

RAPPORTERING

Slagelse Kommune - Deponerede midler

CVR 29 18 85 05

Porteføljeeversigt

Beholdningsoversigt

Performanceopgørelse inkl. detaljeret afkastopgørelse

Transaktionsliste

ESG – Bæredygtighed og ansvarlighed

Markedskommentarer

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

Ændring i formue (Beløb i 1.000 kr.)	01.12.2024	01.01.2024
+ Markedsværdi ultimo	12.764	12.764
+ Nettoudbetaling	1	25.371
- Nettoindbetaling	0	0
- Markedsværdi primo	12.750	37.173
+ Betalt aktieudbytteskat	0	0
Formueafkast	15	963

Afkast i procent efter omkostninger *)	0,12%	4,24%
Benchmarkafkast	-0,06%	3,66%
*) Tidsvægtet afkast		

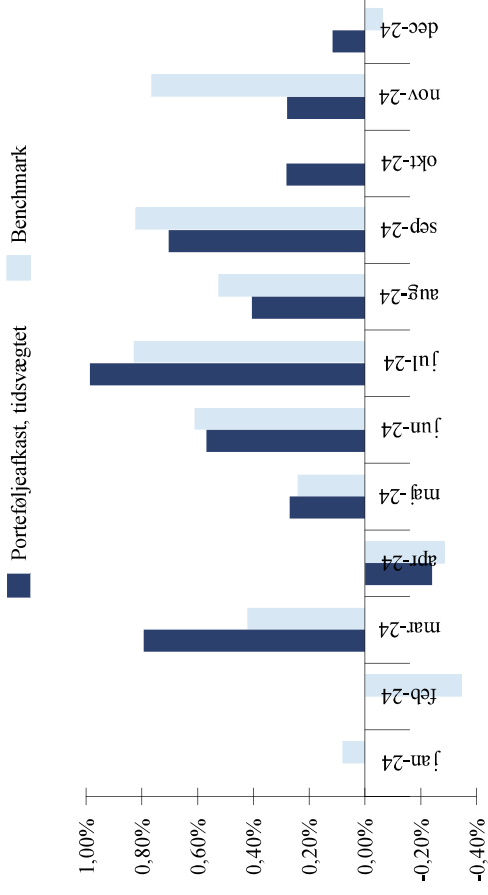
Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.12.2024 - 31.12.2024			Total
	Obligationer	Aktier	Øvrige	
Renter og udbytter	30	0	0	30
Realiseret kursgevinst	0	0	0	0
Urealiseret kursgevinst	-16	0	0	-16
Omkostninger	0	0	0	0
Gebyr				0
Kontantrenter				0
I alt	15	0	0	15

Gennemsnitligt afkast	0,12%	0,00%	0,23%	0,12%
------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.01.2024 - 31.12.2024			Total
	Obligationer	Aktier	Øvrige	
Renter og udbytter	664	0	0	664
Realiseret kursgevinst	166	0	0	166
Urealiseret kursgevinst	133	0	0	133
Omkostninger	-0	0	0	-0
Gebyr				0
Kontantrenter				0
I alt	963	0	0	963

Gennemsnitligt afkast	4,30%	0,00%	0,23%	4,24%
------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

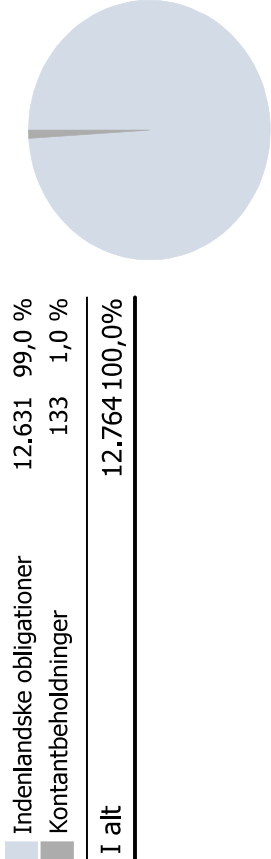
Månedlige afkast



Varighed for porteføljen den 31-12-2024

Varighed før ekstraordinære indfrielser (Officiel varighed) 3,66
Optionskorrigerede varighed 2,29

Aktivfordeling ultimo perioden (i 1.000 kr.)



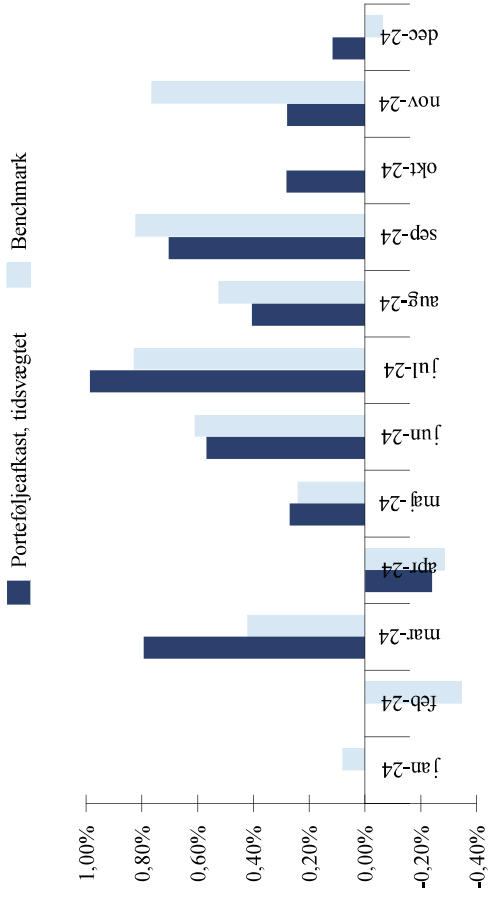
Ændring i formue (Beløb i 1.000 kr.)	01.10.2024 31.12.2024	01.01.2024 31.12.2024
+ Markedsværdi ultimo	12.764	12.764
+ Nettoudbetaling	12.228	25.371
- Nettoindbetaling	0	0
- Markedsværdi primo	24.895	37.173
+ Betalt aktieudbytteskat	0	0
Formueafkast	97	963

Afkast i procent efter omkostninger *)	0,68%	4,24%
Benchmarkafkast	0,71%	3,66%
*) Tidsvægtet afkast		

Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.10.2024 - 31.12.2024		
	Obligationer	Aktier	Øvrige
Renter og udbytter	112	0	0
Realiseret kursgevinst	-16	0	0
Urealiseret kursgevinst	1	0	0
Omkostninger	-0	0	0
Gebyr			
Kontantrenter			
I alt	97	0	0
Gennemsnitligt afkast	0,69%	0,00%	0,23%
			0,68%

