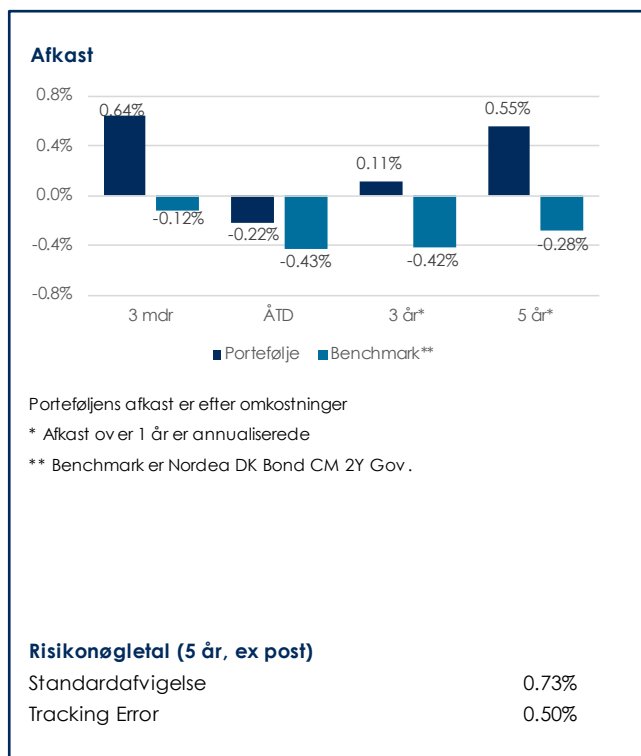


BankInvest Korte Danske Obligationer Akk.**Kære investor**

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

- Covid-19 var igen i 2. kvartal det altdominerende tema
- Kvartalet bød på en udbredt grad af normalisering af mange af de bevægelser, vi så i 1. kvartal, og dermed en tilbagevenden til tilstande, der ligger tæt på situationen før Covid-19 brød ud
- Inflationen er fortsat lav, og obligationsmarkederne inddiskonterer en inflation under 1% de næste 10 år i Danmark
- Centralbankerne intensiverede deres obligationsopkøb i 2. kvartal og gennemførte meget betydelige opkøb
- Det danske obligationsmarked, som blev hårdt ramt af stigende renter i 1. kvartal, blev i 2. kvartal belønnet for stærke fundamentale forhold
- Udlandet er fortsat en vigtig aftager af danske realkreditobligationer og tilliden til Danmark ser ikke ud til at vakle

**Kære investor**

2. kvartal var i mange henseender en diametral modsætning til 1. kvartal. Lige så kraftigt aktie- og obligationsmarkederne reagerede negativt i februar og marts, lige så kraftig en positiv reaktion så vi i 2. kvartal. De fleste økonomiske nøgletal hentede også kraftigt ind på det tabte, omend der stadig er et godt stykke vej før det økonomiske billede har normaliseret sig. Danmark skilte sig i 2. kvartal positivt ud, fordi der i løbet af kvartalet tegnede sig et klart billede af, at vi kommer bedre gennem den første fase af Corona-krisen end de fleste andre lande. Det tilløb til pres på kronen og frasalg af danske obligationer, som vi oplevede i februar/marts måned, vendte i 2. kvartal rundt og kronen blev styrket og danske obligationer var igen efterspurgt.

Det globale billede

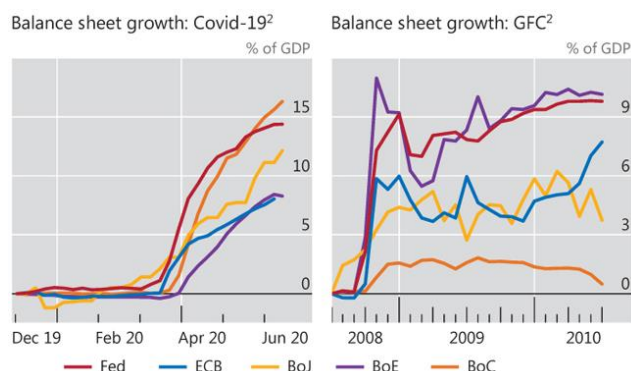
De makroøkonomiske nøgletal vendte pilen op i 2. kvartal i langt de fleste lande og regioner. Den meget

betydelige indsats fra centralbanker og regeringer har utvivlsomt spillet en stor rolle i afbødningen af konsekvenserne af den udbredte nedlukning af økonomisk aktivitet. Det var først i maj og i særdeleshed i juni at mange lande fjernede restriktioner og åbnede samfundene op igen. Status ved udgangen af 2. kvartal er, at der stadigvæk er et stykke igen, særligt når vi kigger på den internationale rejseaktivitet.

