

Kvartalsrapport

1. kvartal 2022

Resume

Der var godt gang i den økonomiske vækst i verdensøkonomien ved indgangen til 2022. De vestlige lande var enten i gang med at afvikle COVID-19-restriktionerne eller lægge planer for en snarlig afvikling af disse. Det var medvirkende til, at blandt andre OECD regnede med, at vi i 2022 ville opleve endnu et år med overnormal vækst i verdensøkonomien. Den 24. februar skete det, som bare for kort tid siden var nærmest utænkeligt, at der udbrød krig i Europa, idet Rusland indledte et militært angreb på Ukraine. Dermed var der kommet endnu en usikkerhedsfaktor ind fra højre på de finansielle markeder. Det stod hurtigt klart, at krigen medførte en stor menneskelig tragedie, mens de økonomiske konsekvenser af krigen var til at overse, medmindre krigen bredte sig.

Den amerikanske centralbank har i 1. kvartal 2022 hævet den ledende rente med 0,25 %-point og signaleret en stribe yderligere renteforhøjelser gennem 2022. I kombination med

den høje inflation er renterne steget ganske pænt gennem 1. kvartal 2022, hvor den tyske tiårige statsrente aktuelt handles i niveau 0,5 % mod -0,2 % for bare tre måneder siden.

Vi oplever i denne tid flere regimeskifter inden for flere områder, og der vil givetvis opstå nye investeringsmæssige trende i kølvandet på krigen i Ukraine. Dette er vi meget opmærksomme på. Som investor skal man huske på, at det ofte er i forbindelse med store kriser, at kimen til et nyt bæredygtigt opsving og nye langsigtede bæredygtige forretningsmodeller opstår. Derfor kan den nuværende krise godt gå hen og blive "short term pain long term gain" ud fra et investeringsmæssigt synspunkt.

Der er meget, som tyder på, at krigen i Ukraine ikke afsporer det økonomiske opsving, men der blot vil blive tale om en mere afdæmpet og normaliseret økonomisk vækst i 2022. Der vil fortsat være et pres på de længere renter, idet inflationen forventes at forblive meget høj i en længere periode end hidtil antaget i kombination med, at staterne får et øget finansieringsbehov til forøgede forsvarsudgifter og den grønne omstilling på energiområdet.

I dette scenarie er det vores vurdering, at man som investor skal fastholde en aktieandel, der er lidt over benchmark, hvor hovedvægten af investeringerne er foretaget i kvalitetsselskaber med pricing power. På obligationssiden skal man fortsat undgå for mange lange obligationer i sin portefølje, men med den seneste tids rentestigning forekommer en dansk fireårig realkreditobligation med en effektiv rente i niveau 1 % p.a. som en interessant placering.



Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2022

Udvikling i 1. kvartal 2022					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2022
	31.12.2021	31.03.2022			
OMX CGI	2.590,39	2.480,04	-110,35	-4,26%	-4,26%
OMXC Cap. GI	2.819,25	2.644,71	-174,54	-6,19%	-6,19%
MSCI World All Countries	3.623,60	3.509,47	-114,13	-3,15%	-3,15%
MSCI USA*	4.531,10	4.390,80	-140,30	-3,10%	-3,10%
MSCI Europa*	2.448,19	2.266,40	-181,79	-7,43%	-7,43%
MSCI Japan*	1.972,62	1.886,55	-86,07	-4,36%	-4,36%

*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2022
	31.12.2021	31.03.2022			
Rente på indskudsbeviser	-0,60	-0,60	0,00	-0,13%	-0,53%
1,50 STAT 23	-0,63	-0,15	0,48	-0,98%	-0,98%
0,5% STAT 2027	-0,30	0,66	0,96	-5,26%	-5,26%
4,5% STAT 2039	0,05	0,86	0,81	-10,47%	-10,47%
1,5% NYK 2050	1,56	2,39	0,83	-7,40%	-7,40%
BDEN15**				-0,27%	-0,98%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2022
	31.12.2021	31.03.2022			
USD/DKK	6,56	6,70	0,14	2,12%	2,12%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,02%	0,02%
JPY/DKK	0,057	0,055	-0,002	-3,53%	-3,53%

