

Kvartalsrapport

4. kvartal 2023

Resume

Sikke en udvikling vi var vidne til på de finansielle markeder i løbet af 4. kvartal 2023!

Kvartalet startede med, at investorerne holdt brandudsalg af både aktier og obligationer, mens håbet om at et mærkbart fald i inflationen ville bane vej for rentenedsættelser fra både den amerikanske (Fed) og europæiske centralbank (ECB) i 1. halvår af 2024 forsvandt som dug for solen. Den gængse holdning hos investorerne var i stedet, at det ville tage lang tid at få bugt med inflationen, og renterne vil forblive høje i rigtig lang tid. Da det så sortest ud, og både aktie- og obligationsmarkedet var faldet betydeligt, kom der inflationstal for både USA og Eurozonen, som viste en lavere inflation end ventet – og pludselig vendte de finansielle markeder rundt.

2023 har været et lærerigt investeringsår, hvor man som investor er blevet testet på både sin investeringsprofil og investeringsfilosofi. De betydelige kursfald på både aktier og obligationer i september og oktober har testet, om man som investor har haft den rette investeringsstrategi, så man har haft is i maven til at kunne modstå de betydelige kursfald – uden at blive grebet af panik og fået solgt ud af sine værdipapirer på det værst tænkelige tidspunkt. Desuden er det få, store aktier, som kan forklare en stor del af afkastet på de respektive aktieindeks. Har man som investor ikke haft en god, spredt portefølje af aktier, er der en risiko for, at man ikke har fået et tilfredsstillende afkast på sine aktieinvesteringer i det forgangne år. 2023

har således vist vigtigheden af, at 'spredning er redning', og at man som investor er tryk ved sin investeringsprofil, så man har is i maven til at modstå de kortsigtede, uforudsigelige og betydelige kursudsving, der historisk er indtruffet med jævne mellemrum.

Investorerne forventer nu, at både den amerikanske og europæiske centralbank vil sænke renten med 1,5%-point i løbet af 2024 i kombination med, at verdensøkonomien kun vil opleve en mindre opbremsning i væksthøjden. Dette vil økonomisk være det bedste af alle verdener og et Goldilock-scenarie for de finansielle markeder. Det er i vores optik ikke så meget tvivl om, at det inflationære pres er aftagende, men om det sker i et så hastigt tempo, som det pt. forventes, er vi lidt mere tvivlende over for, men det er omvendt heller ikke et urealistisk scenarie. Usikkerheden er ekstra høj i øjeblikket, og det er udfaldsrummet også – både hvad angår positive og negative økonomiske overraskelser.

Med de positive forventninger der pt. er inddiskonteret på både aktie- og obligationsmarkedet, skal man som investor være forberedt på, at der kan komme forholdsvis store kursudsving, hvis den økonomiske udvikling eller centralbankernes ageren afviger fra dét, investorerne forventer. Vi anbefaler derfor, at man som investor har en allokering mellem aktier og obligationer, som er tæt på den enkelte investors benchmark.



Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2023

Tabel 1.

Udvikling i 4. kvartal 2023					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2023
	29.09.2023	29.12.2023			
OMX CGI	2.838,56	3.019,05	180,49	6,36%	20,82%
OMXC Cap. GI	2.497,73	2.635,99	138,26	5,54%	6,39%
MSCI World All Countries	3.537,85	3.758,50	220,65	6,24%	18,65%
MSCI USA*	4.462,49	4.785,40	322,91	7,24%	23,07%
MSCI Europa*	2.394,46	2.529,60	135,14	5,64%	16,08%
MSCI Japan*	1.984,45	2.057,20	72,75	3,67%	16,94%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2023
	29.09.2023	29.12.2023			
Rente på indskudsbeviser	3,60	3,60	0,00	0,90%	3,00%
1,75 STAT 25	3,21	2,43	-0,78	2,19%	2,43%
0,5% STAT 2027	3,00	2,05	-0,95	4,36%	5,05%
4,5% STAT 2039	3,18	2,36	-0,82	10,56%	5,64%
1,5% NYK 2050	4,19	3,18	-1,01	11,97%	8,62%
BDEN15				2,73%	3,98%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2023
	29.09.2023	29.12.2023			
USD/DKK	7,04	6,74	-0,29	-4,18%	-3,26%
EUR/DKK	7,46	7,45	0,00	-0,06%	0,22%
JPY/DKK	0,047	0,048	0,001	1,07%	-9,88%

