

**Afkast**

	Aktier	Obligationer	Samlet	Benchmark**	Merafkast	Kroneafkast
4. kvartal 2022	2,13%	0,28%	0,55%	-0,37%	0,91%	1.840.160
2022 åtd	-12,83%	-7,07%	-8,42%	-5,57%	-2,85%	-17.292.080
2021	29,00%	0,04%	4,82%	-0,14%	4,96%	11.149.088
2020*	10,57%	0,29%	1,59%	1,51%	0,08%	3.582.079

\* Siden start 01.05.2020

\*\* 45% Nordea Government CM2, 45% Nordea Mortgage CM2, 5% Dow Jones Sustainability World Index & 5% ICE Global Corp Index

	Portefølje	Benchmark	Nettoindskud	Formue
Standardafvigelse [p.a.] *	3,94%	2,19%	Kvartal	Ultimo kvartal
Højeste kvartalsafkast *	2,46%	0,61%	2022	Primo kvartal
Laveste kvartalsafkast *	-4,26%	-1,93%		
Justeret varighed **	2,85	2,00		

\* Siden start

\*\* Ultimo kvartalet

**Afkastkommentar**

Porteføljen gav et afkast på 0,55% i 4. kvartal, mod et benchmark afkast på -0,37%. Aktier gav et afkast på 2,13%, hvoraf danske aktier leverede de højeste afkast, mens globale aktier bidrog med de laveste afkast. Obligationer leverede afkast på 0,28%.

**Aktivallokering**

Porteføljens mest risikofyldte aktivklasser, aktier og erhvervsobligationer, har været undervægtet ift. den langsigtede strategi gennem hele kvartalet. Danske aktier klarede sig bedst og en porteføljeandel hertil, bidrog til at trække det samlede resultat for 4. kvartal op. Obligationer bidrog positivt, mens globale aktier bidrog med et afkast tæt på nul. Der har været store udsving på de enkelte aktivklasser på baggrund af renteutviklingen, stigende inflation og den fortsatte usikkerhed omkring energiforsyning i Europa.

Porteføljens sammensætningen i 2023 vil afhænge af, om nationalbankernes renteforhøjelser fortsætter og om følgeeffekterne af den høje inflation fortsætter med at indfinde sig.

**Obligationer**

På trods af at afkastet i 4. kvartal har været fornuftigt, har 2022 afkastmæssigt været et skidt år for obligationsinvestorer. Renterne er steget med historisk fart, og et obligationsmarked som har haft det svært, har sendt afkastet sydpå. Erhvervsobligationer havde, over en bred kam, et stærkt 4. kvartal med flotte afkast i niveauet 5 pct. Udviklingen var drevet af langt mere stabile rentemarkeder end set tidligere i år, bedre risikoappetit blandt investorerne samt indsnævrede kreditspænd.

Efter et par måneder med faldende renter skiftede stemningen midt i december, hvor ECB med Legarde i spidsen varslede flere rentestigninger end markedet havde forventet. Centralbanken lagde vægt på at risikoen for stigende inflation fortsat er dominerende, og ECB er på ingen måde færdige med at hæve renten. Herudover annoncerede Legarde en gradvis nedtrapning af geninvesteringerne af ECB's svulmende balance på EUR 9.000 mia. Markedet forventer nu, at renten i løbet af 2023 skal 1 procentpoint højere op til 3%.

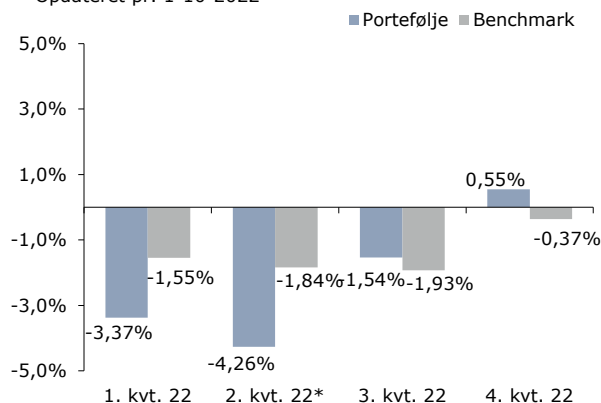
**Aktier**

De globale aktiemarkeder har i 4. kvartal givet et samlet afkast på 1,3% i danske kroner. For hele 2022 har det globale aktiemarked dermed givet et negativt afkast på -11,8%. Målt i danske kroner har det negative afkast været bredt funderet, men i lokal valuta har det amerikanske marked været hårdest ramt, med et negativt afkast på -20%. Dette afspejler i særlig grad, at rentestigningerne især har ramt højt prissatte vækstaktier indenfor teknologi, hvor det amerikanske aktiemarked er relativt tungt vægtet. Trods en høj prisfestsættelse fra starten af året endte afkastet for danske aktier i 2022 på niveau med globale aktier, men det skyldes dog særligt et meget positivt afkast for Novo Nordisk, som følge af store forventninger til markedet for fedmebehandling.

I 4. kvartal fortsatte aktiemarkederne den positive udvikling fra 3. kvartal drevet af optimistiske forventninger om et snarlig rente- og inflationstop. Optimismen viste sig dog kortlivet, og blev i december afløst af fornyet pessimisme, da inflationen har vist sig mere hårdfør end ventet, og renterne igen er steget som følge af "høgeagtige" udmeldinger fra både FED og ECB. I Kina har regeringen langt om længe vist sig villig til at lempe corona-restriktioner, hvilket igen har hjulpet på humøret for de globale aktiemarkeder mod slutningen af året. Prisen for lempelserne kan dog blive en større sygdomsbølge i Kina, og i værste fald nye mutationer, der kan genstarte den globale corona-epidemi.

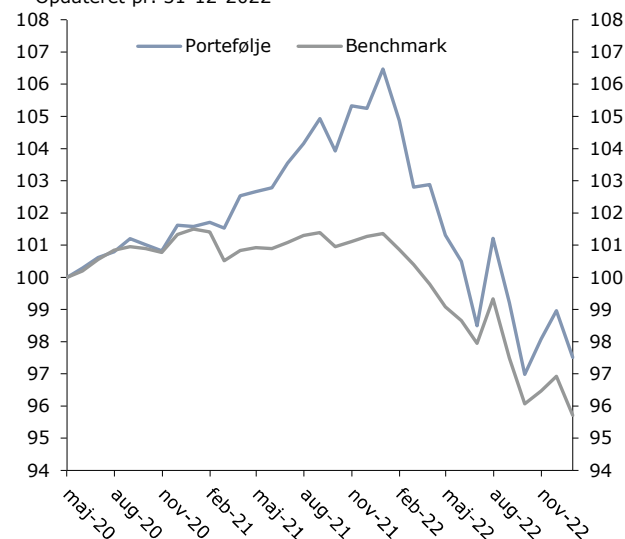
**Seneste kvartalers afkast**

Opdateret pr. 1-10-2022



**Afkast, indekseret**

Opdateret pr. 31-12-2022

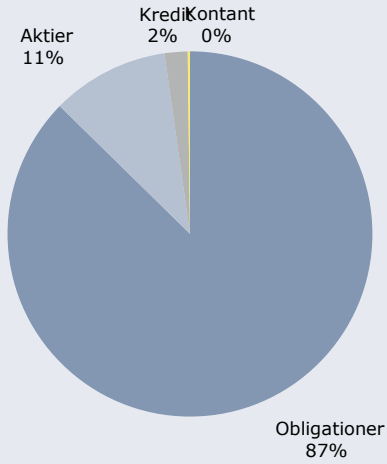


**Aktivallokering**

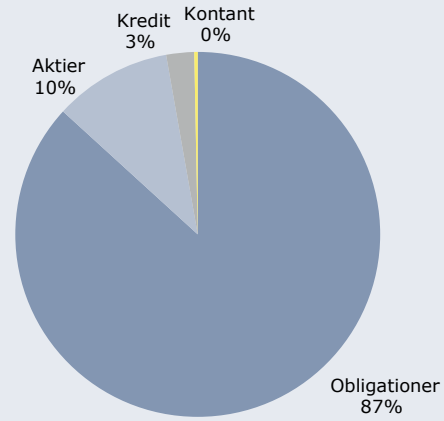
Opdateret pr. 31-12-2022

**Porteføljesammensætning**

Primo 4. kvartal 2022



Ultimo 4. kvartal 2022



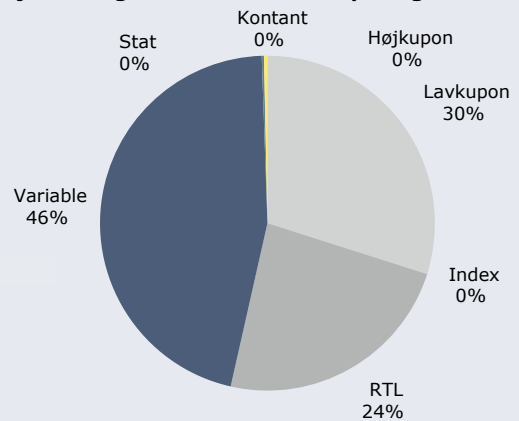
\*Diagrammerne er baseret på data pr. handelsdato