Udviklingen i 1. kvartal 2022

Der var godt gang i den økonomiske vækst i verdensøkonomien ved indgangen til 2022. De vestlige lande var enten i gang med at afvikle COVID-19-restriktionerne eller lægge planer for en snarlig afvikling af disse. Det var medvirken- de til, at blandt andre OECD regnede med, at vi i 2022 ville opleve endnu et år med overnormal vækst i verdensøkonomien. Den overnormale vækst i kombination med fortsatte flaskehalse i forsyningskæderne gav et forhøjet inflationsniveau. Det betød blandt andet, at inflationen i Eurozonen i december 2021 og januar 2022 lå i niveau 5 % p.a. Forventningen var, at dette nok var toppen og inflationen gradvist ville aftage i løbet af 2022. I USA begyndte den amerikanske centralbank at forberede de finansielle marke- der på, at de ville begynde en normalisering af pengepolitikken inden længe, og ECB ændrede ligeledes retorik hen imod, at de også kunne finde på at hæve renten senere på året. De aggressive udmeldinger fra centralbankerne fik renterne til at stige ganske kraftigt i star-

ten af 2022. Det afstedkom en meget negativ stemning på aktiemarkederne, hvor både det danske aktieindeks OMXC Cap. GI og verdensin- dekset MSCI World All Countries på et tidspunkt begge var nede med over 10 %. I takt med at investorerne fik vurderet baggrunden for de forventede rentestigninger fra den amerikanske centralbank, at der var godt gang i den økono- miske vækst, men også at inflationen nok skulle aftage gradvist igen, begyndte aktierne gradvist at rette sig, idet økonomisk vækst generelt er befordrende for aktieinvesteringer.

Den 24. februar skete det, som bare for kort tid siden var nærmest utænkeligt, at der udbrød krig i Europa, idet Rusland indledte et militært angreb på Ukraine. Dermed var der kommet endnu en usikkerhedsfaktor ind fra højre på de finansielle markeder. Det stod hurtigt klart, at krigen med- førte en stor menneskelig tragedie, mens de øko- nomiske konsekvenser af krigen var til at overse, medmindre krigen bredte sig. Rusland og Ukraine

udgør tilsammen mindre end 2 % af verdens BNP, så umiddelbart var de økonomiske konsekvenser af krigen på verdensøkonomien yderst begrænset, hvis det ikke lige var fordi, at Rusland er en af verdens største olie-, gas- og råvareproducenter, samt Ukraine og Rusland står tilsammen for cirka 40 % af verdens hvedeproduktion. EU fik i 2021 40 % af deres gasleverancer og 25 % af deres olieleverancer fra Rusland, så EU er meget afhængig af Rusland på energisiden.

Krigen i Ukraine fik priserne på energi, råvare og landbrugsvarer til at stige kraftigt. WTI-olien er steget over 30 % i 1. kvartal 2022 mens både landbrugsvarer og industrimetaller er steget op imod 20 % i det forgangne kvartal. Så kraftige prisstigninger har ført til, at inflationen er steget endnu mere. Den seneste måling af inflationen fra Euro området, for marts 2022, viser således en inflation på hele 7,5 % p.a. De forhøjede inflationstal har fået renterne til at stige endnu mere, mens aktierne har rettet sig yderligere i løbet af marts. Det danske aktieindeks OMXC Cap. GI har således oplevet et afkast på -6,2 % p.a. og MSCI World All Countries har givet et afkast på -3,2 % p.a. i det forgangne kvartal.

Det ses af skemaet på den forgange side, at de europæiske aktier ikke overraskende, da der er krig i Europa, har givet det laveste afkast med -7,4 % p.a. i det forgangne kvartal. Der har været stor variation på afkastene på de enkelte aktier/brancher, idet krigen både vil skabe nye kortsigtede og ikke mindst langsigtede investeringsmæssige trends. Eksempelvis har nogle af de bedst performerende brancher været olie- og gas- samt våbenproducenter, hvilket typisk er selskaber, der ikke investeres i hos langt de fleste porteføljeforvaltere, der tager hensyn til bæredygtighed.

Grønne energirelaterede selskaber som Ørsted og Vestas har også fået medvind igen, da en af konsekvenser af krigen er, at Europa skal gøre sig uafhængig af olie- og gasleverancer fra Rusland så hurtigt som muligt, samtidig med at der sættes turbo på den grønne omstilling. Vi vil se nærmere på de langsigtede investeringsmæssige konsekvenser af krigen i Ukraine senere. Det er dog forbavsende, hvor hurtigt den vestlige verden har været til at finde fodslag med en fælles fordømmelse over for den russiske invasion og med fælles kraftige økonomiske sanktioner over for Rusland.

Figur 1



Kilde: Trading economics.



Den amerikanske centralbank har i 1. kvartal 2022 hævet den ledende rente med 0,25 %-point og signaleret en stribe yderligere renteforhøjelser gennem 2022. I kombination med den høje inflation er renterne steget ganske pænt gennem 1. kvartal 2022, hvor den tyske tiårige statsrente aktuelt handles i niveau 0,5 % mod -0,2 % for bare tre måneder siden.

