

RAPPORTERING

Slagelse Kommune - Frie midler
CVR 29 18 85 05

Porteføljeoversigt

Beholdningsoversigt

Performanceopgørelse inkl. detaljeret afkastopgørelse

Transaktionsliste

ESG – Bæredygtighed og ansvarlighed

Markedskommentarer

Porteføljen opgøres pr. valør dato og gevinster/tab beregnes efter FIFO-princippet.

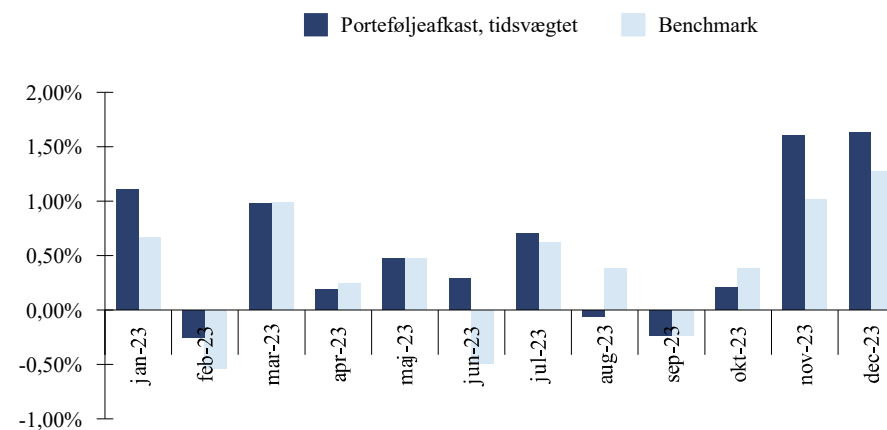
Ændring i formue	01.12.2023	01.01.2023
(Beløb i 1.000 kr.)	31.12.2023	31.12.2023
+ Markedsværdi ultimo	156.992	156.992
+ Nettoudbetaling	0	95
- Nettoindbetaling	0	0
- Markedsværdi primo	154.480	147.084
+ Betalt aktieudbytteskat	0	0
Formueafkast	2.512	10.003
Afkast i procent efter omkostninger *)	1,63%	6,80%
Benchmarkafkast	1,28%	4,87%

*) Tidsvægtet afkast

Afkast fordelt på:	01.12.2023 - 31.12.2023			
(Beløb i 1.000 kr.)	Obligationer	Aktier	Øvrige	Total
Renter og udbytter	303	0	0	303
Realiseret kursgevinst	-3	0	0	-3
Urealiseret kursgevinst	1.374	837	0	2.211
Omkostninger	-0	-0	0	-0
Gebyr			0	0
Kontantrenter			1	1
I alt	1.674	837	1	2.512
Gennemsnitligt afkast	1,32%	3,65%	0,54%	1,63%

Afkast fordelt på:	01.01.2023 - 31.12.2023			
(Beløb i 1.000 kr.)	Obligationer	Aktier	Øvrige	Total
Renter og udbytter	3.469	955	0	4.423
Realiseret kursgevinst	258	163	0	421
Urealiseret kursgevinst	2.572	2.569	0	5.141
Omkostninger	-0	-0	0	-0
Gebyr			17	17
Kontantrenter			1	1
I alt	6.299	3.686	18	10.003
Gennemsnitligt afkast	4,92%	21,33%	9,55%	6,80%

Månedlige afkast

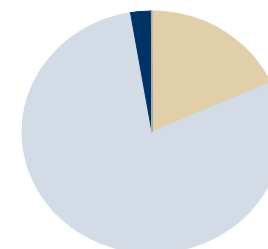


Varighed for porteføljen den 31-12-2023

Varighed før ekstraordinære indfrielse (Officiel varighed)	2,83
Optionskorrigerede varighed	2,41

Aktivfordeling

ultimo perioden (i 1.000 kr.)	kr.	pct.
Udenlandske aktier	28.723	18,3 %
Indenlandske obligationer	124.123	79,1 %
Udenlandske obligationer	4.031	2,6 %
Kontantbeholdninger	115	0,1 %
I alt	156.992	100,0%



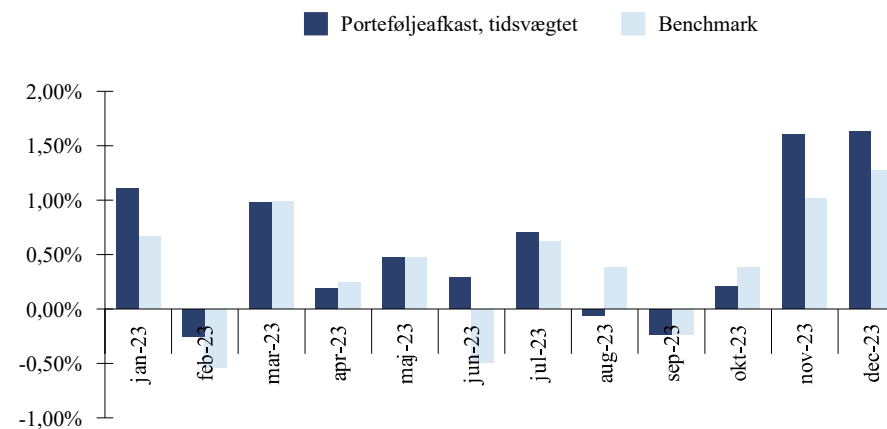
Ændring i formue (Beløb i 1.000 kr.)	01.10.2023 31.12.2023	01.01.2023 31.12.2023
+ Markedsværdi ultimo	156.992	156.992
+ Nettoudbetaling	0	95
- Nettoindbetaling	0	0
- Markedsværdi primo	151.730	147.084
+ Betalt aktieudbytteskat	0	0
Formueafkast	5.262	10.003
Afkast i procent efter omkostninger *)	3,47%	6,80%
Benchmarkafkast	2,69%	4,87%

*) Tidsvægtet afkast

Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.10.2023 - 31.12.2023			
	Obligationer	Aktier	Øvrige	Total
Renter og udbytter	951	0	0	951
Realiseret kursgevinst	8	0	0	8
Urealiseret kursgevinst	2.731	1.567	0	4.298
Omkostninger	-0	-0	0	-0
Gebyr			4	4
Kontantrenter			1	1
I alt	3.690	1.567	5	5.262
Gennemsnitligt afkast	2,84%	7,95%	2,86%	3,47%

Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.01.2023 - 31.12.2023			
	Obligationer	Aktier	Øvrige	Total
Renter og udbytter	3.469	955	0	4.423
Realiseret kursgevinst	258	163	0	421
Urealiseret kursgevinst	2.572	2.569	0	5.141
Omkostninger	-0	-0	0	-0
Gebyr			17	17
Kontantrenter			1	1
I alt	6.299	3.686	18	10.003
Gennemsnitligt afkast	4,92%	21,33%	9,55%	6,80%

