

Kvartalsrapport

4. kvartal 2022

Resume

2022 har været det mest udfordrende investeringsmæssige år siden Finanskrisen i 2008. De fleste aktiemarkeder har realiseret afkast på -11% til -14%, mens obligationsafkastene for korte, danske statsobligationer har været på -6,8%, og Nykredits Realkreditindeks har givet -19,3% i 2022. Og det er gået endnu værre, hvis man for eksempel har haft lange, danske statsobligationer, som 4,5% STAT 2039, med et afkast på -27,5% eller en aktie som Tesla, der har givet et afkast omkring -60%, målt i DKK, i 2022. Der har været mange investeringsmæssige faldgruber i 2022, og netop i sådant et år er det vigtigt, at ens portefølje af værdipapirer viser sit værd og ikke "falder ud af sengen", samt man som investor husker på, at der med jævne mellemrum vil komme år med negative afkast.

Udviklingen på de finansielle markeder i 2023 vil sandsynligvis afhænge af, hvorvidt og hvordan det lykkes at få bugt med den høje inflation. Der er ingen tvivl om, at centralbankerne vil have inflationen ned, også selvom det betyder, at de respektive landes økonomier skal igennem en mild recession. Centralbankerne er ikke interesseret i at sende landene ud i en dyb økonomisk tilbagegang, men en mild og kortvarig økonomisk tilbagegang vil centralbankerne sandsynligvis gerne acceptere for at få inflationen ned. Centralbankernes altafgørende udfordring i 2023 bliver således, at de skal

forsøge at få inflationen under kontrol ved at have et passende renteniveau til sikring af dette, uden de samtidig sender økonomierne ud i en dyb økonomisk tilbagegang. Dette skal gøres i en verden, som er præget af forhøjet risiko i form af krigen mellem Ukraine og Rusland, samt et kinesisk samfund, der åbner mere og mere selv om der samtidig sker en kraftigt stigende Corona-smitte. Dette bliver ikke en let opgave for centralbankerne, og det kan godt være, de både skal bruge bremse og speeder omkring renteændringer med korte mellemrum i løbet af 2023 for at sikre deres målsætning.

Vi ser et pænt nedadgående pres på inflationen i øjeblikket, og der er gode chancer for, at inflationen aftager hurtigere og kraftigere end det, der er lagt til grund for OECD's prognose. Dette burde danne basis for, at de finansielle markeder kan klare sig væsentligt bedre i 2023 end i 2022.

Det er altid meget svært at spå om, hvordan den kortsigtede økonomiske udvikling bliver, specielt når der er så mange usikkerhedsmomenter til stede, som der er i øjeblikket. Investorerne kan dog glæde sig over, at det nu igen er muligt at opnå positive forventede afkast på ens obligationsinvesteringer, og kvalitetselskaber skal fortsat nok give et attraktivt langsigtet afkast. Tiden arbejder som altid for den tålmodige investor, som har en god spredt investeringsportefølje.



Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2022

Udvikling i 4. kvartal 2022					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2022
	30.09.2022	30.12.2022			
OMX CGI	2.118,71	2.498,90	380,19	17,94%	-3,53%
OMXC Cap. GI	2.143,13	2.477,57	334,44	15,61%	-12,12%
MSCI World All Countries	3.140,53	3.167,61	27,08	0,86%	-12,58%
MSCI USA*	3.954,63	3.888,46	-66,17	-1,67%	-14,18%
MSCI Europa*	1.983,65	2.179,13	195,48	9,85%	-10,99%
MSCI Japan*	1.692,04	1.759,18	67,14	3,97%	-10,82%

