

Investorbrev - BankInvest Optima

Aktier steg over det forgangne kvartal. Men ikke nok til at vende den generelle udvikling over 2022 som helhed. Det er frygt for en recession i 2023 kombineret med centralbanker der bekæmper inflation som driver markederne. Porteføljerne har færre aktier og kreditobligationer end normalt, men har alligevel oplevet negative afkast. Forklaringen er, at sikre havne som danske stats- og realkreditobligationer også er faldet.

Inflationen har toppet ud

Aktier er steget svagt over 4. kvartal, men samtidigt med dette har vi også været vidne til stigende renter. Samlet set er balancerede porteføljer kommet ud med små fald over kvartalet. Dog fald som er mindre end dem vi tidligere på året har været vidne til.

De finansielle markeder var over kvartalet præget af tre dominerende temaer: Recessionsfrygt, inflation, og Kinas Corona politik.

Den amerikanske økonomi gik over kvartalet yderligere ned i gear. Vi så en række tillidsindikatorer for fremstillingssektoren, der faldt tilbage fra i forvejen ret lave niveauer. Som følge af dette, så voksede recessionsfrygten i de finansielle markeder.

Obligationsmarkedet reagerede som det historisk har gjort når økonomien er på vej ind i recession: De lange renter faldt under de korte. Faktisk var denne bevægelse den stærkeste vi har set siden starten af 80'erne, og indikerer dermed et obligationsmarked som i alt højere grad frygter en hård recession. Aktiemarkedet var mere resistent og handlede med en prisfastsættelse over det vi historisk har set i en recession.

Samtidigt med at recessionens frygten voksede, så fik vi flere indikationer på, at inflationen nu har toppet ud. For USA så vi over kvartalet en række inflationstal som kom ud lavere end ventet af analytikerne. Hver gang dette skete, så oplevede vi kraftigt stigende aktiemarkeder. Dette skete da investorerne åndede ud og håbede på mere bløde toner fra centralbankerne. Disse håb blev dog hurtigt gjort til skamme, da både den europæiske og amerikanske centralbank ikke ønsker at lempe for tidligt. Så mens risikovilligheden steg på inflationstal, så faldt den generelt på de centralbank møder vi havde over kvartalet.

Endeligt så vendte Kina rundt med hensyn til deres politik for Corona. Kina gik således væk fra den tidligere politik, om at lukke selv store byer ned når smittetallene var på vej op, til i stedet at åbne op og den vej opnå immunitet. Beslutningen om at ændre kurs var med til at understøtte risikovilligheden i markedet og løftede i særdeleshed asiatiske aktier.

Forventninger til fremtiden

Vi tror ikke, at det værste er bag os, selvom aktier er faldet meget op igennem 2022. Det bliver desværre alt mere sandsynligt, at vi kommer til at opleve en global recession i løbet af 2023. Det bliver endda en speciel en af slagsen, da centralbankerne imodsætning til tidligere ikke vil lempe pengepolitikken umiddelbart. Dette er klart kommunikeret i Europa og USA. En recession vil presse virksomhedernes indtjening og det vil drive aktier lavere over første halvår af 2023. De første indikationer på dette vil med alt sandsynlighed komme allerede i januar med regnskabs sæsonen.

På den positive side, så forventer vi, at renter har toppet ud. Vi kommer til at se disse falder i takt med, at recessionen kommer og det betyder at vi i 2023 sandsynligvis kommer til at opleve positive afkast på danske stats- og realkreditobligationer.

Samlet set kommer 2023 til at blive et udfordrende år. Men ikke nødvendigvis et år der afkastmæssigt bliver lige så udfordrende som 2022. Dette da vi for første gang i en dekade endelig ser ind i positive afkast for obligationer.

Investorbrev - BankInvest Optima Rente

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.

Presset på de finansielle markeder tog af fra starten af 4. kvartal og renterne bevægede sig nedad igen, efter kraftige stigninger i de første ni måneder af i år. En oplagt forklaring er, at inflationstallene i flere af de vigtigste regioner (USA, Eurozonen, UK) toppede ud og begyndte at bevæge sig forsigtigt ned. Mest entydigt i USA men i såvel UK som Eurozonen er den samlede årlige inflation fortsat tæt på 10% og kerneinflationen er ikke for alvor begyndt at falde.

Det gav alligevel anledning til et spirende håb om, at vi har set en vending og renterne faldt fra medio oktober og frem til primo december. Derefter vendte billedet kraftigt og på mange markeder nåede renten tilbage på de høje niveauer fra oktober måned.

Der var en bedre undertone på realkredit-, virksomheds- og emerging markets obligationer. De kom dermed pænt tilbage efter tre meget vanskelige kvartaler. Det bidrog til et samlet afkast på afdelingen som var pænt i plus.

Det globale billede og centralbankerne

Centralbankerne slækkede ikke på den meget konsekvente og hårde retorik i 4. kvartal. Hvis noget blev den skærpet. Særligt Den Europæiske Centralbank (ECB) var tydelig omkring sine intentioner om at hæve renten yderligere og mere end markedet forventer. I løbet af kvartalet hævede ECB renten med 1,25%-point til nu 2% og forventningerne til toppunktet for ECB-renten flyttede sig fra 3% til 3,5% medio 2023.

