

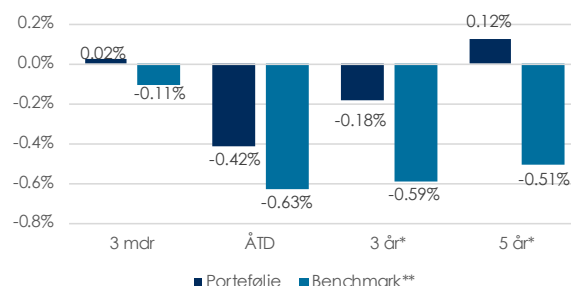
Kære investor

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

- Renterne stabiliserede sig og blev holdt nede af stigende bekymring for ny(e) variant(er) af Corona
- Begyndende og delvis nedlukning koster på væksten og gør inflationsbilledet endnu mere mudret
- Centralbankerne på vej mod en exit fra den ekstraordinært lempelige pengepolitik
- USA og UK går forrest mens Den Europæiske Centralbank (ECB) ikke har så travlt
- Stor intervention fra Nationalbanken, som følge af den stærke krone, men ingen rentenedsættelse

Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

* Afkast over 1 år er annualiserede

** Benchmark er Nordea DK Bond CM 2Y Gov.

Risikonøgletal (5 år, ex post)

Standardafvigelse	0.75%
Tracking Error	0.48%

Kære Investor

I løbet 4. kvartal stoppede den rentestigning som vi havde observeret siden primo august. Katalysator for stemningsskiftet var fremkomsten af en ny Corona-variant (Omikron), som viste sig at være mange gange mere smitsom end de tidligere. Selvom Omikron formentlig også er mildere førte det alligevel til en ny runde af nedlukninger og restriktioner på tværs af lande og sektorer. Det kommer til at koste på væksten i 4. kvartal og ind i 2022 og kan også have konsekvenser for inflationsbilledet.

Inflationen nåede i november nye højder med en årstigning i USA på knap 7% og knap 5% i Eurozonen. Meget af den høje inflation kan stadig tilskrives ekstraordinære forhold blandt andet relateret til energipriser, men det står efterhånden klart, at den høje inflation ikke er så midlertidig, som centralbankerne og de finansielle markeder kunne ønske sig. Den amerikanske centralbank (FED) tog konsekvensen og holdt op med at karakterisere

inflationen som "transitory" og ECB justerede deres skøn for inflationen i 2022 op med hele 1,5%-point til 3,2%. 1%-point af denne opjustering kan dog relateres til energipriser.

Statsobligationsrenterne indledte kvartalet med at fortsætte rentestigningerne fra 3. kvartal men renterne toppede i oktober og efterfølgende betød den skærpede retorik fra centralbankerne, at markederne blev mindre bekymrede for at de ville miste kontrollen over inflationen. Det sendte inflationsforventninger og nominelle renter ned. Den bevægelse skubbede Omikron yderligere til i november og december.

I Danmark holdt det også stik for renten på rentetilpasningsobligationer (RTL), hvor både den et-, tre- og femårige rente sluttede kvartalet på et lavere niveau. De toneangivende 30-årige konverterbare realkreditobligationer havde et mere roligt kvartal end de foregående og kunne hente lidt ind af det der afkastmæssigt var sat til i de første tre kvartaler af 2021.

BankInvest Korte Danske Obligationer Akk.**Det Globale Billede**

Centralbankerne fortsatte kursen mod en normalisering af pengepolitikken. På mødet i december annoncerede FED en fremskyndelse af afviklingen af det ekstraordinære obligationsopkøb. Det ventes nu helt udfaset allerede til marts. Det betyder også, at vejen nu er banet for renteforhøjelser og dem venter FED selv at levere tre af i 2022.

ECB bevæger sig i samme retning, men i et noget lavere tempo. Opkøbstempoet hos ECB er også aftagende, fra €80 mia. i 1. kvartal gradvist ned mod €20 mia. mod slutningen af 2022. ECB har til gengæld, så godt som aflyst renteforhøjelser i 2022. Nationalbanken i Danmark satte renten ned på den sidste dag i 3. kvartal og har i 4. kvartal afholdt sig fra at justere yderligere på renten. Til gengæld er der blevet inter文neret i valutamarkedet for at forhindre kronen i at blive for stærk. 50 mia. DKK blev det til i 4. kvartal.

Obligationsmarkedet

Der faldt mere ro på det danske obligationsmarked i 4. kvartal og det gav en mere positiv undertone til realkreditobligationsmarkedet. I perioder var der åbnet for udstedelse i 30-årige obligationer med en kupon på 2%. Det har vi det meste af året efterlyst som en mulig kilde til en stabilisering af realkreditmarkedet. Det skulle ske ved at vi begyndte at se opkøb fra låntagere i 0,5% og 1%-obligationer, som ville føre til en reduktion af varigheden i det konverterbare marked. Vi har set opkøb af den karakter i 4. kvartal men nok ikke mere end 10-15 mia. DKK. Opkøbet har været bremset af, at 2%-obligationerne det meste af kvartalet har været lukket for lånetilbud fordi kursen er over 100.

Kombinationen af lidt lavere renter og et skift op i kupon på udstedelsessiden har ført til et lille fald i varigheden på realkreditmarkedet, som har bekommet det vel. Vi har også observeret en faldende appetit på fastforrentede lån og en vandring over mod rentetilpasningslån eller andre variabelt forrentede lån. Det bryder med en årelang tendens, men er ikke så underligt, når man ser på forskellene i ydelse.

I det kortere marked har renterne været forankret tæt på indskudsbevisrenten og med en indbygget forventning om, at næste rentebevægelse fra Nationalbanken kan være en rentenedsættelse. Interventionen i december gør en rentenedsættelse

mere realistisk. Vi hælder dog mere til at Nationalbanken forholder sig afventende i en verden, hvor stort set alle andre centralbanker er på vej i den modsatte retning.

Det korte pengemarked er også i øjeblikket påvirket af de noget uforudsigelige statslige betalinger som stiger og falder i takt med nedlukninger og genåbninger. Det overordnede billede, som vi også fik bekræftet, da staten meldte sine udstedelsesplaner for 2022 ud, er at budgetsituationen er forbedret ganske markant gennem 2021 og det ser ud til at fortsætte i 2022. Det betyder mindre udstedelse af statsobligationer. Det ligger dog fast, at der kommer en 10-årig grøn statsobligation og at der også bliver udstedt en ny indeksobligation med udløb i 2034.

Afkast og forventninger

Afkastet for 4. kvartal endte i et lille plus drevet af en positiv afkastudvikling på afdelingens realkreditobligationer. For hele året blev facit et afkast på -0,5%, lidt bedre end afkastet på sammenligningsindekset.

2021 har været et volatil år og de færreste obligationer har givet positive afkast. Blandt lyspunkterne har været indeksobligationer som takket være en reprising af inflationsforventningerne og en høj tilskrivning, kom ud med positive afkast. Afdelingen har i snit haft 5% af porteføljen investeret i den toårige indeksobligation, som gav et afkast på +4,5% i 2021.

Udgangspunktet for afkastet i 2022 er bedre end ved indgangen til 2021. Der er kommet mere hældning på rentekurven og højere merrenter på femårige rentetilpasningsobligationer samt på konverterbare obligationer. En 30-årig konverterbar med en kupon på 2% ligger kursmæssigt stort set samme sted her primo 2022 som en tilsvarende obligation med en kupon på 1% gjorde primo 2021. Når det er sagt er det stadig svært at se et afkast meget over 0% for 2022.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2021