**De største positioner i porteføljen**

Opdateret pr. 31-12-2022

2,99% RD11SFA24RF.24	17,3%
2,64% F3NYK32Gokt225	11,6%
2,00% 2NYK13Hja25R25	11,3%
LSI Globale Aktier Basis	10,4%
3,00% F6NYK22Hjul228	10,3%
1,50% 15NYK01EA40.40	9,7%
1,00% 1NYK13Hju24D24	7,7%
1,00% 1RDSDRO21S3232	4,0%
2,00% 2NYK01EA47..47	3,5%
2,00% 2,0RDSDRO22S37	3,0%
<b>Total</b>	<b>88,7%</b>

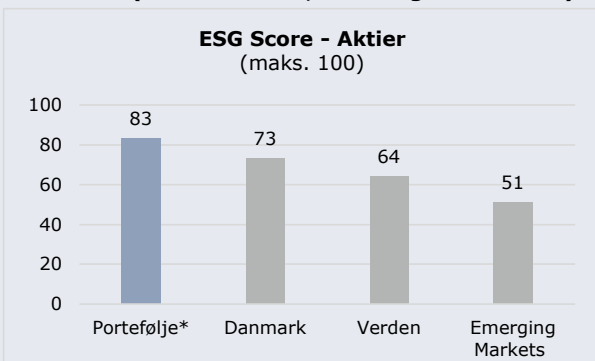
**Porteføljens obligationsandel fordelt på segmenter\***



\*Diagrammet er baseret på data pr. handelsdato

**ESG-rapportering - Ansvarlighed og Bæredygtighed**

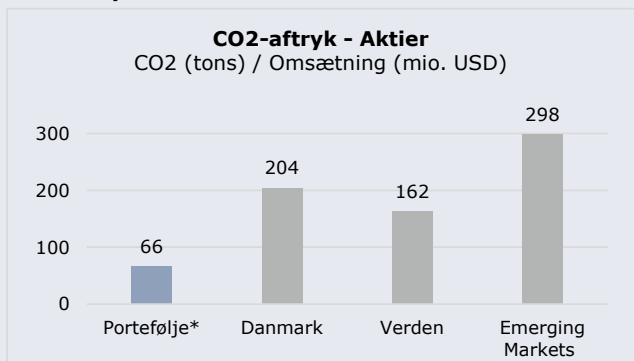
**ESG-Score (Environmental, Social og Governance)**



Note: KAXCAP for DK, MSCI-indeks for øvrige

\*Porteføljedækning på 10%

**CO2-aftryk**



Note: KAXCAP for DK, MSCI-indeks for øvrige

\*Porteføljedækning på 10%

**Afkast**

	Portefølje	Benchmark**	Merafkast	Kroneafkast
4. kvartal 2022	0,57%	-0,38%	0,95%	115.356
2022 åtd	-6,72%	-4,94%	-1,78%	-2.256.688
2021	-0,03%	-1,48%	1,44%	-10.898
2020*	0,24%	0,28%	-0,03%	109.461

\* Siden start 01.05.2020

\*\* 50% Nordea Government CM2 & 50% Nordea Mortgage CM2

	Portefølje	Benchmark	Nettoindsud	Formue
Standardafvigelse [p.a.] *	2,36%	1,62%	Kvartal 7.841.074	Ultimo kvartal 35.597.826
Højeste kvartalsafkast *	0,57%	0,14%	2022 1.661.074	Primo kvartal 27.641.396
Laveste kvartalsafkast *	-2,75%	-2,05%		
Justeret varighed **	2,76	2,00		

\* Siden start

\*\* Ultimo kvartalet

**Afkastkommentar og omlægninger**

**Markante rentestigninger presser afkastet.** På trods af at afkastet i 4. kvartal har været fornuftigt, har 2022 afkastmæssigt været et skidt år for obligationsinvestorer. Renterne er steget med historisk fart, og et obligationsmarked som har haft det svært, har sendt afkastet sydpå. Indeksobligationer er de eneste obligationer som har opnået et positivt afkast i 2022, mens de fleste danske obligationer har oplevet et negativt afkast på mellem 5-10%. Sammenfattet har beholdningen af obligationer haft en negativ udvikling i 2022.

**ECB sætter markedet på plads.** Efter et par måneder med faldende renter skiftede stemningen midt i december, hvor ECB med Legarde i spidsen varslede flere rentestigninger end markedet havde forventet. Centralbanken lagde vægt på at risikoen for stigende inflation stadig er dominerende, og at ECB på ingen måde er færdige med at hæve renten. Herudover annoncerede Legarde en gradvis nedtrapning af geninvesteringerne af ECB's svulmende balance på EUR 9.000 mia. Markedet forventer nu, at renten i løbet af 2023 skal 1 procentpoint højere op til 3%.

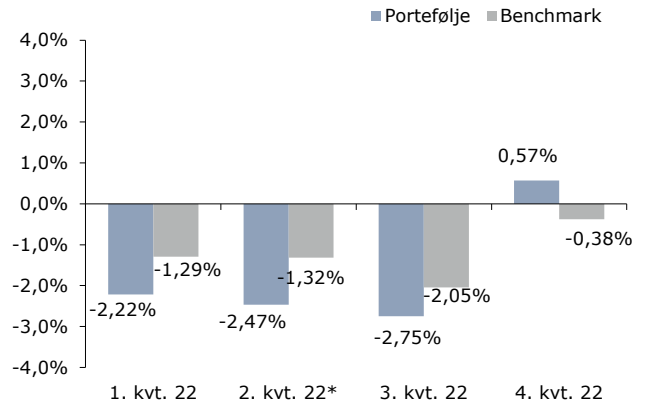
**Udfordringerne for obligationsmarkedet står i kø.** I 2022 er renterne steget med historisk fart, og vi har nu definitivt sagt farvel til nulrentemiljøet. Statsrenterne er steget med 3-3,5 procentpoint, mens de lange fastforrentede realkreditrenter ved udgangen af året ligger på 6%, hvilket er en stigning på 4-5 procentpoint siden starten af året. Flexrenterne er også steget til 3-3,5%, hvilket for alvor først slår igennem i det nye år. Rentestigninger har med andre ord været voldsomme og omfattende. Værst er det gået ud over de 30-årige realkreditobligationer som har tabt helt op til 25% i 2022, mens de fleste flex og mellemlange realkreditobligationer har tabt i omegnen af 5-10%. De eneste danske obligationer som i 2022 har opnået et positivt afkast er indeksobligationer, som nyder godt af den stigende inflation.

**Opkonverteringer forsætter i 2023, men i mindre tempo.** I 2022 opkøbte danske låntagere for knap 500 mia. kr. i konverterbare obligationer. Det markante opkøb har været understøttende for danske realkreditobligationer. Det er hovedsageligt 1% segmentet som låntagerne har opkøbt, hvor disse tegner sig for rundt regnet halvdelen af de opkøbte obligationer. I modsat retning trækker udlandets frasalg af realkreditobligationer, som igennem 2022 har været tiltagende. Udlandet har i løbet af året nedbragt deres beholdning med 80 mia. kr. En udvikling som formentlig kun vil forsætte i takt med at japanske investorer vil placere deres midler i indenlandske obligationer. Alt i alt er realkreditobligationer blevet billigere igennem 2022.

**Porteføljestrategi.** Vi fastholder porteføljens investeringsstrategi, hvor renterisikoen holdes tæt ved neutralt niveau. Vi fastholder ligeledes en markant overvægt af realkreditobligationer, da der her fortsat er en betragtelig merrente at hente i forhold til statsobligationer. Det forventede afkast på realkreditobligationer er således solidt ved selv markante bevægelser i rente- og kreditpræmien. Vi køber op i rentetilpasningsobligationer og konverterbare obligationer, som er attraktivt prisfastsat i forhold til øvrige realkreditobligationer.