*opgjort i DKK ex. udbytte

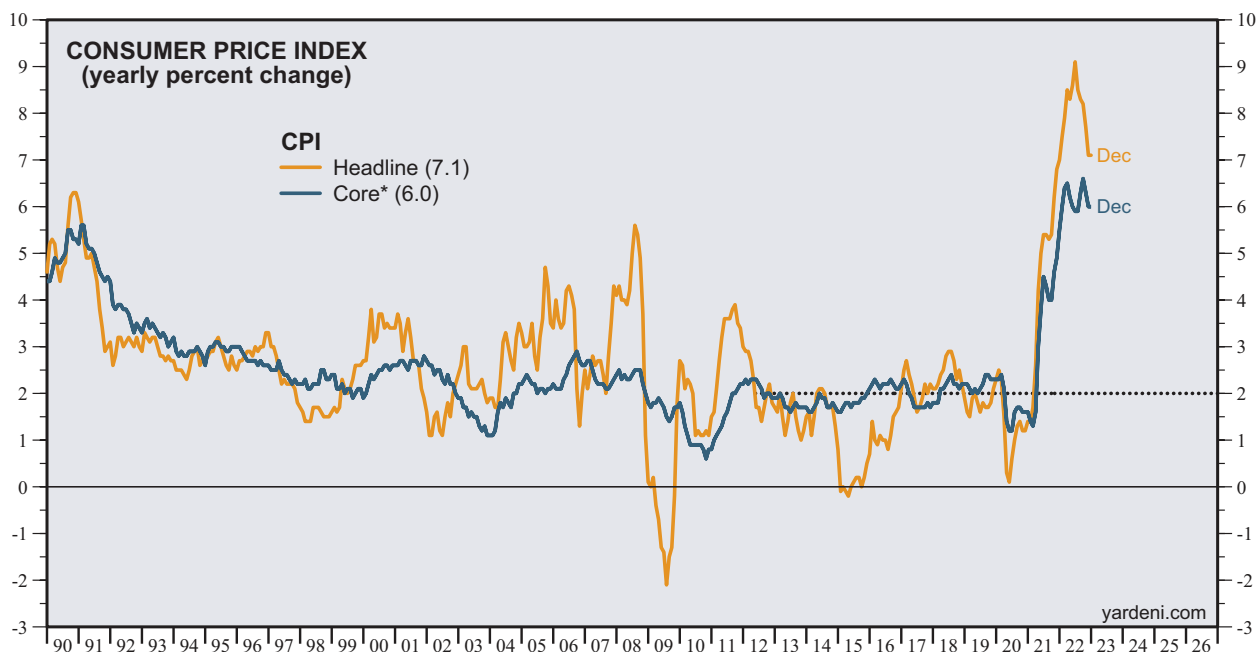
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2022
	30.09.2022	30.12.2022			
Rente på indskudsbeviser	0,65	1,75	1,10	0,30%	-0,10%
1,50% STAT 23	1,93	2,53	0,60	-0,02%	-3,29%
0,5% STAT 2027	2,36	2,61	0,25	-0,55%	-13,10%
4,5% STAT 2039	2,59	2,62	0,03	0,28%	-27,47%
1,5% NYK 2050	4,18	3,66	-0,52	6,63%	-19,02%
BDEN15				-1,44%	-6,84%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2022
	30.09.2022	30.12.2022			
USD/DKK	7,63	6,97	-0,66	-8,61%	6,26%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,053	0,053	0,000	0,31%	-7,21%

Udviklingen i 4. kvartal 2022

Efter et meget udfordrende 3. kvartal 2022, hvor investorerne generelt solgte kraftigt ud af europæiske aktier med store kursfald til følge, vendte udviklingen i 4. kvartal 2022, hvor investorerne købte op af europæiske aktier med store kursstigninger til følge. Som det ses af afkastene ovenfor, er MSCI Europa i 4. kvartal 2022 steget med knap 10%, målt i DKK. De danske aktier har haft et endnu bedre kvartal med en stigning på 15,6% på OMXC cap. GI indekset, som er det brede danske aktieindeks, hvor hver enkelt aktie maksimalt kan indgå med en vægt på 10%. Hvis man ser på afkastene for hele 2022 i skemaet ovenfor, ender disse med at være forbavsende ens med afkast, målt i DKK, i niveau -11% til -14%, når man ser bort fra det danske aktiein-

deks OMX CGI, som har leveret et afkast på -3,5% i 2022. OMX CGI-indekset er i høj grad domineret af Novo Nordisk, som aktuelt indgår med en vægt på næsten 50% i dette indeks, hvorfor aktieindekset er meget afhængigt af kursudviklingen på Novo Nordisk. I 2022 realiserede Novo Nordisk et afkast på 29,5%, hvilket var med til at trække afkastet på OMX CGI-indekset kraftigt op. De danske aktier har således igen i 2022 leveret et afkast, som er konkurrencedygtigt i forhold til de globale aktiemarkeder, også selvom danske aktier med jævne mellemrum "dømmes ude" af diverse analytikere og investorer. Hvis man som investor primært investerer i de største danske selskaber, er det i høj grad dygtigt ledede, internationalt orienterede kvalitetselskaber af dansk



* Excluding food and energy prices.

Note: Dotted line is the Fed's official 2% inflation target for the personal consumption expenditures deflator measure of inflation.

Source: Bureau of Labor Statistics.

oprindelse, som har deres hovedkvarter i Danmark, som man investerer i. Derfor er vi fortsat af den opfattelse, at man som dansk investor godt kan have en pæn andel af de store danske aktier i sin portefølje og samtidig opnå både en god spredning i sine aktieinvesteringer samt et godt langsigtet afkast.

Inflation og renteforhøjelser fra centralbankernes side har været det helt store tema i det forgangne kvartal. Som det ses af ovenstående graf over udviklingen i de amerikanske forbrugerpriser (CPI), har den amerikanske inflation (headline) udvist en faldende tendens i de seneste måneder.

I Euro-området er inflationen først faldet i november til 10,1% p.a., hvor den i oktober var på 10,6% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Det er fortsat energipriser med stigninger omkring 35% p.a. i november, der i høj grad bidrager til det forhøjede inflationsniveau i Euro-området.

