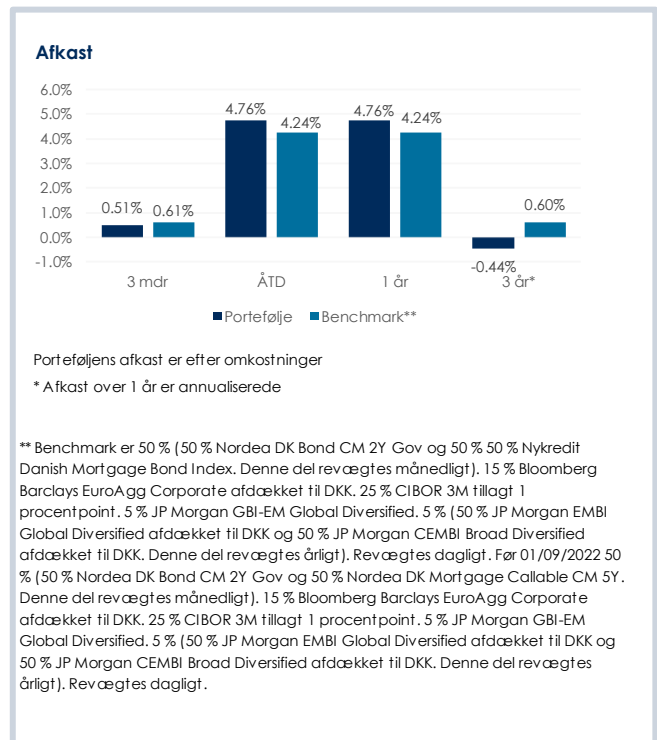


Investorbrev – BankInvest Optima Rente Akk.

Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Rentenedsættelserne fra centralbankerne fortsatte i 4. kvartal
- I USA blev Trump valgt til præsident og det gav – ikke uventet – udsving på finansmarkederne
- Over hele kvartalet steg renterne i både USA og Eurozonen, primært i den lange ende
- Trods rentestigninger var der positive afkast i DKK- og EUR-obligationer men mere blandede afkast i USD-obligationer
- Kreditspænd var stabile – og sluttede generelt kvartalet på lavere niveauer
- I 2025 ventes centralbankerne at fortsætte rentenedsættelserne – men i et lavere tempo



Kære Investor

Den globale økonomi fortsatte stort set i samme vækstspor i 4. kvartal, hvilket betød solid vækst i USA men mere spinkel økonomisk fremgang i Eurozonen. Der er dog dele af den europæiske økonomi som oplever fremgang på linje med USA men det opvejes af den tyske økonomi som er inde i en længerevarende stagnation. Den amerikanske økonomi ser ud til at vokse i snit med 2½-3 underliggende og det holder nok også stik i 4. kvartal. På arbejdsmarkedet er fremgangen knap så udtalt med en arbejdsløshed der ligger i overkanten af 4 % og en jobskabelse, der er mere beskedent end tidligere på året. Det svagere arbejdsmarked var da også en meget vigtig faktor i den amerikanske centralbanks (FEDs) beslutning om at sænke renten med ½ %-point i september. Men de efterfølgende tal har vist en bedring og FED satte da også tempoet ned til ¼ %-point i både november og december og det er meget tænkeligt at centralbanken vil holde renten uændret på en del af møderne i 2025.

Det hænger også sammen med, at inflationen ikke er så entydigt på vej ned, som FED gerne så det. Den samlede inflation ligger på 2,7% på året og kerneinflationen ser ud til i december (for 4. måned i træk) at ligge på 3,3%.

I Eurozonen er billedet ikke meget anderledes, trods den afdæmpede vækst. Inflationen ramte 1,7 % i september, men er i december steget til 2,4 %. Kerneinflationen er siden foråret 2024 stagneret på et niveau lige under 3 % og lå senest på 2,7%.

Den lavere inflation og afdæmpet vækst fik Den Europæiske Centralbank (ECB) til at følge rentenedsættelsen i september op med yderligere to rentenedsættelser i 4. kvartal. ECB gjorde dog meget ud af at understrege, at yderligere rentenedsættelser er dataafhængige, og at renten nærmer sig et neutralt niveau.