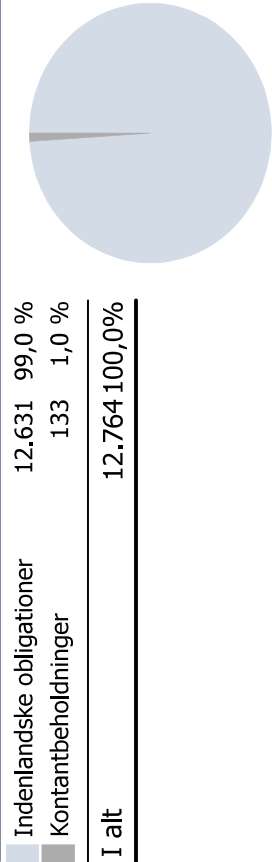
Afkast fordelt på: (Beløb i 1.000 kr.)	01.01.2024 - 31.12.2024		
	Obligationer	Aktier	Øvrige
Renter og udbytter	664	0	0
Realiseret kursgevinst	166	0	0
Urealiseret kursgevinst	133	0	0
Omkostninger	-0	0	0
Gebyr			
Kontantrenter			
I alt	963	0	0
Gennemsnitligt afkast	4,30%	0,00%	0,23%
			4,24%

Månedlige afkast



Varighed for porteføljen den 31-12-2024
 Varighed før ekstraordinære indfrielser (Officiel varighed) 3,66
 Optionskorrigerede varighed 2,29

Aktivfordeling ultimo perioden (i 1.000 kr.)



Beholdningsoversigt pr. 31.12.2024

Valutakurser pr. -
Fondskurser pr. 30.12.2024

Fondskode	Papirnavn	Beholdning	Kurs	Valutakurs	Kursværdi (K)	Rente påløbende/ ultimoper. (K)	Kursv.inkl. rente	Pct. af portefølje
Indenlandske obligationer								
Inkonverterbare obligationer								
DK000954365	1,00% INYK13Hap25D25	2.200.000,00	99,700	100,00	2.193.400,00	16.515,07	2.209.915,07	17,31%
DK000929646	1,00% 1RD10F25JARF25	1.000.000,00	99,995	100,00	1.000.000,00	9.972,68	1.009.972,68	7,91%
DK000953652	2,94% F3NYK32Gokt225	867.880,48	100,300	100,00	870.457,71	7.535,88	877.993,59	6,88%
Konverterbare obligationer								
DK000929743	1,00% 1RDSRO21S3232	171.596,67	96,050	100,00	165.086,14	424,33	165.510,47	1,30%
DK000951331	1,50% 15NYK01EA40.40	394.615,01	91,590	100,00	361.981,22	1.463,72	363.444,95	2,85%
DK000929263	2,00% 2,0RDSRO22S37	339.095,34	97,050	100,00	329.311,55	1.677,05	330.988,60	2,59%
DK000203076	2,00% 2NDASDRO37..37	457.819,87	97,275	100,00	445.647,92	2.264,22	447.912,14	3,51%
DK000950416	2,00% 2NYK01EA47..47	868.688,48	90,717	100,00	788.830,04	4.296,23	793.126,27	6,21%
DK000951595	2,95% F6NYK22Hju4228	1.827.191,00	100,253	100,00	1.831.765,10	13.554,98	1.845.320,08	14,46%
DK000953954	4,00% 4NYK01EA43..43	593.257,76	100,600	100,00	596.677,42	5.868,09	602.545,51	4,72%
DK000954055	5,00% 5NYK01EA43..43	2.615.604,60	101,915	100,00	2.662.128,83	32.339,68	2.694.468,50	21,11%
DK000937762	3,5% BRKred44	135.689,51	100,700	100,00	136.569,85	1.174,38	137.744,22	1,08%
DK000202746	3,5% Nordea.44	388.387,35	101,425	100,00	393.777,91	3.361,45	397.139,36	3,11%
DK000978744	3,5% Nykredi44	225.195,58	101,857	100,00	228.988,95	1.949,04	230.937,99	1,81%
DK000977985	4% NYK 01E A42	258.344,48	101,900	100,00	263.090,55	2.555,36	265.645,92	2,08%
DK000471550	4% Totalkred35	250.692,18	102,350	100,00	256.353,89	2.479,67	258.833,56	2,03%
Indenlandske obligationer i alt								
		12.594.058,31			12.524.067,08	107.431,82	12.631.498,90	98,96%
Obligationer i alt								
					12.524.067,08	107.431,82	12.631.498,90	98,96%

Fondskode	Papirnavn	Beholdning	Kurs	Valutakurs	Kursværdi (K)	Rente påløbende/ultimoper. (K)	Kursv.inkl. rente	Pct. af portefølje
Kontantbeholdninger								
0000004025368148	Konto Deponerede midler	132.657,15	100,000	100,00	132.657,15	0,00	132.657,15	1,04%
Kontantbeholdninger i alt		132.657,15			132.657,15	0,00	132.657,15	1,04%
Portefølje i alt					12.656.724,23	107.431,82	12.764.156,05	100,00%
Depotliste								
Slagelse Kommune								
2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer								

Performanceopgørelse (01.01.2024 - 31.12.2024)

Valutakurser pr. -
Fondskurser pr. 30.12.2024

Månedlige afkast 2024	Formue primo	Afkast	Indskud/ udtræk	Udbytte skat	Formue ultimo	Afkast i % Pf Ref		Varighed
Januar	37.173	-1	0	0	37.172	-0,00	0,08	2,06
Februar	37.172	16	-13.144	0	24.044	-0,00	-0,35	2,62
Marts	24.044	191	0	0	24.235	0,80	0,42	2,47
April	24.235	-58	0	0	24.176	-0,24	-0,29	2,74
Maj	24.176	65	0	0	24.242	0,27	0,24	2,80
Juni	24.242	138	0	0	24.380	0,57	0,61	2,73
Juli	24.380	241	0	0	24.620	0,99	0,83	2,50
August	24.620	100	0	0	24.720	0,41	0,53	2,42
September	24.720	174	0	0	24.895	0,70	0,83	2,40
Oktober	24.895	47	-12.227	0	12.714	0,28	0,00	2,32
November	12.714	36	0	0	12.750	0,28	0,77	2,19
December	12.750	15	-1	0	12.764	0,12	-0,06	2,29
Total		963	-25.371	0		4,24	3,66	

