

# Kvartalsrapport

---

1. kvartal 2023

---

Formue&  
Investeringspleje

# Resume

Der har generelt hersket positive vinde på de finansielle markeder i 1. kvartal 2023, hvor der er realiseret positive afkast på både aktie- og obligationsmarkedet. Inflation og renteforhøjelser fra centralbankernes side har været det gennemgående tema i 1. kvartal 2023, men pludselig kom der en potentiel international bankkrise på dagsordenen i løbet af marts måned. Udfordringerne i banksektoren startede i USA, hvor nogle regionale banker kom i problemer, primært fordi de havde taget for store chancer i deres forretningsmodel, for eksempel ved at have for store udlån til tvivlsomme kunder og/eller ved at have taget for store risici på deres obligationsinvesteringer. De berørte amerikanske banker blev hurtigt taget under administration, så man undgik, at der opstod en systemisk bankkrise. I Europa har Credit Suisse løbende været udfordret siden Finanskrisen, og da kunderne i stigende grad begyndte at forlade banken, måtte der også findes en holdbar løsning her. Løsningen på Credit Suisse blev, at banken blev overtaget af sin konkurrent UBS.

Det er vores vurdering, at inflationspresset bør være aftagende, og der er gode muligheder for, at OECD's prognose omkring inflationsudviklingen er for pessimistisk. ECB kommer med sin næste udmelding omkring den ledende rente 4. maj. Til den tid vil ECB også have fået inflationsdata fra Euroområdet for april måned. Hvis inflationsdata for april viser et pænt aftagende inflationsniveau i kombination med, at kerneinflationen også

falder, er der mulighed for, at ECB enten helt kan stoppe med at hæve renten yderligere, eller de kan nøjes med at lave en renteforhøjelse på 0,25%-point mod de 0,5%-point, de hidtil har hævet med to gange i løbet af 2023. Hvis dette bliver tilfældet, bør det være understøttende for udviklingen på de finansielle markeder i den resterende del af 2023.

Selv om både den amerikanske og europæiske centralbank stopper sine renteforhøjelser inden længe, og der generelt kommer en forbedret stemning på de finansielle markeder, skal man som investor dog stadig have for øje, at de allerede foretagne renteforhøjelser forventes at slå igennem på den økonomiske udvikling over de kommende seks til ni måneder. Derfor kan der fortsat forventes svære økonomiske betingelser for selskaber med en skrøbelig forretningsmodel og/eller selskaber, som er meget gældsatte, især hvor gælden skal refinansieres inden for kort tid. Omvendt bør kvalitetsselskaber med en beviselig forretningsmodel, en høj grad af forudsigelighed i cash flow og en lav gældsandel være godt rustet til at imødegå de kommende økonomiske udfordringer og endda komme styrket ud af denne krise, eksempelvis ved at kunne foretage attraktive opkøb. Med vores forkærlighed for kvalitetsselskaber, og lav kreditrisiko på obligationsinvesteringerne, vurderes vore investeringer at være godt rustet til både at kunne skabe et godt langsigtet afkast og imødegå eventuelle kortsigtede udfordringer.



## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2023

Udvikling i 1. kvartal 2023					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2023
	30.12.2022	31.03.2023			
OMX CGI	2.498,90	2.740,75	241,85	9,68%	9,68%
OMXC Cap. GI	2.477,57	2.633,21	155,64	6,28%	6,28%
MSCI World All Countries	3.167,61	3.344,11	176,50	5,57%	5,57%
MSCI USA*	3.888,46	4.116,14	227,68	5,86%	5,86%
MSCI Europa*	2.179,13	2.368,29	189,16	8,68%	8,68%
MSCI Japan*	1.759,18	1.838,85	79,67	4,53%	4,53%

\*opgjort i DKK ex. udbytte

Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2023
	30.12.2022	31.03.2023			
Rente på indskudsbeviser	1,75	2,60	0,85	0,55%	0,55%
1,50 STAT 23	2,53	3,15	0,62	0,25%	0,25%
0,5% STAT 2027	2,61	2,59	-0,02	1,01%	1,01%
4,5% STAT 2039	2,62	2,67	0,05	0,05%	0,05%
1,5% NYK 2050	3,66	3,63	-0,03	1,22%	1,22%
BDEN15				0,84%	0,84%

Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2023
	30.12.2022	31.03.2023			
USD/DKK	6,97	6,85	-0,12	-1,76%	-1,76%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,03%	0,03%
JPY/DKK	0,053	0,051	-0,002	-2,84%	-2,84%

# Udviklingen i 1. kvartal 2023

Der har generelt hersket positive vinde på de finansielle markeder i 1. kvartal 2023, hvor der er realiseret positive afkast på både aktie- og obligationsmarkedet. Som det ses af afkastene ovenfor, har de forskellige aktieindeks realiseret afkast fra 4,53% (MSCI Japan) til 9,68% (OMX CGI). Det danske aktieindeks OMX CGI er trukket godt op af, at den absolut største aktie i indekset, Novo Nordisk, har leveret et afkast på 16,7% i 1. kvartal 2023. Novo Nordisk-aktien er steget markant i de senere år, og selskabet er nu blandt de 20 største børsnoterede selskaber i verden, derfor indgår aktien nu også i mange globale og europæiske aktieindeks og endda med en forholdsvis pæn vægt. Det brede danske aktieindeks, OMXC Cap. GI, hvor et enkelt selskab maksimalt kan indgå med en vægt på 10%, er steget med 6,28% i 1. kvartal 2023, hvilket er lidt over det globale aktieindeks

MSCI World All Countries, der i samme periode er steget med 5,57% målt i danske kroner.

Inflation og renteforhøjelser fra centralbankernes side har været det gennemgående tema i 1. kvartal 2023, men pludselig kom der en potentiel, international bankkrise på dagsordenen i løbet af marts måned. Udfordringerne i banksektoren startede i USA, hvor nogle regionale banker kom i problemer, primært fordi de havde taget for store chancer i deres forretningsmodel, for eksempel ved at have for store udlån til tvivlsomme kunder og/eller ved at have taget for store risici på deres obligationsinvesteringer. De berørte amerikanske banker blev hurtigt taget under administration, så man undgik, at der opstod en systemisk bankkrise. I Europa har Credit Suisse løbende været udfordret siden Finansskri-

## Kursudvikling Danske Bank i 1. kvartal 2023



sen, og da kunderne i stigende grad begyndte at forlade banken, måtte der også findes en holdbar løsning her. Løsningen på Credit Suisse blev, at banken blev overtaget af sin konkurrent UBS, dog med store tab til både aktionærer og ikke mindst obligationsejere med de mest risikable obligationstyper. Disse udfordringer i banksektoren sendte rystelser gennem de finansielle markeder, for stod vi pludselig over for en ny Finanskriser? Som det ses af ovenstående graf, gik det ikke overraskende hårdt ud over bankerne, hvor for eksempel kursen på Danske Bank-aktien er faldet fra kurs 164 til omkring 139 siden primo marts.

Vi er klart af den opfattelse, at det ikke er en ny Finanskriser, som vi står overfor. Bankerne er generelt godt polstret, både i Europa og USA, men der er uden tvivl nogle virksomheder, som vil komme i problemer, når renterne stiger så hurtigt og kraftigt, som vi har været vidne til i det seneste års tid. Den amerikanske centralbank (FED) har i det seneste år hævet den ledende rente med 4,75%-point, og den europæiske centralbank (ECB) har på blot ni måneder hævet renten med 3,5%-point. Disse kraftige rentestigninger vil have en dæmpende effekt på den økonomiske aktivitet helt som ønsket for at få inflationen ned, men det kan også skabe udfordringer hos selskaber, inklusive banker, som enten har for høj gæld og/eller har kørt med en for risikabel forretningsmodel. Dette er i vores optik "bare" en tilbagevenden til det normale,

hvor virksomheder igen kan gå konkurs, og det at løbe risici ikke er risikofrit. I relation til banksektoren er det positivt, at både myndigheder og markedsdeltagerne har grebet ind så hurtigt med en løsning på de pengeinstitutter, som enten var kommet i problemer eller var på vej til at løbe ind i problemer. Denne hurtige reaktion gør det væsentligt mindre sandsynligt, at problemerne spreder sig til andre pengeinstitutter.