Det faldende inflationsniveau i både USA og Euro-området skabte i løbet af 4. kvartal 2022 en forhåbning om, at både den europæiske og amerikanske centralbank snart ville stoppe med at hæve renterne, hvor begge centralbanker imidlertid dog har hævet deres respektive, ledende

renter med 1,25%-point alene i 4. kvartal 2022. Forhåbningen om en fortsat faldende inflation og et snarligt stop for yderligere renteforhøjelser fra centralbankerne var en medvirkende årsag til stigningerne i aktiekurserne i løbet af kvartalet.

På obligationssiden blev der også skabt en positiv stemning med rentefald til følge på de europæiske obligationer på forhåbningen omkring, at den europæiske centralbank (ECB) snart ville stoppe med at hæve renterne. Som det kan ses af grafen på næste side, faldt den tyske 10-årige statsobligationsrente med ca. 0,5%-point i løbet af 4. kvartal 2022, men optimismen fik en brat afslutning 15. december 2022, idet ECB i forbindelse med deres pressemeddelelse lod forstå, at de slet ikke var færdige med at hæve renterne endnu. Den meget hårde retorik førte til, at den 10-årige tyske statsrente steg med 0,5%-point igen, og dermed var rentefaldet forsvundet.

Ovenstående renteutvikling har også betydet, at afkastet på de danske statsobligationer har været omkring 0% p.a. i det forgangne kvartal. Realkreditobligationen 1,5% NYK 2050 har dog realiseret et afkast på 6,6% p.a. i 4. kvartal 2022, hvilket dog skal ses i lyset af, at de danske realkreditobligationer havde et meget svært 3. kvartal 2022, hvor førnævnte obligation gav et afkast på -10,6% p.a. Hvis man ser på hele 2022,

har obligationsinvestorer haft et meget svært 2022 med betydelige negative afkast. Selv de korte danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1-5 år (BDEN1-5), har realiseret et afkast på -6,84% i 2022, men endnu værre er det gået for realkreditobligationerne. 1,5% NYK 2050 har realiseret et afkast på -19,0% i 2022, og netop denne obligation er et godt spejlbillede af, hvordan afkastet har været på Nykredits Realkreditindeks i 2022, idet dette indeks realiserede et afkast på -19,3% i 2022. Havde man som investor i 2022 valgt en passiv strategi ved blot at investere i et spejlbillede af Nykredit Realkreditindeks, ville man således have opnået et afkast på -19,3% i 2022 på sine obligationsinvesteringer. Passive investeringer har den fordel, at de er prisbillige, men det kræver i vores optik stadig en aktiv stillingtagen til, hvorvidt den enkelte investering nu også er den rigtige at foretage. En ukritisk tilgang til passive investeringer kan betyde, at man som investor kommer uheldigt afsted og er med på bobleliggende investeringer.

Den hårde retorik fra den europæiske centralbank har ført til en styrkelse af euroen over for dollaren i det forgangne kvartal, hvor dollaren

er faldet med 8,6% p.a. over for både euro og danske kroner. Set over hele 2022 er den amerikanske dollar dog blevet styrket med over 6% over for både euro og danske kroner.

2022 har således været det mest udfordrende investeringsmæssige år siden Finanskrisen i 2008. Som det ses af afkastene i skemaet på side 2, har de fleste aktiemarkeder realiseret afkast på -11% til -14% mens obligationsafkastene for korte danske statsobligationer har været på -6,8% og Nykredits Realkreditindeks har givet -19,3% i 2022. Og det er gået endnu værre, hvis man for eksempel har haft lange danske statsobligationer, som 4,5% STAT 2039, med et afkast på -27,5% eller en aktie som Tesla, der har givet et afkast omkring -60%, målt i DKK, i 2022. Der har været mange investeringsmæssige faldgruber i 2022, og netop i sådant et år er det vigtigt, at ens portefølje af værdipapirer viser sit værd og ikke "falder ud af sengen", samt man som investor husker på, at der med jævne mellemrum vil komme år med negative afkast. Investeringer skal ses og bedømmes over en årrække, og den tålmodige investor med en godt spredt portefølje af værdipapirer med fokus på kvalitet vil blive belønnet på den lange bane.



Forventninger

Udviklingen på de finansielle markeder i 2023 vil sandsynligvis afhænge af, hvorvidt og hvordan det lykkes at få bugt med den høje inflation. Der er ingen tvivl om, at centralbankerne vil have inflationen ned, også selvom det betyder, at de respektive landes økonomier skal igennem en mild recession. Centralbankerne er ikke interesseret i at sende landene ud i en dyb økonomisk tilbagegang, men en mild og kortvarig økonomisk tilbagegang vil centralbankerne sandsynligvis gerne acceptere for at få inflationen ned. Centralbankernes altafgørende udfordring i 2023 bliver således, at de skal forsøge at få inflationen under kontrol ved at have et passende renteniveau til sikring af dette, uden de samtidig sender økonomierne ud i en dyb økonomisk tilbagegang. Dette skal gøres i en verden, som er præget af forhøjet risiko i form af krigen mellem Ukraine og Rus-

land, samt et kinesisk samfund, der åbner mere og mere selv om der samtidig sker en kraftigt stigende Corona-smitte. Dette bliver ikke en let opgave for centralbankerne, og det kan godt være, de både skal bruge bremse og speeder omkring renteændringer med korte mellemrum i løbet af 2023 for at sikre deres målsætning.