**Seneste kvartalers afkast**

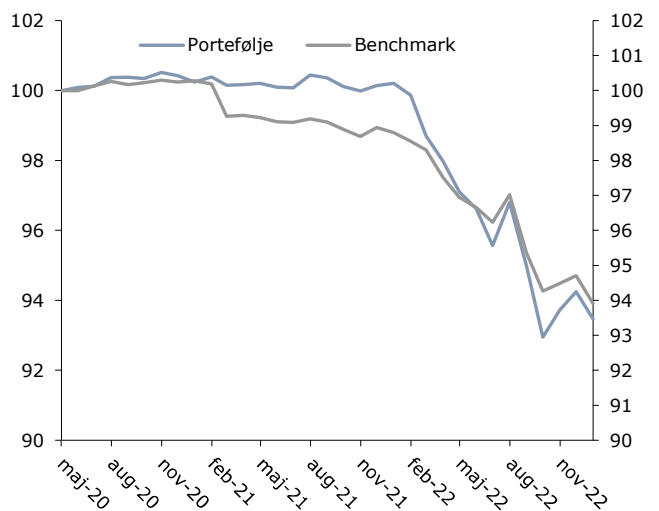
Opdateret pr. 1-10-2022



\* Siden start 01.05.2020

**Afkast, indekseret**

Opdateret pr. 31-12-2022

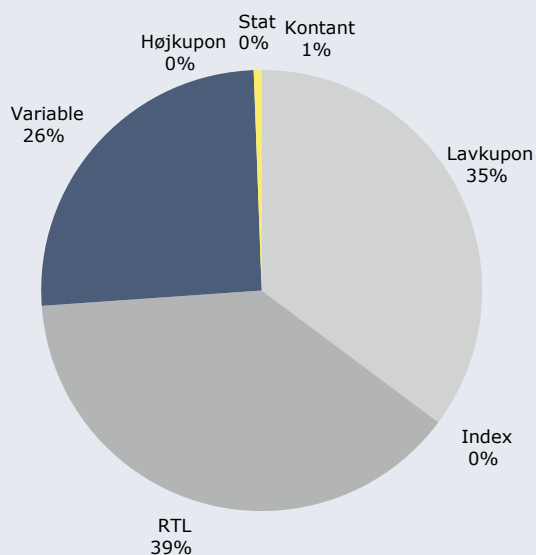


**Aktivallokering**

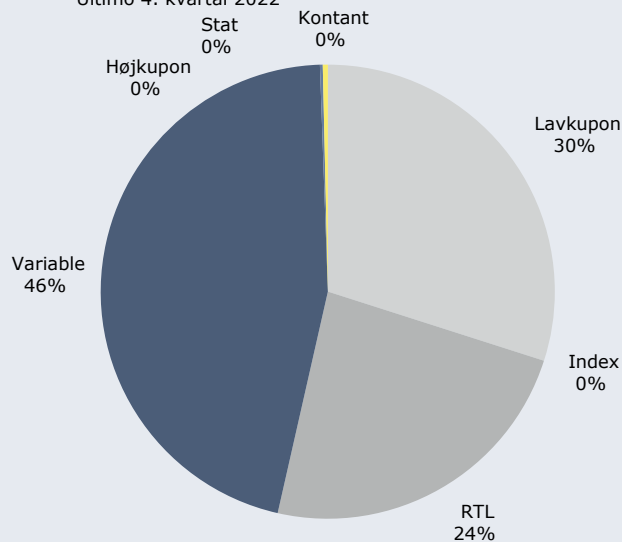
Opdateret pr. 31-12-2022

**Porteføljesammensætning**

Primo 4. kvartal 2022



Ultimo 4. kvartal 2022



\*Diagrammerne er baseret på data pr. handelsdato

**De største positioner i porteføljen**

Opdateret pr. 31-12-2022

1,00% 1NYK13Hju24D24	26,7%
3,00% F6NYK22Hjul228	11,1%
1,00% 1RD10F23AP1I23	7,6%
1,00% 321Eap23RF..23	6,8%
2,99% RD11SFA24RF.24	5,8%
1,00% 1NDASDROAP2424	4,8%
2,00% 2NYK01EA47..47	4,4%
2,98% NDACITA60A2323	3,5%
1,00% 1RD10F23JARF23	3,1%
1,50% 111.E.40....40	3,0%
<b>Total</b>	<b>76,9%</b>

## 4. kvartal 2022

### Resumé af forventninger

- Usikkerhed om vækst og inflation er større end normalt, hvorfor der er flere scenarier, der skal til lægges en vis sandsynlighed. De to hovedscenarier giver forskellige scenarier for udviklingen på finansmarkederne i 2023.
- I *det positive hovedscenarie* bliver recessionen i verdens største økonomi, USA, relativt mild i et kort forløb. Det amerikanske arbejdsmarked køler af, om end inflationen sandsynligvis ikke falder til centralbankens målsætning. Væksten i Europa falder markant mere. Selv om forbruget falder, er forbrugslysten dog relativt stor og holdes i gang af dels opsparingsoverskuddet og dels en øget gældsætning. Udviklingen på de lange obligationsrenter indikerer, at investorerne har en tiltro til, at centralbankernes mål om inflationsbekæmpelse lykkes. Flaskehalsene i forsyningskæderne løsner sig, men virksomhedernes indtjening rammes af stigende inputpriser. Indtjeningen kollapser dog ikke i det positive scenarie, hvor kursudviklingen på aktier i 2023 ender med et positivt afkast.
- I *det negative hovedscenarie* bliver recessionen dyb i såvel USA som i Europa. Inflationen bider sig fast i en løn-prispiral og tvinger centralbankerne til en stram pengepolitik. Der er et opadgående pres på styringsrenterne, hvilket gør rentekurven mere inverts. Krigen i Europa synes ingen ende at tage, og energikrisen fortsætter med næring herfra og fra de geopolitiske spændinger andre steder i verden, bl.a. Kina-Taiwan-konflikten og den folkelige opstand i Iran. Faldende forbrug og investeringer giver et dyk i indtjeningen i virksomhederne, og krisestemningen styrer udviklingen på aktie-markederne.
- De højere renteniveauer gør danske realkreditobligationer mere attraktive i såvel det positive som negative hovedscenarie for økonomien. Prisfastsættelsen på især vækstsekselskaber er korrigeret i takt med de stigende renter. Men det negative scenarie for økonomien er ikke indregnet fuldt ud i hverken kredit- eller aktiemarkedet. Det er derfor for tidligt at øge eksponeringen til aktierne.
- Samlet set har vi derfor valgt en undervægt af allokeringen til aktier, undervægt af kredit og tæt på neutral varighed i obligationsporteføljerne.

### Makro: Lavere vækst mens centralbankernes kamp mod inflationen risikerer at kamme over

*Recessionen rammer verdens-økonomien i 2023*

Verdensøkonomien er på vej i recession. Denne forventning har det meste af året været understøttet af et fald i tillidsindikatorerne til trods for, at nøgletal for den økonomiske aktivitet i 2022 har været mere robuste. Faldet i den økonomiske aktivitet betyder, at flaskehalsene på arbejdsmarkedet har løsnet sig; men beskæftigelsen er stadig høj, og de private husholdninger har indtil videre et opsparingsoverskud, der understøtter privatforbruget. Momentum i de stigende inflationsrater er først i slutningen af 2022 begyndt at aftage. Centralbankerne har i takt med den stigende inflation strammet pengepolitikken og retorikken markant. At de lange obligationsrenter ikke er steget yderligere indikerer, at investorerne har tillid til, at centralbankerne får held med at bekæmpe inflationen.

*Centralbankerne risikerer at stramme pengepolitikken for meget*

Der har igennem årets sidste kvartal været megen fokus på centralbankernes verbale udmeldinger. Investorerne har spejdet efter signaler om, hvornår perioden med renteforhøjelser stopper, og hvornår pengepolitikken bliver løsnet igen. Men her er investorerne blevet skuffet, da centralbankerne med henvisning til de fortsat høje inflationstal fastholder behovet for en stram pengepolitik. Centralbankerne vil have klare indikationer på, at inflationsraterne falder, før de signalerer ændringer i pengepolitikken. Risikoen er dog, at centralbankerne begår den pengepolitiske fejl at stramme for meget.

I årevis har centralbankernes pengepolitik været udfordret af, at inflationen har været for lav i forhold til den pengepolitiske målsætning. Centralbankerne – herunder Danmarks Nationalbank – har endda med henvisning til bl.a. den demografiske udvikling fastholdt, at den naturlige realrente skulle være

negativ. Konsekvensen af den lange periode med lave eller negative styringsrenter og dermed lave realrenter har været en opadgående prissætning på reale aktiver, såsom aktier og ejendomme.

*Renteforhøjelserne skaber prisfald på reale aktiver såsom aktier og ejendomme*

Nu hæver centralbankerne renterne, hvorved der indenfor en kort periode er sket en tilpasning af prissætningen af de reale aktiver. Derved adskiller den nuværende økonomiske situation sig væsentligt fra finanskrisen, hvor pengepolitikken blev lempet til gavn for de private husholdninger. Denne gang holder centralbankerne ikke et sikkerhedsnet ud under privatforbruget. Tværtimod ønsker de, at forbruget falder uagtet, at den strammere pengepolitik skaber stor usikkerhed, prisfald på boligmarkedet og formentlig også stigende ledighed.