Hvis vi ser på tabellen øverst side 5 over inflationsudviklingen i Euroområdet, ses det, at det overordnede inflationsniveau i marts 2023 var på 6,9% p.a. sammenlignet med samme måned året før. I februar var det tilsvarende tal 8,5% p.a., så inflationen er faldet kraftigt i marts 2023. Der er dog en væsentlig betragtning her, og det er, at faldet i inflationen udelukkende kan henføres til faldende energipriser, og ser man i stedet på kerneinflationen (uden prisstigninger på energi, fødevarer, alkohol og tobak), så var inflationen i marts 2023 på 5,7% p.a. sammenlignet med marts 2022, og dette tal var en lille stigning sammenlignet med måneden før. Den europæiske centralbank står nu i et dilemma, hvor inflationen overordnet er kraftigt på vej ned, men det er kerneinflationen ikke endnu, og samtidig er inflationen stadig langt væk fra deres målsætning om en inflation på 2,0% p.a. Desuden rammer renteændringer den økonomiske aktivitet med en vis forsinkelse, seks til ni måneder, så den økonomiske effekt af de foretagne renteforhøjelser

## Euro area annual inflation and its components, %

	Weights (%)	Annual rate						
		2023	Mar 22	Oct 22	Nov 22	Dec 22	Jan 23	Feb 23
<b>All-items HICP</b>	1000.0	7.4	10.6	10.1	9.2	8.6	8.5	<b>6.9e</b>
All-items excluding:								
> energy	897.7	3.4	6.9	7.0	7.2	7.3	7.8	<b>7.9e</b>
> energy, unprocessed food	852.7	3.2	6.4	6.6	6.9	7.1	7.4	<b>7.5e</b>
> energy, food, alcohol & tobacco	697.9	3.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.6	<b>5.7e</b>
Food, alcohol & tobacco	199.8	5.0	13.1	13.6	13.8	14.1	15.0	<b>15.4e</b>
> processed food, alcohol & tobacco	154.8	4.1	12.4	13.6	14.3	15.0	15.4	<b>15.7e</b>
> unprocessed food	45.0	7.8	15.5	13.8	12.0	11.3	13.9	<b>14.7e</b>
Energy	102.3	44.3	41.5	34.9	25.5	18.9	13.7	<b>-0.9e</b>
Non-energy industrial goods	262.7	3.4	6.1	6.1	6.4	6.7	6.8	<b>6.6e</b>
Services	435.3	2.7	4.3	4.2	4.4	4.4	4.8	<b>5.0e</b>

e estimate

har vi i høj grad stadig til gode. Faldet i energipriserne påvirker også kerneinflationen, men dette sker ligeledes med en vis forsinkelse, så kerneinflationen bør også snart begynde at falde. Med denne usikkerhed skal centralbanken så fortsætte med at sætte renterne kraftigt op, eller skal de være mere afventende?

Hvis vi ser på afkastene på obligationsmarkedet i 1. kvartal 2023, er der realiseret positive afkast i niveau 0-1,2% p.a. Det kan ses af skemaet på side 3, og er på trods af, at ECB har sat renten op med 1%-point, så den ledende rente til indskud nu er

på 3,0%. Ser vi renteutviklingen på den 10-årige tyske statsobligation i grafen nedenfor, kan man se, at denne aktuelt handles til et niveau på 2,34% p.a., hvilket er noget under ECB's aktuelle indskudsrente på 3,0% p.a. Dette er for os et tegn på, at investorerne forventer, at ECB snart er færdige med at hæve renten, og at de sandsynligvis kommer til at sætte renten ned igen inden længe.

På valutamarkedet er euroen blevet styrket med knap 2% over for den amerikanske dollar og knap 3% over for den japanske yen. Dette er relativt beskedne udsving.



# Forventninger

Både den amerikanske og europæiske centralbank har været meget stålfaste i deres retorik omkring, at det nuværende inflationsniveau er for højt, og at de vil gøre alt for at få inflationen ned igen.