Hvis vi ser på den seneste prognose fra OECD fra november 2022 i nedenstående tabel, ses det, at der forventes en økonomisk vækst i verdensøkonomien i 2023 på 2,2% p.a., hvilket er noget under gennemsnittet fra 2013-2019. Økonomierne i både USA og Euro-området forventes i 2023 kun at vokse med beskedne 0,5% p.a., hvilket er meget tæt på en økonomisk tilbagegang, men prognosen er fortsat udtryk for en kontrolleret opbremsning og ikke et brat fald i den økonomiske aktivitet.

Global growth is projected to slow further

	Average 2013-2019	2021	2022	2023	2024	2022 Q4	2023 Q4	2024 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3,4	5,9	3,1	2,2	2,7	2,0	2,3	3,0
G20 ²	3,5	6,2	3,0	2,2	2,7	2,0	2,2	3,0
OECD ²	2,2	5,6	2,8	0,8	1,4	1,2	0,9	1,8
United States	2,4	5,9	1,8	0,5	1,0	0,2	0,3	1,6
Euro area	1,9	5,3	3,3	0,5	1,4	1,4	0,7	1,7
Japan	0,8	1,6	1,6	1,8	0,9	2,0	1,2	0,7
Non-OECD ²	4,4	6,2	3,4	3,3	3,8	2,7	3,6	4,0
China	6,8	8,1	3,3	4,6	4,1	4,4	4,5	4,0
India ³	6,8	8,7	6,6	5,7	6,9			
Brazil	-0,4	4,9	2,8	1,2	1,4			
OECD unemployment rate⁴	6,5	6,2	5,0	5,3	5,5	5,0	5,5	5,5
Inflation¹								
G20 ^{2,5}	3,0	3,9	8,1	6,0	5,4	8,0	5,5	5,5
OECD ^{6,7}	1,6	3,8	9,4	6,5	5,1	9,6	5,5	5,1
United States ⁶	1,4	4,0	6,2	3,5	2,6	5,5	3,1	2,3
Euro area ⁸	0,9	2,6	8,3	6,8	3,4	9,6	4,9	2,9
Japan ⁹	0,9	-0,2	2,3	2,0	1,7	3,2	1,4	1,9
OECD fiscal balance¹⁰	-3,2	-7,3	-3,7	-3,6	-3,1			
World real trade growth¹	3,4	10,0	5,4	2,9	3,8	2,4	3,2	4,0

1. Per cent; last three columns show the change over a year earlier.

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

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Headline inflation.

6. Personal consumption expenditures deflator.

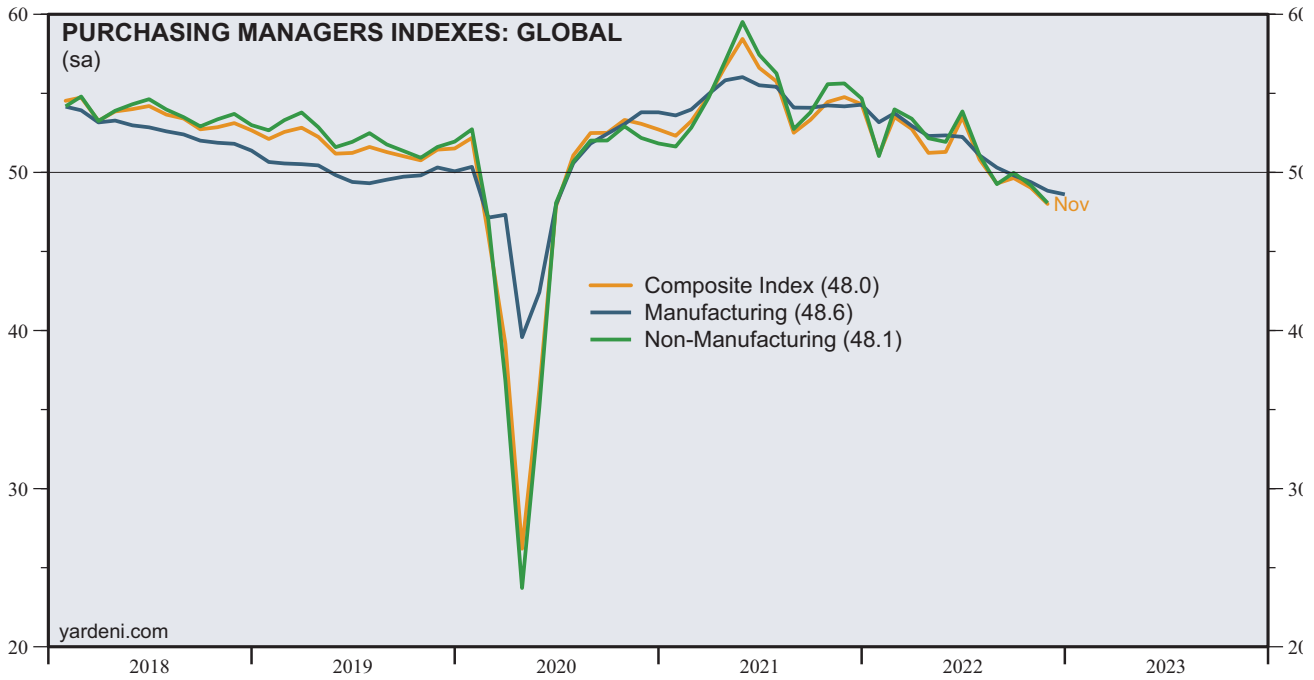
7. Moving nominal private consumption weights, using purchasing power parities.