*Der er store regionale forskelle i, hvor slem nedturen bliver*

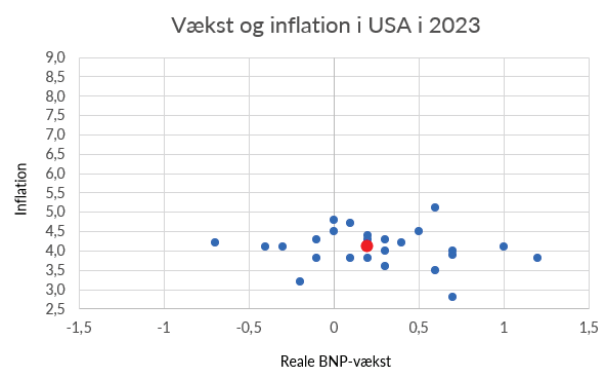
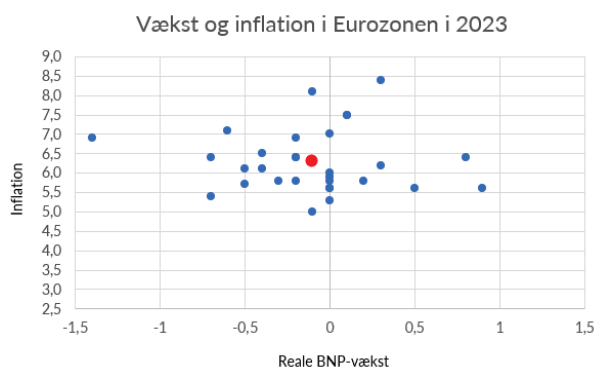
Regionalt er der forskel på vækstforløbet. Den europæiske økonomi er hårdest ramt af energikrisen, der er blevet forværret af krigen mellem Ukraine og Rusland. I Europa er der også en langt større andel af boligfinansieringen, der er variabelt forrentet, hvilket også gør økonomien mere sårbar overfor rentestigninger.

USA er heller ikke ramt af samme stigning i energipriserne, ligesom en høj beskæftigelse er med til at opretholde et relativt højt momentum i forbruget. De stigende renter afspejler sig dog i tillidsindikatorerne og boligpriserne i USA, hvilket varsler lavere vækst. I Kina har regeringen i det meste af året fastholdt en nultolerance-politik overfor corona. Det har været med til at isolere Kina endnu mere fra omverden. Efter at den kinesiske præsident Xi blev genvalgt, er tonen blevet skærpet overfor Taiwan. Lært af erfaringerne fra 2022 er risikoen for krig mellem to civiliserede lande ikke kun teoretisk.

Alt i alt tyder det på, at den makroøkonomiske udvikling i 2023 vil blive præget af faldende momentum, men inflationen ventes også at blive tæmmet. En recession er hovedscenariet, men der er usikkerhed og uenighed blandt analytikerne om, hvor dyb og lang nedturen bliver i de forskellige økonomiske regioner. Dette er vist nedenfor, hvor de blå prikker er de enkelte analytikers forventninger til vækst og inflation, mens de røde prikker markerer konsensusforventningerne. Forventningerne til Eurozonen er vist til venstre, og forventningerne til USA er vist til højre i figuren.

*Konsensus: inflationen forbliver høj i Europa i 2023, men falder i USA*

Konsensusforventningerne er, at i USA vil væksten være 0,2 pct. i 2023 og inflationen bliver 4,1 pct. Men forventningerne spænder fra en vækst på -0,7 pct. (negativ) til +1,2 pct., og for inflationen er intervallet fra +2,8 pct. til +5,1 pct. For Eurozonens vedkommende er der markant højere forventninger til inflationen, dvs. fra +5 pct. til +8,4 pct. Forventningerne til væksten er fra -1,4 pct. til +0,9 pct. Alt-i-alt har analytikerne et mere negativt syn på udviklingen i Europa end i USA. Normalt ser analytikerne længere frem end et enkelt år, men med den store usikkerhed, der er til 2023, er det for tidligt at tale meningsfyldt om udviklingen i 2024. Når væksten i 2024 kommer i fokus, vil der komme fokus på vækstforløbet - bl.a. om vendingen kan beskrives som en 'U'-vending, et 'V' eller 'W' mv.



Kilde: Consensus Economics

## Renteudviklingen

2022 blev et historisk dårligt år for obligationsinvestorerne

År 2022 blev et historisk dårligt år for obligationsinvestorerne. Efter mange år med rentefald, negative styringsrenter og ultralav inflation kom paradigmeskiftet i pengepolitikken, der gav store kursfald på obligationerne. Årsagen var den stigende og høje inflation, hvor centralbankerne skiftede holdning til, at dette alligevel ikke var midlertidigt. Straks begyndte investorerne at indregne en stribe renteforhøjelser. For året som helhed har der været rentestigninger bredt over hele rentekurven i både USA, Europa og i Danmark.

I USA hævede FED renten syv gange til 4,25 pct

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (FED), var hurtigst til at implementere den nye pengepolitik, og den 16. marts kom den første af en lang række renteforhøjelser. I løbet af 2022 blev styringsrenten hævet syv gange fra ~0 pct. (nedre bånd) til 4,25 pct. ved udgangen af året. Foruden renteforhøjelserne stoppede FED sit opkøbsprogram og begyndte i stedet at reducere balancen.

ECB har været tøvende og hævet til 2 pct.

Den europæiske centralbank var - formentlig af hensyn til Sydeuropa - mere tilbageholden, og først i juli blev styringsrenten hævet. Udgangspunkt var en rente på -0,50 pct., og ved udgangen af 2022 havde fire renteforhøjelser bragt indskudsbevisrenten op på 2,0 pct. Nationalbanken fulgte mønstret fra ECB og hævede fra minus 0,65 pct. til 1,75 pct. Udvidelsen af rentespændet til ECB skyldes, at kronen det meste af året har været stærk. Trods Nationalbankens intervention er det ikke lykkedes at svække kronen.

De langsigtede inflationsforventninger er ikke steget så meget

Centralbankernes stålsatte fokus på at bekæmpe inflationen har indtil videre båret frugt i forhold til at holde de langsigtede inflationsforventninger velforankret. Inflationsforventningerne, målt ved den gennemsnitlige inflation om fem år i perioden der begynder om fem år ("5y5y Inflation swap"), handler på trods af de aktuelle høje inflationsniveauer forsat omkring 2,5 pct. i både USA og Europa. Således har obligationsmarkedet fortsat tillid til, at det på sigt lykkes for centralbankerne at bringe inflationen ned.

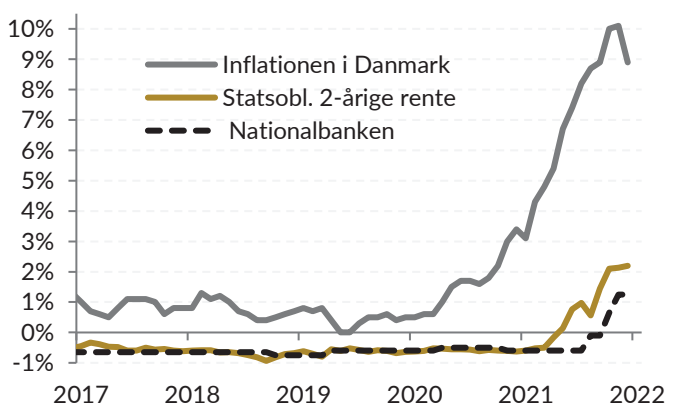
Rentekurven er invers, dvs. de 2-årige renter højere end de 10-årige

Renten på de 2-årige amerikanske statsobligationer er i løbet af 2022 steget med 3,7 pct-point til 4,4 pct. ved udgangen af året. Den 10-årige rente steg fra 1,5 pct. til 3,8 pct. Rentekurven 2-10 år er gået fra at være stejl til at være flad - og nu invers med 0,6 pct. I Europa har retningen været den samme som i USA, og renteniveauet er ligeledes steget kraftigt. De 2-årige euro-renter steg i løbet af 2022 med 3,3 pct-point: fra et negativt niveau på -0,6 pct. til +2,7 pct. ved udgangen af året. De 10-årige euro-renter steg i årets løb 2,7 pct-point fra minus 0,2 pct. til +2,5 pct. I Danmark er den 2-årige rente steget med 3,4 pct-point og den 10-årige med 2,8 pct-point. Rentekurven 2-10 år sluttede dermed også året med at være invers.