Udviklingen i 4. kvartal 2023

Sikke en udvikling vi var vidne til på de finansielle markeder i løbet af 4. kvartal 2023! Kvartalet startede med, at investorerne holdt brandudsalg af både aktier og obligationer, mens håbet om at et mærkbart fald i inflationen ville bane vej for rentenedsættelser fra både den amerikanske (Fed) og europæiske centralbank (ECB) i 1. halvår af 2024 forsvandt som dug for solen. Den gængse holdning hos investorerne var i stedet, at det ville tage lang tid at få bugt med inflationen, og renterne vil forblive høje i rigtig lang tid. Da det så sortest ud, og både aktie- og obligationsmarkedet var faldet betydeligt, kom der inflationstal for både USA og Eurozonen, som viste en lavere inflation end ventet, og pludselig vendte de finansielle markeder

rundt. Det viste sig, at inflationen igen overraskede til den lave side. Da den amerikanske centralbank endda åbnede op for at tale om kommende rentenedsættelser, kom der gang i både rentefald og kursstigninger på aktiemarkedene, så 4. kvartal 2023 resulterede i pæne afkast på både aktie- og obligationsmarkederne.

Hvis vi ser på afkastene på aktiemarkedene i 4. kvartal 2023 i tabel 1, gav de fleste aktieindeks afkast i niveau 5-7% i det forgangne kvartal – bortset fra det japanske aktiemarked, som steg med knap 4%. Hvis vi ser på afkastene for hele 2023, halter det danske aktieindeks OMXC Cap. GI noget efter de øvrige aktieindeks med et realiseret afkast på

lidt over 6%, mens verdensindekset MSCI World All Countries har realiseret et afkast på næsten 19% i 2023, målt i danske kroner. Baggrunden for den store forskel mellem afkastene er, at det førnævnte danske aktieindeks er sammensat således, at hver aktie maksimalt kan indgå med en vægt på 10% i indekset, mens der ikke er nogle begrænsninger på de øvrige aktieindeks. Som vi beskrev i kvartalsrapporten for 3. kvartal 2023, er det relativt få aktier, i særdeleshed Novo Nordisk og syv store, amerikanske it-relaterede selskaber, der har drevet en stor del af afkastet i 2023 på de respektive indeks, hvor de indgår.

Afkastene på obligationsmarkedet har i de tre første kvartaler af 2023 ikke været prangende, men det hele vendte rundt i løbet af 4. kvartal. Hvis vi ser på afkastene på de forskellige obligationer i 4. kvartal 2023 i tabel 1, er der realiseret afkast

på over 10% på de lange obligationer (4,5% STAT 2039 og 1,5% NYK 2050), mens benchmark for korte, danske statsobligationer med en løbetid på 1-5 år, (BDEN15) har realiseret et afkast på 2,7% i det forgange kvartal. 4. kvartal 2023 har således budt på flotte afkast på obligationsmarkedet, men som nævnt tidligere, startede kvartalet faktisk rigtig skidt. Hvis vi ser på renteutviklingen for henholdsvis den amerikanske, 10-årige statsobligation i figur 1 og den tyske, 10-årige statsobligation i figur 2, kan vi af figurerne se, at renterne fik en pæn stigning i starten af 2. halvår af 2023, før de så faldt markant tilbage igen. Eksempelvis steg den amerikanske, 10-årige statsrente først med 1%-point for hurtigt at falde med 1%-point igen. Så store rentebewægelser på så kort tid er et sjældent fænomen på de finansielle markeder. Det viser, hvor hurtigt og markant investorernes forventninger har ændret sig på få måneder.

Figur 1.



Figur 2.



Hvis vi tager udgangspunkt i inflationsdata fra Euroområdet, kan vi af tabel 2 se, at inflationen (All-items HICP) faldt markant i både september og oktober, samt inflationen i november var på 2,4% p.a., hvilket er meget tæt på ECB's målsætning om en inflation i niveau 2,0% p.a. Hvis vi ser på inflationen uden prisudviklingen i energi, fødevarer, alkohol og tobak, benævnt kerneinflationen,

er denne noget højere med en stigning på 3,6% p.a. i november 2023, men trenden for denne har også været pænt nedadgående i de forgangne måneder. Disse betydelige – og for mange investorer overraskende store – fald i inflationen, var hovedårsagen til, at 4. kvartal bød på et markant rentefald på obligationsmarkedet.

Tabel 2.