Den Europæiske Centralbank (ECB) øgede sit opkøbsprogram ganske betragteligt. Den nye opkøbsfacilitet (PEPP) som oprindeligt opererede med et loft på €750 mia. fik øget sin ramme med €600 mia. Sideløbende med det fik ECB udlånt godt €1.300 mia i en ekstraordinær lånefacilitet, hvor renten kan blive så lav som -1%. Samlet betyder det en meget stor likviditetsindsprøjtning til bankerne, som har understøttet en positiv vækst i deres udlån, hvilket står i skærende kontrast til Finanskrisen. Der er også gennemført store finanspolitiske pakker som ECB's opkøb har hjulpet med at finansiere, og det resterende finansieringsbehov i 2. halvår 2020 er meget behersket.

BankInvest Korte Danske Obligationer Akk.

Det bidrager til at fastholde obligationsrenterne på et lavt niveau. En anden ting, der bidrager til lave renter er pengepolitikken. I nedenstående figur er den pengepolitiske ekspansion i den nuværende krise sammenlignet med situationen under finanskrisen (GFC). Alle centralbanker har leveret mere denne gang end sidst.



Figur 1. Pengepolitiske tiltag. Kilde: BIS

Europa-Kommissionen fremkom med et forslag om en "Recovery Fund" på €750 mia., som dog ikke blev endeligt vedtaget i 1. halvår. Den vil formentligt først for alvor komme op i omdrejninger mod slutningen af 2020 og ind i 2021. Men den vil indebære at en del af den udstedelse, som de enkelte stater skulle have stået for, nu kommer til at ligge i EU-regi. Det betyder flere højt ratede obligationer og færre lavt ratede obligationer i det europæiske obligationsmarked.

Danmark

Kronen blev styrket i 2. kvartal efter et vist pres i 1. kvartal. Meget af presset i 1. kvartal kunne føres tilbage til danske investorers afdækning af risiko og var ikke et udtryk for spekulation mod kronen eller udenlandsk skepsis overfor Danmark. Renteforhøjelsen i 1. kvartal ser dermed ud til at blive en enlig svale, og de korte pengemarkeds- og obligationsrenter er da også faldet til ro på et niveau tæt på indskudsbevisrenten (-0,60%).

Nationalbanken udstedte flittigt i 2. kvartal og har på statens vegne hentet op mod 200 mia. DKK på kapitalmarkederne siden krisens begyndelse. Halvdelen er hentet udenfor Danmarks grænser i €- og \$-markedet, og der er solgt for knap 40 mia. DKK i kortløbende skatkammerbeviser. Den traditionelle finansiering i danske statsobligationer har kun tegnet sig for godt 60 mia. DKK af den samlede finansiering indtil nu. Sigtetpunktet for i år er fortsat et salg på 125

mia. DKK i statsobligationer. Vi forventer i 2. halvår at staten kommer på banen med udstedelse af grønne obligationer, men det er endnu ikke meldt ud, hvornår det sker og i hvilket format. Meget tyder dog på, at det bliver i form af grønne certifikater, som tilknyttes en given statsobligation, men som frit kan handles.

Obligationsmarkedet

På realkreditmarkedet var der behersket udstedelse, og det tegner endnu ikke til en stor konverteringstermin til oktober. Det understøttede de højtforrentede obligationer, som gav et fornuftigt afkast i 2. kvartal.

Korte rentetilpasningsobligationer og variabelt forrentede obligationer kom også godt gennem kvartalet, og vi så en auktion over disse typer af obligationer i maj måned, som var præget af stor investorinteresse. De variabelt forrentede obligationer, som udgør knap 1/3 af porteføljen, var også begunstiget af høje pengemarkedsrenter gennem kvartalet, som løftede den løbende rentetilskrivning på obligationerne. På den anden side af sommerferien er der årgangsskifte på realkreditmarkedet. Det betyder at udstedelsen, for såvidt angår 30-årige lån, fremadrettet skal ske i obligationer med udløb i 2053. De handler i øjeblikket på en kurs, der er knap ét kurspoint lavere end de tilsvarende med udløb i 2050 og den lidt svagere kurs kan lægge en dæmper på konverteringslysten frem mod januar 2021. De højtforrentede obligationer har dog i vidt omfang taget forskud på denne glæde.

Afkast og forventninger

Realkreditobligationer kom, som nævnt, stærkt igen i 2. kvartal, og det bidrog til et positivt afkast på afdelingen absolut og i forhold til sammenligningsindekset. Mange af de faktorer der understøttede realkreditobligationerne i 2. kvartal er fortsat til stede, men der er ikke længere tale om en billig prisfastsættelse af segmentet. Det meget stærke afkast på realkreditobligationer i 2. kvartal bliver derfor svært at gentage i de kommende kvartaler.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2020