De pæne rentestigninger har ført til betydelige kursfald på specielt de lange obligationer, hvor for eksempel den danske statsobligation 4,5 % STAT 2039 har realiseret et afkast på -10,5 % p.a. i 1. kvartal 2022. Aktuelt handles en dansk fireårig realkreditobligation til en effektiv rente på lidt over 1 % p.a., hvilket ikke er set i flere år.

Obligationsinvestorer kan nu få et positivt afkast på en forholdsvis kort obligation, hvis denne holdes til udløb. Den nuværende inflation på over 7 % p.a. gør, at afkastet langt fra er interessant med

en købekraftsbetragtning, men sammenlignet med at større kontantindeståender typisk forrentes med 0,75 % p.a. samt en forventning om, at inflationen ikke fastholdes på det nuværende høje niveau i længere tid, forekommer en investering i en fireårig dansk realkreditobligation at være interessant for en obligationsinvestor.

Krigen i Ukraine har ført til en styrkelse af den amerikanske dollar over for euroen og den danske krone, hvor den amerikanske dollar er steget med lidt over 2 % i det forgangne kvartal. Umiddelbart forekommer det overraskende, at euroen er blevet svækket med lidt over 3 % over for den japanske yen i det forgangne kvartal. Svækkelsen skyldes, at den japanske centralbank har signaleret, at de fortsat ønsker at holde renten nede i landet samt fortsætter med at opkøbe japanske statsobligationer. Det er modsat i Europa, hvor den europæiske centralbank (ECB) har varmet op til en mulig renteforhøjelse senere på året.

Forventninger

Som vi skrev i den forgange Kvartalsrapport, var det vores vurdering, at udfaldsrummet i 2022 vil blive større både økonomisk og investeringsmæssigt. Dette var vurderingen allerede inden krigen i Ukraine brød ud, og med den russiske invasion er udfaldsrummet nu uden tvivl blevet endnu større. OECD udsendte i december 2021 deres forventninger til verdensøkonomien for 2022 og 2023.

I marts 2022 kom OECD med en revurdering til deres prognose. Den revurderede prognose tager udgangspunkt i, at de nuværende prisstigninger, som vi har set på råvare-, fødevarer-, og energimarkedet, forbliver omkring de nuværende niveauer, og påvirkningen på de finansielle markeder forbliver den samme gennem hele 2022. Det er nok svært at forestille sig, at det bliver status quo gennem hele 2022, men lige nu er det nok det bedste bud. Samtidig giver det et godt indblik i, hvad de umiddelbare økonomiske konsekvenser af krigen kan blive.

I den oprindelige prognose fra OECD fra december kan man se, at verdensøkonomien i 2022 forventede at vokse med 4,5 % p.a. i forhold til 2021, hvilket ville være cirka 1,2 %-point højere end den gennemsnitlige økonomiske vækst i periode 2013-19. I den reviderede prognose vurderes væksten i verdensøkonomien i 2022 at blive 1,1 %-point lavere end hidtil antaget (se figur 2). Krigen i Ukraine ser ikke umiddelbart ud til at afspore det økonomiske opsving i verdensøkonomien. Krigen forventes "kun" at mindske opsvinget, så væksten kommer ned på det gennemsnitlige niveau, der var tilfældet i årene 2013-19. Prognosen viser påvirkningen er størst i Europa og noget mindre i USA.

Ved en tilsvarende sammenligning på inflations siden, havde OECD's december prognose en inflation på 4,2 % p.a. i 2022 sammenlignet med 2021, hvilket var en del højere end i årene 2013-19, hvor den gennemsnitlige inflation var på blot 1,7 % p.a. Inflationsniveauet var allerede

OECD Economic Outlook December 2021

	Average 2013-2019	2020	2021	2022	2023	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.3	-3.4	5.6	4.5	3.2	3.8	3.9	3.2
G20 ²	3.5	-3.1	5.9	4.7	3.3	4.1	3.8	3.3
OECD ²	2.2	-4.7	5.3	3.9	2.5	4.4	3.3	2.2
United States	2.4	-3.4	5.6	3.7	2.4	5.1	3.0	2.3
Euro area	1.9	-6.5	5.2	4.3	2.5	4.9	3.3	2.1
Japan	0.8	-4.6	1.8	3.4	1.1	0.0	3.1	0.9
Non-OECD ²	4.3	-2.2	5.8	4.9	3.8	3.2	4.3	4.0
China	6.8	2.3	8.1	5.1	5.1	3.9	5.5	5.0
India ³	6.8	-7.3	9.4	8.1	5.5			
Brazil	-0.3	-4.4	5.0	1.4	2.1			
Unemployment rate⁴	6.5	7.1	6.2	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1
Inflation^{1,5}	1.7	1.5	3.5	4.2	3.0	4.9	3.4	3.1
Fiscal balance⁶	-3.2	-10.4	-8.4	-5.2	-3.7			
World real trade growth¹	3.4	-8.4	9.3	4.9	4.5	6.1	5.2	4.2

1. Percentage changes; last tree columns show the change over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal years.