Euro area annual inflation and its components, %

	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
		2023	Nov 22	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23
All-items HICP	1000.0		10.1	5.5	5.3	5.2	4.3	2.9	2.4e
All-items excluding:									
> energy	897.7		7.0	6.9	6.7	6.3	5.5	4.9	4.3e
> energy, unprocessed food	852.7		6.6	6.8	6.6	6.2	5.5	5.0	4.2e
> energy, food, alcohol & tobacco	697.9		5.0	5.5	5.5	5.3	4.5	4.2	3.6e
Food, alcohol & tobacco	199.8		13.6	11.6	10.8	9.7	8.8	7.4	6.9e
> processed food, alcohol & tobacco	154.8		13.6	12.4	11.3	10.3	9.4	8.4	7.1e
> unprocessed food	45.0		13.8	9.0	9.2	7.8	6.6	4.5	6.4e
Energy	102.3		34.9	-5.6	-6.1	-3.3	-4.6	-11.2	-11.5e
Non-energy industrial goods	262.7		6.1	5.5	5.0	4.7	4.1	3.5	2.9e
Services	435.3		4.2	5.4	5.6	5.5	4.7	4.6	4.0e

e estimate

På valutamarkedet er den amerikanske dollar blevet svækket over for både den japanske yen, euroen og danske kroner i løbet af 4. kvartal 2023, hvilket kan henføres til, at den amerikanske centralbank signalerede, at de nu er begyndt at tale om kommende rentenedsættelser, hvilket for eksempel ECB endnu ikke er begyndt på. 2023 har været et lærerigt investeringsår, hvor man som investor er blevet testet på både sin investeringsprofil og investeringsfilosofi. De betydelige kursfald på både aktier og obligationer i september og oktober har testet, om man som investor har haft den rette investeringsstrategi, så man har haft is i maven til at kunne modstå de betydelige kursfald – uden at blive grebet af panik og fået

solgt ud af sine værdipapirer på det værst tænkelige tidspunkt. Desuden er det få, store aktier, som kan forklare en stor del af afkastet på de respektive aktieindeks. Har man som investor ikke haft en god, spredt portefølje af aktier, er der en risiko for, at man ikke har fået et tilfredsstillende afkast på sine aktieinvesteringer i det forgangne år. 2023 har således vist vigtigheden af, at 'spredning er redning', og at man som investor er tryk ved sin investeringsprofil, så man har is i maven til at modstå de kortsigtede, uforudsigelige og betydelige kursudsving, der historisk er indtruffet med jævne mellemrum. Husk, investeringsmæssigt 'er tiden din ven'.



Forventninger

Selv om vi nu har taget hul på et nyt år, er det stadig de samme temaer, der udspiller sig på de finansielle markeder. Kan der komme styr på inflationen, og renterne dermed kan blive sat ned, uden det kræver en dybere, økonomisk nedtur? Dette vil forventeligt være det gennemgående tema på de finansielle markeder i 1. halvår af 2024 og måske hele 2024? Der afholdes amerikansk præsidentvalg 5. november 2024, hvilket også kan give nogle kortvarige kursbevægelser på de finansielle markeder.

OECD er i november kommet med en ny prognose for den forventede udvikling i verdensøkonomien. Hvis vi ser på den forventelige vækst i verdensøkonomien i 2024 i tabel 3, kan vi se, at OECD forventer en økonomisk vækst i verdensøkonomien på 2,7% p.a. i 2024, hvilket blot er en mindre tilbagegang i den økonomiske vækstrate i 2024. OECD forventer således ikke nogen dybere økonomisk nedtur, men blot en mindre tilbagegang, før vækstraten forventelig tiltager igen i 2025.

Tabel 3.

	Average 2013-2019	2022	2023	2024	2025	2023 Q4	2024 Q4	2025 Q4
		Per cent						
Real GDP growth¹								
World ²	3.4	3.3	2.9	2.7	3.0	3.0	2.9	3.0
G20 ²	3.5	3.0	3.1	2.8	3.0	3.2	2.9	3.0
OECD ²	2.3	2.9	1.7	1.4	1.8	1.7	1.5	1.9
United States	2.5	1.9	2.4	1.5	1.7	2.4	1.3	1.9
Euro area	1.9	3.4	0.6	0.9	1.5	0.5	1.1	1.6
Japan	0.8	0.9	1.7	1.0	1.2	1.6	1.4	1.1
Non-OECD ²	4.4	3.6	4.0	3.8	4.0	4.1	4.0	3.9
China	6.8	3.0	5.2	4.7	4.2	5.5	4.4	4.1
India ³	6.8	7.2	6.3	6.1	6.5			
Brazil	-0.4	3.0	3.0	1.8	2.0			
OECD unemployment rate⁴	6.5	5.0	4.8	5.1	5.1	4.9	5.1	5.1
Inflation¹								
G20 ²⁻⁵	3.0	7.9	6.2	5.8	3.8	5.4	4.5	3.4
OECD ⁶⁻⁷	1.6	9.3	7.4	5.3	3.9	6.4	4.3	3.6
United States ⁶	1.3	6.5	3.9	2.8	2.2	3.2	2.5	2.1
Euro area ⁸	0.9	8.4	5.5	2.9	2.3	3.2	2.6	2.1
Japan ⁹	0.9	2.5	3.2	2.6	2.0	3.0	2.1	2.1
OECD fiscal balance¹⁰	-3.2	-3.4	-4.8	-4.3	-4.0			
World real trade growth¹	3.4	5.2	1.1	2.7	3.3	2.0	3.0	3.4

