegn på, at inflationen begyndte at falde efter Ukraine-krigens udbrud. Renter faldt også tilbage. Samtidigt var trenden i verdensøkonomien fortsat nedadgående. Alligevel steg aktierne, da frygten for vedvarende rentestigninger aftog. I januar skiftede finansmarkederne igen fokus. Denne gang var det ren eufori. Nu var disinflationen for alvor på skinner, mens verdensøkonomien samtidigt synes at have bundet og ny fremgang – drevet af både Europa, Asien og Kina – meldte sig. Både aktier og obligationer steg kraftigt og gjorde årsstarten til én af de bedste i nyere tid. Wow!

Nu er der efter vores mening tegn på, at vi igen skifter fokus. Inflationen er fortsat høj og vækstsignalerne er stadig positive. Lavere inflation og Kina's genåbning efter COVID driver service-økonomien fremad i hvert fald midlertidigt. Og her står så testen. Skal aktier stige på væksthøjden eller er bekymringen for inflation og renter vigtigere?

Vi er ikke i tvivl. Markeder siger det jo lidt selv. Korrelationen mellem aktie- og obligationsafkast har hele vejen igennem de tre mini-faser, vi har beskrevet været positiv, hvilket utvetydigt (!) fortæller, at det er inflation/rente, der er driver aktiemarkedet.

Højere vækst med høj rente & inflation er dårligt nyt for de dyre aktier.

Hvad skal vi så forvente os af denne fase? Ja, risikoen for aktiekursfald er nu stor. Og nu vender vi tilbage til de dyre aktier. For når renten i USA og andre steder er steget som i de seneste par uger, så tydeliggøres det, at aktier fortsat er for dyre. Ja én finanskommentator fremhævede for nyligt den væsentlige pointe, at når dividende-yield i globale aktier, som nu, ligger under den korte amerikanske obligationsrente (5% pa), så skulle der endog meget vækstoptimisme til, for at aktier kan stige. Hvorfor ellers tage risikoen? Vi er ganske enige.

Der er to forløb for månederne frem til sommer der tegner sig:

Forløb 1: Væksten aftager igen efter det disinflations boost der p.t. opleves. Når disinflationen samtidigt aftager i styrke, ja så drives aktier ned sammen med obligationskurser (især High Yield). Hvis vækstafdæmpningen bliver mere alvorlig, så er det faktisk positivt for aktier, men pt synes dette at være et tema for H2 2023.

Forløb 2: Vi fortsætter med væksthøjden, hvilket øger indtjeningen i

virksomhederne, hvorfor de dyre aktier bliver billigere på den fede måde (læs: uden de store kurstab). **Figur 4** s.4 sandsynliggøre dette forløb. Ikke desto mindre bliver det sandsynligvis et problematisk forløb da inflationsfrygten der følger af en ny periode med væksthøjden, kan få FED til at indikere renteforhøjelser til fx 6%. Dette vil spooke aktier.

De dyre aktier

Vores konklusion omkring aktieevaluation er således, at den aktuelle værdiansættelse kun retfærdiggøres, hvis

- a) Renter og inflation bevæger sig raskt mod 2% og

- b) hvis indtjeningen i selskaberne stiger markant uden at netop inflationen følger med.

I vores optik er det ganske enkelt for meget at forlange af den verdensøkonomi, vi står med i 2023.

I den kommende periode ser vi på nøgletalsfronten frem til:

2.3: EU Flash HICP (Feb),

3.3: Service PMI (Feb) Kina, EU og USA
Tysk Import/Eksport (Feb)

7.3: Kina Import/Eksport (Feb)

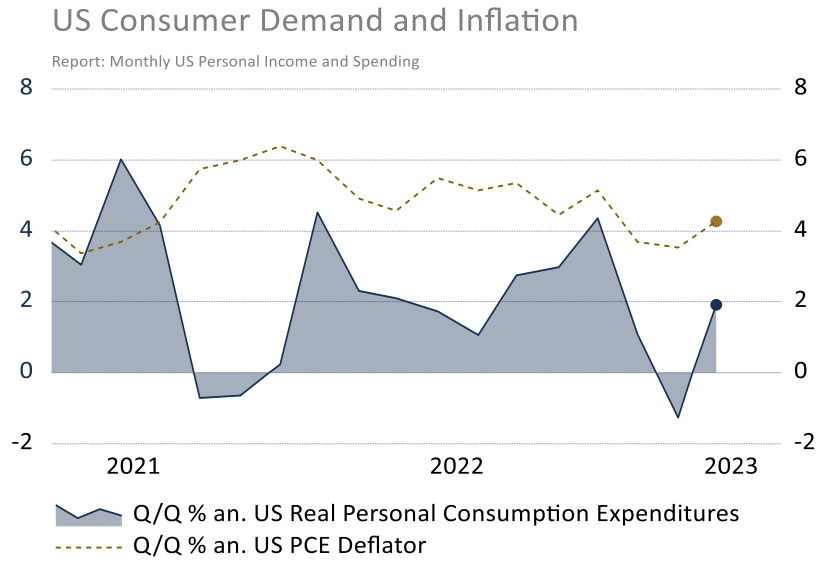
10.3: US Non-farm Payrolls Jobs (Feb)