Årlige afkast Regnskabsår 31.12	Formue primo	Afkast	Indskud/ udtræk	Udbytte skat	Formue ultimo	Afkast i % Pf Ref	
2020	44.814	109	233	0	45.156	0,24	0,28
2021	45.156	-11	-8.952	0	36.193	-0,03	-1,48
2022	36.193	-2.257	1.661	0	35.598	-6,72	-4,94
2023	35.598	1.575	-0	0	37.173	4,42	3,99
2024	37.173	963	-25.371	0	12.764	4,24	3,66
Total		379	-32.430	0		1,75	1,23

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

	Pf:	Ref:
	01/05/2020	01/05/2020
Annualiseret afkast siden:	0,37	0,26

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

Depotliste
Slagelse Kommune
2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer

Afkastopgørelse 01.12.2024 - 31.12.2024

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente / udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1NYK13Hap25D25	6.004,49	1.868,49	2.189.264,00	0,27
1,00% 1RD10F25JARF25	2.376,99	846,99	998.470,00	0,24
1,00% 1RDSYRO21S3232	841,08	144,55	164.389,61	0,51
1,50% 15NYK01EA40.40	-1.666,93	498,63	364.146,79	-0,46
2,00% 2,0RDSYRO22S37	-6,05	571,30	329.888,90	-0,00
2,00% 2NDASDRO37..37	-1.214,13	771,33	447.633,38	-0,27
2,00% 2NYK01EA47..47	-2.853,74	1.463,55	793.147,33	-0,36
2,94% F3NYK32Gokt225	3.191,67	2.567,17	869.833,21	0,36
2,95% F6NYK22Hjul228	5.628,71	4.617,63	1.830.754,02	0,31
4,00% 4NYK01EA43..43	951,45	1.999,02	597.724,99	0,16
5,00% 5NYK01EA43..43	-2.068,59	11.016,81	2.675.214,23	-0,08
3,5% BRfkred44	330,57	400,06	136.639,34	0,24
3,5% Nordea.44	709,86	1.145,11	394.213,16	0,18
3,5% Nykredi44	1.417,19	663,96	228.235,72	0,62
4% NYK 01E A42	708,04	870,51	263.253,03	0,27
4% Totalkred35	301,80	844,72	256.896,81	0,12
Konto Deponerede midler	309,62	309,62	132.458,68	0,23
total	14.962,03	30.599,46	12.672.163,20	0,00
Total portefølje	14.962,03	30.599,46	12.672.163,20	0,12

Afkastopgørelse 01.10.2024 - 31.12.2024

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente / udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1NYK13Hap25D25	22.625,48	6.805,48	2.666.571,11	0,80
1,00% 1RD10F25JARF25	9.322,07	3.142,07	1.238.458,67	0,73
1,00% 1RDSERO21S3232	3.109,46	535,60	202.541,51	1,45
1,50% 15NYK01EA40.40	468,18	1.848,78	451.917,82	0,12
2,00% 2,0RDSERO22S37	2.906,51	2.118,78	409.133,51	0,65
2,00% 2NDASERO37..37	-630,07	2.861,56	555.520,52	0,28
2,00% 2NYK01EA47..47	1.817,31	5.428,11	983.949,39	0,48
2,94% F3NYK32Gokt225	10.987,39	9.539,82	1.082.945,27	0,95
2,95% F6NYK22Hjul228	21.321,79	17.130,79	2.272.864,49	0,86
4,00% 4NYK01EA43..43	5.099,99	7.217,74	731.139,14	0,64
5,00% 5NYK01EA43..43	22.549,38	40.888,31	3.327.517,57	0,59
3,5% BRFKred44	1.004,30	1.480,86	170.129,52	0,52
3,5% Nordea.44	514,05	4.246,43	492.888,59	0,22
3,5% Nykredi44	3.778,44	2.461,03	282.750,65	1,54
4% NYK 01E A42	-14.417,55	3.227,42	334.960,81	-1,40
4% Totalkred35	6.461,01	2.883,93	289.485,30	2,18
Konto Deponerede midler	309,55	309,55	146.250,98	0,23
total	97.227,32	112.126,27	15.639.024,85	0,00
Total portefølje	97.227,32	112.126,27	15.639.024,85	0,68

Afkastoppgørelse 01.01.2024 - 31.12.2024

Papirnavn	Afkast i DKK	Heraf rente /udbytte	Gennemsnitlig beholdning	Afkast i %
1,00% 1,0NDASDRO4040	-9.937,09	892,88	74.867,69	-1,62
1,00% 1NDASDROAP2424	5.155,08	2.221,58	215.140,64	0,30
1,00% 1NYK13Hap25D25	68.811,08	17.046,58	1.670.248,66	1,93
1,00% 1NYK13Hju24D24	84.250,78	28.650,28	2.815.694,93	1,60
1,00% 1RD10F24APRF24	4.659,37	1.327,87	129.142,00	0,52
1,00% 1RD10F25JARF25	55.934,90	18.114,90	1.773.747,89	3,13
1,00% 1RDSRO21S3232	16.868,98	3.299,36	305.378,39	5,62
1,50% 111.E.40....40	-17.396,95	2.183,58	127.049,47	-1,67
1,50% 15NYK01EA40.40	29.045,70	11.006,26	660.687,24	4,17
2,00% 2,0RDSRO22S37	27.944,10	12.724,07	605.065,59	4,52
2,00% 2NDASDRO37..37	34.568,30	17.255,95	823.892,95	4,28
2,00% 2NYK01EA47..47	70.953,02	31.971,04	1.420.215,65	5,03
2,50% 2,5NDASDRO4747	760,92	542,74	19.417,02	0,48
2,94% F3NYK32Gokt225	54.472,92	52.441,78	1.342.241,70	4,13
2,95% F6NYK22Hjul228	141.482,89	101.045,76	3.331.895,08	4,18
4,00% 4NYK01EA43..43	20.910,81	18.882,15	475.613,30	3,35
4,00% RD11SFA24RF.24	20.652,54	23.049,54	558.530,76	0,46
5,00% 5NYK01EA43..43	237.419,06	228.093,17	4.640.086,65	5,26
6,00% 6NYK01EA53..53	9.102,85	6.529,67	107.719,54	1,03
3,5% BRfkred44	12.826,43	8.815,78	250.064,26	4,87
3,5% Nordea.44	30.607,19	25.432,91	732.137,70	4,06
3,5% Nykredi44	15.955,66	14.669,20	422.702,54	4,27
4% BRfkredit41	2.037,03	2.037,03	49.265,49	0,50
4% NYK 01E A42	25.409,89	19.532,94	486.607,19	6,16
4% Totalkred35	20.224,40	15.922,76	399.667,85	5,34
Konto Deponerede midler	309,48	309,48	195.636,46	0,23
total	963.029,35	663.999,25	23.632.716,61	0,00
Total portefølje	963.029,35	663.999,25	23.632.716,61	4,24