Men centralbankerne er på den anden side heller ikke interesseret i at sende økonomierne ud i en dyb recession eller skabe finansiell ustabilitet. Derfor følges de økonomiske nøgletal med høj bevågenhed i øjeblikket, og uroen på bankområdet har ligeledes både fået en høj bevågenhed samt ikke mindst en hurtig respons fra både myndigheder og centralbanker.

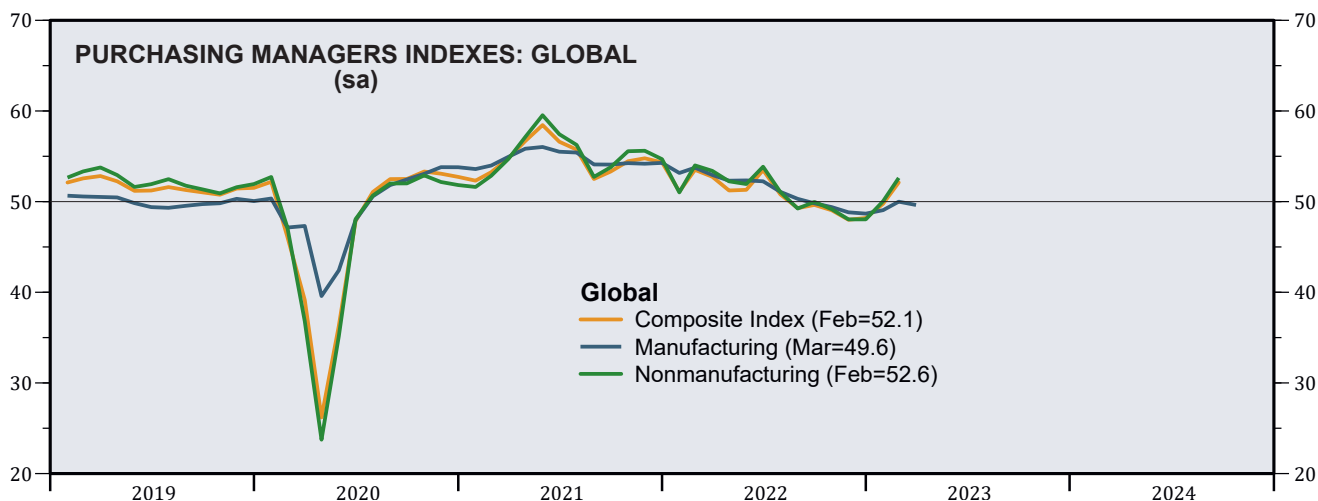
Den seneste prognose fra OECD fra marts 2023, som ses i nedenstående tabel, viser, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien er blevet opjusteret med 0,4%-point i 2023 og 0,2%-point i 2024 i forhold til prognosen fra november 2022. Det viser, at verdensøkonomien ikke er på vej

ind i en dyb nedtur, men at der i stedet er tale om en vækst på et lavt niveau i de kommende år, idet den gennemsnitlige vækst i verdensøkonomien var på 3,4% p.a. i årene 2013-2019. Holder prognosen stik, vil det, vi oplever i øjeblikket, således være en kontrolleret opbremsning i stedet for en dyb nedtur, hvilket umiddelbart vil være meget positivt – selvfølgelig forudsat at opbremsningen er tilstrækkelig til også at få inflationen under kontrol.

Hvis vi betragter de globale indkøbscheferes forventninger, kan vi af figuren øverst side 7 se, at de globale indkøbschefer er blevet lidt mere optimistiske på det seneste, og indekset nu er over 50 igen, hvilket indikerer en stigende økonomisk aktivitet igen.

