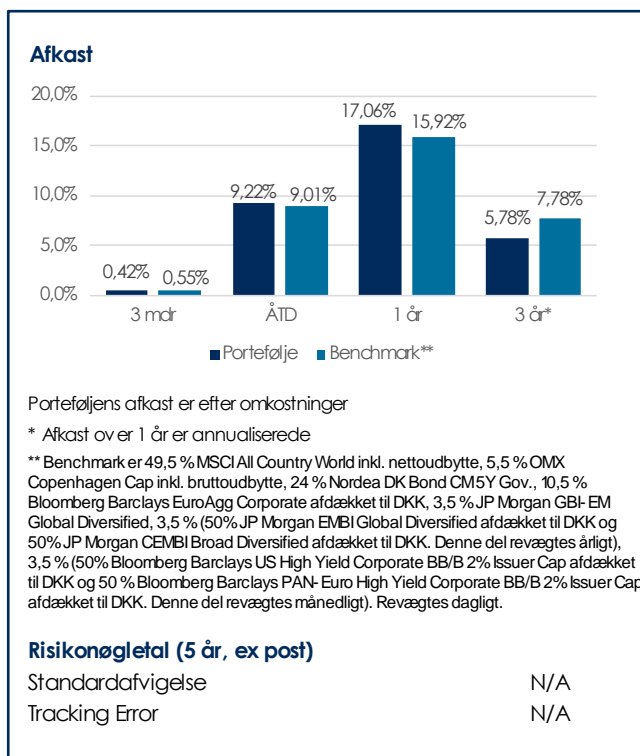


Kære investor

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

- For kvartalet som helhed var der kun små bevægelser på aktie- og obligationsmarkederne, men med store udsving undervejs
- Porteføljens overvægt til value-aktier har været positiv under september måneds uro, som var drevet af stigende lange renter
- Knaphed på varer og stigende energipriser lægger, sammen med nye toner fra den amerikanske centralbank, opadgående pres på renter
- Betydelig uro i den kinesiske økonomi har givet modvind til Emerging Markets-aktier. Vi har fastholdt en neutral holdning, men har reduceret i Emerging Markets-obligationer
- Vi fastholder positive vækstforventninger, men fremgangen på aktiemarkederne i de kommende kvartaler vil være mere "frem og tilbage" end vi har set det seneste år



Stabilt kvartal på markederne, men store bevægelser under overfladen

Investorerne i Optima 55 fik i 3. kvartal et afkast på 0,4% efter omkostninger, og har år til data fået et afkast på 9,2% efter omkostninger. Udvalningen på aktiemarkederne i 3. kvartal var noget mere nervøs end det vi har set i løbet af året. Særligt i september måned, hvor de globale aktiemarkeder faldt med lidt over 2%. For 3. kvartal som helhed steg aktiemarkederne dog 1,2% målt i danske kroner. De lange renter på statsobligationer var stort set uændrede i kvartalet, men ligesom på aktiemarkederne var det med store udsving undervejs. Særligt i september måned steg renter, efter energipriserne/inflationsforventninger begyndte at stige kraftigt, og den amerikanske centralbank sendte de første officielle signaler om strammere pengepolitik i løbet af 2022.

Corona er gradvist blevet et mindre tema for markederne, der i stedet har øjnene rettet mod fortsat genåbning. Periodevis dukkede corona-temaet op,

men sjældent i længere tid af gangen. De aktier som kursmæssigt havde størst gevinst af nedlukningerne har derfor været i modvind. Dels fordi investorerne har søgt tilbage mod mindre teknologitunge virksomheder, men også fordi stigende renter har øget afkastkravet på de finansielle markeder. Mange teknologiaktier handler på dyre multipler, og bliver ramt når renterne stiger. Porteføljen har haft en overvægt i value-aktier, der generelt har været bedre beskyttet end vækstaktier under september måneds markedsure.

Det handler dog ikke kun om investrorotation fra vækst-til value-aktier. I USA melder Californien om ekstraordinært mange skibe, som venter på at læsse containere af. Der er fortsat mangel på mikrochips, hvilket påvirker stort set alle sektorer og bilindustrien i særdeleshed. Og på det seneste ledte manglen på chauffører i Storbritannien til tomme tankstationer landet over. Generel knaphed på varer i den globale økonomi truer med at bremse den økonomiske fremgang efter coronakrisen. For nu er det dog de inflationære effekter som vejer tungest for markederne.