Transaktionsliste for perioden 01.12.2024 - 31.12.2024

Handels- dato	Bevægelse	Navn	Antal	Kurs	Valuta	Kontopostering	Kontopostering DKK	Real.avance kostpris
Konto Deponerede midler - 00000004025368148 - DKK								
06/12/2024	Udtræk på konto	Depotgebyr	-605,00	0,00	DKK	-605,00	-605,00	0,00
31/12/2024	Rentetilskrivning	Rente	309,62	0,00	DKK	309,62	309,62	0,00
							-295,38	

Depotliste
Slagelse Kommune
2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer

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".

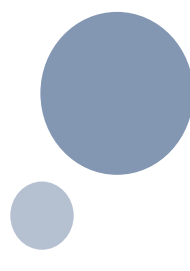
For så vidt angår investeringer igennem de tre foreninger – Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen IA Invest og Investeringsforeningen Gudme Raaschou – er der formuleret en fælles politik for, hvordan disse foreninger integrerer bæredygtighed og samfundsansvar. Politikken kan tilgås 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: UFORUDSIGELIG AMERIKANSK POLITIK, MEN FORTSAT VÆKST OG LEMPELIGERE PENGEPOLITIK.

- Ved indgangen til 2025 er verdensøkonomien præget af forventninger om stabil vækst. Ifølge OECD forventes en global vækst på omkring 3,25% i både 2024 og 2025, drevet primært af øgede investeringer i IT-sektoren og militær oprustning. Samtidig har en mere afdæmpet udvikling i inflationen givet centralbankerne i både USA og Europa mulighed for at fortsætte med en mere lempelig pengepolitik. I de europæiske og danske obligationer er der indregnet, at Den Europæiske Centralbank (ECB) og Nationalbanken i 2025 vil gennemføre yderligere fire til fem rentenedsættelser, hvilket vil sænke renten på danske indskudsbeviser til niveauet 1,5%-1,6%.
- På den politiske front står USA over for en ny magtfordeling, hvor republikanerne har overtaget både præsidentembedet og flertallet i Kongressen. Præsident Trumps politiske uforudsigelighed, især inden for toldsatser og handelspolitik, udgør en potentiel risiko for finansiel stabilitet. På trods af bekymringer om handelskrige vurderes disse ikke at være det primære scenarie. Trumps tidligere præsidentperiode viste en vis opmærksomhed på de økonomiske konsekvenser af populistiske tiltag, hvilket sandsynligvis vil fortsætte i form af modererende faktorer fra finansielle markeder og investorer. Den stigende offentlige gæld og vedvarende budgetunderskud kan dog føre til højere obligationsrenter og øget afkastkrav på aktiver, hvilket kan udfordre den samlede økonomiske stabilitet.

- I Europa fremstår vækstperspektivet noget mere afdæmpet. Særligt Tyskland, som traditionelt har været en central drivkraft, er udfordret af strukturelle problemer, høje energipriser og intens konkurrence fra Kinas statsstøttede bilindustri. Tyskland skal til valg i 2025, hvilket øger sandsynligheden for en lempeligere finanspolitik.

- Samlet set er de økonomiske og politiske udsigter for 2025 præget af en kompleks balance mellem vækstpotentialer og risici.

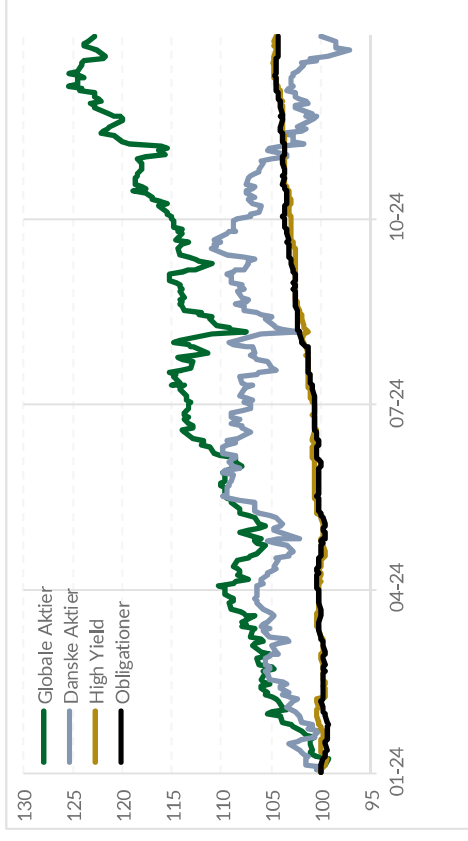
- Det er allerede indregnet i obligationsrenterne, at pengepolitikken lempes, hvorfor potentialet for yderligere rentefald på de danske obligationer er relativt begrænset. Derfor maner vi til forsigtighed med positioneringen på rentekurven. Realkredit er stadig attraktivt relativt til statsobligationer.

- High yield-obligationer er også stadig interessante på grund af deres attraktive, direkte renteaflast, selvom potentialet for yderligere indsnævring af kreditspændene er lavt i lyset af de relativt set lave spreads.

- Forventningen om positive aktiemarkeder i 2025 hviler på stabile makroøkonomiske vækstudsigter og virksomhedernes indtjening. Geopolitisk uro såsom Trumps økonomiske politik og potentielle handelskrige kan dog udfordre udviklingen. Lempeligere pengepolitik understøtter aktiekurserne, men koncentrationsrisikoen i IT-sektoren, især i USA, kan føre til korrektioner, hvis vækstforventningerne svækkes. Selvom høje værdiansættelser historisk har givet lavere fremtidige afkast, er udsigterne for 2025 positive, så længe vækstforventningerne forbliver intakte. Danske aktier, som har underperformeret de senere år, fremstår relativt attraktive i en langsigtet portefølje.

- Risiciene er både politiske og geopolitiske - men også, at inflationspresset ikke aftager.