Hvis vi ser på OECD's prognose omkring inflationen i de næste tabeller, kan vi af den første tabel

	2022	2023		2024	
		Interim EO projections	Difference from November EO	Interim EO projections	Difference from November EO
<b>World</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.9</b>	<b>0.2</b>
<b>G20<sup>1</sup></b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.9</b>	<b>0.2</b>
<b>Australia</b>	<b>3.6</b>	<b>1.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.1</b>
<b>Canada</b>	<b>3.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.1</b>
<b>Euro area</b>	<b>3.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.1</b>
<b>Germany</b>	<b>1.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.2</b>
<b>France</b>	<b>2.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>
<b>Italy</b>	<b>3.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Spain<sup>2</sup></b>	<b>5.5</b>	<b>1.7</b>	<b>0.4</b>	<b>1.7</b>	<b>0.0</b>
<b>Japan</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>
<b>Korea</b>	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.3</b>	<b>0.4</b>
<b>Mexico</b>	<b>3.0</b>	<b>1.8</b>	<b>0.2</b>	<b>2.1</b>	<b>0.0</b>
<b>Türkiye</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.8</b>	<b>0.4</b>
<b>United Kingdom</b>	<b>4.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>
<b>United States</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>-0.1</b>
<b>Argentina</b>	<b>5.6</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.8</b>	<b>0.0</b>
<b>Brazil</b>	<b>3.0</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.3</b>
<b>China</b>	<b>3.0</b>	<b>5.3</b>	<b>0.7</b>	<b>4.9</b>	<b>0.8</b>
<b>India<sup>3</sup></b>	<b>6.9</b>	<b>5.9</b>	<b>0.2</b>	<b>7.1</b>	<b>0.2</b>
<b>Indonesia</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>0.0</b>	<b>5.1</b>	<b>0.0</b>
<b>Russia</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.3</b>



se, at OECD har lavet en mindre nedjustering af inflationsforventningerne med 0,1%-point for 2023 i G20 landene samt en nedjustering på 0,9%-point for 2024. Det er selvfølgelig positivt, at inflationsforventningerne er faldende, men niveauet er fortsat til den høje side, for eksempel forventes der en inflation på 6,2% i 2023 i Euroområdet og 3,0% i 2024.

Hvis vi ser på den anden tabel, hvor det er den forventede udvikling i kerneinflationen, er inflationsforventningerne ikke blevet nedjusteret,

tværtimod er inflationsforventningerne blevet opjusteret med 0,2%-point for 2023 hos G20 landene.

Hvis OECD får ret i deres inflationsforventninger, kan især den europæiske centralbank forventes at sætte renten yderligere et stykke op, idet inflationen i Euroområdet ultimo 2023 vil være på 6,2% p.a. og med en kerneinflation på 5,2% p.a. Dette er betydeligt over ECB's målsætning på 2,0% p.a. Inflationsforventningerne synes til den pessimistiske side, specielt når seneste måling

	2022	2023		2024	
		Interim EO projections	Difference from November EO	Interim EO projections	Difference from November EO
<b>G20<sup>1</sup></b>	<b>8.1</b>	<b>5.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-0.9</b>
Australia	6.6	5.0	0.5	2.8	0.3
Canada	6.8	3.6	-0.5	2.3	-0.1
Euro area	8.4	6.2	-0.6	3.0	-0.4
Germany	8.7	6.7	-1.3	3.1	-0.2
France	5.9	5.5	-0.2	2.5	-0.2
Italy	8.7	6.7	0.2	2.5	-0.5
Spain <sup>2</sup>	8.3	4.2	-0.6	4.0	-0.8
Japan	2.5	2.5	0.5	1.8	0.1
Korea	5.1	3.6	-0.3	2.4	0.1
Mexico	7.9	5.9	0.2	3.4	0.1
Türkiye	72.3	44.6	0.0	41.4	-0.7
United Kingdom	9.1	6.7	0.1	2.8	-0.5
United States	6.3	3.7	0.2	2.5	-0.1

	2022	2023		2024	
		Interim EO projections	Difference from November EO	Interim EO projections	Difference from November EO
<b>G20 Advanced Economies<sup>1</sup></b>	4.2	4.0	0.2	2.5	0.0
<b>Australia</b>	5.9	5.1	0.5	2.8	0.3
<b>Canada</b>	5.0	3.8	-0.2	2.3	-0.1
<b>Euro area</b>	4.0	5.2	0.5	3.0	-0.1
<b>Germany</b>	3.9	5.7	1.3	3.1	0.1
<b>France</b>	3.4	3.9	0.1	2.3	0.1
<b>Italy</b>	3.3	5.1	0.8	2.9	-0.2
<b>Spain<sup>2</sup></b>	3.8	5.0	0.2	3.7	0.0
<b>Japan</b>	0.3	1.7	0.1	1.7	0.0
<b>Korea</b>	3.6	3.4	-0.1	2.1	0.1
<b>Mexico</b>	7.6	6.5	1.0	3.4	0.1
<b>Türkiye</b>	57.3	43.8	-1.8	41.6	-0.5
<b>United Kingdom</b>	5.9	5.4	1.0	3.2	0.2
<b>United States</b>	5.0	3.9	0.3	2.5	-0.1

