

Investorbrev - BankInvest Optima

Den positive stemning forsætter i de finansielle markeder. Aktier sluttede kvartalet af på de højeste niveauer for året målt ved det toneangivende SP500 indeks. De flotte afkast er kommet til trods en generel vækstafmatning i de vestlige økonomier og flere pengepolitiske stramninger. Udviklingen på de finansielle markeder bidrog til positive afkast på BankInvest Optima over andet kvartal.

Store teknologi aktier driver markederne højere

Andet kvartal endte med flotte afkast på aktiemarkedene. Dette skyldtes især at de store amerikanske teknologi-aktier steg kraftigt.

Kvartalet har ellers budt på mange modvinde til aktier. Fremstillingssektoren i USA og Europa er bremset yderligere op, dampen er gået af det kinesiske post-Corona opsving, og både ECB og FED har hævet renterne yderligere. Men til trods for dette så har aktier som skrevet bare forsat og forsat med at stige. Det vi så over kvartalet var således en udvikling der stod i skærende kontrast til udviklingen over 2022. Et år hvor aktier faldt når centralbankerne strammede.

En del af forklaringen på de positive aktiemarkeder har været udrulningen af kunstig intelligens. Med lanceringen af programmet ChatGPT har vi set en stærk stigende optimisme med hensyn til hvad teknologien kan gøre for vores samfund og produktivitet. Dette har betydet at flere store aktier, som relaterer sig til kunstig intelligens, er steget meget kraftigt. Det mest prominente eksempel var Nvidia som steg kraftigt over kvartalet efter de opjusterede deres forventninger til efterspørgslen på mikrochips.

Både ECB og FED har strammet pengepolitikken yderligere over kvartalet. Begge centralbanker ønsker at bekæmpe inflationen som har vist sig stædig høj. Et eksempel på dette har været den amerikanske, månedlige, kerneinflation som over kvartalet har ligget med et gennemsnit på 0,3%. Dette er i den amerikanske centralbanks øjne stadigvæk for højt og har nødvendiggjort de stramninger vi har set.

Det største vækstmæssige problem over kvartalet har været fremstillingssektoren i USA. Denne har vist yderligere svaghed og målt ved ledende indikatorer

er vi nu på niveauer som man historisk blot har set rundt en recession.

Forventninger til fremtiden

Efter de store aktiestigninger over første halvdel af 2023 bliver det alt mere presserende at vi snart ser en vending i ledende vækstindikatorer og at vi snart ser stigninger i indtjeningsestimaterne for globale aktier. Allerede nu handler amerikanske aktier på niveauer, relativt til indtjeningen, som i senere tid blot er blevet overgået af perioden umiddelbart efter Corona. Og det var vel og mærke en periode hvor renteniveauet var markant lavere end hvad det er nu.

Det er vores forventning at de vestlige økonomier går ind i en vækstpause over de kommende par kvartaler. Det vil sige en periode hvor væksten er lav, men hvor vi ikke vil klassificere det som en traditionel recession. Med en traditionel recession vil vi sige en periode med kraftigt stigende arbejdsløshed og faldende privatforbrug. Det som ligger til grund for denne forventning er den stadig stærke servicesektor vi ser globalt og den hurtige meget store resistens imod de rentestigninger som er blevet implementeret over det seneste år. I den vækstpause som vi forventer os vil vi se positive afkast på aktier, om end hastigheden nok kommer noget ned i forhold til det vi har set over de seneste par kvartaler. Vi vil også se positivt privatforbrug og blot en svag stigning i arbejdsløshedsraten.

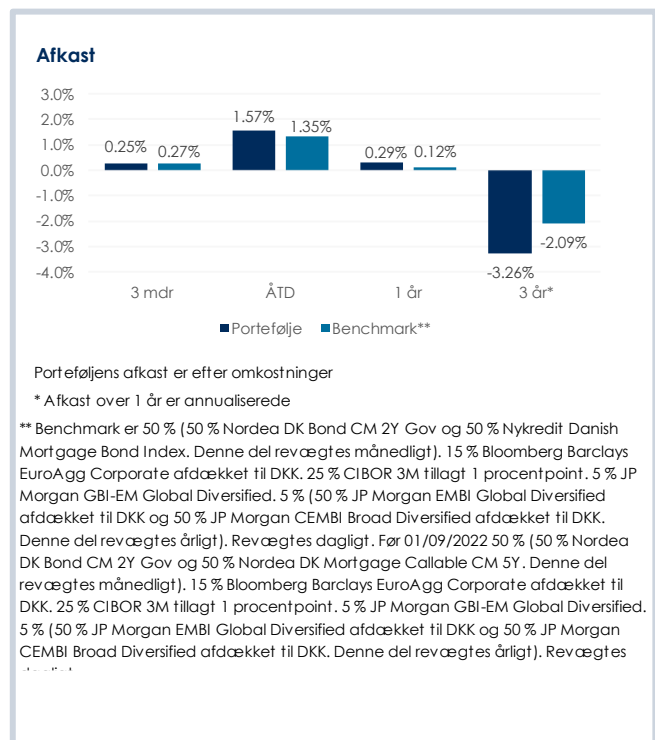
Risikoscenariet er at væksten forsætter med at svækkes fra de nuværende niveauer. Sker dette så bliver det mere og mere usandsynligt at indtjeningen følger med aktiemarkedene op. Og så handler aktier, i vores øjne, altså på lidt for høje niveauer. Dette især givet de høje renteniveauer som nu kan opnås på blandt andet statsobligationer.