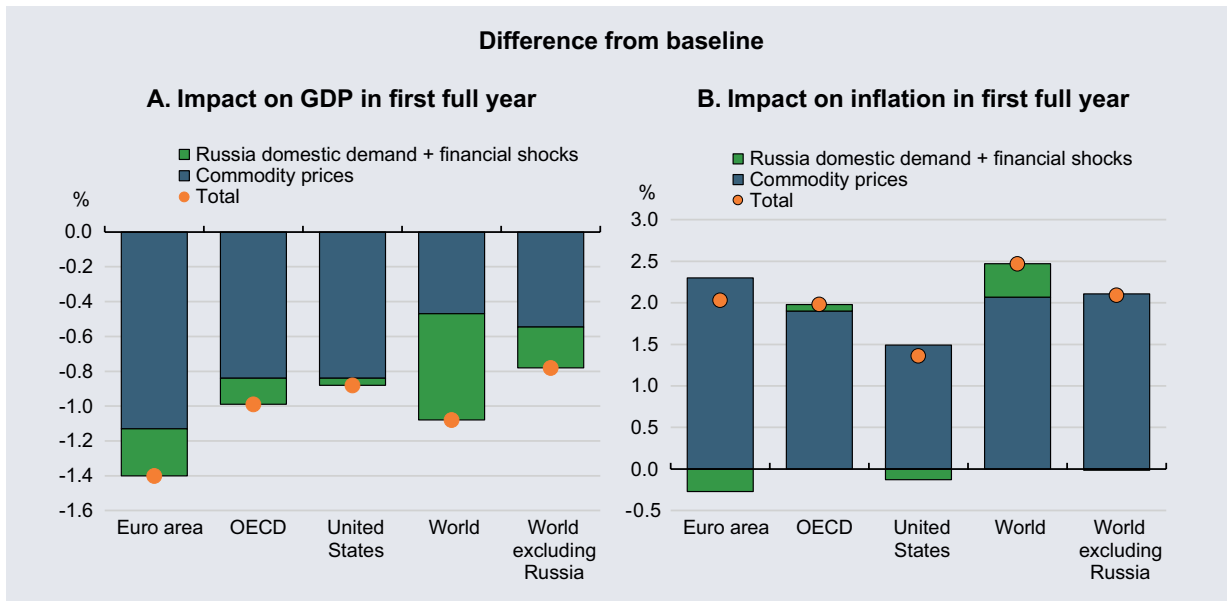
4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

6. Per cent of GDP.

Kilde: OECD Economic Outlook 110 database.