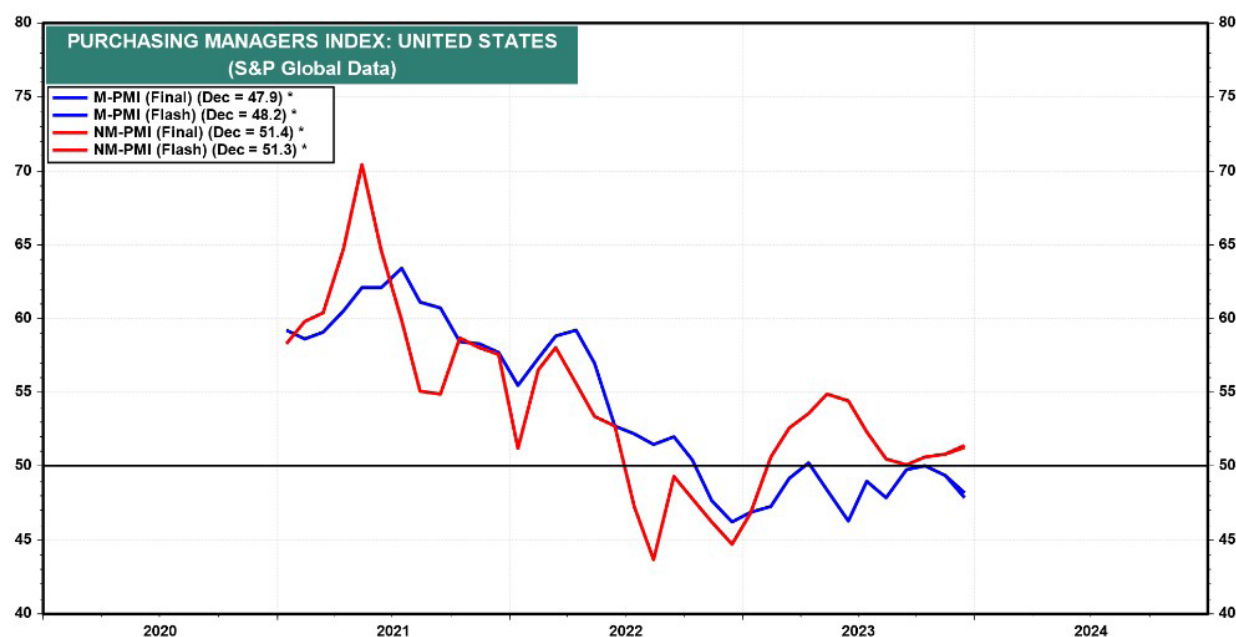
1. Per cent; last three columns show the change over a year earlier.
2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.
3. Fiscal year.
4. Per cent of labour force.
5. Headline inflation.
6. Personal consumption expenditures deflator.
7. Moving nominal private consumption weights, using purchasing power parities.
8. Harmonised consumer price index.
9. National consumer price index.
10. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 114 database.