Både FED og ECB signalerede, at de ikke har travlt med at sætte renten ned. Det forhindrer dog ikke markederne i at prise adskillige rentenedsættelser ind, for 2025 og 2026. De pengepolitiske renter ventes at bunde ud i 2026 i et niveau lige under 4 % hos FED og ca. 2 % hos ECB. I forhold til for et kvartal siden er det en kraftig revurdering af rentebanen fra FED (i opadgående retning), hvorimod forventningerne til ECB ikke er ændret det store. Der prises altså en meget stor divergens ind mellem FED og ECB, som bl.a. er begrundet i en meget divergerende økonomisk vækst.

Obligationsmarkedet

Som nævnt i begyndelsen af brevet, så vi store udsving undervejs i kvartalet på obligationsmarkederne, men med en klar tendens, til at de lange renter steg, mens de kortere renter var mere i ro. Obligationsmarkederne har svært ved at afkode budskaberne fra den kommende ledelse i USA men er foreløbigt nået frem til at det betyder færre rentenedsættelser i USA og en stigende udstedelse af obligationer. Divergensen mellem USA og Eurozonen er efterhånden meget markant og afstanden mellem renterne er udvidet betydeligt. Det er ikke kun den økonomiske politik, der skiller vandene men i meget høj grad også den faktiske økonomiske situation, med USA i en klar førertrøje på den økonomiske vækst.

Det var ikke nemme betingelser for USD-denominerede obligationer og det var også i de markeder at vi så de laveste afkast. Emerging Markets Obligationer måtte således indkassere et negativt afkast i 4. kvartal som følge af den relativt høje rentefølsomhed i afdelingen og de kraftigt stigende lange USD-renter. I modsat retning trak at der var ro omkring kreditspændene på EM-obligationer samlet set, og det kan vi også udlede af, at Emerging Markets Korte Obligationer havde et rigtigt fint kvartal. Til gengæld kom valutaerne under pres, formentligt også som en udløber af præsidentvalget og bekymringer for USA's relationer til EM, og det kostede på afkastet for EM Lokalvaluta.

Danske realkreditobligationer havde et stærkt kvartal med spændingsnævring til de underliggende statsobligationer. Åbningen af 3 ½%-obligationer i efteråret førte til højere træk i 5 og 6 %-obligationerne men uden at afkastet kom under alvorligt pres. Generelt har vi set et 2024 med i runde tal nuludstedelse af konverterbare obligationer i nettotermer dvs. korrigeret for afdrag og konverteringer. Så længe renterne på særligt flekslån er så meget lavere end på konverterbare venter vi at det billede vil fortsætte.

Afkast og forventninger

De divergerende afkast på de forskellige obligationsmarkeder spillede naturligvis en rolle for det samlede afkast på afdelingen, men afdelingens begrænsede varighed (i niveauet 3 år) betød, at den var godt beskyttet mod rentestigningerne. Afkastet landede i omegnen af ½ % og var lidt under afkastet på sammenligningsindekset. For hele 2024 kom afdelingen hjem med et afkast, som var omkring ½%-point højere end på sammenligningsindekset.

Vi holder fast i, at rentenedsættelserne fra centralbankerne vil fortsætte i 2025, men er opmærksomme på at der vil være længere mellem dem. Det gælder særligt for Den Amerikanske Centralbank. På den finanspolitiske front kan obligationsmarkederne blive udfordret af store underskud på budgetterne og deraf følgende stor udstedelse af statsobligationer. Det har vi allerede set spille en rolle i 2024 og det betød, at underrenten på statsobligationer over en bred kam skrumpede ind. Det var en vigtig faktor bag indsnævringen af swap- og kreditspænd og medførte også en stejlere rentekurve i både USA og Euroland. Det kan sagtens fortsætte i 2025 og det vil være en udfordring for lange obligationer.

Vi har i tidligere investorbrev gjort rede for, at det mest sandsynlige – efter vores opfattelse – er, at vi ser rentekurverne have en positiv hældning, så at der igen er en merrente at få på at købe lange obligationer. Det er tilfældet nu og det betyder naturligvis også at der efterhånden er pæne afkast at hente, hvis renterne skulle gå hen og falde. For nærværende mener vi dog at det bedste afkast/risikoforhold stadigvæk er i kortere obligationer og obligationsafdelinger og Optima Rente kan stå imod betydelige rentestigninger uden at afkastet bliver negativt. Af den årsag forventer vi et positivt afkast for 2025 som dog formentligt ikke kommer helt op på det niveau vi så i 2024.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2024

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidig afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central Information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.