Månedlige afkast

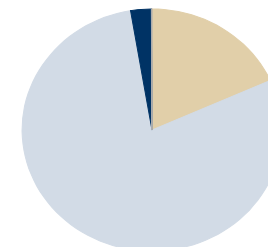


Varighed for porteføljen den 31-12-2023

Varighed før ekstraordinære indfrielse (Officiel varighed)	2,83
Optionskorrigerede varighed	2,41

Aktivfordeling

aktivfordeling ultimo perioden (i 1.000 kr.)	kr.	pct.
Udenlandske aktier	28.723	18,3 %
Indenlandske obligationer	124.123	79,1 %
Udenlandske obligationer	4.031	2,6 %
Kontantbeholdninger	115	0,1 %
I alt	156.992	100,0%



Beholdningsoversigt pr. 31.12.2023

Valutakurser pr. -
Fondskurser pr. 31.12.2023

Fondskode	Papirnavn	Beholdning	Kurs	Valutakurs	Kursværdi (K)	Rente påløbende/ultimoper. (K)	Kursv.inkl. rente	Pct. af portefølje
Udenlandske aktier								
DK006113427	LSI Globale Aktier Basis	212.843,00	134,950	100,00	28.723.162,85		28.723.162,85	18,30%
Udenlandske aktier i alt		212.843,00			28.723.162,85		28.723.162,85	18,30%
Aktier i alt					28.723.162,85		28.723.162,85	18,30%
Indenlandske obligationer								
Inkonverterbare obligationer								
DK000952184	1,00% 1NYK13Hju24D24	11.700.000,00	98,912	100,00	11.572.704,00	58.500,00	11.631.204,00	7,41%
DK000929514	1,00% 1RD10F24APRF24	340.000,00	99,340	100,00	337.756,00	2.545,36	340.301,36	0,22%
DK000979848	2,00% 2NYK13Hja25R25	16.700.000,00	98,956	100,00	16.525.652,00	333.084,93	16.858.736,93	10,74%
DK000461571	4,00% RD11SFA24RF.24	15.586.380,99	100,173	100,00	15.613.276,75	154.169,64	15.767.446,39	10,04%
DK000953652	4,14% F3NYK32Gokt225	16.337.738,70	100,250	100,00	16.378.208,50	170.534,07	16.548.742,57	10,54%
Konverterbare obligationer								
DK000929743	1,00% 1RDSRO21S3232	5.656.714,59	92,664	100,00	5.255.822,88	13.988,07	5.269.810,95	3,36%
DK000951331	1,50% 15NYK01EA40.40	15.658.630,90	90,127	100,00	14.136.687,94	58.081,61	14.194.769,54	9,04%
DK000929263	2,00% 2,0RDSRO22S37	4.418.263,01	95,200	100,00	4.210.442,16	21.851,19	4.232.293,35	2,70%
DK000950416	2,00% 2NYK01EA47..47	5.974.968,11	88,921	100,00	5.319.174,51	29.550,11	5.348.724,62	3,41%
DK000951595	3,00% F6NYK22Hjul228	14.478.975,41	99,009	100,00	14.336.903,20	107.411,96	14.444.315,16	9,20%
DK000976962	3,95% Nykredit 21E41	548.035,74	98,013	100,00	537.200,27	5.473,10	542.673,37	0,35%
DK000975974	4,60% Nykredit 43D38	546.813,95	105,150	100,00	574.589,29	6.175,79	580.765,08	0,37%
DK000954055	5,00% 5NYK01EA43..43	8.011.294,69	101,400	100,00	8.122.448,61	99.052,69	8.221.501,31	5,24%
DK000954012	6,00% 6NYK01EA53..53	1.972.006,02	102,411	100,00	2.017.653,58	29.258,57	2.046.912,15	1,30%
DK000978744	3,5% Nykredit44	1.702.385,74	100,950	100,00	1.718.421,51	14.733,96	1.733.155,48	1,10%
DK000937347	4% BRfkredit41	1.729.386,12	100,098	100,00	1.731.008,50	17.105,88	1.748.114,38	1,11%

Fondskode	Papirnavn	Beholdning	Kurs	Valutakurs	Kursværdi (K)	Rente påløbende/ ultimoper. (K)	Kursv.inkl. rente	Pct. af portefølje
Indenlandske obligationer								
Konverterbare obligationer								
DK000977985	4% NYK 01E A42	2.587.276,55	99,750	100,00	2.580.940,57	25.591,54	2.606.532,11	1,66%
DK000471550	4% Totalkred35	1.822.657,45	100,500	100,00	1.831.395,68	18.028,46	1.849.424,13	1,18%
DK000925519	8% Realkredi26	149.819,87	103,536	100,00	154.314,84	2.963,83	157.278,67	0,10%
Indenlandske obligationer i alt		125.921.347,84			122.954.600,79	1.168.100,77	124.122.701,56	79,06%
Udenlandske obligationer								
DK001620525	GR European High Yield	36.435,00	110,640	100,00	4.031.168,40	0,00	4.031.168,40	2,57%
Udenlandske obligationer i alt		36.435,00			4.031.168,40	0,00	4.031.168,40	2,57%
Obligationer i alt					126.985.769,19	1.168.100,77	128.153.869,96	81,63%
Kontantbeholdninger								
0000004025368075	Konto Frie Midler	114.944,02	100,000	100,00	114.944,02	0,00	114.944,02	0,07%
Kontantbeholdninger i alt		114.944,02			114.944,02	0,00	114.944,02	0,07%
Portefølje i alt					155.823.876,06	1.168.100,77	156.991.976,83	100,00%

Depotliste

Slagelse Kommune

2034190 Depot Slagelse Kommune Frie Mi

Performanceopgørelse (01.01.2023 - 31.12.2023)

Valutakurser pr. -
Fondskurser pr. 31.12.2023

Månedlige afkast 2023	Formue primo	Afkast	Indskud/ udtræk	Udbytte skat	Formue ultimo	Afkast i % Pf Ref		Varighed
Januar	147.084	1.633	-94	0	148.623	1,11	0,67	2,71
Februar	148.623	-382	-1	0	148.239	-0,26	-0,54	2,75
Marts	148.239	1.454	0	0	149.693	0,98	0,99	2,70
April	149.693	281	0	0	149.973	0,19	0,25	2,65
Maj	149.973	706	0	0	150.680	0,47	0,47	2,59
Juni	150.680	433	0	0	151.113	0,29	-0,49	2,63
Juli	151.113	1.066	0	0	152.179	0,71	0,62	2,61
August	152.179	-85	0	0	152.094	-0,06	0,39	2,52
September	152.094	-364	0	0	151.730	-0,24	-0,24	2,54
Oktober	151.730	309	0	0	152.039	0,20	0,38	2,54
November	152.039	2.441	0	0	154.480	1,61	1,01	2,39
December	154.480	2.512	-0	0	156.992	1,63	1,28	2,41
Total		10.003	-95	0		6,80	4,87	