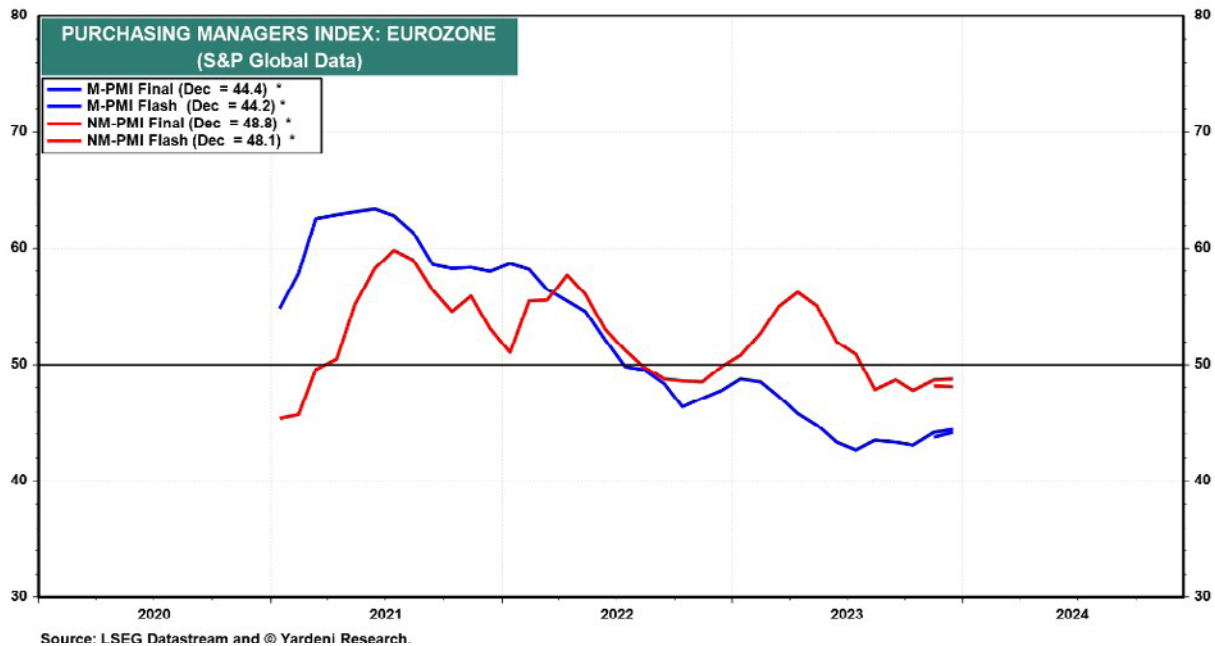
Hvis vi ser på indkøbschefernes forventninger i henholdsvis USA, Eurozonen og Kina, kan man af figur 3, 4 og 5 se en vis divergens mellem forventningerne. I USA er fremstillingssektoren (den blå linje) under 50, hvilket indikerer en aftagende vækst, mens servicesektoren (den røde linje) er lidt over 50, hvilket er et udtryk for stigende vækst. I Eurozonen er tendensen dog meget ens, begge indeks er under 50 og er faldet fra november til december, hvilket viser, at den europæiske økonomi går ind i en forventelig svær periode. I Kina er begge indeks over 50, men de er kun lige over, hvilket er et udtryk for en forventelig svagt stigende kinesisk økonomisk vækst. Samlet set svarer dette godt overens med OECD's forventninger om en lidt lavere økonomisk vækst i 2024 end i 2023. Signalerne fra indeksene er dog ikke så overbevisende, bortset fra i Eurozonen, som er til den negative side. I vores optik er udfaldsrummet for den økonomiske vækst i 2024 i verdensøkonomien fortsat behæftet med stor usikkerhed,

hvor udfaldsrummet er større end vanligt. De lidt svagere økonomiske udsigter i kombination med en inflation, der er faldet hurtigere end ventet, er sandsynligvis baggrunden for, at den amerikanske centralbank er begyndt at overveje timingen af rentenedsættelser. Centralbanken er ikke interesseret i, at den amerikanske økonomi lider mere end højst nødvendigt. Det kan undre, hvorfor den europæiske centralbank ikke er kommet til samme konklusion, idet de økonomiske udsigter er svagere i Eurozonen og inflationsniveauet endda er lavere? Det pudsige er, at med de kraftige fald, der skete i de europæiske og amerikanske statsobligationsrenter i 4. kvartal 2023, er der i de nuværende renteforventninger inddiskonteret, at både Fed og ECB sænker renten betydeligt i 2024 svarende til 1,50%-point fra begge centralbanker. Dette viser, at investorerne ikke tror på, at ECB's nuværende hårde retorik er holdbar i længden, men at de også snart vil begynde at tale om kommende rentesænkninger.