Dertil kommer annonceringen af en nedbringelse af ECB's beholdning af obligationer, som vil ske ved at ECB kun delvist geninvesterer udløbne obligationer fra og med marts 2023.

Den amerikanske centralbank (FED) hævede også renten med 1,25%-point i 4. kvartal til 4,50%. Forventningerne i markedet er, at FED næsten er færdig og at der kun rester ca. 0,5%-point i renteforhøjelser før toppen er nået. Vurderingen ved indgangen til 4. kvartal var, at toppen ville ligge på 4,50% men det er altså sat op til 5%. Der synes alligevel at være en mere afslappet tone i FED's udtalelser og kommentarer og en større tiltro til at FED har fået bugt med den værste inflation. Den samlede inflation er da også faldet fra 9% til 7% og kerneinflationen er gået fra 6,5% til 6% i runde tal, så USA har oplevet større fremskridt på denne front end både Eurozonen og UK.

Afkast og forventninger

Den hårde retorik fra centralbankerne blev ikke overført en-til-en på obligationsmarkedet. Kun statsobligationerne havde et vanskeligt kvartal, men

stort set alle andre typer af obligationer havde et positivt kvartal. Vi så det tydeligst på obligationer med en lavere kreditværdighed (High Yield og Emerging Markets) som takket være en kraftig indsnævring af spændet, leverede afkast på 3½-6% på kvartalet. EM-obligationer i lokalvaluta havde et mere udfordrende kvartal blandt andet som følge af svækkelsen af USD. Overfor DKK tabte den amerikanske valuta godt 8% i 4. kvartal og det påvirker en række EM-valutaer som i et vist omfang korrelerer med USD. Til gengæld var EM lokalvaluta den del af porteføljen som klart gav det bedste afkast for hele 2022. Et negativt afkast på knap 3% blev det til på denne type af obligationer og det var en del bedre end øvrige EM- og HY-obligationer som gav afkast på mellem -11% og -16% i 2022.

Bedre ratede obligationer såsom dansk realkredit og investment grade virksomhedsobligationer havde et mere afdæmpet kvartal med afkast på 1-2% men også for disse segmenter så vi en betydelig spændindsnævring. For danske realkreditobligationer var der tale om et stærkt comeback efter tre meget vanskelige kvartaler. Det samlede årsafkast for 2022 endte dog på ca. -11%. Det var andet år i træk, at realkreditobligationer gav et negativt afkast. Kigger vi på Nykredits realkreditindeks, faldt det i 2022 med næsten 20% og det gør 2022 til klart det værste år i den periode vi har afkast (1993-2022)

På det globale obligationsmarked kan vi konstatere at afkastpotentialet for stort set alle obligationstyper faldt lidt i 4. kvartal men er stadig en del højere end ved indgangen til 2022. En måde at måle det på er ved at mængden af obligationer med negativ effektiv rente er faldet med 99.8% siden nytår til det laveste niveau siden 2014.

Vi beskrev i et tidligere investorbrev, at efter vores opfattelse skulle der ske en stabilisering af renterne, før vi kunne realisere de positive afkastforventninger, som vi aflæser på tværs af alle kategorier. Vi skrev også, at for at se den stabilisering skulle vi have et klarere billede af, hvor og hvornår inflationen topper. Det har vi formentligt fået i 4. kvartal, men det er ikke vores forventning, at det skal betyde kraftige rentefald. Centralbankerne er stadig på strammingskurs og vi forventer ikke, at de – når rentestramningerne er overstået – har travlt med at få sat renten ned igen. Den forventning er begrundet i, at vi vurderer inflationen som forholdsvis træg og svær at få helt bugt med.

Med venlig hilsen
Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2022

| Fond | Afkast | | Formuefordeling | | |
|---------------|-----------------|-------------|-----------------|--------|--------------|
| | 4. kvartal 2022 | År til dato | Obligationer | Aktier | Alternativer |
| Optima Rente | 2.78% | -11.50% | 100.0% | 0.0% | 0.0% |
| Optima 10 | 1.03% | -11.23% | 80.7% | 8.6% | 10.7% |
| Optima 30 | 1.18% | -12.00% | 63.4% | 28.1% | 8.5% |
| Optima 55 | 1.64% | -13.28% | 41.7% | 50.9% | 7.4% |
| Optima 75 | 2.22% | -14.72% | 24.9% | 74.0% | 1.0% |
| Optima Aktier | 1.54% | -18.31% | 2.2% | 97.8% | 0.0% |

| Fond | Afkast | | Formuefordeling | | |
|--------------------|-----------------|-------------|-----------------|--------|--------------|
| | 4. kvartal 2022 | År til dato | Obligationer | Aktier | Alternativer |
| Optima Rente Akk. | 3.02% | -11.51% | 100.0% | 0.0% | 0.0% |
| Optima 10 Akk. | 1.02% | -11.39% | 80.7% | 8.6% | 10.7% |
| Optima 30 Akk. | 1.19% | -12.33% | 63.4% | 28.1% | 8.5% |
| Optima 55 Akk. | 1.64% | -13.51% | 41.7% | 50.9% | 7.4% |
| Optima 75 Akk. | 2.28% | -15.09% | 24.9% | 74.0% | 1.0% |
| Optima Aktier Akk. | 1.53% | -18.21% | 2.2% | 97.8% | 0.0% |

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 fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central/Væsentlig Investorinformation, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.