Årlige afkast Regnskabsår 31.12	Formue primo	Afkast	Indskud/ udtræk	Udbytte skat	Formue ultimo	Afkast i % Pf Ref	
2020	201.333	3.582	26.177	0	231.092	1,59	0,92
2021	231.092	11.153	-41.113	0	201.132	4,82	0,22
2022	201.132	-17.292	-36.756	0	147.084	-8,41	-5,57
2023	147.084	10.003	-95	0	156.992	6,80	4,87
Total		7.446	-51.787	0		4,16	0,17

Alle procentafkast er tidsvægtede afkast iht. anbefaling fra Den Danske Finansanalytikerforening

	Pf:	Ref:
	01/05/2020	01/05/2020
Annualiseret afkast siden:	1,12	0,05

Reference:

01/05/2020 - 31/12/2020: Benchmark

Depotliste

Slagelse Kommune

2034190 Depot Slagelse Kommune Frie Mi

Afkastopgørelse 01.12.2023 - 31.12.2023

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente /udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1NYK13Hju24D24	75.663,84	9.909,84	11.506.950,00	0,65
1,00% 1RD10F24APRF24	610,72	342,62	336.960,40	0,30
1,00% 1RSDSDRO21S3232	73.380,77	4.765,17	5.187.207,28	1,41
1,50% 15NYK01EA40.40	528.454,34	19.786,04	13.628.019,64	3,87
2,00% 2,0RSDSDRO22S37	134.394,75	7.443,81	4.083.491,22	3,28
2,00% 2NYK01EA47..47	306.802,34	10.066,52	5.022.438,69	6,09
2,00% 2NYK13Hja25R25	132.241,12	28.367,12	16.421.778,00	0,79
3,00% F6NYK22Hjul228	17.589,97	36.590,89	14.355.904,12	0,12
3,95% Nykredit 21E41	-6.230,83	1.864,46	545.295,56	-1,14
4,00% RD11SFA24RF.24	49.527,71	53.214,98	15.613.813,02	0,32
4,14% F3NYK32Gokt225	25.044,00	58.094,02	16.411.258,52	0,15
4,60% Nykredit 43D38	2.811,89	2.103,84	573.881,24	0,49
5,00% 5NYK01EA43..43	105.608,59	33.879,09	8.051.671,62	1,30
6,00% 6NYK01EA53..53	6.649,86	9.967,20	2.020.970,93	0,33
3,5% Nykredi44	31.439,59	5.019,26	1.692.001,19	1,85
4% BRFKredit41	5.754,86	5.827,28	1.731.080,92	0,33
4% NYK 01E A42	32.135,70	8.718,00	2.557.522,87	1,25
4% Totalkred35	17.613,77	6.141,56	1.819.923,46	0,96
8% Realkredi26	207,00	1.009,66	155.117,50	0,13
GR European High Yield	134.445,15	0,00	3.896.723,25	3,45
Konto Frie Midler	618,53	618,53	114.386,11	0,54
LSI Globale Aktier Basis	837.231,63	0,00	27.885.931,22	3,65
total	2.511.995,28	303.729,90	153.612.326,77	0,00
Total portefølje	2.511.995,28	303.729,90	153.612.326,77	1,63

Afkastopgørelse 01.10.2023 - 31.12.2023

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente /udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1NYK13Hju24D24	124.413,84	29.409,84	11.477.700,00	1,08
1,00% 1RD10F24APRF24	15.274,72	4.242,62	1.650.676,40	0,93
1,00% 1RSDSDRO21S3232	139.329,72	14.146,98	5.130.640,13	2,72
1,50% 15NYK01EA40.40	1.206.583,36	58.729,75	12.988.834,33	9,29
2,00% 2,0RSDSDRO22S37	260.519,76	22.096,05	3.972.018,45	6,56
2,00% 2NYK01EA47..47	544.341,49	29.877,84	4.804.710,86	11,33
2,00% 2NYK13Hja25R25	243.838,30	84.186,30	16.366.000,00	1,47
3,00% F6NYK22Hjul228	109.583,70	108.603,63	14.335.923,13	0,76
3,95% Nykredit 21E41	-4.211,23	5.528,18	546.939,67	-0,77
4,00% RD11SFA24RF.24	157.276,31	199.000,02	19.922.334,79	0,81
4,14% F3NYK32Gokt225	175.149,14	172.256,14	16.375.315,50	1,07
4,60% Nykredit 43D38	5.860,17	6.245,75	574.974,87	1,02
5,00% 5NYK01EA43..43	297.822,94	107.379,31	8.534.571,23	3,37
6,00% 6NYK01EA53..53	33.432,21	29.591,17	2.013.812,55	1,66
3,5% Nykredi44	58.903,29	14.897,32	1.674.415,54	3,52
4% BRfkredit41	31.888,53	17.295,76	1.716.415,72	1,86
4% NYK 01E A42	38.297,23	25.875,45	2.568.518,80	1,49
4% Totalkred35	16.036,03	18.233,75	1.833.593,39	0,87
8% Realkredi26	1.601,03	3.001,46	155.715,28	1,02
GR European High Yield	233.912,70	0,00	3.797.255,70	6,16
Konto Frie Midler	4.858,25	618,53	235.452,33	2,86
LSI Globale Aktier Basis	1.567.076,37	0,00	20.800.385,28	7,95
total	5.261.787,87	951.215,85	151.476.203,95	0,00
Total portefølje	5.261.787,87	951.215,85	151.476.203,95	3,47

Afkastopgørelse 01.01.2023 - 31.12.2023

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente /udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1NYK13Hju24D24	379.972,73	116.839,73	11.309.571,00	3,36
1,00% 1RD10F24APRF24	63.773,16	21.712,66	2.115.088,00	3,08
1,00% 1RSDSDRO21S3232	270.434,45	59.442,33	5.358.231,10	5,15
1,50% 15NYK01EA40.40	1.163.545,23	240.377,71	13.631.660,78	8,85
2,00% 2,0RSDSDRO22S37	325.912,06	90.991,17	4.118.172,85	8,16
2,00% 2NYK01EA47..47	467.769,47	121.151,15	5.067.862,89	9,59
2,00% 2NYK13Hja25R25	601.200,00	334.000,00	16.258.452,00	3,70
3,00% F6NYK22Hjul228	292.902,33	439.664,74	14.688.516,26	2,03
3,95% Nykredit 21E41	8.773,90	18.475,94	556.547,39	1,52
4,00% RD11SFA24RF.24	799.975,74	761.854,87	21.989.159,65	3,65
4,14% F3NYK32Gokt225	622.293,57	579.636,60	16.574.546,46	3,80
4,60% Nykredit 43D38	25.470,16	22.857,35	597.412,88	4,31
5,00% 5NYK01EA43..43	345.843,95	193.187,52	3.874.884,32	4,48
6,00% 6NYK01EA53..53	132.816,99	123.476,93	2.097.359,10	6,43
3,5% Nykredi44	138.953,06	60.413,72	1.664.384,93	8,46
4% BRfkredit41	77.535,32	72.704,50	1.813.826,75	4,14
4% NYK 01E A42	94.798,14	106.039,65	2.655.170,09	3,63
4% Totalkred35	66.718,64	76.731,69	1.935.375,78	3,53
8% Realkredi26	2.815,72	14.698,56	197.247,62	1,77
GR European High Yield	417.909,45	14.574,00	3.627.832,95	11,55
Konto Frie Midler	17.547,81	618,53	324.467,03	9,55
LSI Globale Aktier Basis	3.686.439,40	954.563,00	18.619.233,35	21,33
total	10.003.401,28	4.424.012,35	149.075.003,19	0,00
Total portefølje	10.003.401,28	4.424.012,35	149.075.003,19	6,80