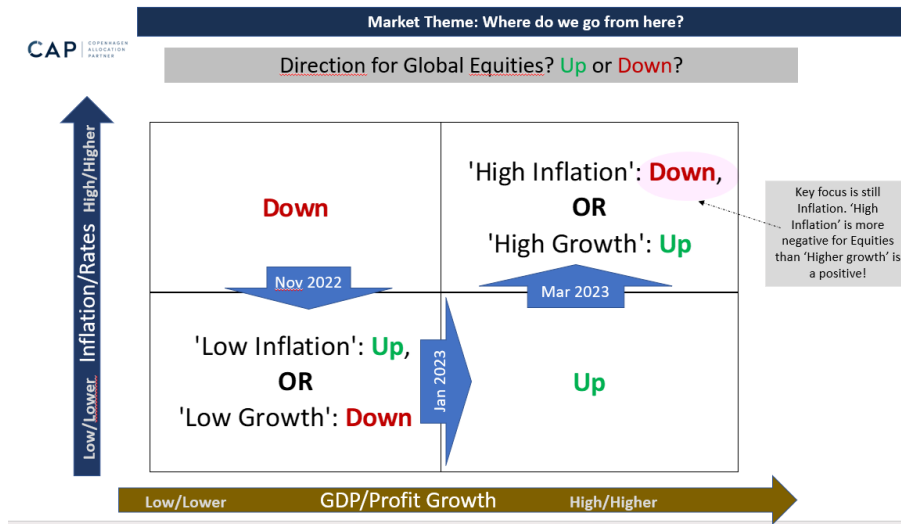
Relevante noter:

<https://c-a-p.dk/global-equity-valuation-is-still-too-high-28-feb-2023/>
<https://c-a-p.dk/cap-focus-in-danish-temaskift-pa-vej-20-feb-23/>
<https://c-a-p.dk/the-easy-part-of-the-inflation-normalization-is-ending/>
<https://c-a-p.dk/cap-focus-10-feb-2023-finansmarkederne-drevet-af-optimistisk-disinflations-forventning/>
<https://c-a-p.dk/liquidity-continues-to-tighten-10-feb-2023/>
<https://c-a-p.dk/fomc-almost-done-job-market-more-tightening-needed-feb-6-2023/>
<https://c-a-p.dk/climate-report-feb-2023/>