Figur 2

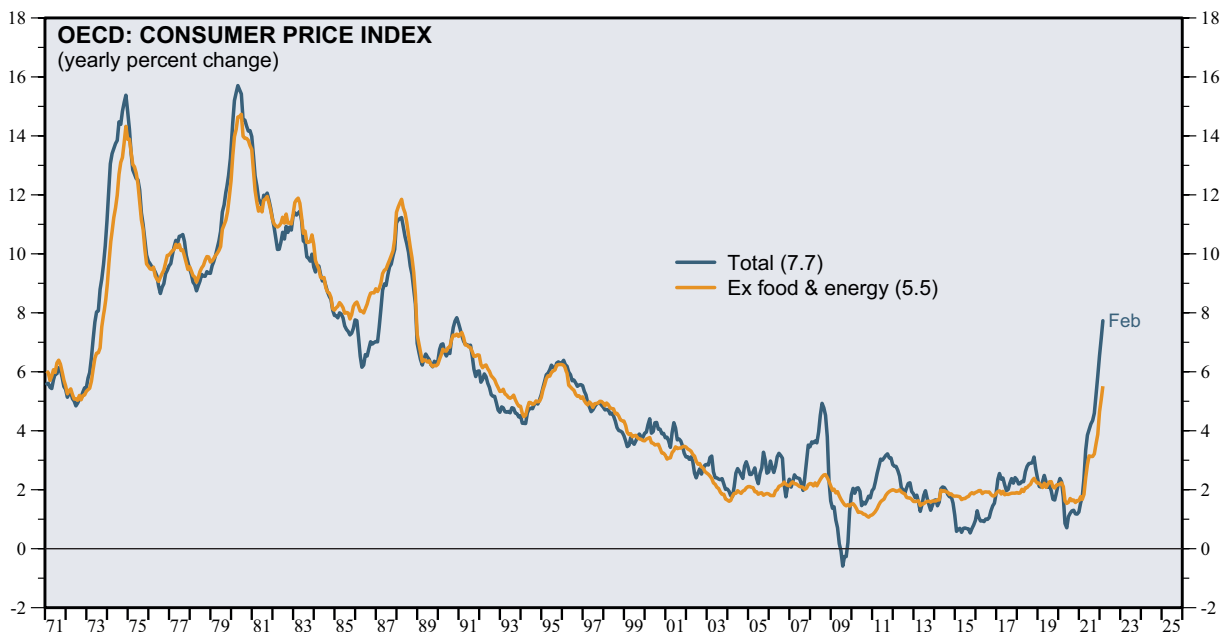


Note: See the Technical Appendix for full details of the shocks applied. Kilde: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

forhøjet en del i deres oprindelige prognose, og selv for 2023 var forventningen oprindeligt en inflation på 3,0 % p.a. og ligeledes en del over det tidligere gennemsnit. Derfor var det forventeligt med en række renteforhøjelser gennem 2022 i OECD-området og i særdeleshed i USA. Den reviderede inflationsprognose ser et inflations-

bidrag på 2,0 % p.a. til verdensøkonomien – for eksempel Rusland i 2022 hvor effekten dog ”blot” er omkring 1,5 %-point i USA mod 2,0 %-point i Europa. Som det ses af nedenstående figur, er inflationen kraftigt på vej op i OECD-området, og vi skal helt tilbage i 1980’erne for at have oplevet så høje inflationsrater.

Figur 3



Source: Organization for Economic Cooperation & Development (OECD).

Kilde: Organization for Economic Cooperation & Development (OECD).

Hvordan skal centralbankerne reagere på den yderligere stigning i inflationen, som krigen i Ukraine har skabt? Normalt er en kraftigt stigende inflation et udtryk for, at der er skabt en ubalance mellem udbud/efterspørgsel ved, at efterspørgslen er steget kraftigt, og økonomien er på vej mod en overophedning.

Krigen i Ukraine har skabt frygt for et faldende udbud. Der er ikke tale om en for kraftig efterspørgsel, så er yderligere rentestigninger den rette løsning på dette problem? Næppe i vores optik idet de stigende energi-, fødevarer- og råvarepriser i forvejen virker forbrugshæmmende. Forbrugerne har færre penge til øvrigt forbrug, så stiger renterne for hurtigt og for voldsomt, kan det sende verdensøkonomien i en uønsket recession. OECD har anbefalet, at centralbankerne verden over vurderer de økonomiske konsekvenser af krigen for deres område.

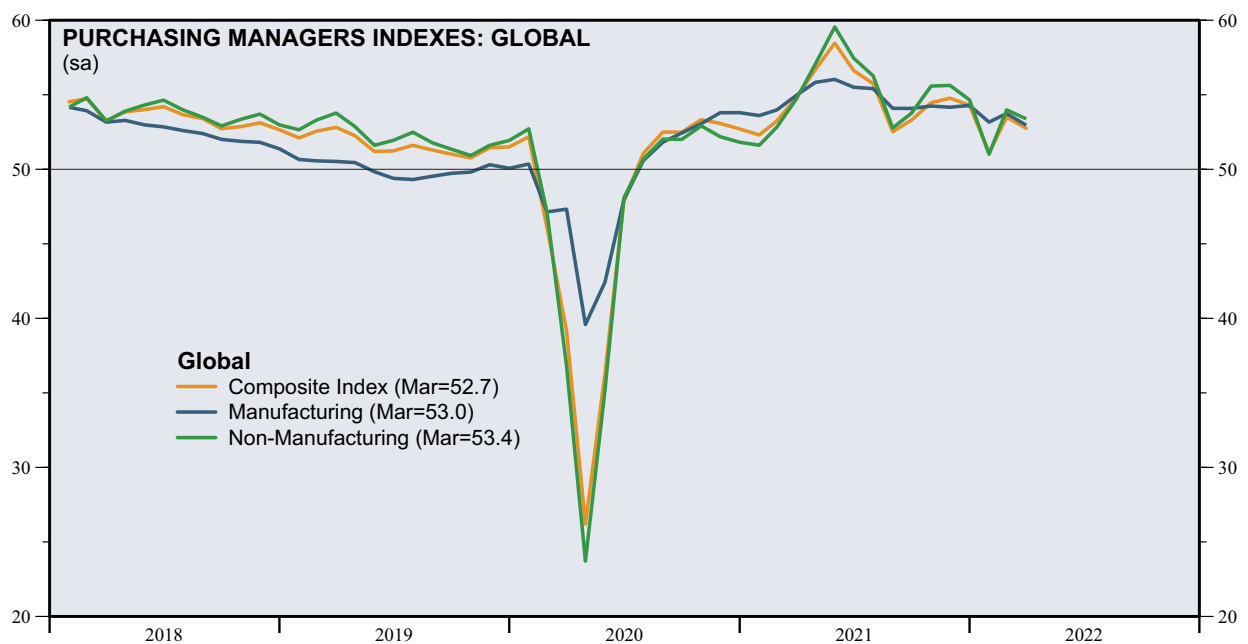
Centralbankerne bør som udgangspunkt følge den plan for en normalisering af pengepolitikken, der var gældende før krigen. I vores optik vil det betyde, at den amerikanske centralbank gradvist forventes at sætte renten yderligere op gennem 2022, mens vi forventer den europæiske centralbank skal have et bedre overblik over de økonomiske konsekvenser før, at de begynder at forhøje renterne.

