

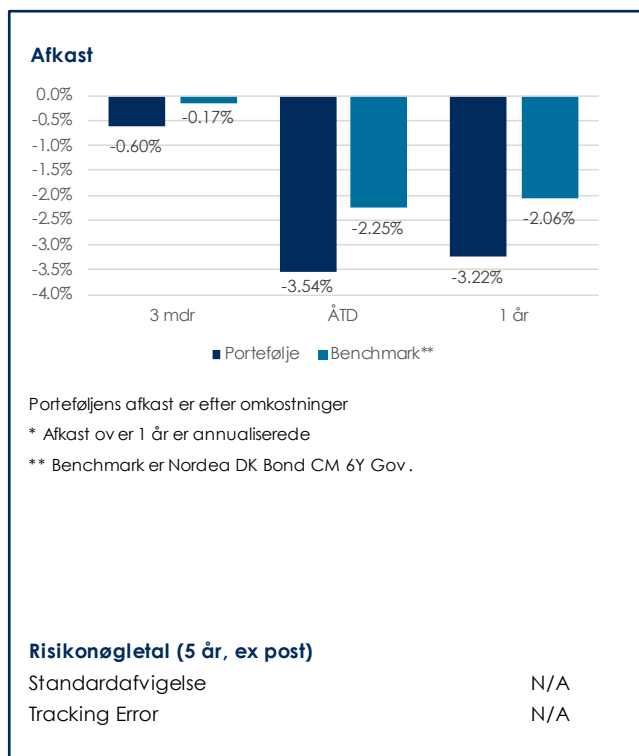
BankInvest Lange Danske Obligationer Akk

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

- Høje vækst- og inflationstal i den globale økonomi
- På globalt niveau er der flere centralbanker der strammer end lemper
- De toneangivende centralbanker varsler opstramninger med stor forsigtighed
- Volatile rentemarkeder uden niveauskift på de lange renter
- Danske realkreditobligationer har det fortsat svært, men der er en underliggende bedring i de fundamentale forhold
- Afkast på -0,6% tyngt af svagt afkast på konverterbare realkreditobligationer



Kære Investor

Den globale økonomi tabte momentum i 3. kvartal. Logistiske problemer bl.a. relateret til vare- og energiforsyning samt en delta-variant som fortsat driller i mange lande har lagt låg på den økonomiske fremgang. Prognoserne spår dog stadig om en global vækst i 2021 på ca. 6%. I 2022 ventes også fortsat en vækst på 4½%.

Fokus er stadig i meget høj grad på inflationen, som flere steder – mest markant i USA – ligger på et højt niveau. Efter prognoserne vil inflationen de kommende måneder forblive høj og formentligt i Eurozonen stige yderligere. Når vi kommer ind i 1. kvartal skulle vi meget gerne se et kraftigt fald i inflationen igen, hvis vi skal holde fast i at den er midlertidig.

Statsobligationsrenterne indledte kvartalet med at falde kraftigt for derefter i august og september at stige tilbage til udgangspunktet. Det gjaldt både i USA og i Europa. I Danmark holdt det også stik for renten

på rentetilpasningsobligationer (RTL) hvor både den et-, tre- og femårige rente sluttede kvartalet uændret dog med udsving undervejs. Det stod i stærk kontrast til det konverterbare realkreditmarked hvor kvartalet bød på fornyet uro. Merrenten på de toneangivende 30-årige konverterbare obligationer steg 0,3%-point i 3. kvartal til 0,9%-point. Bortset fra en meget kort periode i marts 2020, da uroen på de finansielle markeder var på sit højeste, skal vi tilbage til 2016 for at se en tilsvarende merrente. Den spændingsnævring vi oplevede i årene 2016-2020, og som bl.a. var drevet af et stærkt udenlandske køb i segmentet, er dermed forsvundet.

Det globale billede

Centralbankerne fortsatte kursen mod en normalisering af pengepolitikken. Længst fremme er man i USA, hvor den amerikanske centralbank (FED) på mødet i september signalerede en snarlig afvikling af det ekstraordinære obligationsopkøb. Alt tyder på, at FED på mødet i december kan sætte gang i en neddrøsling af opkøbet med henblik på at have reduceret det til 0

medio 2022. Det betyder, at FED nu lægger op til at gennemføre renteforhøjelser i slutningen af 2022, på linje med markedets forventninger.