FIGUR 1

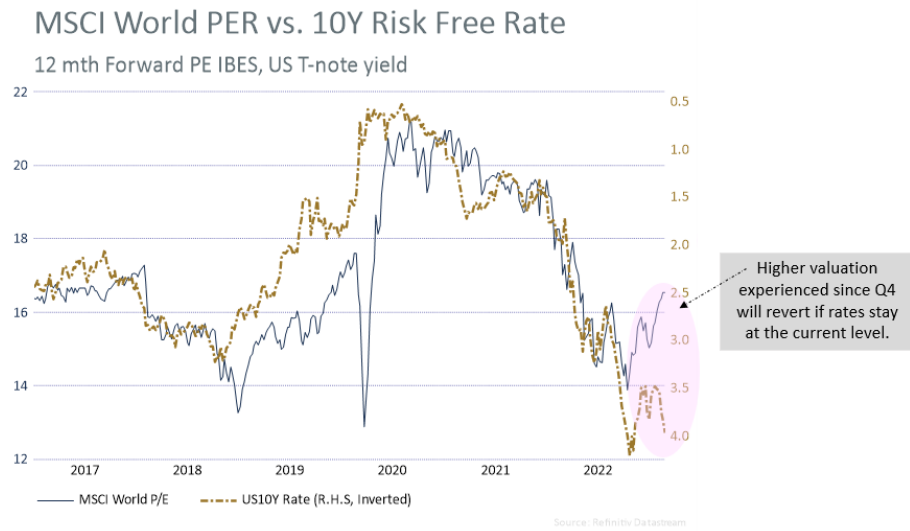


FIGUR 2



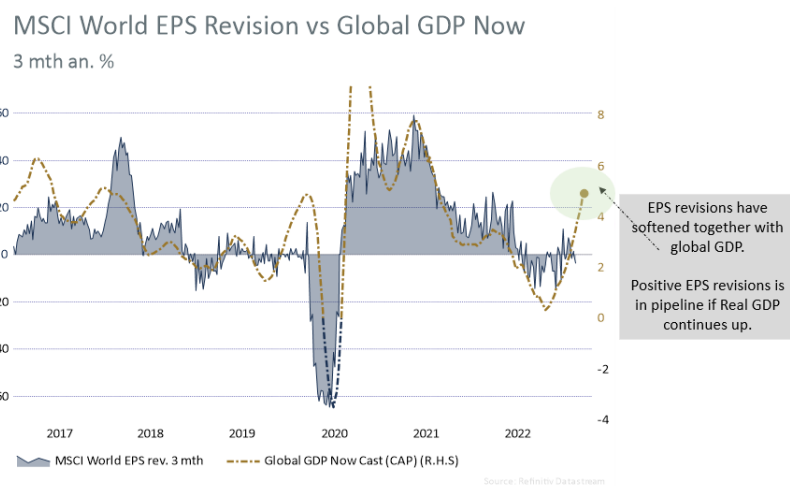
FIGUR 3

Higher Rates = Lower global Valuation

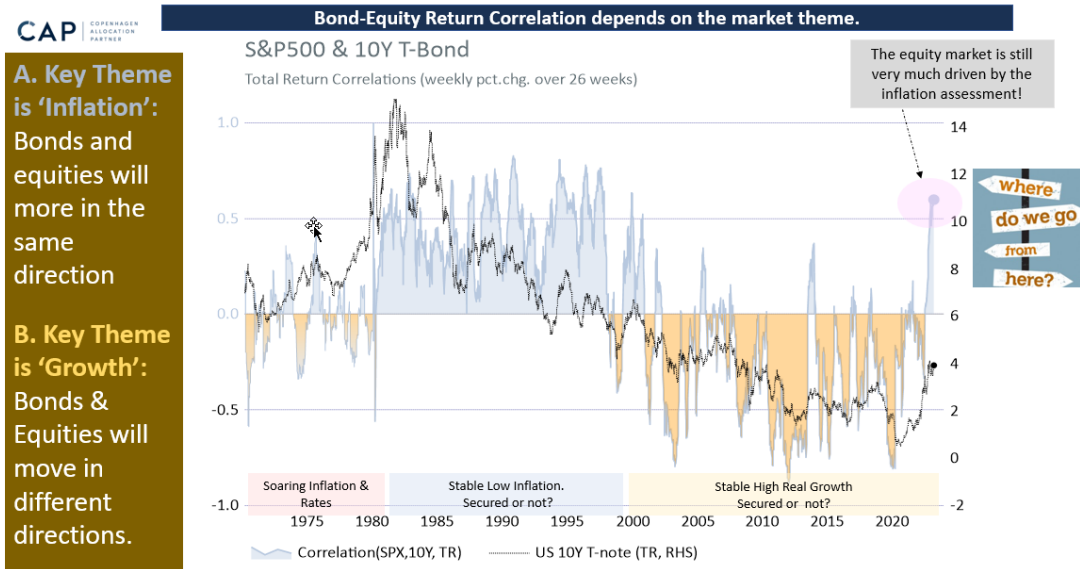


FIGUR 4

Higher Global GDP growth = Positive EPS revisions?



FIGUR 5



FIGUR 6

CAP Allokering - Overvægte

<i>Renter</i>	<i>Aktier</i>
Region Danmark	Region Emerging Markets
Varighed Kort	Stil Faktor Value, Stabile (Low Vol)
Kredit Investment Grade	Makro Faktor Defensive
Trade Køb US Kort vs US Lang	Trade Køb Value mod Vækst

DISCLAIMER

Finanstilsynet er tilsynsmyndighed for Copenhagen Allocation Partner.

Indholdet af nærværende rapport er udarbejdet med det formål at give en generel information om investeringer. Rapporten kan således ikke erstatte finansiell rådgivning og kan hverken anses for at være et tilbud om at yde finansiell rådgivning eller et tilbud om nogen anden rådgivning eller service. Investorer opfordres til at kontakte egen investeringsrådgiver for individuel information om eventuel investering, skatteforhold med videre før køb eller salg af værdipapirer.

Investorer gøres opmærksomme på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges. Copenhagen Allocation Partner's forventninger til finansmarkedernes udvikling generelt, og enkeltinvesteringer i særdeleshed er således ingen garanti for fremtidige gevinster.

Vi har bestræbt os på at sikre, at oplysningerne i rapporten er så fuldstændige og korrekte som muligt, men kan ikke garantere dette, og påtager os intet ansvar for fejl eller udeladelser. Copenhagen Allocation Partner påtager sig heller ikke ansvar for ændrede forudsætninger eller eventuelle fejl i materialet. Der tages også forbehold for ændringer i markedsforhold, afkast, udbytter, kurser, rentesatser, gebyrer, priser og andre betalinger, skatteforhold, tryk- og slåfejl med videre.

Copenhagen Allocation Partner fraskriver sig ethvert ansvar for tab i forbindelse med disponeringer alene foretaget på grundlag af materialet. Copenhagen Allocation Partner er endvidere ikke ansvarlig for tab og skader som følge af tredjemands uberettigede adgang til materialet via C-A-P.dk eller på anden vis.