Hvis vi betragter de globale indkøbschefers forventninger til udviklingen i den nærmeste fremtid, er indkøbscheferne fortsat rimeligt optimistiske jævnfør nedenstående figur. Dette underbygger OECD's forventning om, at det økonomiske opsving ikke umiddelbart forventes at blive afsporet af krigen i Ukraine, men vi blot ser en opbremsning i styrken af opsvinget (se figur 4).

Når der sker store skelsættende begivenheder, ser vi ofte, at det skaber nye trends og endda regimeskifter. I forbindelse med COVID-19 er der for eksempel sket en forøget digitalisering og virksomhederne arbejder på en mere simpel forsyningskæde med produktion flere geografiske steder og øget brug af lagre. Krigen i Ukraine har allerede betydet et regimeskifte på forsvarsområdet, hvor Tyskland er i gang med at genopstå som en stormagt, og ligeledes investerer andre lande i NATO også mere i forsvaret. Der er således sket et regimeskifte, hvor Europa tidligere havde den holdning, at forsvaret havde man outsourcet til USA. Europa har nu et ønske om, at man skal kunne forsvare sig selv.

Den samme holdning var der på energiområdet, hvor energiforsyningen i Europa tidligere i høj grad var "en by i Rusland". Europa har nu et ønske om, at man på længere sigt skal være selvforsynende med energi og på kort sigt have flere

Figur 4



Kilde: Markit and Haver Analytics/Yardeni.com

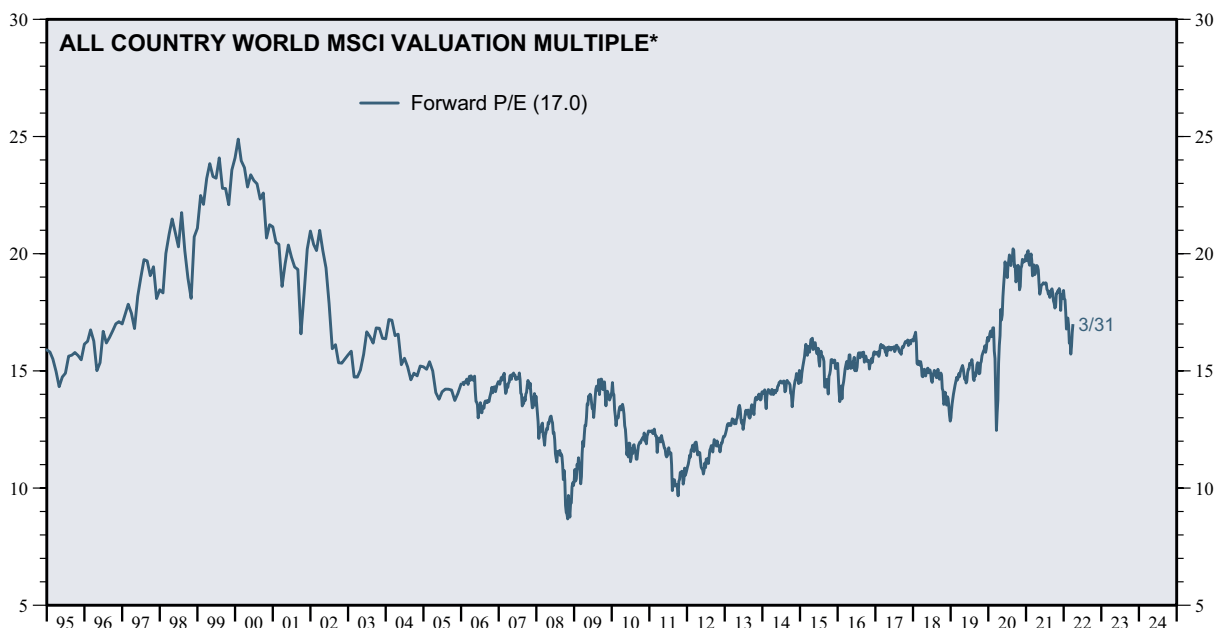
leverandører af energi. Der er således lagt op til betydelige investeringer på energi- og forsvarsområdet i Europa i de kommende år. Det vil uden tvivl betyde, at der bliver sat turbo på den grønne omstilling på energiområdet i Europa til gavn for selskaber som både Ørsted og Vestas. Den grønne omstilling kan dog ikke klares med et snuptag, så hvad skal der ske i mellemtiden? Skal atomkraft anses som en grøn energikilde? Kan investeringer i olie- og gasselskaber – måske de mest miljøvenlige – blive anset som en bæredygtig investering? Og hvad med våbenproducenter – kan det også blive anset som bæredygtigt at investere i for eksempel forsvarsrelaterede våben? Der er fortsat mange ubesvarede spørgsmål men ingen tvivl om, at Europa er i gang med at blive en mere uafhængig verdensdel på mange områder.