KURSUDVIKLING: AKTIER, OBLIGATIONER OG KREDIT



MAKROØKONOMISKE FORHOLD

PENGE- OG FINANSPOLITIK UNDERSTØTTER VÆKSTEN. MEN TRUMP OG GEOPOLITIK ØGER RISIKOEN

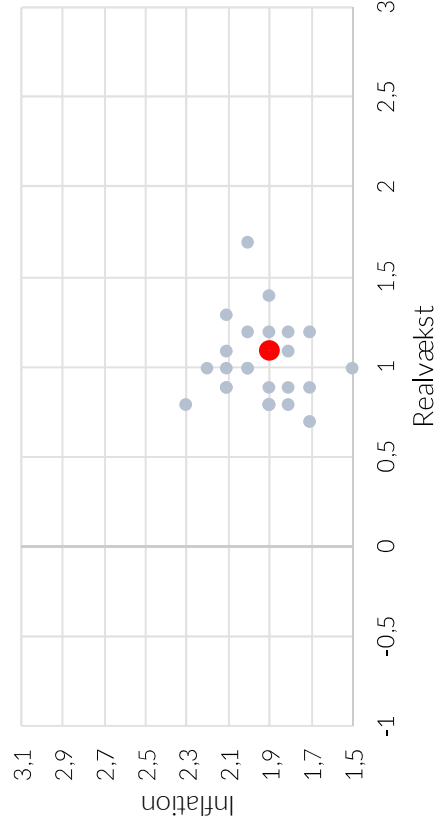
Konsensusforventningerne for realvækst og inflation for 2025 er for Europas vedkommende en beskedent vækst på 1%, og en inflation, der pt. er 2,4%, falder til 1,9%, dvs. til under centralbankens målsætning. Det baner vejen for en stribe europæiske rentenedsættelser. For USA er forventningerne en realvækst på 2% og en inflation i niveauet 2,3%. Jf. figuren nedenfor er der stor spredning i forventningerne til inflationen. Der er derfor heller ikke så aggressive forventningerne om rentenedsættelser i USA i 2025. Aktuelt forventes der kun to rentenedsættelser, hvilket er noget mere afdæmpet i forhold til for et halvt år siden. Det har også medvirket til en stigende dollarkurs.

I USA vil republikanerne ved indgangen til 2025 overtage præsidentembedet samt flertallet i begge politiske kamre. Præsident Trumps uforudsigelige politik, særligt med hensyn til toldsatser og handelspolitik, kan medføre finansiell usikkerhed. På trods af de skarpe udmeldinger fra USA anses en global handelskrig dog ikke som det mest sandsynlige scenarie. Det vurderes snarere, at Trumps udmeldinger om toldsatser primært fungerer som forhandlingsstrategier over for Kina og andre handelspartnere. Under Trumps tidligere præsidentperiode udviste han en vis opmærksomhed på de finansielle konsekvenser af populistiske tiltag. Imidlertid kan den stigende offentlige gæld og vedvarende budgetunderskud føre til endnu højere renter på de amerikanske obligationer, hvilket kan dæmpe den økonomiske vækst. Trumps politiske uforudsigelighed kan i nogen grad modereres af markedets forventninger og de krav, finansielle aktører stiller til ansvarlig økonomisk politik. Bl.a. derfor har der på det seneste været stigende renter på de lange amerikanske obligationer.

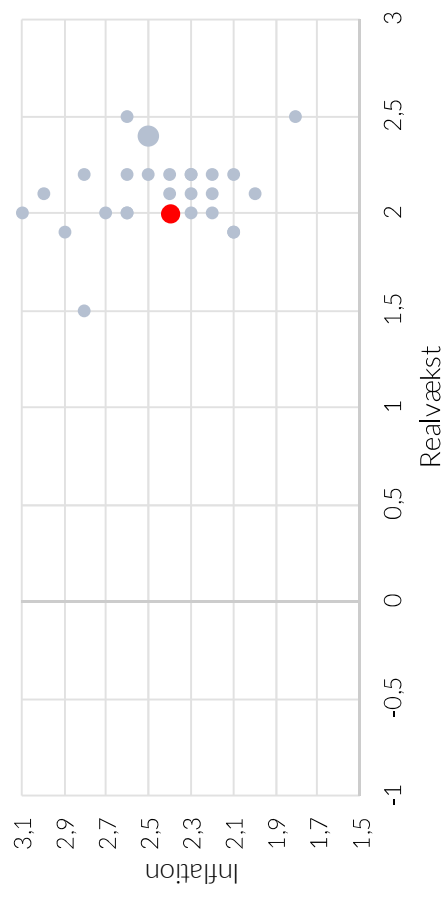
Europa står over for betydelige udfordringer i den globale vækstkonkurrence. Særligt Tyskland er påvirket af strukturelle problemer, høje energipriser og intensiveret konkurrence fra Kina. Usikkerheden omkring USA's potentielle toldsatser skaber yderligere bekymringer for europæiske eksportvirksomheder, hvilket kan hæmme investeringsaktiviteten i regionen. Men det tyske valg i 2025 kan omvendt øge sandsynligheden for en mere ekspansiv finanspolitik, som kan bidrage til økonomisk stimulans på kort sigt. Samlet set afspejler de økonomiske og politiske udsigter primo 2025 en dynamisk global situation med både vækstpotentialer og -udfordringer, hvor økonomisk politik og markedsreaktioner spiller en central rolle.

FORVENTNINGERNE TIL VÆKST OG INFLATION I EUROPA OG I USA OG (KILDE: CONSENSUS ECONOMICS)

Inflation og Vækst i Eurozonen i 2025



Inflation og Vækst i USA i 2025



DANSKE OBLIGATIONER

RENTEUDVIKLINGEN: LEMPELIGERE PENGEPOLITIK ISÆR I EUROPA. USA MERE AFDÆMPET

Den amerikanske centralbank nedsatte som forventet styringsrenten med 0,25 procentpoint til 4,25-4,5% i december. Men de efterfølgende kommentarer fra centralbankchef Powell tyder på, at de pengepolitiske lempelser bliver færre end tidligere antaget. Inflationen i USA falder fortsat kun trægt, hvilket er den primære årsag til, at Powell forsøger at få investorerne til at dæmpe forventningerne til pengepolitikken. Investorerne sendte såvel de 2- og 10-årige renter i USA i vejret med hhv. 0,6% og 0,8%-point. Medvirkende til rentestigningen er formentlig også den usikkerhed, der er om den fremtidige økonomiske politik i USA under Donald Trump. Udmeldingerne tyder ikke pt. på, at statsgælden og finansieringsbehovet i USA bliver mindre i de kommende år – tværtimod.