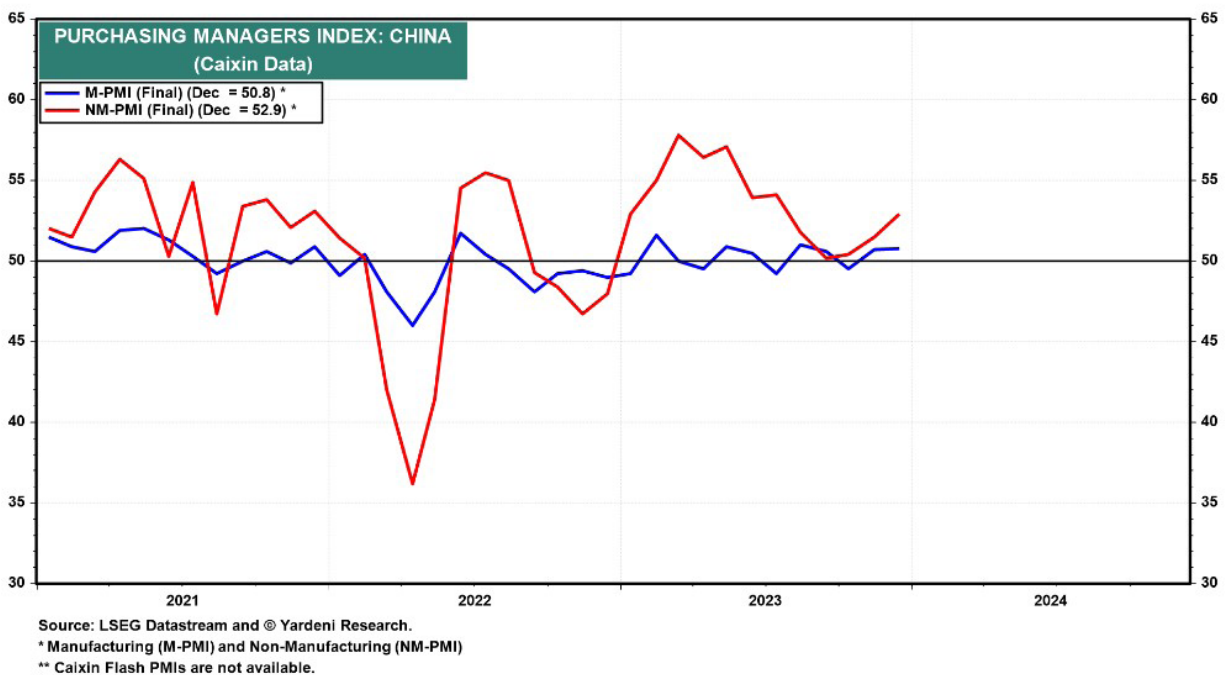
Figur 3.



Figur 4.



Figur 5.



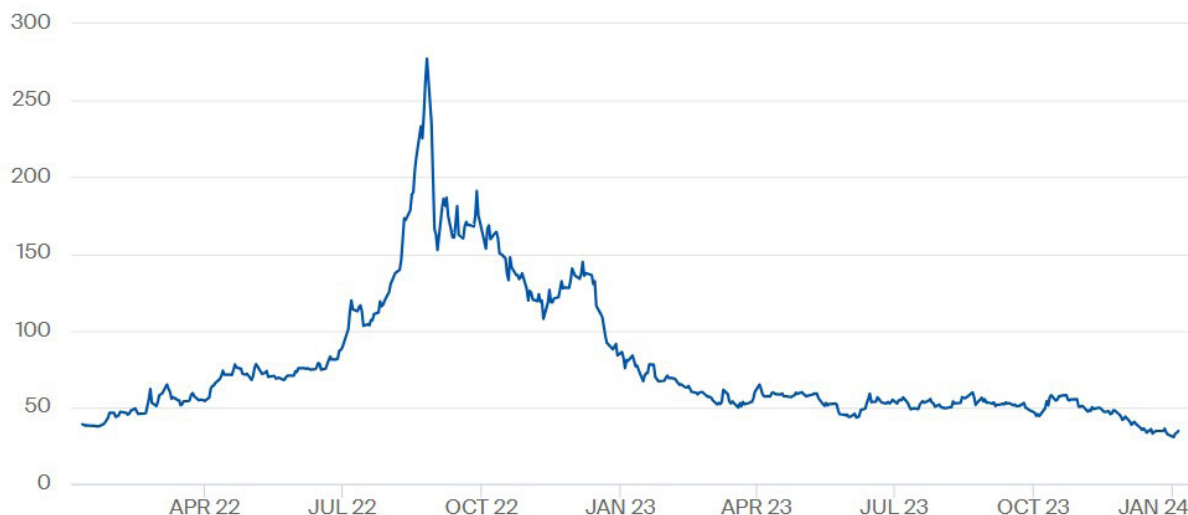
I forbindelse med de seneste pressekonferencer fra ECB, udtalte centralbankchefen, Christine Lagarde, at økonomerne fra ECB forventede, at inflationen ville tiltage igen i slutningen af 2023 for efterfølgende gradvist at falde tilbage igen i løbet af 2024. ECB's økonomer forventer, at den gennemsnitlige inflationsrate (All-items HICP) i 2024 vil være

på 2,7% p.a. Dette skal ses i lyset af, at samme inflationsmål var på blot 2,4% p.a. i november 2023. ECB's økonomer er således noget skeptiske omkring den fremtidige inflationsudvikling. Der er dog nogle tilskudsordninger til blandt andet energi, som faldt bort i december 2023 i nogle EU-lande, hvilket vil få inflationen til at stige kortvarigt

igen. Eksempelvis gav den tyske regering private husholdninger et engangsfradrag for varme og gas i december 2022, så prisudviklingen på energi blev kunstig lav i december 2022 i Tyskland. Denne måling giver kun en engangseffekt på stigende inflationen i december 2023 og falder bort i de

efterfølgende målinger. Flere af de underliggende indikatorer peger fortsat på et aftagende inflationspres. For eksempel er gasprisen faldet pænt i de senere måneder, og som det kan ses af figur 6, er gasprisen nu endda lavere, end før Rusland invaderede Ukraine i februar 2022.