Når der skal investeres betydelige summer i både en grøn omstilling samt et øget forsvar, vil det også kræve store offentlige investeringer, og hvordan skal disse finansieres? Skal der skæres på velfærden andre steder, kan vi se frem til skattestigninger, eller vil staterne acceptere et stigende budgetunderskud i denne transformationsperiode? Det er vores vurdering, at staterne vil forsøge at fastholde velfærden for sine borgere. Finansieringen skal sandsynligvis dels skaffes ved et større budgetunderskud samt stigende skatter for de mere velstående borgere. Staterne

vil få brug for at udstede flere obligationer, hvilket kan lægge et opadgående pres på specielt de lange renter. Samtidig må det formodes, at centralbankerne i et sådant scenarie fortsat vil have et ønske om at holde den korte rente på et så lavt niveau som muligt for ikke at forøge staternes finansieringsudgifter unødigt meget. Det er i særdeleshed i Europa, at problemstillingen gør sig gældende, da USA allerede har et stort forsvar og er selvforsynende på energiområdet modsat Europa. Mon ikke de kommende rentestigninger fra ECB bliver af en væsentlig mere moderat størrelse, end der tilsvarende forventes at ske i USA?

De store politiske- og økonomiske bevægelser vi i øjeblikket se, vil givetvis betyde mindre globalisering, idet de store økonomiske områder som USA, Kina og Europa alle har et ønske om at kunne stå på egne ben på alle strategiske områder. Mindre globalisering vil også betyde et opadgående pres på den underliggende inflation i en periode. Vi skal derfor påregne et højere renteniveau, end vi har været vant til i de forgangne år. Det skal dog nævnes, at Europa rent demografisk minder mere om Japan end om USA. Derfor vil der fortsat være demografisk inflationær modvind i Europa. De investeringer, der foretages i mere lokal produktion, vil ofte være deflationsskabende på sigt, idet investeringerne vil bære præg af udvidet brug af robotteknologi

Figur 5



* Price divided by forward consensus expected earnings per share. Monthly data through December 2005, weekly thereafter.

Kilde: I/B/E/S data by Refinitiv.

og kunstig intelligens. Dette vil automatisk presse renteniveauet ned igen på lidt længere sigt i Europa.

I et scenarie med større risiko og stigende inflation, burde kvalitetselskaber med en høj grad af pricing power klare sig bedst. Selskaber, som er dygtig ledet, har en gennemprøvet forretningsmodel, er ledende inden for deres branche, ofte med en lav gældsandel og hvor kunderne har svært ved at finde et tilfredsstillende substituere produkt, vil ofte kunne vælte prisstigningerne over på kunderne uden de oplever en nedgang i salget. En investering i et kvalitetselskab som eksempelvis danske Coloplast, Chr. Hansen og Novo Nordisk vil i vores optik give en god beskyttelse mod stigende inflation.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af figur 5 side 9 se, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 17 gange den forventede indtjening i de kommende 12 måneder. Dette virker i vores optik ikke dyrt.