I Europa leverede den europæiske centralbank som indikeret den rentenedsættelse i december. Styringsrenten blev nedsat med 0,25 procentpoint til 3,0%. På det efterfølgende pressemøde udtrykte centralbankchef Lagarde sig noget blødere end tidligere. Væksten i Europa viser igen svaghedstegn og aftagende inflationspres, hvilket baner vejen for lempeligere pengepolitik. Danmarks Nationalbank fulgte som vanligt ECB og nedsatte renten til 2,6%. Investorerne havde indregnet rentenedsættelsen i de danske obligationsrenter, ligesom yderligere rentenedsættelser allerede er indregnet. Renten på den 2-årige danske statsobligation var således ved udgangen af året faldet til kun 1,8% og den 10-årige til 2,1%.

REALKREDIT: REALKREDITOBLIGATIONER HAR HAFT ET GODT ÅR

Fjerde kvartal var ligesom 2024 som helhed godt for danske obligationer. Specielt har de lange konverterbare realkreditobligationer klaret sig godt med et afkast på 5-6% i 2024. De konverterbare obligationer er hjulpet godt på vej af et faldende renteniveau, bedre prisfastsættelse og en høj direkte kuponrente. Herudover har der ikke været store konverteringsbølger, idet de 30-årige 3,5% obligationer aldrig rigtig nåede en attraktiv udstedelseskurs. Den toneangivende 30-årige realkreditrente er fortsat i niveauet 4%, mens renterne på de variable realkreditobligationer afspejler de lavere statsrenter. Senest blev F-kort renten fastsat til 2,74% per 1. januar 2025.

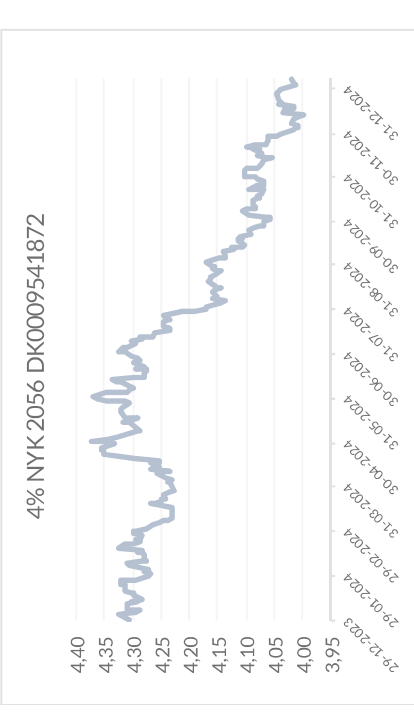
PORTEFØLJEN: VI FASTHOLDER CARRY PORTEFØLJE

I 4. kvartal har vi fastholdt en obligationsportefølje med fokus på en "høj" direkte rente. Beholdningen indeholder bl.a. korte variabelt forrentede obligationer, og selvom kuponrenten på disse obligationer er faldet, er de stadig attraktive på grund af deres lave renterisiko. Herudover er fokus på beholdninger i 20-årige 4% og 5% realkreditobligationer. Et faldende renteniveau betyder, at der forventes i niveauet 15-25% flere førtidige indfrielser i de 20-årige 5%-ere. Af samme årsag suppleres porteføljen med 20-årige 4% realkreditobligationer, som ikke på samme måde er udfordret af førtidige indfrielser. Herudover er 4%-erne særdeles attraktiv prisfastsat, og ligger fornuftigt på rentekurven i forhold til benchmark og investeringsmæssige rammer.

FORVENTNINGER TIL RENTEMARKEDERNE

Det er indregnet i den danske rentekurve, at ECB og Nationalbanken forsætter processen med at normalisere og lempe pengepolitikken. Konsensus er pt., at der kommer 4-5 rentenedsættelser mere i 2025, hvilket vil sende renten på de danske indskudsbeviser ned i niveauet 1,35%-1,6%. Potentialet for yderligere rentefald på de danske obligationer er derfor relativt begrænset, hvilket maner til forsigtighed med positioneringen på rentekurven. Realcredit er stadig attraktivt relativt til statsobligationerne.

DANSK REALKREDIT: RENTEUDVIKLINGEN



ERHVERVSOBBLIGATIONER

2024 BLEV ET GODT ÅR FOR HIGH YIELD ERHVERVSOBBLIGATIONERNE

Europæiske high yield erhvervsobligationer havde en god afslutning på 2024 med et afkast i 4. kvartal på 1,8%. Indekset for de europæiske erhvervsobligationer steg dermed med hele 8,8%. I USA var obligationsrenterne generelt stigende henimod slutningen af året, hvorved indekset for de amerikanske high yield-obligationer kun steg med 6,1% i 2024. I løbet af 4. kvartal steg renten på de 10-årige amerikanske statsobligationer med 0,8 pct.point, hvilket medvirkede til et negativt afkast i kvartalet på amerikansk high yield erhvervsobligationer på -0,5%.

Alle sektorer bidrog i 2024 med positive afkast. Den stærkeste performance var indenfor sektorerne Forbrug (både USA og Europa) og Teknologi (USA). I forhold til rating-klasser var der knap så stor spredning på afkastet i Europa. Både B-ratede og C-ratede udstedelser gav et afkast på 10%. I USA var det de lavere ratede C, CC og CCC-ratede selskaber, der leverede bedste afkast. På indeksniveau var der i 4. kvartal en indsnævring af kreditsspændene i Europa på 0,3% og i USA 0,1%. Denne "kreditspændsperformance" blev dog mere end opvejet af de nævnte stigninger i statsrenterne i USA. Således steg renten på de amerikanske high yield-obligationer i 4. kvartal med 0,6% til 7,6%. I Europa var kreditspændsindsnævringen lige akkurat nok til at opveje de negative effekter fra stigende statsrenter, hvorved den europæiske high yield rente faldt 0,1% til 5,9% ved årets udgang.

For året som helhed er kreditspændet i USA blevet indsnævret med 0,5% til 2,9% ved udgangen af 2024 og i Europa med 0,9% til 3,1%. På trods af et stigende amerikansk renteniveau er det således blevet lidt billigere at optage lån i løbet af året for virksomhederne i USA. I Europa kunne virksomhederne i gennemsnit optage lån til en rente på 5,2% ved udgangen af 2024 vs. 6,1% ved indgangen til året.

Hen over sommeren var der store kursudsving på det europæiske kreditmarked. Det skete i kølvandet på, at den franske præsident Macron udså parlamentetsvalg efter et katastrofalt valg til Europaparlamentet for hans parti. Frankrig kæmper med stort underskud på de offentlige budgetter og en stor statsgæld, hvilket på sigt har potentiale til at skabe uro på det europæiske kreditmarked, hvor det franske marked for virksomhedsobligationer er det største. Uroen var dog kortvarig, idet den positive markedsstemning vendte tilbage, og spændvidelsen blev neutraliseret.