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.

Opsummering

- De lange renter steg lidt i 2. kvartal, mens de korte renter steg kraftigt. Det samlede resultat blev et beskedent positivt afkast på porteføljen.
- De stigende renter på korte obligationer var inspireret af centralbanker, der over en bred kam strammede pengepolitikken og signalerede yderligere stramninger i 2. halvår.
- Baggrunden er fortsat høje inflationsrater, og en økonomisk vækst som indtil videre har vist sig overraskende resistent mod højere renter.
- Danske obligationer gav et marginalt negativt afkast mens der var stærke positive afkast at hente, særligt på Emerging Markets Obligationer



Kære Investor

Andet kvartal bød på stigende korte renter, generelt positive afkast på risikoaktiver og en global vækst som tilsyneladende kom op i tempo. Kigger vi på en global nowcast måling på BNP-væksten steg den fra ca. 1,5% ultimo 1. kvartal til 2,2% ved udgangen af andet kvartal. Boligmarkedet, som havde det svært med de kraftigt stigende renter i 2022, er mange steder bundet ud pris- og aktivitetsmæssigt. Det gav centralbankerne yderligere blod på tanden og ansporede dem til at fortsætte den hårde linje.

I den forbindelse var det også af stor betydning, at de bankproblemer vi observerede i 1. kvartal i USA i særdeleshed, faldt til ro i andet kvartal. Efter den første bølge, var der ikke yderligere banker, der kom i problemer og der var heller ikke samme pres på indskud som i marts måned. Samme billede så vi i Europa, hvor de problemer vi så i Credit Suisse i starten af året ikke spredte sig til andre banker. De tiltag centralbankerne har gjort for, at berolige de finansielle markeder og stille likviditet til rådighed for banker ser

således ud til at have virket efter hensigten og det stiller centralbankerne mere frit i relation til at forfølge deres inflationsmål.

Det globale billede og centralbankerne

De toneangivende centralbanker fortsatte med at stramme pengepolitikken for at modvirke den høje inflation. I USA blev renten sat op maj med 25bp. Dermed landede rentekorridoren på 5-5,25%. ECB satte renten op med 0,25% i både maj og juni, hvormed indskudsbevisrenten steg til 3,5%. I Danmark satte Nationalbanken indskudsbevisrenten op fra 2,6% til 3,1%, ligeledes ad to omgange. Dermed blev de korte renter i Danmark fastholdt på lavere niveauer end i euroområdet.

Det mest synlige bevis på, at centralbankerne igen var på strammingskurs finder vi ved at kigge på markedets forventninger til, hvor renten topper. Ultimo 1. kvartal troede markedet på en top på 4% hos ECB og 5% hos FED, men i løbet af kvartalet er det revideret op til hhv.

3,9% og 5,5%. Både FED og ECB har da også talt varmt for behovet for flere renteforhøjelser, formentlig allerede i løbet af juli måned.

Obligationsmarkedet

Rentebevægelserne i 2. kvartal kunne sammenfattes ved rentekurver der inverterede yderligere, altså hvor merrenten på korte obligationer steg yderligere relativt til lange obligationer. Det plejer at signalere en stigende risiko for negativ økonomisk vækst, men de hårde økonomiske data bakker ikke denne forventning op og hvis vi vender blikket på kreditobligationer og aktier er der heller ikke noget i prisfastsættelsen af den type risikoaktiver, som indikerer en snarlig recession.

