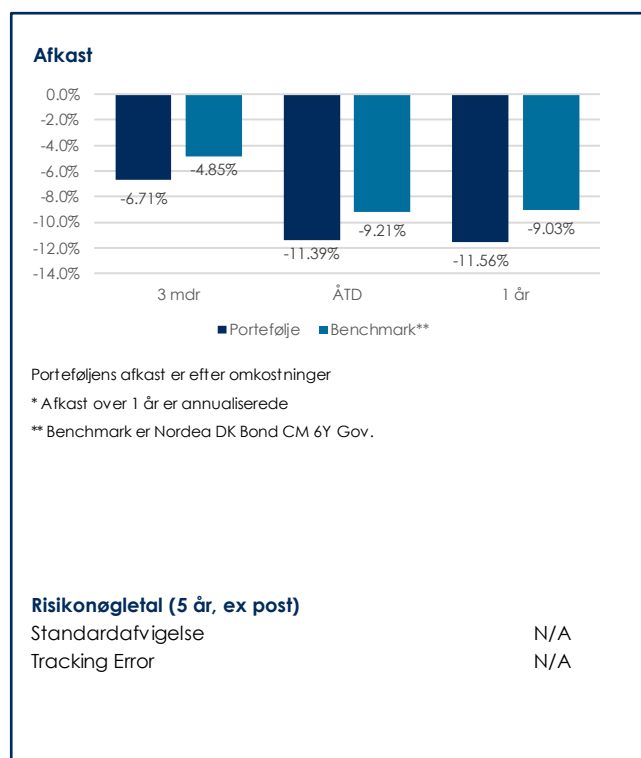


Kære investor

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

- Betydelige kursfald globalt på obligationer
- Drejet af opstramninger fra centralbankerne med baggrund i vedvarende høj inflation
- Det danske obligationsmarked hårdt ramt med nogle af de værste kursfald på realkreditobligationer, vi har oplevet i nyere tid
- Aktive låntagere der opkonverterer, hjælper lidt på stemningen og vil formentligt fortsætte med at gøre det i de kommende kvartaler
- Trods forsigtig strategi må afdeling indkassere et negativt afkast absolut og relativt til sammenligningsindekset



Kære Investor

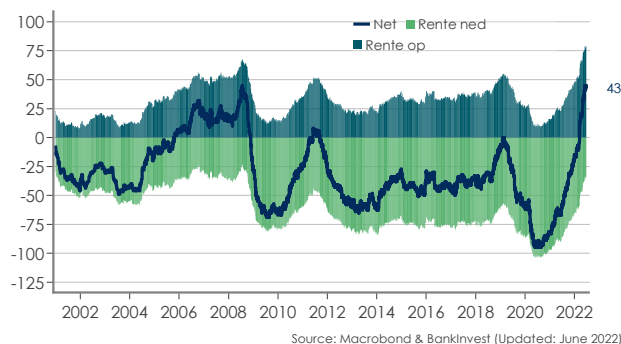
Det foregående brev stod i krigens tegn og beskrev nogle af de store økonomiske og finansielle omvæltninger, som skyllede ind over os i 1. kvartal. Vi må desværre konstatere, at turbulensen er fortsat og i mange tilfælde intensiveret her i 2. kvartal, og når vi gør regnskabet op her medio 2022, står vi indtil videre med et af de værste år på de finansielle markeder nogensinde.

Vi døjer fortsat med en ubehagelig kombination af lav, aftagende vækst og høj inflation. Inflationen er mere sejlivet, end de fleste havde forventet tidligere på året og centralbankerne agerer i overrensstemmelse med det. Rekordmange renteforhøjelser er det blevet til i år, som nedenstående figur viser. Af de toneangivende centralbanker er det kun Bank of Japan og Den Europæiske Centralbank (ECB), som har holdt renterne uændret i 1. halvår. For ECB's vedkommende er det dog kun et spørgsmål om tid før, renterne får et nøk opad. På det danske obligationsmarked så vi store

rente- og kursbevægelser. Vi har pålidelig statistik som går tilbage til start-90'erne, over den periode har vi ikke set noget lignende. Det nærmeste vi kan komme det, er de kursbevægelser vi så i 1994, hvor centralbankerne også hævede renterne voldsomt.