Transaktionsliste for perioden 01.12.2023 - 31.12.2023

Handels- dato	Bevægelse	Navn	Antal	Kurs	Valuta	Kontopostering	Kontoposte- ring DKK	Real.avance kostpris
Konto Frie Midler - 0000004025368075 - DKK								
29/11/2023	Salg af obligationer	1,00% 1RD10F24APRF24	-2.000.000,00	99,08	DKK	1.994.925,83	1.994.925,83	-27.307,50
29/11/2023	Salg af obligationer	4,00% RD11SFA24RF.24	-4.400.000,00	100,13	DKK	4.434.754,41	4.434.754,41	-25.350,40
29/11/2023	Salg af obligationer	4,00% RD11SFA24RF.24	-2.000.000,00	100,13	DKK	2.015.793,37	2.015.793,37	-11.527,00
29/11/2023	Salg af obligationer	5,00% 5NYK01EA43..43	-1.000.000,00	100,60	DKK	1.014.280,54	1.014.280,54	9.924,08
29/11/2023	Køb af aktier	LSI Globale Aktier Basis	73.026,00	130,55	DKK	-9.533.551,80	-9.533.551,80	0,00
07/12/2023	Udtræk på konto	Depotgebyr	-200,00	0,00	DKK	-200,00	-200,00	0,00
31/12/2023	Rentetilskrivning	Rente	618,53	0,00	DKK	618,53	618,53	0,00
							-73.379,12	

Depotliste

Slagelse Kommune

2034190 Depot Slagelse Kommune Frie Mi

ESG – Bæredygtighed og ansvarlighed

Investeringer, uanset det potentielle afkasts størrelse, må ikke ske på bekostning af den etiske ansvarlighed.

Gudme Raaschou har tilsluttet sig UN-PRI "UN Principles of Responsible Investment" siden etableringen i 2006 og underskrevet UN-PRI i 2023. Gudme Raaschou screener, mindst hver 6. måned, tillige for selskaber der overtræder internationale normer, herunder FN-konventioner, der omfatter menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, anti-korruption og miljøbeskyttelse.

Alle investeringer skal ske under hensyntagen til etiske aspekter – og de virksomheder, der investeres i, skal respektere overholdelsen af både lokal og international lovgivning, basale menneskerettigheder, ikke udøve børnearbejde, have en ansvarlig omgang med naturens ressourcer, og generelt udvise et samfundsmæssigt ansvar.

Virksomhederne skal ligeledes til enhver tid respektere de sanktioner der vedtages af Danmark, EU og/eller FN i form af "finansielle restriktioner".

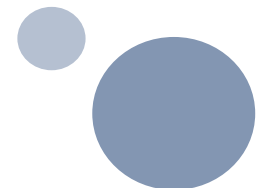
For så vidt angår investeringer igennem de tre foreninger – Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen IA Invest og Investeringsforeningen Gudme Raaschou – er der formuleret en fælles politik for, hvordan disse foreningerne integrerer bæredygtighed og samfundsansvar. Politikken kan tilgås via dette link <https://www.ls.invest.dk/politikker-2/>

Udgangspunktet er, at foreningerne understøtter en ordentlig og bæredygtig samfundsudvikling. Foreningernes investeringer tager udgangspunkt i FN's Global Compact og der investeres ikke i virksomheder, som vurderes at være i uoverensstemmelse med hensynet til beskyttelse af menneskerettigheder, beskyttelse af arbejdstagerrettigheder, herunder afskaffelse af børnearbejde, understøttelse af hensynet til klima og miljø, samt bekæmpelse af korruption m.v. Foreningerne investerer ligeledes ikke i statsobligationer eller virksomheder i lande, der er genstand for handelsblokade, der er vedtaget af FN eller EU og er tiltrådt af Danmark. Hertil gennemgår foreningerne en aktivitetsbaseret screening med henblik på at ekskludere virksomheder eller producenter indenfor bestemte sektorer, herunder våben og tobak.

Retningslinjerne er integreret i tæt samarbejde med foreningernes investeringsrådgivere og eventuelle underrådgivere. Hvis det rapporteres at en virksomhed i porteføljen har overtrådt retningslinjerne, vurderes det konkret, om investeringen bør afhændes, eller om en dialog med virksomheden vil være hensigtsmæssig og derfor indledes.

For yderligere information om bæredygtighedsrelaterede oplysninger vedrørende de specifikke afdelinger ses her:

<https://www.lsinvest.dk/baeredygtighedsrelaterede-oplysninger/>

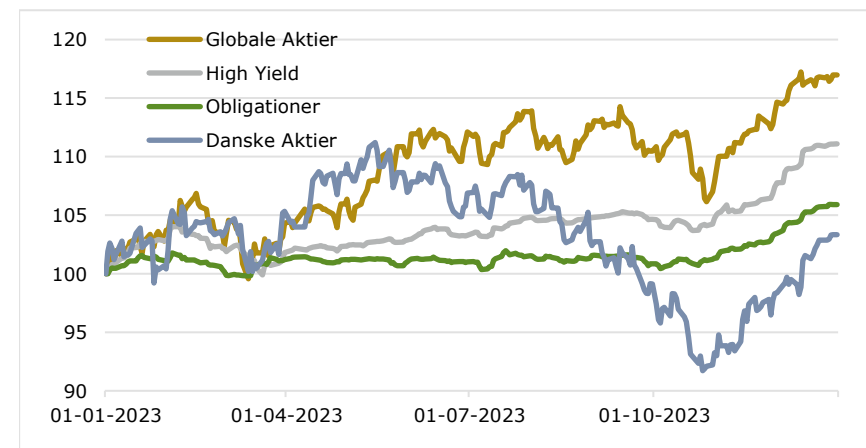


MARKEDSKOMMENTAR - PERSPEKTIV OG FORVENTNINGER

RESUMÉ: DER ER INDREGNET ET SCENARIE OM "BLØD LANDING" OG RENTENEDSÆTTELSE.