Tværimod havde risikoaktiver generelt et meget stærkt kvartal, hvor rentespændene til de bagvedliggende statsobligationer faldt kraftigt. På High-Yield (HY) obligationer faldt rentespændet med godt ½%-point til 4% - samme niveau som før bankkrisen i marts. Emerging Markets (EM) obligationer havde også et meget stærkt kvartal, med en spændingsnævring på 0,4%-point. Mange Emerging Markets-centralbanker var tidligt ude med renteforhøjelser i 2021 og 2022 og høster nu gevinsten i form af inflationsrater som er på retur og for mange landes vedkommende ligger lavere end det vi observerer i Developed Markets. Det giver en god undertone til obligationerne fra disse markeder.

Investment Grade kredit havde et mere roligt kvartal, men også her var der en indsnævring af rentespændet, drevet af lavere spænd på finansielle virksomheder.

Den mest synlige undtagelse fra reglen om lavere spænd var danske realkreditobligationer. Det toneangivende udstedelsespapir (5% 2053) holdt et nogenlunde uændret spænd til statsobligationerne men de lavere kuponer havde det noget sværere. Der er stadig tilbagesalg fra udlandet som særligt presser 1%-obligationerne. Det betød en afkastforskel mellem 1% 2053 og 5% 2053 på hele 3% i 2. kvartal og gør vi det op år til dato er afkastforskellen mere end 5½%. Det åbner op for at låntagerne fortsat kan lave opkonverteringer og skære en luns af deres restgæld. Den trafik er også fortsat i 2. kvartal, men i et lavere tempo. I 1. kvartal blev der i snit indfriet lån for 750 mill. Kr hver eneste dag, men det er faldet til lidt over 500 mill. Kr i snit i 2. kvartal.

Afkast og forventninger

Kvartalet bød på højere (statsobligations)renter, men det lykkedes alligevel at komme gennem kvartalet med skindet på næsen og et positivt afkast, takket være faldende renter på kreditobligationer.

Udviklingen illustrerer dog også den pointe, at vi med de rentestigninger vi observerede i 2022 nu er i en situation, hvor der er tilstrækkeligt med løbende renteindtægter på porteføljerne til at vi kan stå imod (begrænsede) stigninger i renten. Det står i skærende kontrast til situationen i 2021, hvor renterne var så lave (i mange tilfælde negative) at kun stigende kurser kunne sikre positive afkast på porteføljerne.

Den reprising af centralbankerne som vi så i 2. kvartal er efter vores opfattelse tilstrækkelig og vi ser ikke et behov for, at der prises yderligere renteforhøjelser ind. Når det er sagt har vi længe været ukomfortable ved prognoser, der tilsagde hurtige rentenedsættelser på den anden side af rentetoppen. Vi er større tilhængere af en længere fase med uændrede renter, hvor centralbankerne tager bestik af situationen. Hvis det bliver udfaldet vil det formentlig være gunstigt for bl.a. danske realkreditobligationer fordi mere stabile rentemarkeder med lavere volatilitet er det foretrukne scenarie for særligt konverterbare realkreditobligationer.

Med hensyn til High Yield og EM-obligationer må vi konstatere, at rentespændene er kommet meget ind og nu nærmer sig de historiske lavpunkter. Det virker mest rimeligt for EM-obligationerne, hvor der ligger solide, fundamentale grunde bag. For HY-obligationer virker spændingsnævringen mere som en konsekvens af de positive aktiemarkeder og vi er mindre trykke ved, at det er en holdbar situation.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2023

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 Information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.

Fond	Afkast		Formuefordeling		
	2. kvartal 2023	År til dato	Obligationer	Aktier	Alternativer
Optima Rente	0,25%	1,57%	100,0%	0,0%	0,0%
Optima 10	0,85%	2,81%	83,9%	8,9%	7,2%
Optima 30	1,85%	4,62%	66,9%	27,9%	5,2%
Optima 55	3,11%	6,77%	43,1%	53,3%	3,6%
Optima 75	4,54%	8,92%	26,7%	73,3%	0,0%
Optima Aktier	5,73%	11,13%	1,5%	98,5%	0,0%

Fond	Afkast		Formuefordeling		
	2. kvartal 2023	År til dato	Obligationer	Aktier	Alternativer
Optima Rente Akk.	0,39%	1,74%	100,0%	0,0%	0,0%
Optima 10 Akk.	0,84%	2,82%	83,6%	9,2%	7,2%
Optima 30 Akk.	1,86%	4,65%	66,7%	28,0%	5,3%
Optima 55 Akk.	3,13%	6,83%	42,9%	53,5%	3,7%
Optima 75 Akk.	4,58%	8,99%	26,6%	73,4%	0,0%
Optima Aktier Akk.	5,79%	11,30%	1,1%	98,9%	0,0%

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Vær 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. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. 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 unkladelser 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.