for inflationen i Euroområdet for marts viste en inflation på 6,9% p.a. og en kerneinflation på 5,7% p.a.

OECD forventer således kun et mindre fald i inflationen i den resterende del af året, og flere faktorer peger da også på et aftagende inflationspres: Fragraterne er tilbage på niveauet før COVID-19, og energipriserne er aftaget betydeligt, jf. figuren øverst på side 9 over udviklingen i den europæiske gaspris, som nu er lavere end for et år siden. Med dette taget i betragtning – og hvis gasprisen holder sig uændret – vil sammenligningsgrundlaget for et år siden snart være betydeligt højere, hvilket vil bidrage til et kraftigt aftagende inflationspres.

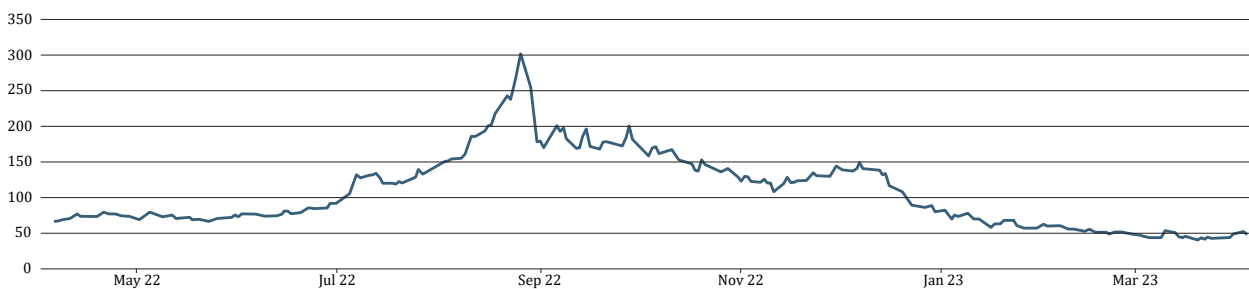
Det aftagende inflationspres fra førnævnte faktorer bør blive forstærket af, at de foretagne renteforhøjelser begynder at få større økonomisk afdæmpende effekt, hvilket igen bør bidrage til at få inflationen yderligere ned. Da energipriserne steg sidste år, slog disse i første omgang igennem på det generelle inflationsniveau i Euroområdet, mens kerneinflationen først begyndte at stige seks måneder efter det generelle inflationsniveau var steget. Hvis kerneinflationen reagerer på samme måde, hvor energipriserne har været faldende i en del måneder, bør kerneinflationen toppe nu i Euroområdet og begynde at vise en faldende tendens i de kommende måneder.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi se i grafen på side 9, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til 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 nedjusterede indtjeningsforventningerne til 2023 i starten af året, men på det seneste har indtjeningsforventningerne stabiliseret sig, hvilket bekræftes af de bedre makroøkonomiske udsigter. Derfor vurderer vi, at de nuværende indtjeningsforventninger er realistiske.

I figuren på side 10 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, som kaldes Forward Earnings Yield (samlet forventet 12 måneders indtjening i de underliggende selskaber divideret med indeksværdien). 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 attraktivt prisfastsat, når disse sættes i forhold til den effektive rente på en 10-årig amerikansk statsobligation. Forskellen er dog blevet noget mindre i takt med, at renterne er steget og indtjeningsforventningerne er blevet nedjusteret. Falder inflationen og dermed renter-