Inflationen er nu på niveau med inflationen i starten af '1980'erne

I figuren ses udviklingen i inflationen i Danmark sammen med inflationen og Nationalbankens indskudsbevisrente. Inflationen er steget til et niveau, der ikke er set siden starten af 1980'erne. I første omgang var det genåbningseffekter og uorden i forsyningskæderne efter Corona-pandemiens lockdowns i 2020 og 2021, der igangsatte prisstigningerne. Effekterne af Ruslands invasion af Ukraine den 24. februar 2022 gav en kraftig stigning i energipriserne og andre vigtige råvarepriser.

**Inflation, 2-årige renter og Nationalbanken**





## Dansk realkredit

*Store kursfald på danske realkreditobligationer*

Det konverterbare segment af dansk realkredit har haft et historisk dårligt år med negative afkast for de lange 30-årige fastforrentede serier på mere end -20 pct. Udfordringen hen over første halvår var primært drevet af, at stigende renter gav stigende varighed pga. den negative konveksitet. Dette presede en del investorer mod de investeringsmæssige rammer og tvang dem til at "sælge varighed" i et faldende marked, hvor der ikke var mange købere. Samtidig holdt de udenlandske investorer, der tidligere havde været storkøbere af danske realkreditobligationer, sig fuldstændig på sidelinjen, hvilket også medvirkede til den kraftige udvidelse af OAS-kreditspændet.

*Aktiviteten på boligmarkedet er gået i stå*

I løbet af 3. kvartal blev stemningen yderligere forværret. I første omgang pga. yderligere rentestigninger, men også pga. politisk uro i Storbritannien, der førte til pres på de britiske renter. Det spredte sig til de danske realkreditobligationer, hvor udenlandske investorer også begyndte at sælge ud af de beholdninger. Men stemningen vendte igen i 4. kvartal, hvor risikoaversionen aftog samtidig med, at udstedelsen af konverterbare realkreditobligationer var relativt begrænset. Den meget begrænsede udstedelse skyldes dels, at aktiviteten på boligmarkedet er gået i stå, men også at den toneangivende fastforrentede 30-årige udstederobligation nu har en kupon på 5 pct., hvorved låntagerne i vid udstrækning foretrak en helt kort finansiering med variabel rente. OAS-kreditspændet blev derfor indsnævret i løbet af fjerde kvartal med pæne afkast til følge.

*De høje lånerenter betyder, at boligkøbere søger mod de korte flex-lån*

Rentetilpasningsobligationer og helt korte variabelt forrentede obligationer har ikke været ude i samme stormvejr i 2022 som de konverterbare realkreditobligationer. Men de led dog periodevis i løbet af året, hvilket blandt andet skyldtes relativt stor udstedelse, specielt i de helt korte, variable F-kort udstedelser.



## Erhvervsobligationer

*High yield også ramt af stigende renter og udsigt til recession*

Ligesom realkreditobligationer er erhvervsobligationerne blevet presset af de stigende renter og de dårligere vækstudsigter for verdensøkonomien. Globale investment grade-obligationer, dvs. bedste rating-kategorier, tabte 15 pct. i løbet af 2022. Det negative afkast er primært drevet af rentestigninger, men også af en udvidelse af kreditspændet på 0,5 pct-point over året. I high yield-segmentet, dvs. udstedelserne med laveste rating-kategorier, er kreditspændene i 2022 udvidet med knap 2 pct-point. I USA ligger kreditspændet ved udgangen af året på 4,8 pct., mens det i Europa ligger på godt 5 pct. Afkastet for året 2022 i high yield-segmentet er (valutaafdækket til danske kroner) på minus 13 pct. i USA og minus 11 pct. i Europa.

De udvidede kreditspænd afspejler en stigende risikopræmie, både som konsekvens af højere risikoaversion blandt investorerne, men også tiltagende risiko for flere konkurser blandt virksomhederne. Udsigten til kraftigt aftagende vækst vil i første omgang lægge et pres på virksomhedernes omsætning og indtjening, men vil også for de finansielt mest pressede virksomheder kunne føre til en konkurs.

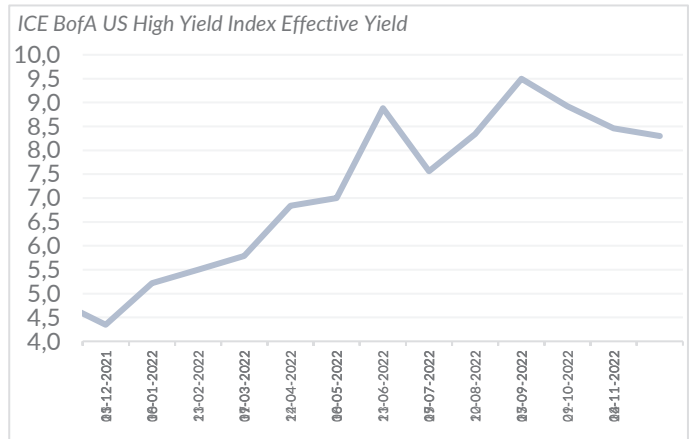


Det bliver svære og dyrere for virksomhederne at refinansiere gælden

Udover aftagende vækst er de stigende refinansieringsomkostninger, i form af stigende renter og højere kreditspænd, en byrde for mange af virksomhederne. Den gennemsnitlige lånerente for europæiske virksomheder i high yield-segmentet er i år steget fra knap 3 pct. ultimo 2021 til 7,8 pct. ved udgangen af 2022. For de amerikanske high yield-virksomheder er lånerenten steget fra 4,3 pct. til 9 pct. Konkursraterne er endnu ikke for alvor begyndt at stige, men i Europa nærmer de sig nu 2 pct. Kreditvurderingsbureauet Moodys forventer en stigning i konkursraten til godt 3 pct. i 2023 og niveauet 4,5 pct. om et års tid, om end konkursraten for de forbrugsrelaterede selskaber formentlig bliver dobbelt så høj.

Konkursraterne er lave endnu – men forventes at stige

Renteudviklingen på US high yield-obligationer



## Forventninger til rentemarkederne

Centralbankerne fortsætter med at stramme pengepolitikken

Centralbankerne fortsætter med at stramme pengepolitikken indtil inflationen er faldet markant. Der ventes dog en vis træghed i at få inflationen bragt ned i nærheden af de 2 pct., der er centralbankernes målsætning. Især kerneinflation kan vise sig at være træg, hvis arbejdsmarkedet forbliver stramt.

Har inflationen toppet, så stiger de lange renter næppe igen

Investorerne har på den baggrund allerede indregnet yderligere renteforhøjelser i både USA og Europa. Samtidig indikerer den inverse rentekurve, at aftagende inflation og recessionsscenarioet er blevet indregnet. Pt. er konsensus i forventningerne, at centralbankernes styringsrenter hen over sommeren 2023 topper omkring 5 pct. i USA og 3 pct. i Europa. Medmindre inflationsraterne modsat de aktuelle forventninger begynder at stige igen, er det mest sandsynlige scenarie, at de lange renter formentlig ikke stiger væsentligt fra nuværende niveau.

Danske realkredit er i det scenarie igen attraktivt

På trods af et forholdsvis stærkt comeback i 4. kvartal, tilbyder danske realkreditobligationer et attraktivt afkastpotentiale relativt til statsobligationer. OAS-kreditspændet er, set i historisk perspektiv, interessant samtidig med, at den negative konveksitet nærmest er helt væk, da stort set hele det konverterbare marked handler under kurs 100-niveauet.

Pt. forventer investorerne, at centralbankerne lemper igen i 2024

Der er pt. indregnet i forventningsdannelsen hos investorerne, at centralbankerne i løbet af 2024 vil begynde at sænke styringsrenterne igen med henblik på at stimulere økonomien efter en forventelig nedtur i 2023 med flere kvartalers negativ vækst. Forudsætningen for rentesænkninger vil dog være, at inflationen er på vej ned mod centralbankernes målsætning. En relativt stærk kronekurs øger sandsynligheden for, at Nationalbanken vil undlade at følge ECB's næste renteforhøjelse fuldt ud.

## Aktier

De stigende renter presser aktierne ligesom udsigten til recession

Aktiekurserne har igennem det meste af 2022 været meget rentefølsomme. De stigende renter og udsigten til en markant strammere pengepolitik har givet kursfald i årets løb. De største kursfald har været på de selskaber, der har den største cykliske eksponering og vækstselskaberne, hvor en stor del af værdien ligger langt ude i fremtiden. I årets sidste måneder faldt renterne lidt tilbage, hvorved aktierne fik et kraftigt comeback.