- Væksten i verdensøkonomien var faldende i 2023, men der var store regionale forskelle. Ved indgangen til året var scenarierne om recession i USA og Europa mest dominerende. Men forbrugerne var mere modstandsdygtige end forventet overfor den strammere pengepolitik. Det bidrog til fortsat høje inflationsrater og til, at centralbankerne fortsatte med at stramme pengepolitikken. Den amerikanske centralbank hævede renten fire gange i årets løb efter syv renteforhøjelser i 2022. I Europa valgte ECB og Nationalbanken at hæve renten seks gange efter fire renteforhøjelser året forinden. I alt har FED i USA i denne rentecyklus hævet styringsrenten med 5,25 pct. point, ECB med 4,5 og Nationalbanken med 4,2. Renten på de danske indskudsbeviser i Nationalbanken er dermed blevet hævet fra -0,6 pct. til 3,6 pct. Den høje inflation betød, at centralbankerne meldte ud, at de ville blive ved med at stramme pengepolitikken. Her ved indgangen til 2024 kan det konstateres, at USA undgik recessionen i 2023, hvorimod økonomien i flere europæiske lande er i recession.
- På obligationsmarkederne har rentekurven været invers hele året. En invers rentekurve er dels en indikation på, at investorerne har en tiltro til, at inflationen falder igen, dels at scenariet om recession tillægges en høj sandsynlighed. Renten på den 10-årige danske statsobligation var primo 2023 på 2,83 pct. Frem til oktober steg renten til 3,26 pct., men i årets sidste kvartal faldt den igen med 1 pct.-point til 2,26 pct. Udviklingen afspejler store bevægelser i obligationskurserne. På de lange realkreditobligationer faldt kurserne med 11 pct., inden de henimod slutningen af året steg med 12 pct. fra bunden. De faldende renter i slutningen af året var en konsekvens af, at inflationen nu falder igen. Men også, at momentum i økonomien nu er så hastigt aftagende, at scenariet om recession i 2024 tillægges en større sandsynlighed. Og da inflationen falder, forventer investorerne, at centralbankerne i USA og i Europa i 2024 sætter renterne ned igen.
- Konkurserne steg blandt udstederne af kreditobligationer men ikke så meget som forventet. Verdensøkonomien taber momentum, men forventningen er kun en mild recession, hvis væksten fortsætter med at falde. Derfor kan de fleste virksomheder stadig betale renterne på deres gæld. Mange virksomheder optog også lån, da renterne var lave, hvorved effekten af de højere renter først kommer senere. Og med det seneste fald i renterne bliver effekten endda ikke så slem. Det bedre end forventede vækstforløb og rentefald medvirkede også til, at kreditspændene blev indsnævret med 1 pct. point.
- Aktierne startede 2023 med modvind fra makroøkonomien, ligesom de stigende renter pressede værdiansættelsen og investorenes appetit på aktier. Da renterne henimod slutningen af året faldt, var det omvendt også positivt for aktiekurserne, da investorerne blev mere overbeviste om, at "guldlok-scenariet" for økonomierne ville indtræffe i stedet for en recession. Indtjeningen i virksomhederne har som ventet været presset her i 2023 af de stigende inputpriser og faldende efterspørgsel. Men optimismen mht. til indtjeningen i 2024 har været opretholdt hele året. Der var en tendens til, at skuffende makrotal blev set som en indikation på, at pengepolitikken snart skal lempes igen. Dermed var dårlige makrotal positivt for aktiekurserne.
- Allokeringmæssigt valgte vi efter en periode med eksponering af de investeringsmæssige rammer, der var tæt ved neutral, at øge eksponeringen til aktier. Ved indgangen til 2024 indgår aktier med en moderat overvægt i porteføljerne.

KURSUDVIKLING: AKTIER, OBLIGATIONER OG KREDIT



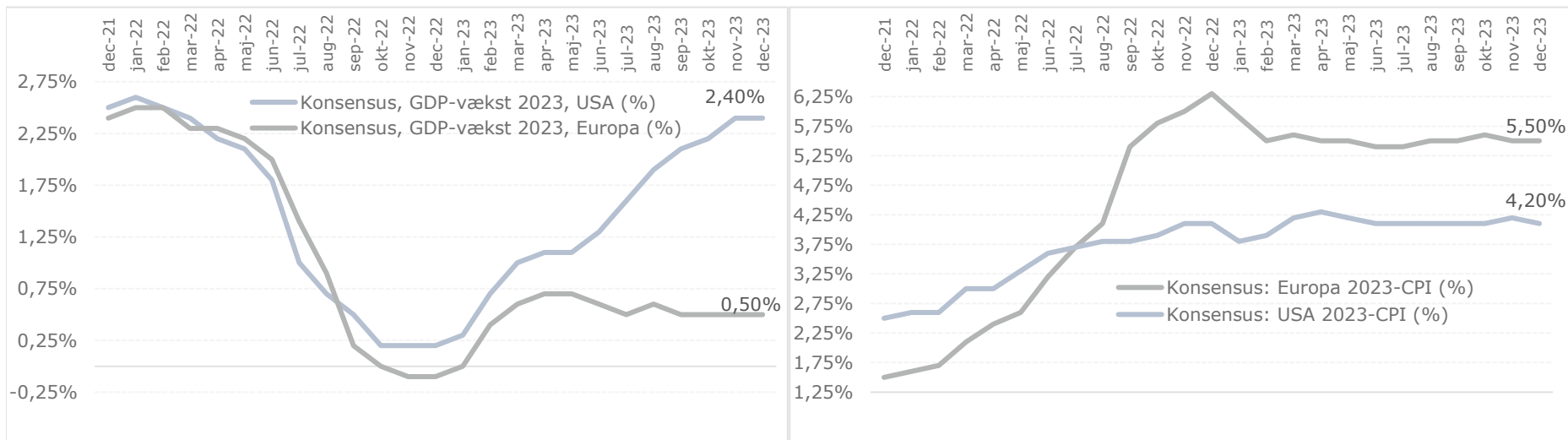
MAKROØKONOMISKE FORHOLD

LAV VÆKST, MEN INFLATIONEN ER STADIG FOR HØJ

Økonomierne i Europa og især i USA har vist sig at være mere modstandsdygtige overfor de stigende renter end forventet. Ved indgangen til 2023 var det konsensus, at væksten i USA ville blive lidt over 0%, mens Europa ville gå i recession – og spørgsmålet var, hvor dyb recessionen ville blive. Men det gik bedre end forventet. I løbet af 2023 blev forventningerne til realvæksten i den amerikanske økonomi løbende opjusteret. Ved udgangen af året var det forventningen, at der ville være en realvækst i USA i 2023 på 2,4 pct. Den højere end forventede vækst skyldes, at de amerikanske forbrugere brugte løs af deres opsparing, men derudover har et stærkt arbejdsmarked også bidraget til, at væksten var højere end forventet. Ifølge analysebureauet Consensus Economics er forventningerne pt., at USA også undgår recessionen i 2024, om end realvæksten pt. ikke ventes at blive særlig høj. Det store spørgsmål er, hvornår centralbankerne begynder at gøre pengepolitikken mindre restriktiv.

Som det ses af oversigterne nedenfor, er det især Europa, der er hårdest ramt af høj inflation og lav vækst. Tyskland er sammen med en række andre europæiske lande i recession, dvs. negativ realvækst. Samtidig er inflationen stadig så høj, at ECB officielt ikke har lyst til at tale om en lempelse af den stramme pengepolitik. Som bekendt lykkes det sjældent for centralbankerne at lave en markant stramning af pengepolitikken uden, at økonomien går i recession. Udfordringen er, at det ifølge ECB's egne forecasts først er i 2025, at inflationen i Europa falder ned mod målsætningen. De økonomiske forecast herunder fra ECB er dog normalt så upræcise, at disse forventninger kan blive ændret mange gange inden 2025. Derfor er tidspunktet for rentenedsættelserne "dataafhængige", som centralbankerne formulerer det. Svækkes arbejdsmarkedet markant, samtidig med, at inflationen falder, er der derudover en forventning om, at ECB ligesom amerikanske Federal Reserve vil udvise en vis form for pragmatisme.