Dutch TTF Gas Futures, levering juli 2023, i eurocent pr. megawatt time

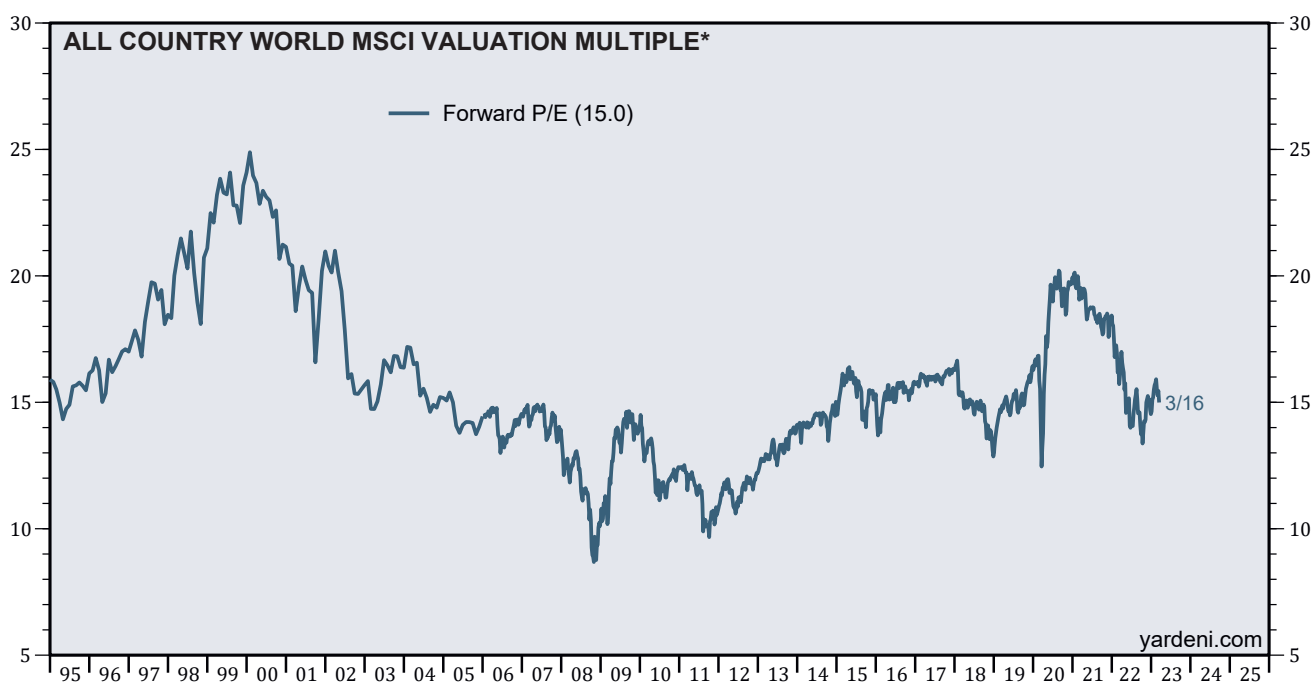


ne tilbage igen, vil det være med til at gøre aktieinvesteringer endnu mere interessante.