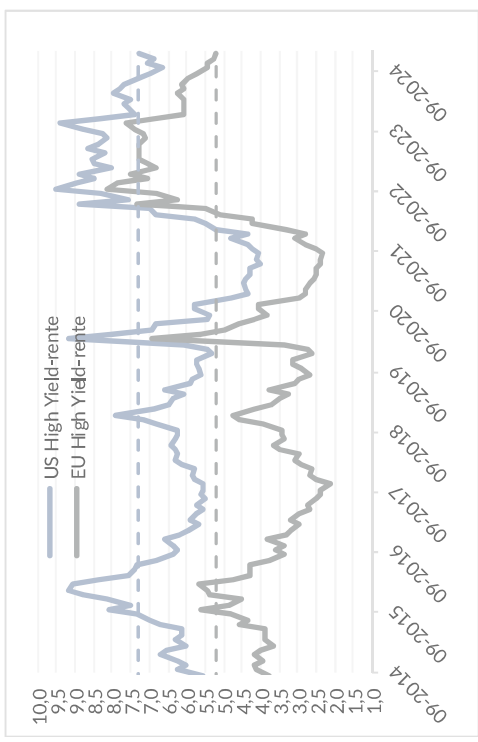
Den største begivenhed i 4. kvartal var det amerikanske præsidentvalg i november, hvor Donald Trump vandt overraskende stort. Umiddelbart tog kreditinvestorerne positivt imod republikanske sejr, hvilket primært skyldes forventninger om mindre regulering og lempelser i beskattningen. Usikkerheden er dog stor om den fremtidige økonomiske politik i USA, hvilket også gælder handelspolitikken.

FORVENTNINGER: ATTRAKTIVE RENTER

Centralbankerne i USA (FED) og Europa (ECB) vurderer, at inflationsudviklingen er under kontrol, og at der derfor er plads til en lempeligere pengepolitik. Der er dog udsigt til flere rentenedsættelser i Europa end i USA. Det skyldes, at den økonomiske vækst i især Centraleuropa er betydeligt udfordret. I USA ventes momentum i væksten at aftage men fra et højt niveau. Inflationen falder fortsat kun trægt, hvorfor FED har forsøgt at nedtone investorenes forventninger til rentenedsættelser i 2025.

Primo 2025 tilbyder high yield-obligationerne fortsat et attraktivt afkastpotentiale specielt i forhold til AAA-ratede stats- og realkreditobligationer. De relativt lave kreditsspænd og relativt lave renteniveau maner dog til forsigtighed, selvom lempeligere pengepolitik og positiv vækst i verdensøkonomien ventes at holde konkursrate på et relativt lavt niveau. Kreditvurderingsbureauet Moody's forventer pt., en konkursrate i 2025 i niveauet 2,5-3%.

Udvikling i renteniveauet for high yield-obligationer



AKTIER

MERE FORSIGTIGE INVESTORER. MERE FOKUS PÅ VÆRDANSÆTTELSEN

Det var en noget forskelligartet oplevelse at være aktieinvestor i de sidste tre måneder af 2024. De globale aktier steg, mens der var kursklø til de danske aktier. Den republikanske præsidentkandidat, Donald Trump, vandt i november præsidentvalget i USA, men lige så vigtigt, så gav de amerikanske vælgere den politiske magt i begge kamre til republikanerne i hvert fald de næste to år indtil næste midtvejsvalg. Trumps valgsejr var med til at øge risikoappetitten hos investorerne - primært pga. udsigten til mindre regulering og lavere skatter. Det fik investorerne til at søge mod amerikanske aktier, mens de solgte ud af europæiske aktier i almindelighed og især aktier relateret til den grønne omstilling. Danske aktier klarede sig derfor dårligt. Finans var blandt de sektorer, der klarede sig bedst efter valget.

Vækst og rentefald: De globale aktier blev understøttet af forventninger om positive vækstrater i 2025 og fortsat fremgang i indtjeningen, om end tempoet i vækst og indtjening formentlig bliver mere afdæmpet. Et lidt mindre robust arbejdsmarked i forhold til de senere år kan skabe forventninger til, at FED vil fortsætte med at sænke renterne i løbet af året, selv om inflationen næppe kommer meget ned.

De store amerikanske Tech-aktier har haft en imponerende performance, der langt hen ad vejen har været understøttet af store investeringer og en fremgang i indtjeningen. Men der er også indregnet, at den positive udvikling fortsætter. Det får mange aktiestrateger til at betegne værdiansættelsen af de amerikanske aktier som høj, når der måles på de klassiske nøgletal såsom EV/sales, P/E, cash flow yield og EV/EBITDA.

Investorenes begejstring for Tech-sektoren skyldes, at indtjeningen er vokset hurtigere end i de øvrige sektorer over det seneste årti. Det har givet så store kursstigninger, at de ti største selskaber i USA nu udgør mere end en tredjedel af hele S&P 500-indekset. IT og Communications-services udgør 40% af S&P500-indekset. Til sammenligning udgør de to sektorer kun 12,3% af MSCI Europa-indekset, hvilket forklarer en stor del af forskellen i afkastudviklingen de senere år mellem USA og Europa.

Danske aktier har det seneste halve års tid været tyngt af Novo Nordisk. Kursen faldt i 2024 med godt 10% og med hele 39% fra toppen i midten af året. Lige inden jul offentliggjorde Novo Nordisk skuffende data om afløsere til Wegovy, hvilket investorerne reagerede meget negativt på. Udviklingen er en påmindelse om, at konkurrencen om det lukrative marked for behandling af fedme og sygdomme relateret hertil bliver intensiveret i de kommende år. I tabellen nedenfor viser afkast i danske kroner. Den amerikanske dollar steg i 2024 med knap 6% overfor den danske krone. Afkastet for de danske aktier er Totalindekset OMXC25 faldt pga. Novo Nordisk med hele 8,7% i 4. kvartal og med 1,9% i 2024.