FORVENTNINGERNE TIL VÆKST OG INFLATION I USA OG I EURO-OMRÅDET (KILDE: CONSENSUS ECONOMICS)



DANSKE OBLIGATIONER

RENTEUDVIKLINGEN: MARKANT RENTEFALD PRÆGEDE DEN SIDSTE DEL AF 2023

4. kvartal brød for alvor med den stigende rentetrend, som har præget obligationsmarkedet siden slutningen af 2021. Rentefaldet har været betydeligt over hele rentekurven, men størst på obligationer med lang løbetid. De danske 10-årige statsrenter faldt 0,9% i løbet af kvartalet, mens de 2-årige faldt 0,7%-point. Ved udgangen af 2023 lå den danske 2-årige statsrente på niveauet 2,48%, mens den 10-årige sluttede året i niveauet 2,26%. Efter de markante rentestigninger i 2022, blev 2023 således et rentefaldsår med ganske tilfredsstillende afkast til obligationsinvestorerne. De store rentebevægelser i årets løb er en konsekvens af at inflationspresset aftager hurtigere end forventet, hvilket også afspejler sig i forventningerne til pengepolitikken. For få måneder siden lå der yderligere renteforhøjelser i prognoserne, men fokus er nu på, hvornår renterne sættes ned igen. Allerede nu har investorerne indregnet en stribe af rentenedsættelser i løbet af 2024.

REALKREDIT: STÆRKT COMEBACK TIL LAVKUPON REALKREDITOBLIGATIONER

Afkastmæssigt har 4. kvartal og året 2023 helt generelt været meget tilfredsstillende for danske realkreditobligationer. I starten af året var trenden ellers fortsat stigende renter, da forventningerne til flere renteforhøjelser stadig prægede kursdannelsen, ligesom udenlandske investorer solgte ud af deres beholdninger af danske konverterbare realkreditobligationer. Derfor var risikoappetitten hos de danske investorer også lav, hvilket lagde et pres på det store segment af lavkupon realkreditserier. Gennem størstedelen af året havde 0,5%, 1% og 1,5% serierne det derfor meget svært relativt til de nye høj kuponserier som f.eks. 20- og 30-årige 5% serier.

Dette ændrede sig markant i 4. kvartal i takt med, at rentefaldet for alvor satte ind. 5%-serierne krøb over kurs 100 og lukkede for udstedelse, den negative konveksitet steg, og varigheden forsvandt hurtigt ud af porteføljer med mange høj kuponserier. Udviklingen gav medvind til lavkuponsegmentet, som havde en stærk kursmæssig afslutning på året. Alene i december gav de 30-årige 1%-serier et afkast på +5%. Rentetilpasningsobligationer og korte variable serier har overordnet set klaret sig fint gennem både kvartalet og året. For 2023 som helhed ligger afkastet i niveauet 3-4% og lidt højere for de 3- og 5-årige rentetilpasningsobligationer pga. den højere varighed.

PORTEFØLJEN: IGEN LIDT FLERE 20-ÅRIGE KONVERTERBARE REALKREDITOBLIGATIONER

På samme vis som tidligere på året har vi også i 4. kvartal købt yderligere varighed til porteføljen, via køb af 20-årige 4% og 5% konverterbare realkreditobligationer. Både fordi renteniveauet i starten af kvartalet havde stabiliseret sig på et mere neutralt niveau, men også fordi de faldende renter gradvist trækker varighed ud af porteføljerne. Den negative konveksitet er tilbage, dog fortsat i et begrænset omfang. Udstedelsen i det 20-årige segment er begrænset, og de ligger fornuftigt på rentekurven i forhold til benchmark og de investeringsmæssige rammer. Dertil kommer, at udtrækningsrisikoen er relativt lille, idet store udtrækninger vil fordre et refinansieringsalternativ med en kuponrente på 3%, hvilket modsat vores forventninger vil kræve relativt store rentefald fra det nuværende niveau.

FORVENTNINGER TIL RENTEMARKEDERNE

Inflationen falder nu markant, hvorfor investorerne har indregnet i obligationskurserne, at der snart kommer rentenedsættelser. Kun et nyt opadgående pres på inflationen synes at kunne ændre ved dette scenarie. Den seneste europæiske renteforhøjelse var i september, hvor styringsrenten blev hævet til 4%, mens FED hævdede til 5,5% helt tilbage i juli. Fokus er nu på, om inflationen fortsætter med at falde til et niveau, hvor centralbankerne tør begynde at lempe pengepolitikken. Den aktuelle inflation på 3,1 pct. er over centralbankernes målsætning.

Risikoen er bl.a., at den aftagende vækst, den bløde landing, ikke er tilstrækkelig til at dæmpe inflationen yderligere. ECB nævnte ved sit pressemøde i december, at rentenedsættelser endnu ikke overvejes. Ifølge ECB's officielle prognoser falder inflationen i Eurozonen først ned tæt på 2%'s målsætningen i 2025. Derved kan de allerede indregnede rentenedsættelser lade vente på sig. Med de seneste måneders kraftige rentefald in mente, synes potentialet for yderligere rentefald på kort sigt ikke særlig stort.

Nationalbanken ventes at fortsætte nuværende strategi med at følge ECB's rentebeslutninger.

DANSK REALKREDIT KURSUDVIKLING



ERHVERVS OBLIGATIONER

2023 BLEV ET GODT ÅR FOR HIGH YIELD

High yield-obligationerne fortsatte i 4. kvartal den positive udvikling, som har kendetegnet størstedelen af 2023. Især faldende inflationsrater og faldende renter på de kreditmæssigt mere sikre statsobligationer understøttede aktivklassen i 4. kvartal.