Renter oplever et opadgående pres, og porteføljerne har derfor haft fordel af en lav varighed, hvor obligationerne i porteføljen er mindre kursfølsomme overfor stigende renter.

Kina trak flere overskrifter i forbindelse med det kommunistiske styres bestræbelser på at kontrollere landets store virksomheder, og sikre en mere retfærdig fordeling af velstanden. Styret greb ind med yderligere regulering i flere industrier såsom uddannelse, online spil og kasinoer. Derudover blev de store og velstående virksomheder opfordret til at øge deres bidrag til samfundet. Det har givet en klar modvind til kinesiske aktier, og dermed også Emerging Markets-aktier. Vi har fastholdt en neutral allokering til Emerging Markets-aktier, efter at have reduceret beholdningen tidligere i år. I september måned reducerede allokeringen i EM lokalvaluta obligationer fra en overvægt til nu at have samme vægt som sammenligningsindekset. Opadgående pres på amerikanske renter giver ofte udfordringer i Emerging Markets, og har i tillæg til uroen i Kina fået os til at reducere allokeringen.

Forventninger til de kommende kvartaler

Ovenpå særdeles kraftige vækstrater i forbindelse med genåbningerne i særligt 2. kvartal i år, er det realistisk at forvente en moderat vækststopbremsning i de kommende kvartaler. Der vil fortsat ske en genåbning og normalisering af hverdagen, men de økonomiske konsekvenser er ikke ligeså markante som da vi gik fra helt lukket til åbent. Vi ser derfor stadig frem mod overnormal vækst, men med lavere kadence end der hvor vi kommer fra. Det er allerede afspejlet i forventningerne til væksten i 2021 og 2022, som løbende er blevet nedjusteret.

Vi forventer at den amerikanske centralbank som første skridt i normalisering af pengepolitikken vil begynde at reducere obligationsopkøbene fra omkring nytår, og være færdig i løbet af sommeren. Hvis vækst og inflation fortsat er høj om et år kan vi ane konturerne af den første renteforhøjelse ved udgangen af 2022. I Europa vil renteforhøjelser ligge længere ude i fremtiden. Efterhånden som væksten forbliver positiv og inflationsudsigterne højere end normalt, bør vi se renter trække op. Vi fastholder derfor en lav varighed i porteføljen.

Denne nye virkelighed skal markederne finde en balance i over de kommende kvartaler: Høje vækstforventninger trækker renter op, indtil de højere

renter bliver en modvind for vækstforventningerne, og derefter falder igen. Altså et gradvist opadgående pres på renter, men ned større udsving undervejs. Vores opfattelse er, at netop renteutviklingen er afgørende for hvad der sker på aktiemarkedene. Lave renter i kølvandet på covid-krisen har reduceret afkastkravet på alle finansielle aktiver. I takt med at renter er steget, har vi set P/E niveauerne falde, og forventer at den tendens vil fortsætte over de kommende kvartaler. Faldende P/E niveauer trækker isoleret set aktiekurserne ned, men stigende vækst og indtjening trækker den anden vej. Balancen mellem renteutviklingen og vækstforventningerne er derfor afgørende for retningen på aktiemarkedene – en retning vi vurderer vil være mere op end ned.

Som altid vil der være risiko for at vi kan se perioder med faldende aktiemarkeder. De sidste par år har sådanne korrektioner været sjældne, bl.a. fordi der har været en underliggende medvind fra såvel vækstforventninger som P/E niveauer. I takt med at det ændrer sig, bør korrektioner også blive mere hyppige.

Fleere faktorer kan udløse korrektioner over de kommende kvartaler. De mest oplagte synes at være:

- "Balancen" mellem renter og vækstforventninger kan komme midlertidigt ud af balance
- Væksten kan skuffe. Enten på grund af covid, manglende finanspolitiske tiltag eller andre årsager
- Inflationspresset kan vise sig at være så betydeligt, at renteforhøjelser rykker endnu tættere på og kvæler væksten
- Uro fra det kinesiske ejendomsmarked breder sig til resten af økonomien

Med venlig hilsen
Multi-Asset teamet

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021