8. Harmonised consumer price index.

9. National consumer price index.

10. Per cent of GDP.

Kilde: OECD Economic Outlook 112 database.

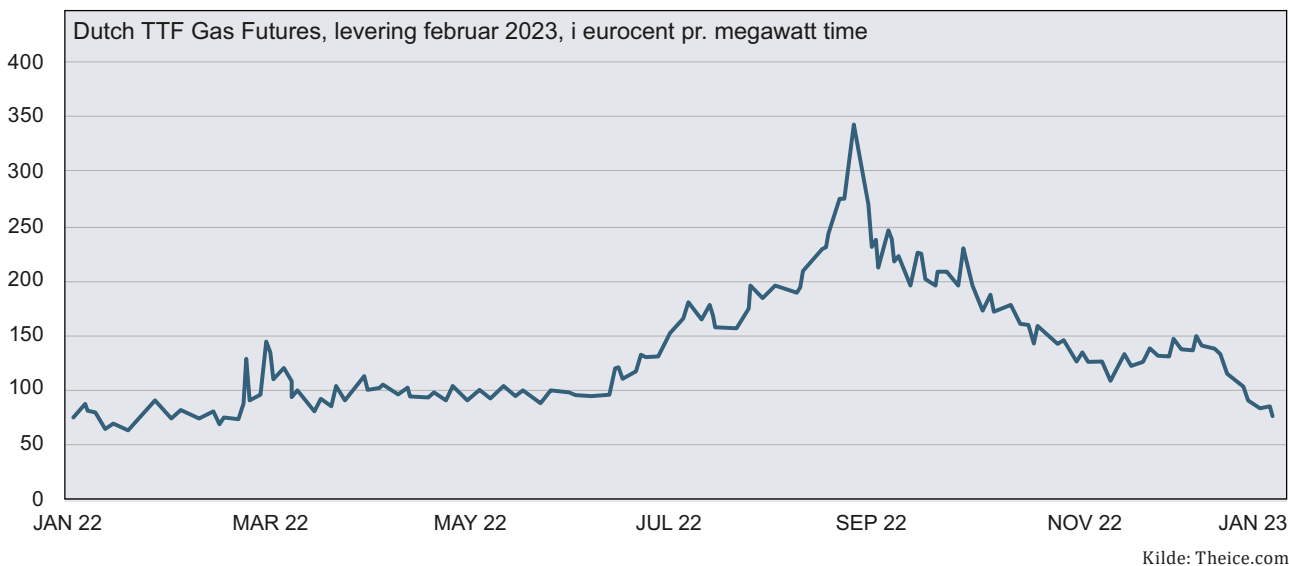


Hvis vi betragter de globale indkøbschefer forventninger, kan vi i ovenstående figur se, at der er tale om en aftagende grad af optimisme og ikke et brat fald, som vi var vidne til, da Covid-19-krisen ramte i foråret 2020. Indkøbscheferne bekræfter således forventningen om en kontrolleret opbremsning i den globale økonomi.

Hvis vi ser på OECD's prognose omkring inflationen i tidligere skema, kan vi se, at inflationen forventes at falde kraftigt tilbage igen i løbet af 2023 i USA til 3,5% p.a. Inflationen forventes derimod

at forblive på et højt niveau i 2023 i Euro-området på 6,8% p.a. Både den europæiske og amerikanske centralbank har en inflationsmålsætning omkring 2,0% p.a., hvilket ikke forventes opfyldt i hverken USA eller Euro-området i hverken 2023 eller 2024. Hvis OECD's inflationsprognose bliver til virkelighed, vil det uden tvivl give nogle udfordringer for i særdeleshed de europæiske renter, idet renteniveauet i Euro-området så skal yderligere pænt op fra det nuværende niveau for at bringe den europæiske inflation ned. Prognosen virker meget dystert, specielt med hensyn til den