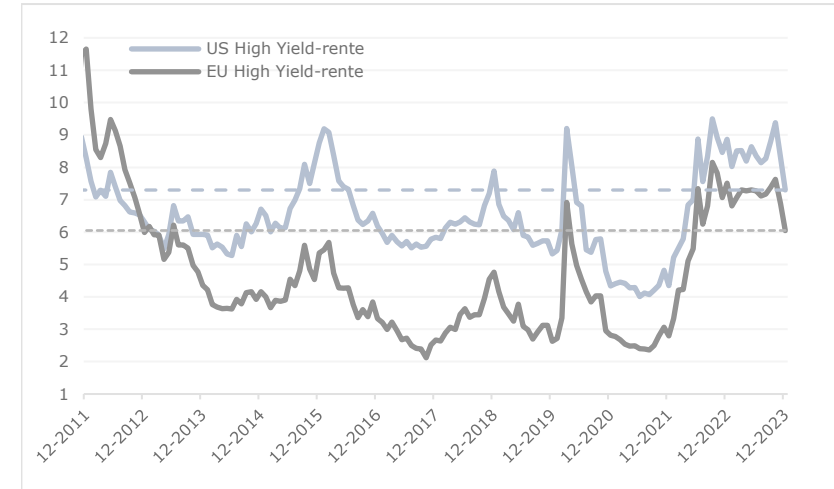
De europæiske high yield-obligationer gav i 4. kvartal et afkast på godt 7%, hvilket er over halvdelen af årsafkastet for 2023 på knap 12%. De amerikanske leverede et kvartalsafkast på 5%, også omkring halvdelen af årsafkastet, der lå i niveauet knap 10%. Kreditspændet er blevet indsnævret betydeligt i løbet af 2023 i både USA og Europa med henholdsvis godt 1,5 pct. og 1 pct., og med mere end 0,5 pct. alene i 4. kvartal. Indsnævringen af kreditspændene er et resultat af, at investorerne nu i langt højere grad forventer en blød landing i økonomien. Alle sektorer har bidraget med pæne positive afkast for året. De stærkest performende sektorer har været teknologi, cyklisk forbrug og finans. I forhold til rating-klasser er billedet lidt mere blandet. I Europa har udstedelser med en B-rating givet de bedste afkast i år, mens de lavest ratede CCC-ratede selskaber har givet bedst afkast i USA. I begge regioner er situationen dog, at de højest ratede selskaber (BBB) har leveret det laveste afkastbidrag.

I forhold til ved indgangen til året har den økonomiske vækst og virksomhedernes indtjeningsevne været en del mere modstandsdygtig end forventet overfor centralbankernes renteforhøjelser. Verdensøkonomien taber momentum, men forventningen er pt. kun en mild recession, hvor virksomhederne stadig kan betale renter og afdrage på deres gæld. Det aftagende inflationspres betyder også, at der ikke forventes flere renteforhøjelser fra centralbankerne.

Den stabile makroøkonomiske udvikling kombineret med faldende inflationsniveau og faldende markedsrenter har betydet, at konkursraten blandt high yield-selskaberne kun er steget moderat, og mindre end forventet ved årets start. Kreditvurderingsbureauet Moody's forventer, at konkursraten stabiliserer sig omkring 3,5% over de næste 12 måneder.

Det generelle rentefald har den positive konsekvens, at de virksomheder, der skal refinansiere deres gæld, ikke bliver så hårdt ramt af det højere niveau som for blot få måneder siden. Dette har også medvirket til en øget appetit hos investorerne på kreditobligationer. Alt i alt har der derfor været en betydelig indsnævring af kreditspændene. Aktuelt er kreditspændene på hhv. amerikanske og europæiske udstedelser på 3,4% og 4%. Dermed er den direkte rente på high yield-udstedelserne faldet til hhv. 7,4% og 6,2%. Kombinationen af faldende statsrenter og lavere kreditspænd har således medført et markant fald i lånerenterne for virksomhederne på mere end 1%-point siden slutningen af 3. kvartal.

RENTEUDVIKLINGEN PÅ HIGH YIELD OBLIGATIONER



AKTIER

LAVERE RENTER GIVER STIGENDE AKTIEKURSER. NU MERE FOKUS PÅ INDTJENINGEN

2023 blev overordnet set et godt år for aktieinvestorerne. De økonomiske nøgletal viste i løbet af året, at økonomierne i især USA men også i Europa var mere modstandstandsdygtige end forventet overfor den strammere pengepolitik. Det meste af året var det understøttende for kursudviklingen. I årets sidste måned begyndte investorerne at indregne en stribe rentenedsættelser i 2024, da inflationspresset var stærkt aftagende. Det gav et rally i aktiekurserne, og året sluttede for de globale aktiers vedkommende i højeste niveau.

Der var i årets løb helt som ventet udsving i kursdannelsen. 20 pct. forskel var der mellem laveste og højeste kursniveau. I et historisk perspektiv indtræffer der fra tid til anden uforudsete begivenheder, der fører til usikkerhed og faldende kurser. I marts var det uforudsete, at nogle amerikanske regionalbanker og den schweiziske storbank Credit Suisse kom i problemer og måtte opgive deres selvstændighed. Begivenhederne var også et klart signal om, at den stramme pengepolitik havde en reeløkonomisk effekt. Der var dog tale om selskabsspecifikke forhold, der ikke nåede at sprede sig til øvrige banker, da centralbankerne hurtigt indkapslede problemerne.

På tværs af regioner og sektorer var der også store forskelle i afkastudviklingen. Blandt de danske børsnoterede aktier var der stor mediefokus på Novo Nordisk-succesen med fedmemedicinen Wegovy, men det var smykkeproducenten Pandora, der var den afkastmæssige højdespringer efterfulgt af høreapparatsproducenten Demant. Generelt var kursudviklingen på de danske aktier en spejling af de internationale small- og midcap-aktier. Kursudviklingen på dette segment, der antalmæssigt udgør langt størstedelen af alle børsnoterede aktier, var præget af, at vareefterspørgslen, industriproduktionen og erhvervstilliden var faldende. Danske aktier gav samlet set derfor "kun" et afkast på 6,4% målt på Totalindekset, hvoraf langt størstedelen af afkastet kom i 4. kvartal.

Globalt set var det især teknologiaktierne med en relation til Kunstig Intelligens, AI, der havde en meget positiv udvikling. Udviklingen af regelbaserede IT-applikationer og neurale netværk har været undervejs i årtier, men efter lanceringen af ChatGPT opstod der en euforisk stemning blandt investorerne. Amerikanske Nvidia er pt. den førende producent af GPU-chips, der er motoren i bl.a. ChatGPT. De syv største amerikanske virksomheder (Apple, Microsoft, Amazon, Google, Nvidia, Facebook, Tesla) steg i gennemsnit med knap 100%, hvilket betyder, at disse Super7-virksomheder står for omkring halvdelen af S&P500-stigningen på 24% i 2023. De nævnte selskaber er så store, at de nu udgør knap 30% af den samlede markedsværdi i S&P500-indekset.

I figuren til højre er vist den indekserede udviklingen i det amerikanske, globale, danske og emerging markets aktieindeks. Tabellen nedenfor viser udviklingen i 4. kvartal og i 2023 og de seneste tre år.