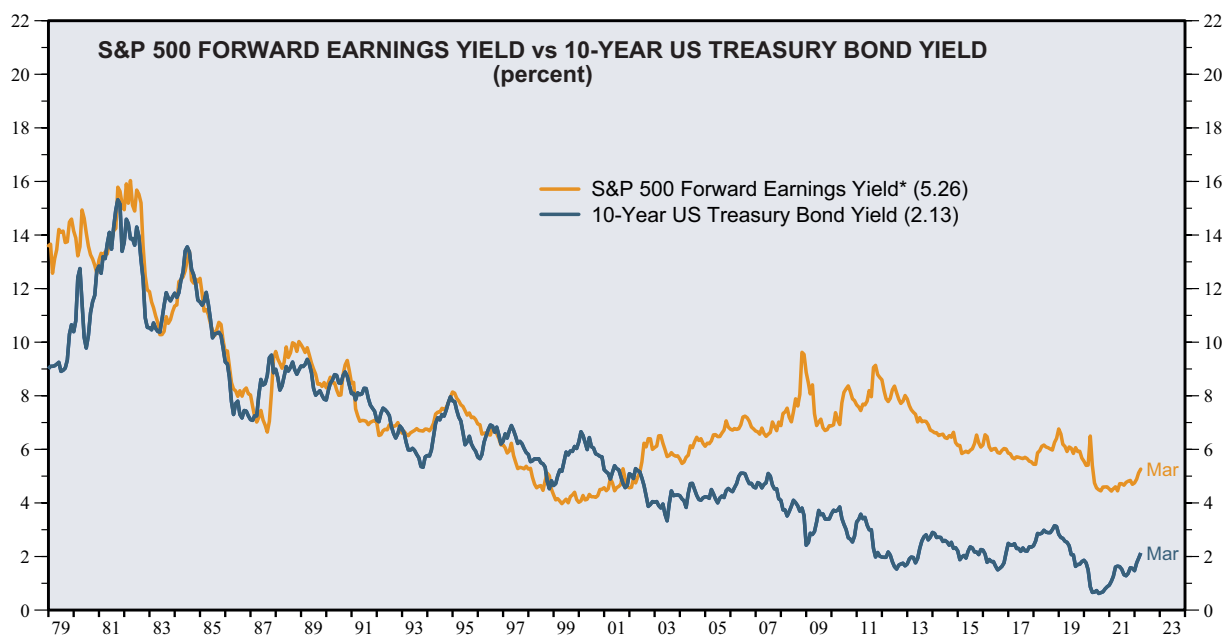
I nedenstående figur er den effektive rente på den tiårige amerikanske statsobligation sat i forhold til prisfastsættelsen på aktier i S&P 500 indekset. Aktier har ingen effektiv forrentning, men man kan beregne en syntetisk effektiv

forrentning på S&P 500 indekset kaldet Forward Earnings Yield (samlet forventet 12 måneders indtjening i de underliggende selskaber divideret med indekxværdien). Den tilnærmelsesvis sammenlignelige "rente" kan aflæses i højre side af figuren. På baggrund heraf kan vi se, at aktierne i S&P 500 indekset stadig virker meget attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en tiårige amerikansk statsobligation. Selv om den tiårige amerikanske rente skulle stige yderligere, vil det stadig være meget attraktivt at investere i aktier – forudsat at selskabsindtjeningen ikke forringes.

Vi oplever i denne tid flere regimeskifter inden for flere områder, og der vil givetvis opstå nye investeringsmæssige trends i kølvandet på krigen i Ukraine. Dette er vi meget opmærksomme på. Som investor skal man huske på, at det ofte er i forbindelse med store kriser, at kimen til et nyt bæredygtigt opsving og nye langsigtede bæredygtige forretningsmodeller opstår. Derfor kan den nuværende krise godt gå hen og blive "short term pain long term gain" ud fra et investeringsmæssigt synspunkt.

Der er meget som tyder på, at krigen i Ukraine ikke afsporer det økonomiske opsving, men der blot vil blive tale om en mere afdæmpet og normaliseret økonomisk vækst i 2022. Der vil fortsat

Figur 6



* S&P 500 12-month forward consensus expected operating earnings divided by S&P 500 stock price index.

Kilde: Standard & Poor's and Federal Reserve Board.

være et pres på de længere renter, idet inflationen forventes at forblive meget høj i en længere periode end hidtil antaget i kombination med, at staterne får et øget finansieringsbehov til øgede forsvarsudgifter og den grønne omstilling på energiområdet. I dette scenarie, er det vores vurdering, at man som investor skal fastholde en aktieandel, der er lidt over benchmark, hvor hovedvægten af investeringerne er foretaget i kvalitetsselskaber med pricing power. På obli-

gationssiden skal man fortsat undgå for mange lange obligationer i sin portefølje, men med den seneste tids rentestigning forekommer en dansk fireårig realkreditobligation med en effektiv rente i niveau 1 % p.a. som en interessant placering.

*Af Johnny Madsen
Partner og investeringschef
6. april 2022.*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue
Investeringspleje &