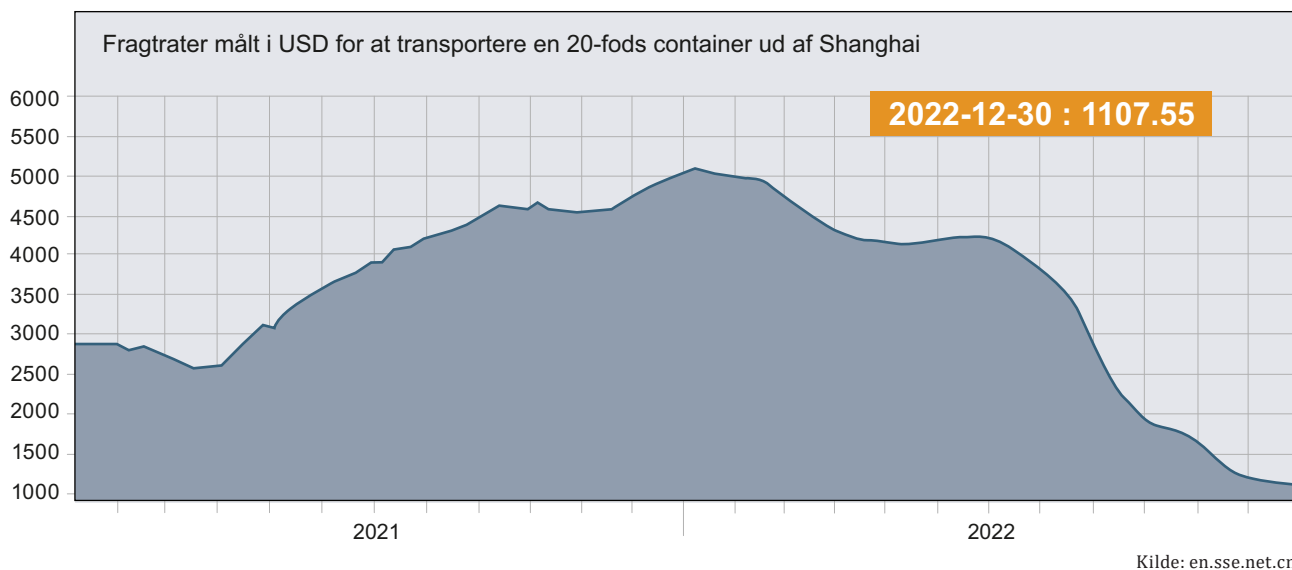
europæiske inflation, og ikke mindst set i lyset af, at gennemsnittet i årene 2013-2019 i Euro-området var på blot 0,9% p.a., hvilket var betydeligt under ECB's 2,0% p.a.-målsætning.

Der er i vores optik grund til at være mere optimistisk omkring inflationsudviklingen end OECD's prognose umiddelbart tilsiger, idet flere af de faktorer, der har bidraget til den forhøjede inflationsudvikling, nu er kraftigt aftaget. Hvis vi ser på udviklingen i olieprisen, målt ved Brent i USD pr. tønde, kan vi se, at prisen nu er tilbage omkring det niveau, den lå på primo 2022, og inden krigen startede i Ukraine.

Tilsvarende kan vi af ovenstående figur se, at gasprisen ligeledes er tilbage til prisen primo 2022,

og faktisk nu er under niveauet fra, da krigen i Ukraine startede 24. februar 2022. Gasprisen har været markant stigende i løbet af 2022, men er dog aktuelt faldet med mere end 75% fra det højeste niveau i sensommeren 2022.

Eftervirkningerne fra de markante Covid-nedlukninger betød ubalancer i de globale forsyningskæder, hvor vi gennem 2021 og store dele af 2022 var vidne til, at mange containerskibe lå for anker ud for de store havne, blandt andet Long Beach i Californien, da de ventede på at komme af med deres last. Dette betød kraftigt stigende fragtpriser for virksomhederne, hvilket forplantede sig i stigende forbrugerpriser. Hvis vi ser på nedenstående graf, som viser prisen for at få fragtet en container ud fra