Figur 6: Dutch TTF Gas Futures, levering februar 2024, i eurocent pr. megawatt time



Som man kan se af figur 7, er olieprisen, udtrykt ved Brent olien målt i amerikanske dollar pr. tønde, også faldet pænt tilbage og er nu omkring det laveste niveau i de seneste to år.

Figur 7



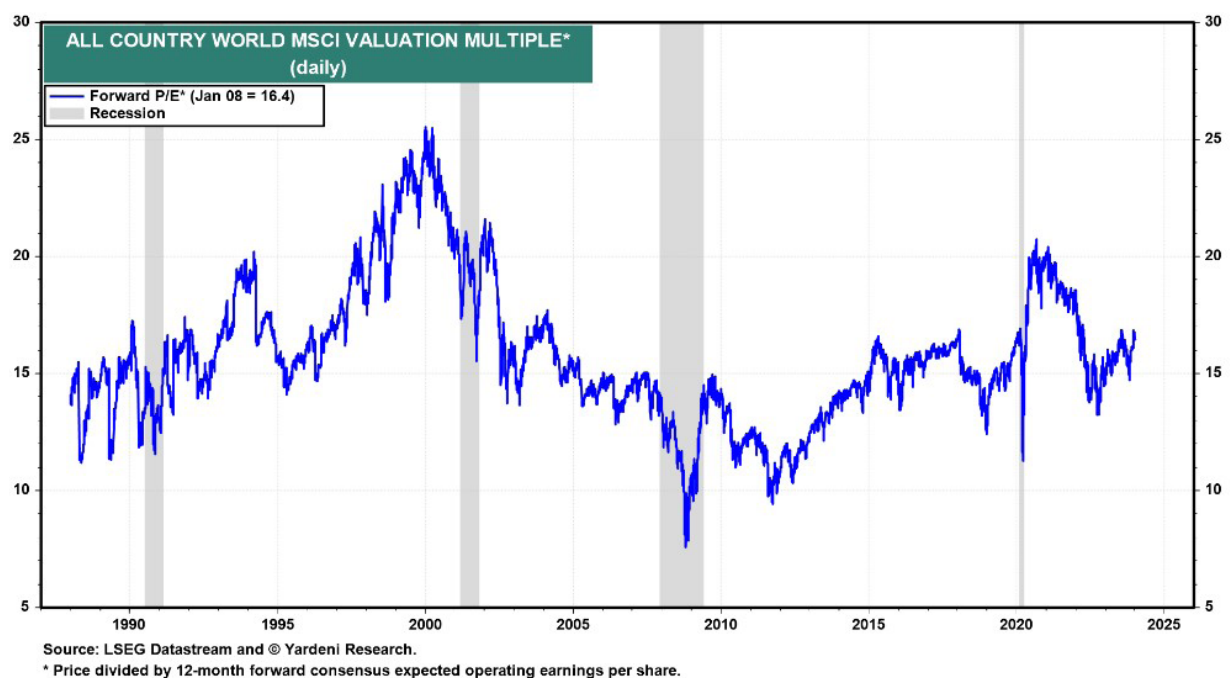
Det kraftige inflationspres, vi var vidne til igennem 2022, som følge af kraftigt stigende energipriser, er således aftaget betydeligt igen, hvilket burde lægge et nedadgående pres på inflationen i 2024, hvis ikke energipriserne stiger igen. Ses der bort fra effekten af diverse udløbne tilskudsordninger, er det vores vurdering, at det underliggende inflationspres er aftagende i Eurozonen.

Vi har selvfølgelig deltaget på ECB's pressekonferencer via web. Her bed vi ekstra mærke i, at Christine Lagarde under spørgerunden lagde meget vægt på, at når ECB skal fastsætte deres pengepolitik, lægger de vægt på både de indkomne, faktiske data, men også forventningerne til de kommende økonomiske data. Sker der ændringer, kan det danne baggrund for en anden konklusion. Denne udmelding tolker vi på den måde, at ECB selvfølgelig er parat til at drøfte rentenedsættelser,

hvis inflationsmålingerne er lavere end forventet, og ECB's økonomer i den forbindelse reviderer deres inflationsprognose i nedadgående retning. De kommende inflationsdata fra Eurozonen vil derfor blive mødt med ekstra stor opmærksomhed, ligesom de kommende centralbankmøder i ECB, der finder sted henholdsvis 25. januar og 7. marts. Det er mest sandsynligt, at en eventuel ændring i ECB's inflations- og renteforventninger kan komme på mødet i marts.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af figur 8 se, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 16,6 gange den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, hvilket er nogenlunde i tråd med gennemsnittet i den valgte periode i grafen, hvilket vi finder attraktivt.