Den Europæiske Centralbank tog også de første spæde skridt til at stramme pengepolitikken. Det midlertidige opkøbsprogram (PEPP) som blev sat i gang i foråret 2020 som et modsvar mod den betydelige finansielle volatilitet i kølvandet på Corona-epidemien, bliver skaleret ned i 4. kvartal og stopper med udgangen af marts 2022. Under det program blev der i 3. kvartal købt €80 mia. i snit per måned. Det underliggende opkøbsprogram (APP) som er på €20 mia. per måned ventes ved samme lejlighed at blive øget en del for at kompensere for bortfaldet af PEPP-programmet. Vi kan se en trappe for os hvor opkøbet gradvist vil gå fra de ca. €100 mia. som det samlet lå på i 3. kvartal ned mod 0 i løbet af 2022. På den anden side af opkøbsstoppet venter renteforhøjelser men det er næppe et tema de første par år.

I Danmark satte Nationalbanken ultimo kvartalet renten ned fra -0,5% til -0,6% - tilbage på niveauet fra før Coronakrisen. Baggrunden var en vedvarende intervention i valutamarkedet fra Nationalbankens side. Knap 75 mia. DKK er der blevet intervereret for i 2021, heraf 24 mia. bare i september. Det er mere end Nationalbanken kan sidde overhørigt og med rentenedsættelsen er der nu igen en underrente på danske kroner i.f.t. euro som, hvis planen holder, gør det mindre nødvendigt for Nationalbanken at intervenere.

Obligationsmarkedet

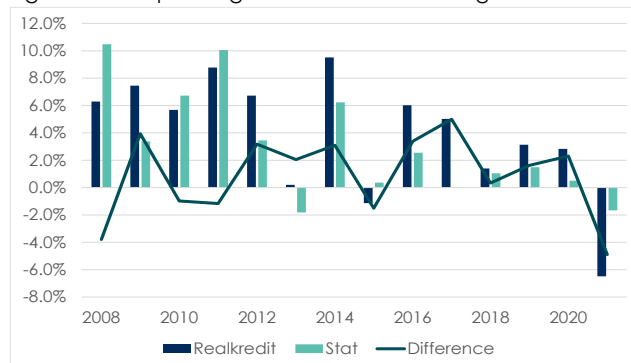
Indtil nu har 2021 været et meget sløjt år for danske konverterbare realkreditobligationer relativt til statsobligationer. Vi skal tilbage til 2008 for at se noget lignende. Det er dog særligt smertefuldt i år, fordi de absolutte afkast (i modsætning til 2008) også er negative, som det fremgår af figuren. Et afkast på -6 til -7% på de toneangivende papirer, og hele det positive merafkast fra 2018-2020 er nu stort set elimineret.

Vi har beskrevet i tidligere breve fra i år, hvilke faktorer der særligt har tynget markedet i år. Den meget store udstedelse i 1. halvår – ca. 80 mia. netto - var en vigtig forklarende faktor. Kombineret med, at udlandet kun ser ud til at have aftaget 25% af nettoudstedelsen hvor de siden 2016 typisk har taget næsten det hele.

Hjælpen er dog på vej i form af en væsentligt lavere udstedelse. Den kan falde helt ned til 15-20 mia. i 4.

Hjælpen er dog på vej i form af en væsentligt lavere udstedelse. Den kan falde helt ned til 15-20 mia. i 4. kvartal afhængigt af hvilket lånepapir der er det toneangivende.

Figur 1. Afkast på obligationssindeks med varighed 5.



Hjælpen er dog på vej i form af en væsentligt lavere udstedelse. Den kan falde helt ned til 15-20 mia. i 4. kvartal afhængigt af hvilket lånepapir der er det toneangivende. Mod slutningen af kvartalet var 30-årige 2%-obligationer lige ved at åbne for udstedelse. De kom dog ikke helt ned under kurs 100, som kræves for at de kan åbne. Det kan ske i 4. kvartal hvis renterne igen stiger og/eller realkreditobligationerne kommer under fornyet pres.

Afkast og forventninger

Facit for afkastet i 3. kvartal blev -0,6%. Afdelingen har en vægt i konverterbare realkreditobligationer på knap 30%, mod 60% for fem år siden. Den lave vægt kunne dog ikke helt beskytte afdelingen mod at tabe relativt til sammenligningsindekset som kunne nøjes med et negativt afkast på -0,2%. Et femårigt realkreditobligationsindeks tabte ca. 2% i 3. kvartal.

Når vi kigger fremad har udviklingen i 2021 skabt en prisfastsættelse i det konverterbare marked som er mere attraktiv end vi har set længe. En genåbning af 2%-obligationerne er det sidste vi mangler for at det, efter vores opfattelse, for alvor vil være gunstigt at øge vægten i konverterbare realkreditobligationer igen.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021