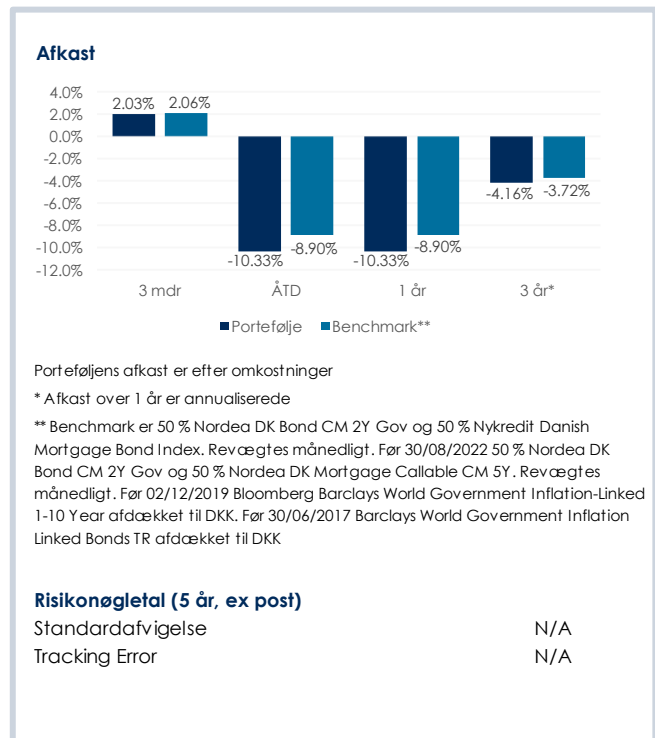


Investorbrev – BankInvest Mellemlange Danske Obligationer

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

- En vending i inflationsbilledet satte stigningen i de lange renter på pause
- Centralbankerne fastholdt en stram kurs og satte renten yderligere op i 4. kvartal
- Det medførte inverse rentekurver (lange renter lavere end korte renter), hvilket typisk er synonymt med en snarlig recession
- Realkreditmarkedet havde et godt kvartal og obligationerne leverede et pænt merafkast til statsobligationer



Kære Investor

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 i Eurozonen nåede vi mod kvartalets slutning de højeste niveauer på den tiårige statsobligationsrente i mere end 10 år.

Det globale billede og centralbankerne

Vendingen i december kan tilskrives centralbankernes meget konsekvente og hårde retorik. 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. ECB's tiltag skal ses i lyset af, at deres inflationsprognose først forventer en inflation der er tilbage på målet (2%) i 2. halvår 2025.

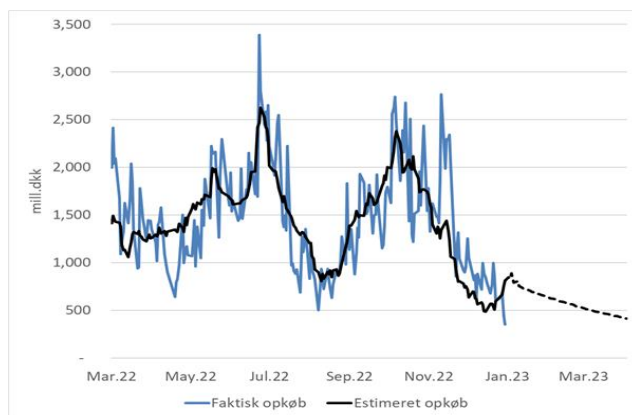
Den amerikanske centralbank (FED) hævede også renten med 1,25%-point i 4. kvartal til 4,50%. Forventningerne i markedet er, at FED næsten er færdig og der kun resterer ca. 0,5%-point i renteforhøjelser. Vurderingen ved indgangen til 4. kvartal var, at toppen ville ligge på 4,50% men det er sat op til 5%. Der synes alligevel at være en større tiltro til, at FED har fået bugt med den værste inflation. Den samlede inflation er 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.

I Danmark havde Nationalbanken et aktivt kvartal og interвенerede i alle tre måneder for samlet knap 32 mia. kr. Kronen lå meget stærkt gennem hele kvartalet og det medførte en lidt mindre renteforhøjelse fra Nationalbanken end fra ECB. Der er et underliggende pres for en stærkere krone, bl.a. som følge af en stærk udvikling på Danmarks eksterne balance, og det kan føre til yderligere interventioner i 2023

Obligationsmarkedet

Som beskrevet lå renterne til at falde det meste af kvartalet, men en kraftig rentestigning i de sidste tre uger af året satte en stopper for det. I modsætning til tidligere på året var stigende renter ikke ensbetydende med et hårdt pres på realkreditobligationerne. Tilsyneladende har realkreditmarkedet fundet en bedre balance, bl.a. takket være et vedvarende tilbagekøb fra låntagerne, og både rentetilpasningsobligationer (flex-obligationer) og konverterbare realkreditobligationer klarede sig godt gennem rentebevægelserne i 4. kvartal.



Kilde: OMX/Nykredit og egne beregninger

Der er ingen tvivl om, at året 2022 vil blive husket for låntageres ageren. I runde tal, har låntagerne tilbagekøbt realkreditobligationer for over 300 mia. kr. Omkring hver anden af de opkøbende låntagere konverterede til et nyt fastforrentet lån men mange valgte også flexlån eller variabelt forrentede lån. Det betød at den nominelle mængde af fastforrentede obligationer faldt med næste 200 mia. kr svarende til knap 15% af den cirkulerende mængde primo året.

I ovenstående figur er dels vist det faktiske gennemsnitlige daglige opkøb, og dels et estimat vi har lavet ud fra to variable - hvor meget der allerede er købt op og kursen på det toneangivende opkøbspapir (1% 2050). Der er også lavet et estimat for hvor meget vi kan forvente i 2023. Opkøbet har i store træk været forudsigeligt og bestemt af netop disse to variable. Når vi kigger fremad bliver opkøbet en væsentligt mindre betydningsfuld faktor i 2023. Det er under forudsætning af en uændret kurs på opkøbspapiret. Et nyt kursfald kan bringe flere låntagere på banen og paradoksalt nok kan stigende kurser på den korte bane også øge opkøbet, fordi der er en bekymring hos låntagerne for at gå glip af chancen. Det så vi et par gange i 2022.

Afkast og forventninger

Rentestigningerne i 4. kvartal betød et negativt afkast på sammenligningsindekset. Porteføljen gav et væsentligt bedre afkast takket være et betydeligt positivt bidrag fra konverterbare og inkonverterbare realkreditobligationer. Vi beskrev i det foregående investorbrev, hvordan såvel de konverterbare som inkonverterbare realkreditobligationer tilbød robuste afkast selv ved yderligere, begrænsede rentestigninger. Det materialiserede sig i 4. kvartal. Det comeback var dog ikke helt stort nok til at redde årsafkastet på porteføljen, som endte med et minus til sammenligningsindekset og et absolut afkast et godt stykke under 0.

Når vi kigger fremad, er afkastudsigterne dog stadig gunstige. Vi må forvente at realkreditobligationerne i 2023 får svært ved at matche det merafkast, vi så i 4. kvartal, men mindre kan også gøre det. Opkøbet fra låntagerne vil som beskrevet ovenfor ikke være en lige så understøttende faktor for markedet som i 2022, men hvis vi til gengæld ser mindre tilbagesalg fra udlandet kan det kompensere for det. Samlet set altså basis for en vis optimisme for afkastet, absolut såvel som relativt, i 2023.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2022

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