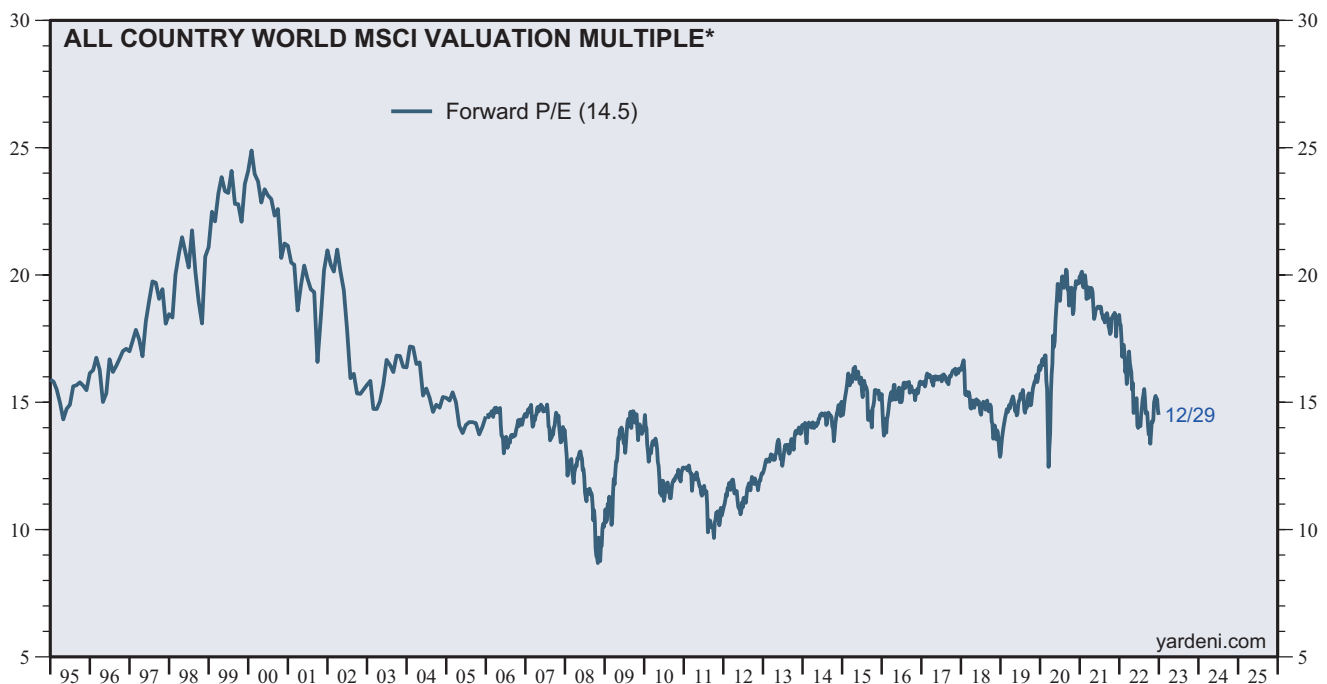


Shanghai, kan vi se, at fragtraterne er kollapsede i løbet af 2. halvår af 2022, så de aktuelt er pænt under niveauet for et år siden. Dette vil betyde lavere transportomkostninger for virksomhederne for at få transporteret deres varer, og vil dermed også lægge en dæmper på inflationen.

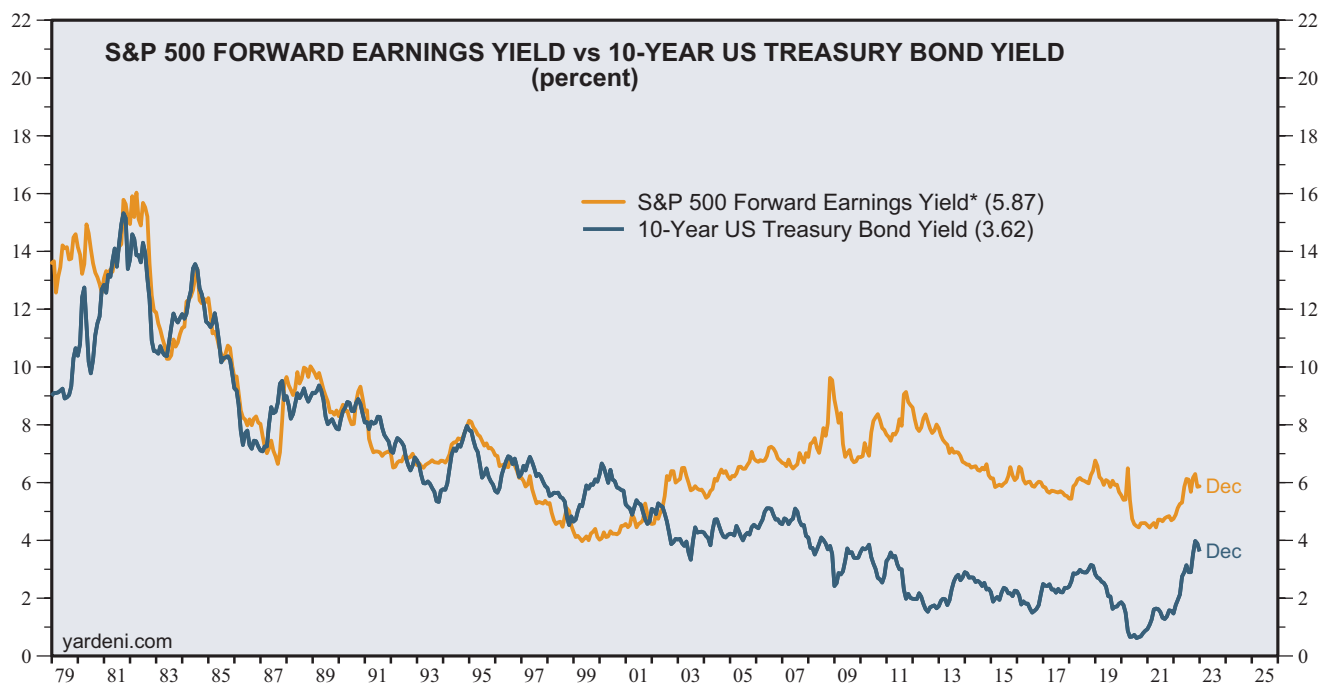
Vi ser således et pænt nedadgående pres på inflationen i øjeblikket, og der er gode chancer for, at inflationen aftager hurtigere og kraftigere end det, der er lagt til grund for i OECD's prognose. Dette burde danne basis for, at de finansielle markeder kan klare sig væsentligt bedre i 2023 end i 2022. Der er fortsat en forhøjet usikkerhed i øjeblikket i de økonomiske prognoser, idet meget også afhænger af, hvad der sker i krigen i Ukraine. Bliver der pludselig fred, eller eskaleres situationen med kraftigt stigende energipriser til følge? Og hvad med Kina? Det er positivt for både den økonomiske vækst og forsyningssikkerheden, at Kina åbner samfundet mere igen, men det kommer med den pris, at Covid-19-smitten er eksploderet i Kina. Dette giver et stort pres på hospitalsvæsenet, så kan kineserne finde på at lukke deres samfund ned igen? Der er således fortsat nok af betydelige usikkerhedsmomenter i de økonomiske prognoser endnu, og udfaldsrummet er stort, heldigvis både til den positive og negative side.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af nedenstående graf se, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau lige under 15 gange den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, hvilket vi vurderer som attraktivt. Dette forudsætter selvfølgelig, at de underliggende selskaber kan levere den forventede indtjening. Analytikerne har nedjusteret indtjeningsforventninger i takt med forventningen om en lidt lavere økonomisk aktivitet, men der er ikke taget højde for en større økonomisk opbremsning, hvilket vi på nuværende tidspunkt heller ikke vurderer som det mest sandsynlige scenarie.