	Danmark	Norden	Europa	Verden	EM	Japan	USA
Q4'23	5,5%	9,3%	6,1%	6,5%	3,1%	6,6%	6,7%
2023	6,4%	17,1%	16,3%	20,1%	6,6%	18,2%	22,5%
Seneste 3 år	11,7%	31,1%	31,1%	36,6%	-5,3%	5,5%	47,2%

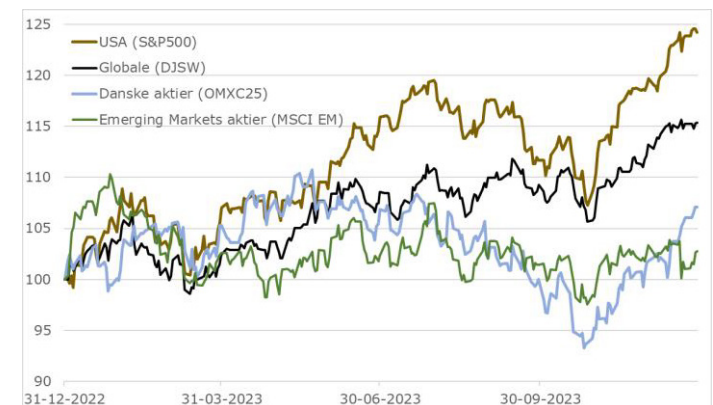
Note: KAXCTR-indeks for DK, S&P 500 for USA i DKK, NKY-indeks for Japan i DKK, MSCI-indeks for øvrige i DKK

FORVENTNINGER

Aktieinvestorerne har i slutningen af 2023 allerede indregnet en stor del af de positive effekter, som en lempeligere pengepolitik vil have på den økonomiske udvikling og på indtjeningen i virksomhederne. Dvs. der er her ved indgangen til 2024 indregnet, at inflationen fortsætter med at falde, hvilket vil få centralbankerne til at føre en mindre restriktiv pengepolitik og foretage en række rentenedsættelser. Der er også indregnet, at virksomhederne skaber vækst i indtjeningen. Alt i alt et positivt scenarie. Derfor er der fokus på, hvad der kan forpurre de positive forventninger.

Centralbankerne ventes i relation hertil igen i det kommende år at være i centrum. Hvis inflationspresset stiger igen, vil tidspunktet, antallet og størrelserne af rentenedsættelserne ændre sig. Og hvis væksten alligevel falder i en dyb recession, skal der formentlig mange rentenedsættelser til for ikke at skabe en markant negativ reaktion i kursdannelsen. Derudover er der de geopolitiske risici, der i det forgangne ikke har haft synderlig indflydelse på kursdannelsen og investorens krav til risikopræmien. Præsidentvalget i USA til november har potentiale til at skabe uro, men i det lange perspektiv er det kun periodeforskydninger. På sigt er det som nævnt virksomhedernes evne til at skabe vækst i indtjeningen, der trækker kursudviklingen.

Indekseret kursudvikling på udvalgte aktieindeks



AKTIVALLOKERING

FALDENDE INFLATION GIVER LAVERE RENTER, MEN INFLATIONEN ER ENDNU IKKE PÅ ET NIVEAU, HVOR RENTERNE SÆTTES NED

De positive scenarier for vækst og inflation er i vid udstrækning indregnet i obligations- og aktiekurserne. Det giver anledning til at fokusere på risiciene. Investorerne har allerede indregnet en stribe rentenedsættelser fra centralbankernes side, selv om inflationen stadig er på et niveau, hvor centralbankerne ikke lempet pengepolitikken. Centralbankernes budskab er pga. niveauet for inflationen stadig "higher-for-longer", dvs. at pengepolitikken forbliver stram, indtil inflationen er faldet ned mod målsætningen. Hvis inflationen ikke fortsætter med at falde, kan der komme fokus på, at en træghed udskyder tidspunktet for den første rentenedsættelse. Da investorerne i november og december begyndte at indregne rentenedsættelser, steg kurserne på de lange lavkupon realkreditobligationer med godt 10% (7,5 kurspoint). Det markante rentefald betyder begrænset potentiale for yderligere rentefald på de lange obligationer.

De lavere renter er klart et positivt bidrag til såvel virksomhederne som de private husholdninger, hvilket reducerer risikoen for, at vækststopbremsningen ender i en recession. Hastigheden i den faldende inflation betyder selvfølgelig alt-andet-lige, at tidspunktet, for hvornår centralbankerne sætter renterne ned, er fremrykket. Men paradoksalt kan det allerede indtrufne fald i de lange obligationsrenter også betyde, at centralbankerne afventer. Spekulationerne om tidspunktet for rentenedsættelser fortsætter således. Som beskrevet i de forrige kvartalsrapporteringer, så er en af risiciene for økonomien og de finansielle markeder, at centralbankerne holder en stram pengepolitik i for lang tid.

KREDITOBLIGATIONER ER ATTRAKTIVE, HVIS DER KOMMER EN BLØD LANDING I ØKONOMIEN

Det lavere renteniveau understøtter igen kursudviklingen på de risikofyldte aktiver. Virksomhedernes låneomkostninger er her ved indgangen faldet markant til godt 6% målt på gennemsnittet af de europæiske high yield-obligationer. Ved indgangen til 2023 var renten 7,4%. Konkursraterne steg en anelse i 2023, men var stadig lidt under niveauet på det historiske 4% gennemsnit. Scenarierne for konkursraterne i 2024 er set i lyset af den bedre end forventede økonomiske udvikling igen, at konkursraterne i det kommende år ikke kommer til at overstige den historiske trend. Rentefaldet og indsnævringen af kreditspændende har dog taget noget af potentialet ud af kreditobligationerne – absolut set. Men i forhold til traditionelle obligationer er den direkte rente på kreditobligationer attraktiv. Kreditobligationer har historisk set klaret sig godt i perioder, hvor økonomien har været "ikke for kold" og "ikke for varm". Derfor har vi fortsat en eksponering til high yield-obligationer.

AKTIERNE HAR IGEN GAVN AF LAVERE RENTER

Aktieinvestorerne havde i 2023 fokus på, at virksomhederne på sigt formår at skabe vækst i indtjeningen, der som ventet ikke indtraf i det forgangne år. Det positive ved de senere års høje inflation er set fra et aktieperspektiv, at den nominelle omsætning i virksomhederne er steget. På kort sigt kunne virksomhederne overvælde de stigende inputpriser til forbruger, men i anden fase blev de ramt på indtjeningsmarginalerne, da afsætningen faldt. Når virksomhederne har fået tilpasset sig de nye markedsbetingelser, så er der også udsigt til, at de igen overordnet set skaber vækst i indtjeningen under antagelsen om, at vi undgår en slem recession. Vurderet på 2023-indtjeningen var værdiansættelserne af aktierne lidt anstrengt, men de lavere renter her ved indgangen til det nye år og forventninger om en stigning i indtjeningen i 2024 og 2025 resulterer i forventningerne om yderligere afkastpotentiale.

VI STARTER 2024 MED OVERVÆGT AF AKTIER. DE POSITIVE SCENARIER ER I HØJ GRAD ALLEREDE INDREGNET

Vi besluttede i slutningen af året at øge eksponeringen til aktier, så der var en lille overvægt i forhold til de investeringsmæssige rammer. De seneste måneders positive kursforløb er som nævnt baseret på forventninger om snarlige rentenedsættelser og ingen recession. Nøgletal og økonomiske indikatorer skal nu bekræfte dette scenarie. Ligesom centralbankerne er vores beslutninger om risiko i de kommende måneder "dataafhængige". Fokus er bl.a. på, om de indregnede forventninger viser sig at være for optimistiske.