Det brede danske aktieindeks, KAX, steg i kvartalets løb med 15,6 pct. Derved endte kurstabet for de danske aktier i 2022 på "kun" -12,1 pct. I tabellen nedenfor er vist afkastene på de største repræsentative aktieindeks. Dollaren, der ellers i 2022 er blevet styrket med 6,3 pct., blev svækket med 8,6 pct. i 4. kvartal. Afkastet på amerikanske aktier i årets sidste kvartal var dermed negativt opgjort i danske kroner: -1,7 pct. I tabellens nederste linje er vist afkastene over en 3-årig periode. Danske aktier har i den periode sammen med de amerikanske og nordiske leveret ganske pæne afkast.

Kursfald i 2022, men pæne afkast på 3 års sigt

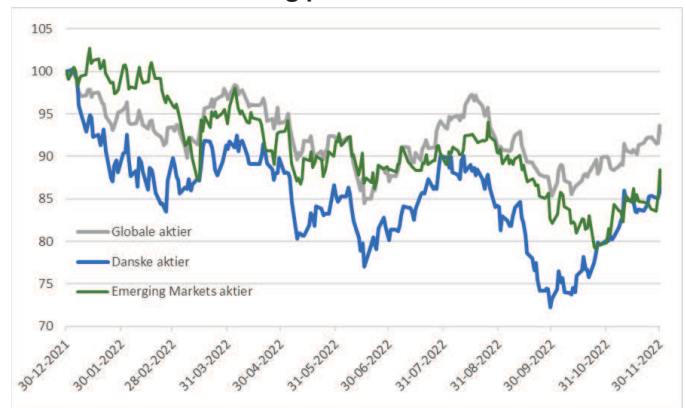
	Danmark	Norden	Europa	Verden	EM	Japan	USA	USA i USD
Q4'22	15,6%	11,9%	9,1%	0,3%	0,3%	1,7%	-1,7%	7,6%
ÅTD'22	-12,1%	-12,4%	-9,7%	-13,0%	-15,1%	-14,0%	-13,0%	-18,3%
Seneste 3 år	35,8%	29,8%	8,6%	20,6%	-3,9%	1,2%	30,1%	25,2%

Note: KAXCTR-indeks for DK, S&P 500 for USA i DKK, NKY-indeks for Japan i DKK, MSCI-indeks for øvrige i DKK S&P500 i USD

Der er indregnet stigende renter i aktiekurserne ..

I forhold til starten af 2022 er inflationen steget til et noget højere niveau end forventet, energikrisen er ikke mindst blevet markant forværret af krigen i Ukraine. Den økonomiske vækst er faldet væsentligt og på vej i recession. Med denne udvikling in mente kan der derfor diskuteres, hvad der er indregnet i de aktuelle aktiekurser. Indledningsvist på side 2 i denne rapportering er der beskrevet, hvor store forskelle, der er blandt analytikernes forventninger til vækst og inflation i 2023. Denne store variation i forventningerne er der også i aktiestrategernes vurdering af aktiemarkederne.

Indekseret kursudvikling på aktieindeks i 2022



.. men er recessionen indregnet?

Blandt de optimistiske strateger har vurderingen i årets løb været, at den økonomiske vækst falder i såvel Europa som i USA. Men det er ikke sikkert, at USA skal igennem en recession – og i givet fald bliver den kort og mild. I dette scenarie er en højere inflation i USA i intervallet omkring 3-4 pct. relativt positivt for de amerikanske aktiekurser. Mere pessimistiske strateger vurderer, at den negative udvikling, der følger de stigende renter - såsom et fald i boligpriser og byggeaktiviteten og i forbrug og investeringer - slet ikke er indregnet i aktiekurserne.

Værdiansættelsen på aktier er faldende, men der er usikkerhed om indtjeningen

Aktiekurserne er som bekendt en blanding af forventningerne til virksomhedernes indtjening tilsat investorerne krav om en risikopræmie, der foruden afkastet på den risikofrie rente også afspejles af usikkerheden i indtjeningsestimaterne. Analytikerne har igennem det meste af året konstateret, at virksomhederne trods de makroøkonomiske sorte skyer overordnet set har opretholdt relativt højt momentum i indtjeningen. Målt på nøgletallet Price/Earnings (P/E) blev aktierne billigere i forhold til deres egen historik. Men investorerne stillede spørgsmål ved, om den forventede indtjening, 'E', var for høj og ikke afspejlede de tiltagende forventninger om recession. Siden hen er indtjeningsestimaterne nu nedjusteret. Herved er værdiansættelsen af de store aktiemarkeder målt på P/E nu omkring 20 pct. lavere end gennemsnittet de seneste fem år. Denne forskel kan som nævnt i en vis grad tilskrives det højere renteniveau, der fordrer en lavere værdiansættelse af aktierne.

## Forventninger til aktiemarkederne

Set fra et top-down perspektiv vil den makroøkonomiske udvikling næppe være et positivt bidrag til forventningsdannelsen på aktiemarkederne i starten af det nye år. De faldende vækstrater i verdens-

*Modvind fra makroøkonomien* økonomien kombineret med højere renter og stigende inflation giver store forskydninger i forbruget. Virksomhederne får i dette makrosценarie svært ved at skabe en fremgang i deres afsætning af produkter, hvilket vil lægge pres på indtjeningen. Virksomhederne vil også blive mødt af et større lønkrav fra deres ansatte, hvilket giver et yderligere pres på indtjeningsmarginalerne. Der vil være stor fokus på virksomhedernes forventninger til indtjeningsudviklingen, der bliver udmeldt i forbindelse med, at de snart aflægger årsregnskaber for 2022. Det er vurderingen, at der overordnet set pt. ikke er indregnet en dyb recession i indtjeningsestimaterne. Derfor er risikopræmien i den aktuelle værdiansættelse af aktiemarkedene pt. måske for lav.

*Virksomhederne vil være forsigtige med at være for positive i deres forventninger*

Fra et bottom-up perspektiv er der naturligvis virksomheder, der kommer relativt godt igennem en recession. Virksomheder med en robust forretningsmodel, sunde finansielle balancer og som opererer i de dele af økonomien, der er mindre afhængige af konjunkturudviklingen, kommer til at klare sig relativt bedst. Men hvis recessionen bliver dyb, så vil der også komme pres på aktiekurserne på disse selskaber.

## Aktivallokering

*Udfordringerne fra 2022 fortsætter ind i 2023.*

I de første kvartaler af 2023 er det mest sandsynlige scenarie for finansmarkedene, at udviklingen fra 2022 fortsætter. De makroøkonomiske nøgletal og centralbankerne vil være i fokus, dvs. hvor meget falder væksten i hhv. Europa og USA. Falder inflationen så meget, at man kan se en ende på perioden med renteforhøjelser? Pt. er der en risiko for, at pengepolitikken strammes for meget. Dette risikerer at fremprovokere stress i det finansielle system og kan potentielt være den berømte "dominobrik", der igangsætter en negativ kædereaktion.

*Fokus på risici*

Så hvad har potentiale til at blive den næste "dominobrik": 1) Den høje dollar-gæld i emerging markets? 2) En ændring af det pengepolitiske regime i Japan? 3) Det kinesiske boligmarked? 4) Private Equity og Alternative Investeringers værdiansættelse? På et tidspunkt skal der foretages en hel eller delvis markto-marked vurdering af disse investeringer, hvilket kan tvinge pensionskasserne til et salg af de noterede aktiver. 5) Krigen i Ukraine fortsætter: Hvad kan Putin finde på? Listen med skrækscenarier er ikke udtømmende og skal tillægges en vis sandsynlighed.

*Der kommer formentlig en vending i den negative forventningsdannelse i løbet af året*

Der er nok at være bekymret over, men i løbet af 2023 kommer der fokus på, hvordan verdensøkonomien ser ud i 2024 og derefter. Hvis der er lys i horisonten, vil investorerne erfaringsmæssigt hurtigt begynde at indregne det positive scenarie lang tid før, end de makroøkonomiske data kan bekræfte det. I denne proces vil der stadig være store udsving i kursdannelsen på aktierne. Det negative scenarie for økonomien er ikke indregnet i hverken kredit- eller aktiemarkedet. I vores optik er det derfor for tidligt at øge eksponeringen til aktierne.