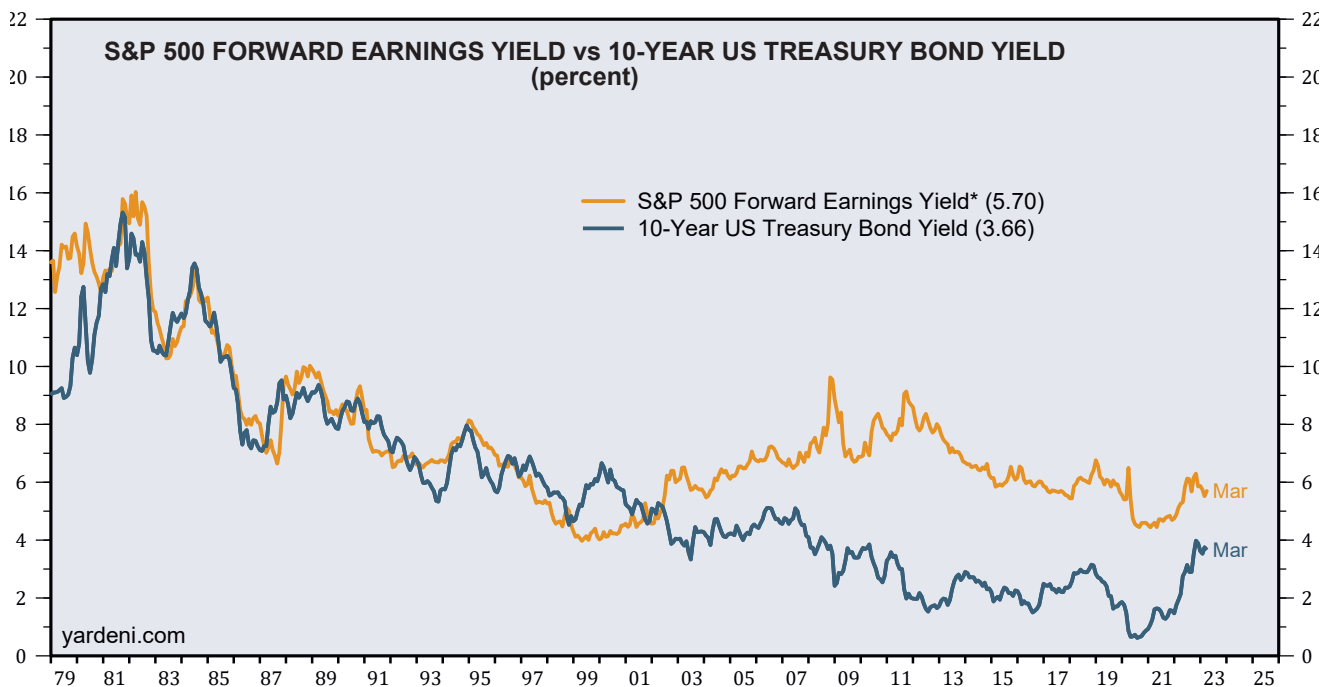
Det er således vores vurdering, at inflationspreset bør være aftagende, og der er gode muligheder for, at OECD's prognose omkring inflationsudviklingen er for pessimistisk. ECB kommer med sin næste udmelding omkring den ledende rente 4. maj. Til den tid vil ECB også have fået inflationsdata fra Euroområdet for april måned. Hvis inflationsdata for april viser et pænt aftagende inflationsniveau i kombination med, at kerneinflationen også falder, er der mulighed for, at ECB enten helt kan stoppe med at hæve renten yderligere, eller de kan nøjes med at lave en renteforhøjelse på 0,25%-point mod de 0,5%-point, de hidtil har hævet med to gange i løbet af 2023. Vi er af den overbevisning, at de kommende in-

flationsdata vil overraske til den positive side og dermed, at den europæiske centralbank vil være tæt på at stoppe rækken af renteforhøjelser. Hvis dette bliver tilfældet, bør det være understøttende for udviklingen på de finansielle markeder i den resterende del af 2023.

Selv om både den amerikanske og europæiske centralbank stopper sine renteforhøjelser inden længe, og der generelt kommer en forbedret stemning på de finansielle markeder, skal man som investor dog stadig have for øje, at de allerede foretagne renteforhøjelser forventes at slå igennem på den økonomiske udvikling over de kommende seks til ni måneder. Derfor kan der fortsat forventes svære økonomiske betingelser for selskaber med en skrøbelig forretningsmodel og/eller selskaber, som er meget gældssatte, især



\* 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.

hvor gælden skal refinansieres inden for kort tid. Omvendt bør kvalitetsselskaber med en beviselig forretningsmodel, en høj grad af forudsigelighed i cash flow og en lav gældsandel være godt rustet til at imødegå de kommende økonomiske udfordringer og endda komme styrket ud af denne krise, for eksempel ved at kunne foretage attraktive opkøb. Med vores forkærlighed for kvalitetsselskaber, og lav kreditrisiko på obligations-

investeringerne, vurderes vore investeringer at være godt rustet til både at kunne skabe et godt langsigtet afkast og imødegå eventuelle kortsigtede udfordringer.

*Af Johnny Madsen,  
partner og investeringschef  
3. april 2023*

Vi giver dig overblik og tryghed

**Formue &**  
Investeringspleje