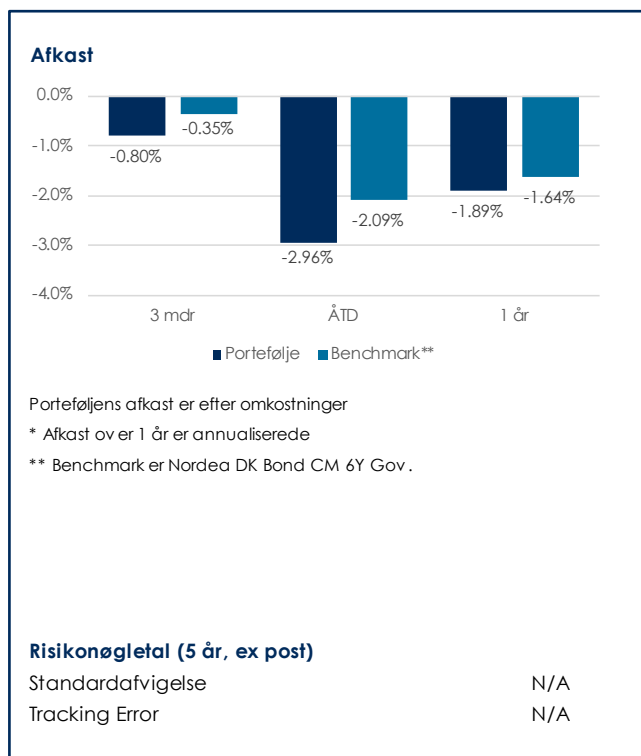


BankInvest Lange Danske Obligationer Akk**Kære investor**

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

- Fortsat bedring i økonomiske nøgletal men generelt stabile obligationsrenter
- Den Europæiske Centralbank fastholder et højt obligationsopkøb mens den amerikanske centralbank bevæger sig gradvist imod en nedtrapning af opkøbet
- Nationalbanken intervenserer fortsat i valutamarkedet men situationen synes under kontrol
- Realkreditobligationer under pres i det meste af kvartalet, drevet af høj udstedelse og begrænset investorinteresse
- Det kostede på foreningens afkast, som var svagere end afkastet på sammenligningsindekset

**Kære Investor**

Den globale økonomi bevæger sig gradvist mod mere normale tilstande, i takt med at smittetallene tager af og større og større dele af befolkningerne bliver vaccineret. Der er stadigvæk tale om to skridt frem og et tilbage. Et skridt tilbage, når nye Corona-varianter dukker op og sænker tempoet i genåbningen men det ændrer ikke på, at retningen synes robust.

Den globale økonomi ventes at vokse 6% i år og den forventning har været nogenlunde uændret gennem kvartalet. I 2022 ventes en vækst på 4½%. Det er en lille oprevidering i forhold til, hvor vi lå i 1. kvartal. Der er dog mere fokus på inflationen, som flere steder – mest markant i USA – er kommet ud noget højere end forventet.

Trods den højere vækst og inflation har de lange obligationsrenter været stabile i 2. kvartal. I USA er renterne faldet lidt, mens de er steget omkring 0,1%-point i Eurozonen og i Danmark.

Det Globale Billede

Den vigtigste konklusion på begivenhederne i 2. kvartal er, at den globale økonomi med raske skridt bevæger sig væk fra den undtagelsestilstand, den har befundet sig i siden primo 2020. Det frigør centralbankerne til at fokusere på, hvordan de skal indrette pengepolitikken på den anden side af Corona-krisen. Når det nu forhåbentligt snart bliver hverdag igen i centralbankerne, skal en række af de ekstraordinære tiltag, der er koblet op til Corona-krisen, udfases.

Det er mest aktuelt i USA, hvor den amerikanske centralbank (FED) da også på mødet i juni signalerede et stemningsskifte og et fokus på snart at sætte en startdato på afviklingen af det ekstraordinære obligationsopkøb. Snart betyder formentligt en annoncering i efteråret og en begyndende afvikling enten ultimo i år eller primo 2022. Det betyder også, at FED nu lægger op til at gennemføre renteforhøjelser i 2023 mod tidligere forventet 2024. Konsensus på de finansielle markeder er at FED ultimo 2022 sætter renten

BankInvest Lange Danske Obligationer Akk

op med 0,25%-point. Det vil være første gang siden 2018 at pengepolitikken strammes.