*Det er for tidligt at købe aktier og kreditobligationer*

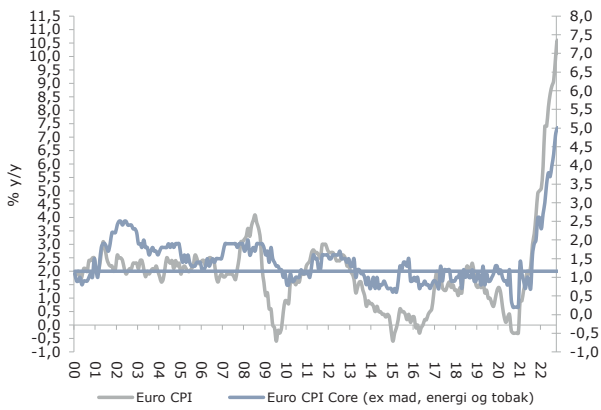
Prisfastsættelsen på aktier er faldet i takt med de stigende renter, men måske er indtjeningsforventningerne for høje. Og pga. de negative vækstforventninger og usikre indtjeningsforventninger, så er allokeringen til aktier en lille undervægt. Kreditobligationer er blevet mere attraktive i takt med de stigende renter, men det er vores vurdering, at de negative vækstudsigter langt fra er indregnet, hvorfor vi fastholder en undervægt.

*Realkreditobligationer igen relativt attraktive*

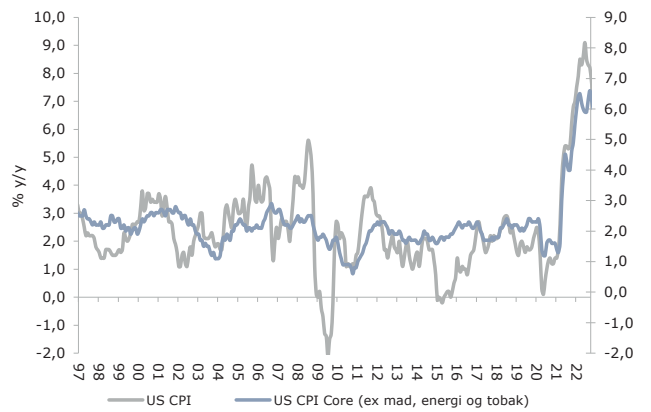
Derimod har de højere renteniveauer gjort danske realkreditobligationer mere attraktive i såvel det positive som negative makrosценarie for økonomien. Vi har haft en undervægt af varigheden i obligationsbeholdningen i det meste af 2022, men de højere renteniveauer kombineret med renteforventningerne gør, at varigheden i obligationsbeholdningen er bragt op til et niveau tæt på neutral-vægt.

## Bilag til rapportering: Grafer

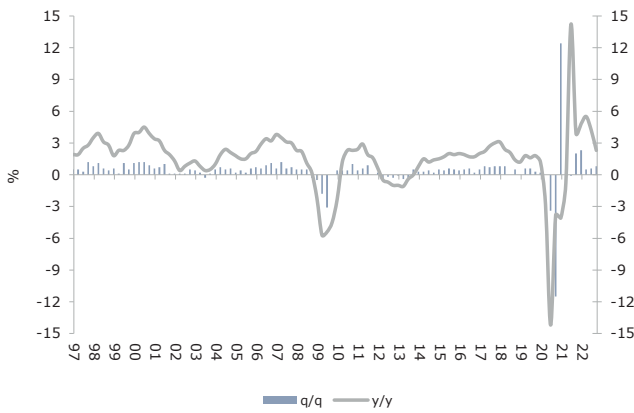
**Fig. 1 - Euro CPI**



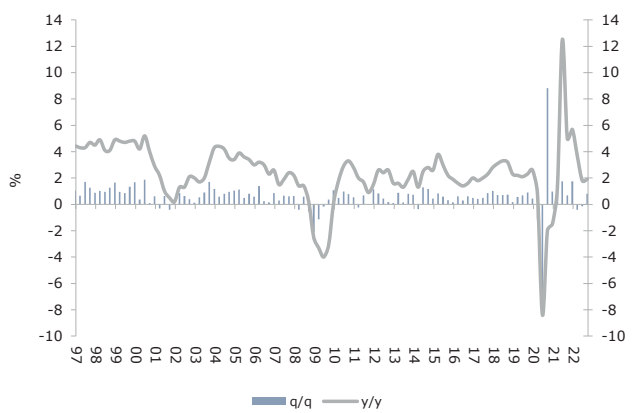
**Fig. 2 - US CPI**



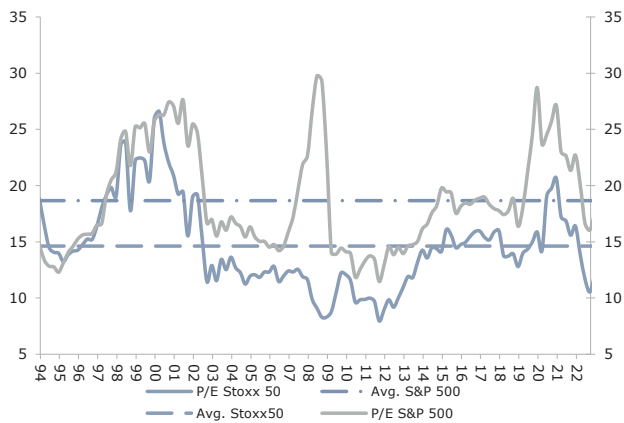
**Fig. 3 - Euro BNP**



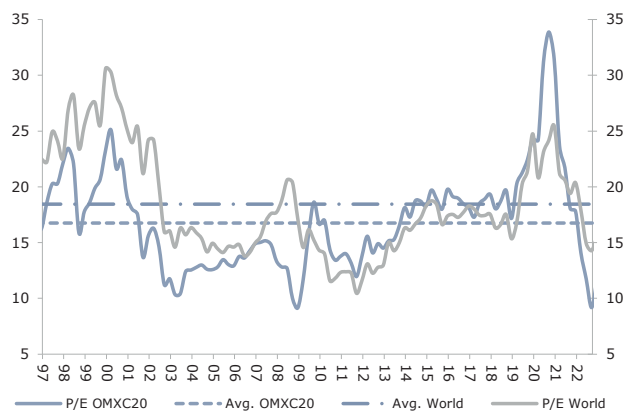
**Fig. 4 - US BNP**



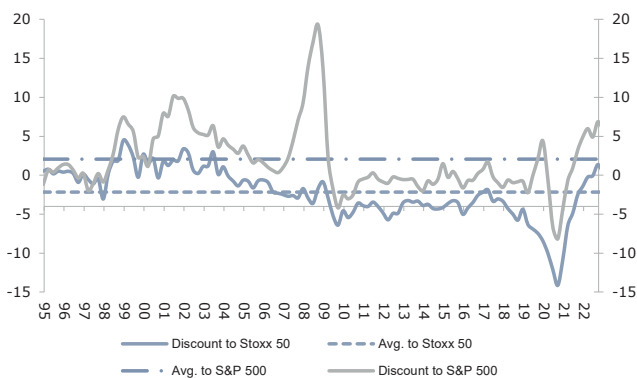
**Fig. 5 - P/E niveauer - Stoxx 50 & S&P500**



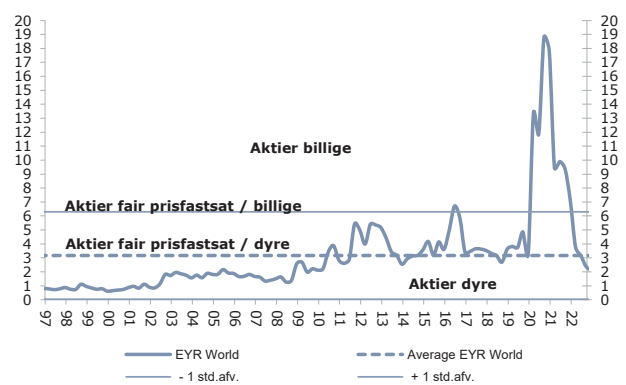
**Fig. 6 - P/E niveauer - OMXC20 & MSCI World**