I figuren på næste side, er den effektive rente på den 10-årige 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 tilnærmelsesvist sammenlignelige "rente" kan aflæses i højre side af figuren. På baggrund heraf kan vi se, at aktierne i S&P 500-indekset stadig virker attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en 10-årig amerikansk statsobligation.



* Price divided by forward consensus expected earnings per share. Monthly data through December 2005, weekly thereafter. Source: I/B/E/S data by Refinitiv.



* S&P 500 12-month forward consensus expected operating earnings divided by S&P 500 stock price index.
 Source: Standard & Poor's and Federal Reserve Board.

Forskellen er dog blevet noget mindre gennem 2022 i takt med, at renterne er steget. Falder inflationen og dermed renterne tilbage igen, vil det være med til at gøre aktieinvesteringer endnu mere interessante.

Med udsigt til et kraftigt og hurtigt fald i inflationen bør vejen være åbnet op for, at både den europæiske- og amerikanske centralbank snart kan stoppe deres række af renteforhøjelser. Især den europæiske centralbank har været meget hård i deres retorik omkring yderligere renteforhøjelser, hvilket sandsynligvis både er et udtryk for, at de vil se et mere varigt fald i inflationen og ikke bare en enkelt måneds fald, samt de også vil sende et tydeligt signal omkring, at der skal vises mådehold i de kommende lønforhandlinger. Centralbankerne viser med al tydelighed, at de vil have styr på inflationen nu. I den amerikanske centralbanks komité er der begyndt at komme flere signaler om, at man også skal passe på ikke at hæve renten for meget, samt man skal huske på, at renteforhøjelser slår igennem på økonomien med en vis forsinkelse, så vi har slet ikke set den fulde effekt af de allerede foretagne renteforhøjelser endnu. Hvis de kommende inflationsdata fra både USA og Euro-området viser en kraftigt aftagende inflation, og der ikke er tegn på (for) kraftige lønstigninger, bør der være gode muligheder for, at begge centralban-

ker stopper med at hæve renten inden længe. Både den amerikanske centralbank og ECB holder deres næste møde primo februar og efterfølgende igen medio marts 2023. Hvorvidt de indkomne inflationsdata allerede er stærke nok til, at centralbankerne undlader at hæve renten på mødet primo februar er nok tvivlsomt, men det vil ikke overraske os, hvis dette så bliver den sidste renteforhøjelse i denne omgang. Hvis dette holder stik, vil det være understøttende for en positiv udvikling på de finansielle markeder i 2023.

Det er altid meget svært at spå om, hvordan den kortsigtede økonomiske udvikling bliver, specielt når der er så mange usikkerhedsmomenter til stede, som der er i øjeblikket. Investorerne kan dog glæde sig over, at det nu igen er muligt at opnå positive forventede afkast på ens obligationsinvesteringer, og kvalitetsselskaber skal fortsat nok give et attraktivt langsigtet afkast. Tiden arbejder som altid for den tålmodige investor, som har en god spredt investeringsportefølje.

*Af Johnny Madsen,
 partner og investeringschef
 4. januar 2023*

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

☎ 4630 4070
✉ fogi@fogi.dk

🏠 Tjærebyvej 9D
4000 Roskilde

🌐 www.fogi.dk
☎ 25839439