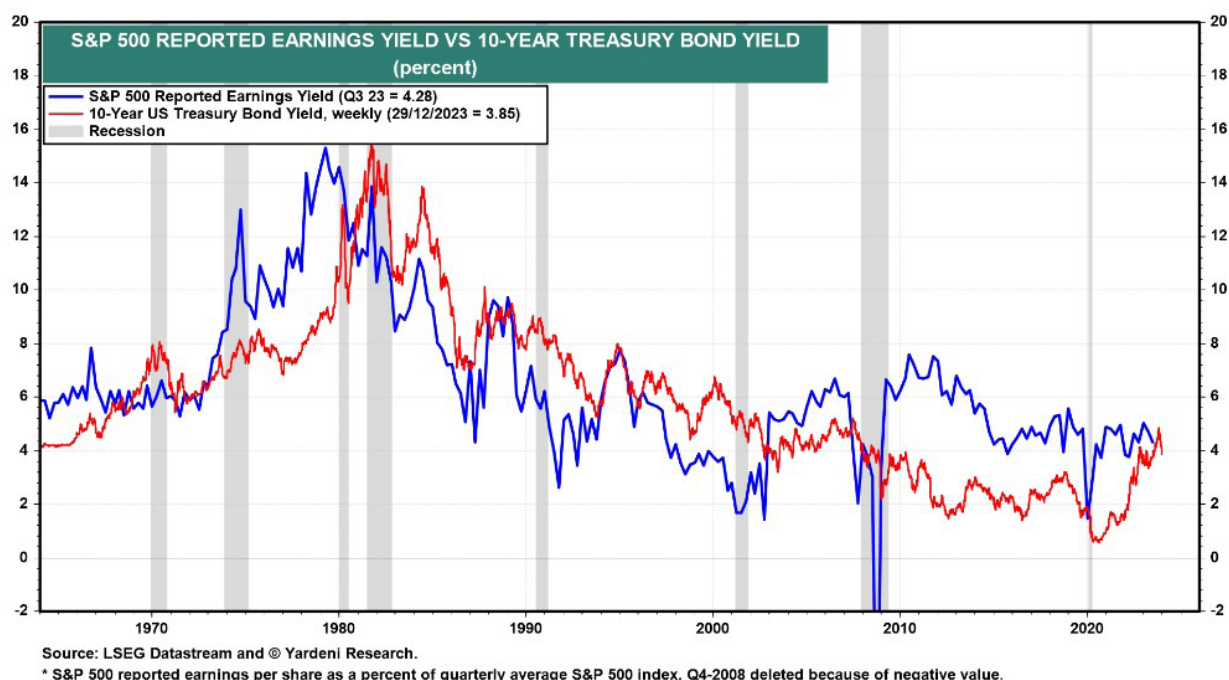
Figur 8.



I figur 9 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 Earnings Yield (her udtrykt ved de seneste 12 måneders indtjening i

de underliggende selskaber divideret med indeksværdien). Den tilnærmelsesvis sammenlignelige 'rente' kan aflæses i højre side af figuren. Jo højere værdi, desto mere attraktivt er det enkelte aktiv prisfastsat, alt andet lige. Idet de to linjer er næsten ens, er dette et udtryk for, at aktier og obligationer er prisfastsat fair i forhold til hinanden.

Figur 9.



Investorerne forventer nu, at både den amerikanske og europæiske centralbank vil sænke renten med 1,5%-point i løbet af 2024 i kombination med, at verdensøkonomien kun vil opleve en mindre opbremsning i væksthøjden. Dette vil økonomisk være det bedste af alle verdener, og et Goldlock-scenarie for de finansielle markeder. Det er i vores optik ikke så meget tvivl om, at det inflationære pres er aftagende, men om det sker i et så hurtigt tempo, som det pt. forventes, er vi lidt mere tvivlende over for, men det er omvendt heller ikke et urealistisk scenarie. Usikkerheden er ekstra høj i øjeblikket, og det er udfaldsrummet også – både hvad angår positive og negative økonomiske overraskelser.

Med de positive forventninger der pt. er inddiskonteret på både aktie- og obligationsmarkedet, skal man som investor være forberedt på, at der kan komme forholdsvis store kursudsving, hvis den økonomiske udvikling eller centralbankernes ageren afviger fra det, investorerne forventer. Vi anbefaler derfor, at man som investor har en allokering mellem aktier og obligationer, som er tæt på den enkelte investors benchmark.

Af Johnny Madsen,
 partner og investeringschef
 4. januar 2024

Formue &
 Investeringspleje

Vi giver dig overblik og tryghed