**Fig. 7 - P/E-niveauer - OMXC20 discount vs. S&P & Stoxx50**



**Fig. 8 - EYR - World (Operating Earnings 12 m forward)**



## Aktieindeks, obligationsindeks, renteniveauer, råvarer og valutakurser

	Indeksværdi 4. kvartal	4. kvartal	2022	2021	2020	2019	2018
<b>MSCI Verden (All Countries)</b>	<b>317,6</b>	<b>0,8%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>27,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>29,1%</b>	<b>-4,6%</b>
<b>MSCI Verden (Developed Markets)</b>	<b>7.985,9</b>	<b>0,8%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>31,0%</b>	<b>5,9%</b>	<b>30,2%</b>	<b>-3,9%</b>
Energi	448,4	9,7%	55,6%	50,6%	-37,4%	13,7%	-11,4%
Materialer	512,7	7,7%	-4,9%	25,1%	9,6%	25,8%	-12,5%
Industri	442,2	8,2%	-7,5%	25,4%	2,1%	30,3%	-10,0%
Forbrugsgoder	396,2	-10,4%	-29,0%	26,8%	24,9%	29,1%	-0,5%
Konsumentvarer	436,1	2,5%	0,0%	21,5%	-1,5%	25,2%	-5,3%
Sundhedspleje	490,3	3,9%	0,8%	28,8%	3,7%	25,7%	7,9%
Finans	230,9	6,4%	-4,3%	37,5%	-11,2%	28,0%	-12,6%
IT	472,0	-3,5%	-26,3%	39,6%	31,4%	50,5%	2,5%
Telekommunikation	116,6	0,7%	-2,8%	1,7%	-7,6%	19,7%	-5,1%
Forsyning	311,7	1,9%	1,6%	18,1%	-4,3%	24,9%	7,4%
<b>Europa</b>							
<b>MSCI Europa</b>	<b>7.471,2</b>	<b>9,6%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>25,0%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>26,2%</b>	<b>-10,4%</b>
Stoxx 50, Europa	9.105,8	9,9%	-1,8%	26,0%	-6,6%	27,5%	-10,0%
FTSE 100, UK	7.451,7	6,9%	-4,5%	21,8%	-19,2%	18,9%	-13,3%
DAX, Tyskland	13.923,6	14,9%	-12,4%	15,7%	3,1%	25,6%	-18,1%
CAC 40, Frankrig	6.473,8	12,4%	-9,5%	28,7%	-7,5%	26,5%	-10,7%
<b>Nord Amerika</b>							
<b>MSCI Nord Amerika</b>	<b>11.272,7</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-14,3%</b>	<b>35,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>33,3%</b>	<b>-0,8%</b>
S&P 500, USA	3.839,5	-1,7%	-14,2%	36,4%	6,2%	31,4%	-1,3%
Dow Jones, USA	33.147,3	5,9%	-2,8%	27,6%	-2,0%	24,8%	-0,6%
NASDAQ, Teknologi	10.466,5	-9,1%	-28,7%	30,5%	31,3%	37,9%	1,2%
<b>Fjernøsten</b>							
<b>MSCI Fjernøsten</b>	<b>6.818,1</b>	<b>4,8%</b>	<b>-7,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>21,6%</b>	<b>-7,4%</b>
MSCI Japan	6.613,8	3,9%	-11,2%	9,3%	4,6%	22,0%	-8,3%
Nikkei (top 225), Japan	26.094,5	1,3%	-15,7%	1,1%	11,6%	21,7%	-5,0%
Topix (totalindeks), Japan	3.101,3	4,0%	-9,3%	8,7%	3,3%	21,6%	-9,2%
<b>Norden</b>							
<b>MSCI Norden</b>	<b>25.410,2</b>	<b>12,4%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>28,1%</b>	<b>15,9%</b>	<b>22,3%</b>	<b>-7,4%</b>
OMX-C25, Danmark	1.700,6	18,2%	-13,5%	17,2%	33,7%	26,0%	-13,2%
OMXC (totalindeks), Danmark	2.498,9	17,9%	-3,5%	23,7%	30,5%	28,8%	-7,9%
OMXC-CAP, Danmark	2.477,6	15,6%	-12,1%	19,5%	29,4%	26,7%	-7,5%
OMX-S30, Sverige	2.043,4	9,2%	-21,8%	25,9%	10,2%	21,5%	-13,1%
OBX, Norge	1.090,0	8,1%	-2,7%	29,9%	-4,5%	14,6%	-1,0%
HEX, Finland	4.825,4	10,1%	-13,4%	21,4%	8,2%	14,7%	-5,7%
<b>Emerging Markets</b>							
<b>MSCI Emerging Markets</b>	<b>486,1</b>	<b>0,7%</b>	<b>-14,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>20,8%</b>	<b>-10,1%</b>
Bovespa, Brasilien	109.734,6	-6,2%	17,7%	-11,7%	-27,2%	29,3%	3,7%
RTS, Rusland [USD]	970,6	-15,6%	-35,2%	23,6%	-18,1%	47,8%	-2,5%
Sensex Total Return Index, Indien	91.969,3	-4,2%	1,3%	30,2%	4,6%	15,4%	3,2%
MSCI Kina	478,5	4,2%	-16,8%	-15,8%	18,3%	25,9%	-14,6%

Afkast er i danske kroner, indeksværdier er i lokal valuta

## Aktieindeks, obligationsindeks, renteniveauer, råvarer og valutakurser

Obligationsindeks	Indeksværdi 4. kvartal	4. kvartal	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Effas</b>							
Effas + 1 år	405,7	-1,1%	-20,3%	-3,6%	2,3%	4,5%	2,5%
Effas 1 - 3 år	264,0	-1,0%	-5,3%	-0,7%	-0,7%	-0,4%	-0,4%
Effas 1 - 5 år	234,3	-1,4%	-6,8%	-1,0%	-0,5%	0,0%	-0,1%
Effas 3 - 5 år	335,1	-2,1%	-9,6%	-1,4%	-0,2%	0,8%	0,3%
Effas 5 - 7 år	405,8	-2,0%	-14,0%	-2,4%	0,6%	1,8%	1,3%
Effas 7 - 10 år	492,5	-1,5%	-19,4%	-3,4%	1,8%	4,1%	2,2%

### Bloomberg Barclays

Bloomberg Barclays, Danmark	405,7	-1,1%	-20,3%	-3,6%	2,3%	4,5%	2,5%
Bloomberg Barclays, Finland	426,3	-2,3%	-19,3%	-3,2%	3,1%	3,4%	1,6%
Bloomberg Barclays, Japan	221,0	-1,2%	-12,1%	-3,8%	-4,6%	4,7%	9,1%
Bloomberg Barclays, Storbritanien	544,3	0,6%	-29,1%	0,9%	2,7%	13,7%	-0,4%
Bloomberg Barclays, Sverige	450,1	-3,5%	-18,8%	-3,8%	5,2%	-1,0%	-1,2%
Bloomberg Barclays, Tyskland	361,4	-3,0%	-17,8%	-2,8%	2,6%	3,1%	2,6%
Bloomberg Barclays, USA	383,5	-7,5%	-6,7%	5,0%	-1,3%	9,0%	6,2%

### Merril Lynch

European High Yield Index	297,8	4,7%	-11,5%	3,3%	2,7%	11,2%	-3,6%
US EM Liquid Corporate Plus Index	253,1	5,1%	-14,1%	-0,1%	7,8%	13,3%	-1,6%

### Renteniveauer

	4. kvartal	2022	2021	2020	2019	2018
Danmark 2-årig rente	2,83	2,83	-0,57	-0,58	-0,59	-0,57
Danmark 5-årig rente	2,78	2,78	-0,20	-0,57	-0,41	-0,23
Danmark 10-årig rente	2,83	2,83	0,08	-0,45	-0,15	0,23
USA 2-årig rente	4,43	4,43	0,73	0,12	1,57	2,49
USA 5-årig rente	4,00	4,00	1,26	0,36	1,69	2,51
USA 10-årig rente	3,87	3,87	1,51	0,91	1,92	2,68
Eurozone 2-årig rente	2,76	2,76	-0,62	-0,70	-0,60	-0,61
Eurozone 5-årig rente	2,58	2,58	-0,45	-0,74	-0,47	-0,31
Eurozone 10-årig rente	2,57	2,57	-0,18	-0,57	-0,19	0,24

### Råvarer

	Pris pr. enhed 4. kvartal	4. kvartal	2022	2021	2020	2019	2018
Guld, \$ pr. ounce	1.826,2	9,9%	-0,1%	-3,5%	24,4%	18,9%	-2,1%
Kobber \$ pr. ounce	381,1	11,7%	-14,6%	26,8%	25,8%	6,3%	-20,3%
Olie, \$ pr. tønde	80,3	1,0%	6,7%	55,0%	-20,5%	34,5%	-24,8%
Sølv, \$ pr. ounce	24,0	26,3%	2,9%	-11,6%	47,4%	15,3%	-9,4%

### Valuta

	Imod DKK 4. kvartal	4. kvartal	2022	2021	2020	2019	2018
US Dollar	696,79	-8,2%	6,5%	7,5%	-8,6%	2,0%	5,3%
Yen	5,28	0,7%	-7,0%	-3,6%	-3,8%	3,0%	8,1%
Pund	838,17	-1,1%	-5,4%	6,5%	-5,7%	6,1%	-0,9%
Svenske kroner	66,87	-2,2%	-7,4%	-2,5%	4,2%	-3,4%	-2,8%
Norske kroner	70,73	1,6%	-4,6%	4,4%	-6,2%	0,5%	-0,6%
Euro	743,64	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	0,1%	0,2%
Schweizerfranc	753,12	-2,3%	4,9%	4,3%	0,1%	3,8%	4,1%