Centralbankerne strammer pengepolitikken

Input fra 113 Centralbanker



Det globale billede og centralbankerne

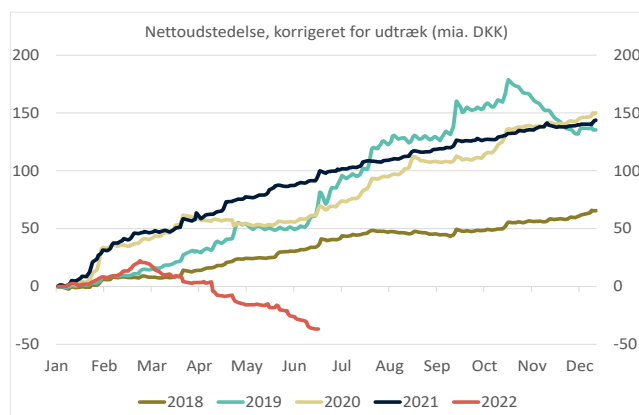
Den amerikanske centralbank (FED) gennemførte to renteforhøjelser i 2. kvartal og den seneste (i juni) var på hele 0,75%-point. Det er sjældent, at FED griber til så store renteforhøjelser og vi skal helt tilbage til 1994 for at finde et fortilfælde. Det understreger at FED er bekymret for, at være kommet bagud i forhold til at få dæmpet inflationen og ikke mindst inflationsforventningerne. Det understreger også, at FED er parat til at acceptere de økonomiske omkostninger i form af lavere vækst, højere arbejdsløshed og urolige finansmarkeder som kan følge i kølvandet på så store renteforhøjelser. I tilgift stoppede FED sit opkøbsprogram fra 1. juni, og obligationsbeholdningen er lige så stille begyndt at skrumpes i takt med, at udløbne obligationer ikke geninvesteres fuldt ud.

ECB nøjedes med at varme op til renteforhøjelser. Det hænger sammen med, at ECB har kommunikeret en tidsplan ud, som hedder stop for opkøb ultimo 2. kvartal og først derefter kan der komme renteforhøjelser. På det seneste møde blev en renteforhøjelse på 0,25%-point annonceret til julimødet, og det blev samtidigt sagt, at der kommer flere. I øjeblikket priser markedet ind, at ECB slutter 2022 med en pengepolitisk rente på ca. 1% mod de nuværende -0,5%. Da kvartalet begyndte regnede markedet kun med, at renten skulle sættes op til 0% ultimo året.

Obligationsmarkedet

Kvartalet bød på en kraftig rentestigning som trak de toneangivende 10-årige statsobligationsrenter i Europa op i det højeste niveau siden 2014, altså før ECB indledte sit opkøbsprogram. Rentestigningen gik hårdt ud over det danske realkreditmarked, som havde et af de værste kvartaler nogensinde. Ved kvartalets begyndelse kunne låntagere optage lån i 30-årige 3%-obligationer tæt på kurs 100. Da kvartalet gik på hæld, var det 5%-obligationer låntagerne kunne finansieres sig i på kurs 100. Til gengæld betød rentestigningen, som i det foregående kvartal, at det for mange låntagere blev interessant at opkonvertere og skære en luns af restgælden. Omkring en trediedel af opkonverteringerne gik over i andre låntyper (flexlån, variabelt forrentede lån) og samlet betød det en negativ nettoudstedelse af konverterbare tæt på 40 mia. DKK indtil nu i 2022. Det står i skarp kontrast til de foregående år, som figuren nedenfor viser.

Den trafik vil formentligt fortsætte i 2. halvår og det kan hjælpe realkreditmarkedet, som i perioder i 1. halvår var dysfunktionelt.



Kilde: OMX

Afkast og forventninger

Rentestigningerne i 2. kvartal betød et negativt afkast på såvel porteføljen som på sammenligningsindekset. Som beskrevet var det et meget vanskeligt kvartal for realkreditobligationer, herunder særligt de konverterbare, og det satte sig spor i afdelingens afkast. Selvom afdelingen har haft under 20% af formuen investeret i denne aktivklasse kostede det på det relative afkast.

Status ved indgangen til 2. halvår er dog at såvel de konverterbare som de inkonverterbare realkreditobligationer tilbyder robuste afkast selv ved yderligere, begrænsede rentestigninger. De toneangivende 30-årige konverterbare obligationer tilbyder 4-5% i afkast ved uændrede renter. Det har vi ikke set siden 2011. Det betyder også, at det forventede afkast på afdelingen nu er klart i positivt territorium. De fleste indlånsrenter er fortsat et stykke under 0% og det vil derfor efter vores opfattelse i stigende grad være interessant for private og for virksomheder med overskudslikviditet at kigge over mod obligationsmarkedet, når den skal placeres.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2022