Den Europæiske Centralbank (ECB) har af gode grunde ikke lige så travlt. Den mest oplagte grund er et noget svagere arbejdsmarked og derfor også et mere moderat inflationspres. Vi så det også i junis inflationstal, hvor over halvdelen af den årlige inflation på 1,9% kan tilskrives stigningen i energipriser over det seneste år. Det giver ECB råderum til at fastholde en lempelig pengepolitik og den forhøjelse af opkøbet, der blev implementeret i marts i år fastholdes indtil videre hen over sommeren.

Danmark

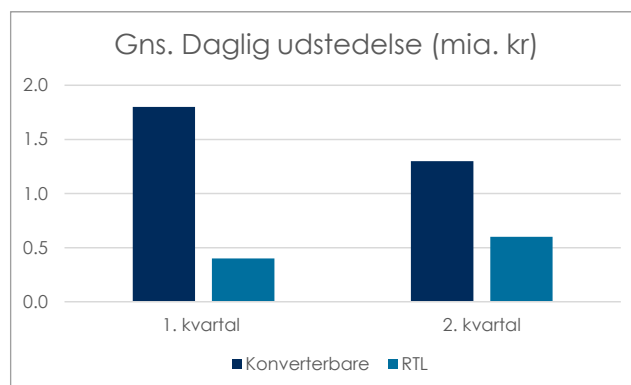
I Danmark har Nationalbanken intervenseret både i april, maj og i juni. I runde tal har Nationalbanken i år fået 75% af den valuta tilbage, som flød ud af Danmark i forbindelse med uroen i foråret 2020. Vores opfattelse er, at Nationalbanken tålmodigt vil vedblive med at intervenere et stykke tid endnu, før den vil finde det nødvendigt at skride til rentenedsættelser. Med intervention i valutamarkedet og en fortsat nedbringelse af indestående på statens konto i Nationalbanken er der lagt op til en meget rigelig likviditet i pengemarkedet som vil holde de korte renter tæt på Nationalbankens rente på -0,5%. Det er formentligt tilstrækkeligt til at undgå et større pres for en stærkere krone.

Obligationsmarkedet

Selvom renterne på overordnet niveau var stabile i 2. kvartal så var der alligevel uro på realkreditobligationsmarkedet. Det er kombinationen af en fortsat høj udstedelse i segmentet og en behersket appetit blandt investorerne der ødelægger stemningen. De udenlandske investorer har sat deres køb af danske obligationer på pause og de indenlandske investorer holder sig for manges vedkommende tilbage fra at købe, som følge af den høje varighed på deres porteføljer – et fænomen vi også beskrev det i det foregående investorbrev.

Omvendt har rentestigningen indtil nu ikke været stor nok til at udløse opkonverteringer, altså hvor låntagere indfrier deres lån for at optage et lån med en højere kupon. Fordelen ved det er en reduktion i restgælden mens ulempen er højere ydelser her og nu. Alene det faktum, at låntager påtager sig en højere ydelse er nok til at afholde mange fra denne øvelse. Med de

nuværende kursniveauer tegner det til at konverteringer til den kommende termin (oktober) bliver det laveste vi har set i 10 år. Vi så også i 2. kvartal en forsigtig bevægelse hos låntagerne over i retning af rentetilpasningslån (RTL). Renteforskellen mellem et fem-årigt RTL og et 30-årigt fastforrentet nåede i 2. kvartal op på det højeste niveau siden primo 2019. Vi tvivler på, at det er nok til at sætte gang i en større flytning af låntagere overmod RTL-lån men det vil lægge en dæmper på udstedelsen af fastforrentede obligationer, hvilket vi allerede her i 2. kvartal har set tendenser til, som figuren viser.



Kilde: SEB

Afkast og forventninger

Afkastet for 2. kvartal endte et stykke under 0% tynget af en svag afkastudvikling på afdelingens realkreditobligationer. Afdelingen har haft en overvægt af realkreditobligationer gennem kvartalet, som har tabt relativt til statsobligationerne.

Når vi kigger fremad er der, som beskrevet ovenfor et antal positive faktorer, som trækker i retning af en bedre stemning generelt i realkreditobligationsmarkedet. Det bliver interessant at se om det holder stik når vi gør resultatet op for de kommende kvartaler.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021