	Danmark	Norden	Europa	Verden	ESG	EM	Japan	USA
Q4'24	-6,2%	-9,7%	-2,7%	3,1%	-0,9%	-0,9%	2,9%	10,4%
2024	2,4%	-1,3%	8,9%	18,7%	15,0%	15,0%	15,7%	33,7%

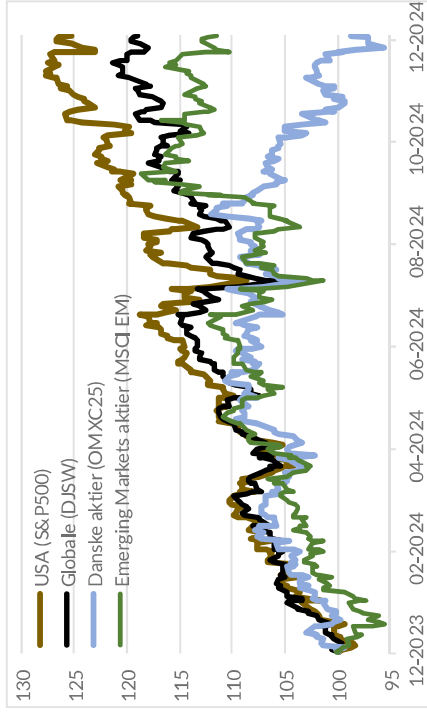
Note: KAXCTR-indeks for DK, MSCI for Norden og Europa og Emerging Markets, S&P 500 for USA, NKY for Japan, og Dow Jones Sustainable World for Verden ESG. Alle i DKK

FORVENTNINGER: USIKKERHED, MEN PIL OP

Forudsætningerne for en positiv udvikling på aktiemarkedene i 2025 er, at de positive forventninger til den makroøkonomiske vækst og indtjening i virksomhederne ikke bliver for forstyrret af f.eks. Trumps økonomiske politik eller geopolitisk uro. Hvis de proklamerede, nye toldsatser igangsætter en ny handelskrig, vil den positive stemning formentlig blive afløst af en stigende risikoaversion hos investorerne. Det samme gælder, hvis renterne stiger markant som reaktion på en uansvarlig finanspolitik.

Udsigten til lempeligere pengepolitik plejer at understøtte udviklingen i aktiekurserne, så længe vækstforventningerne er positive. Koncentrationsrisikoen på de amerikanske (og dermed globale) aktier vil måske blive et tema, hvis forventningerne til væksten i IT-sektoren aftager. Det øger risikoen for en korrektion. Dog er hverken høje eller lave værdiansættelser i sig selv en entydig indikator for, at eller hvornår man skal købe eller sælge aktier. Historisk set har høje værdiansættelser dog ofte ført til lavere fremtidige afkast. Der kommer naturligvis bump undervejs, men så længe de er relateret til værdiansættelsen og ikke et retningsskifte i forventningerne til den globale vækst, så er der udsigt til, at 2025 også bliver et år med positive aktieafkast. De danske aktier har underperformeret de senere år, hvilket gør dem relativt mere attraktive i en langsigtet, balanceret portefølje.

Indekseret kursudvikling på udvalgte aktieindeks



AKTIVALLOKERING

MERE AF DET SAMME I 2025: VÆKST I VERDENSØKONOMIEN, MEN LEMPeligERE PENGEPOLITIK. POLITISK USIKKERHED

Der er optimisme om makroøkonomien i 2025, hvilket er et godt udgangspunkt for positive forventninger til afkastudviklingen på aktier og andre risikofyldte aktiver. Ifølge OECD bliver realvæksten globalt set i 2025 omkring 3,2%, men der er dog regionale forskelle i de forventede vækstrater.

Blandt usikkerhedsfaktorerne er den amerikanske finans- og handelspolitik, ligesom inflationen i USA stadig er noget over centralbankens målsætning, hvilket reducerer forventningerne til antallet af lempelser af den amerikanske pengepolitik og skaber usikkerhed om dollarkursen.

Europa står relativt svagt i det globale vækstbillede. De senere år har især den tyske økonomi været presset af strukturelle udfordringer, høje energipriser og konkurrencen fra Kina. USA's planer om potentielle toldsatser skaber usikkerhed for de europæiske eksportvirksomheder, hvilket alt andet lige vil dæmpe investeringslysten. Både Tyskland og Spanien skal til valg i 2025, hvilket øger sandsynligheden for en lempeligere finanspolitik i disse lande. Overordnet set betyder den lave vækst i euroområdet, at der vil være et pres på ECB om at lempe pengepolitikken væsentligt mere end i USA.

Ved indgangen til 2025 er indlånsrenten i Nationalbanken på 2,6%, men den sænkes formentlig markant. Konsensusforventningerne er pt., at indlånsrenten medio 2025 er sænket til 1,75%. Forudsætningen er dog, at såvel forbrugerpriserne som kerneinflationen fortsætter med at bevæge sig ned mod 2%-målsætningen. Dette er dog allerede i vid udstrækning indregnet i obligationsrenterne, hvorfor potentialet for rentefald på de danske statsobligationer synes begrænset.

Danske realkreditobligationer og high yield-obligationerne tilbyder stadig et relativt bedre afkast, selv om potentialet for yderligere indsnævring af kreditspændene er begrænset set i lyset af de relativt set lave spreads.

På de mere risikofyldte aktiver, såsom aktier, er der fortsat positive men dog mere afdæmpede forventninger. Det er indregnet, at virksomhederne opretholder momentum i indtjeningsfremgangen. Derfor er værdiansættelsen af de amerikanske aktier overordnet set ikke billig – tværtimod. Dette er i sig selv ikke et signal om, at kursene skal ned, men mere en påmindelse om, der kan komme en sidelæns og sivende bevægelse i kursdannelsen, indtil de positive forventninger bliver bekræftet.

Vi fastholder derfor en moderat overvægt af i aktier i de balancerede porteføljer og spreder risikoen på regioner under forventningen om, at fremgang i verdensøkonomien og udsigten til lempeligere pengepolitik som regel understøtter en positiv udvikling i kursdannelsen. Danske aktier fremstår efter det markante fald i Novo Nordisk-kursen relativt mere attraktive.

Risiciene er foruden en uforudsigelig amerikansk præsident også usikkerheden om den fortsat stigende amerikanske statsgæld, der kan skabe forventninger om højere obligationsrenter i USA. I relation hertil kan scenariet med en recession blive tillagt en større sandsynlighed. Donald Trumps proklamerede forhøjelser af toldsatser har også potentiale til at fremprovokere ukendte reaktioner fra bl.a. Kina.

Endelig skal koncentrationsrisici i de amerikanske og dermed globale aktieindeks nævnes som en risikofaktor, der kan vise sig at være definerende for kursudviklingen. Særligt hvis der kommer skuffende tal for omsætning, indtjening og de omfattende investeringsplaner for de store Magnificent 7-virksomheder.