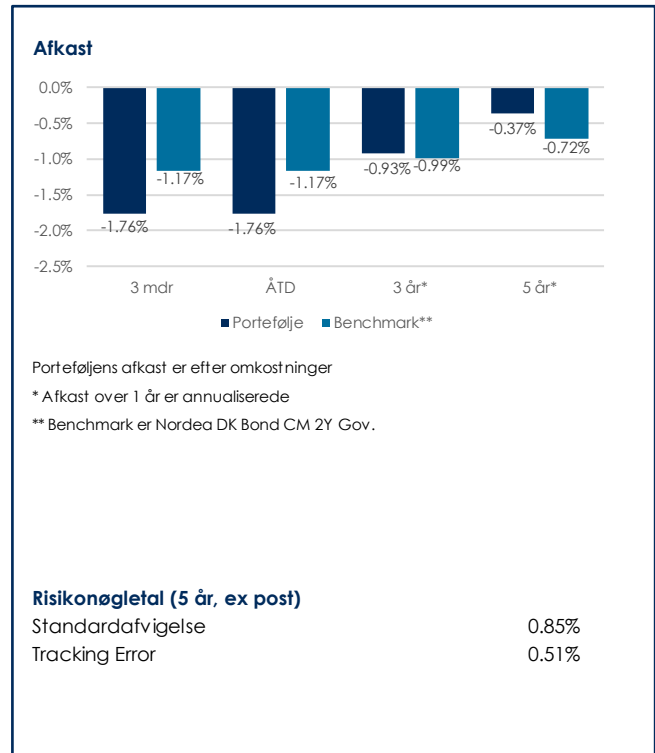


## Kære investor

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

- Turbulent og volatilt kvartal, drevet af geopolitik og inflation
- Centralbankerne strammer likviditeten, ikke mindst Federal Reserve i USA (FED)
- Ruslands invasion af Ukraine giver uoverskuelige vækst- og inflationsudfordringer
- Rentestigning ændrer udstedelsesmønstret i dansk realkredit markant
- Rentestigningen trak de forventede fremtidige afkast pænt op



## Kære Investor

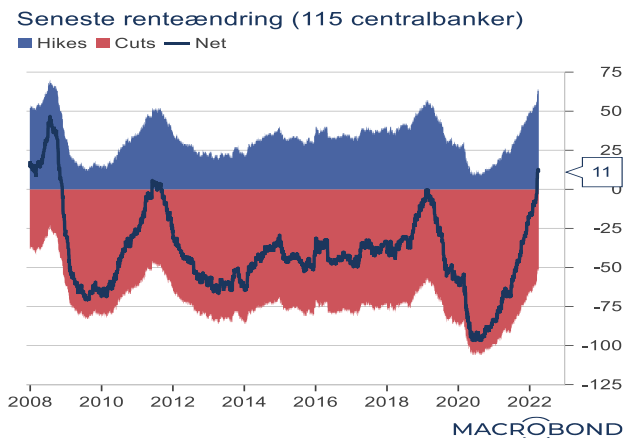
Det er uhyre sjældent, heldigvis, at vi skal skrive om krig i investorbrevene, men det er desværre en realitet, vi skal forholde os til, efter Ruslands invasion af Ukraine. De menneskelige omkostninger er ubegribelige men også på de finansielle markeder satte invasionen sig tydelige spor. Obligationsmarkedet og centralbankerne skal forholde sig til en ubehagelig kombination af højere inflation og lavere vækst. Det første taler for højere renter, mens det andet taler for lavere. I 1. kvartal vægtede inflation tungest og facit blev en kraftig rentestigning ikke mindst på kortløbende obligationer.

Inflationen nåede niveauer, vi ikke har set siden 1980'erne med 8% på årlig basis i USA og 7½ i Eurozonen. Prisstigninger er blevet et fænomen, som alle skal forholde sig til, og som tiltvinger sig større og større opmærksomhed, også politisk. Vi kan forklare en stor del af den høje inflation ved energi- og fødevarerpriser, men jo længere den varer ved, jo større

er risikoen for at den bider sig fast kommer til at sætte dagsordenen for virksomhedernes og lønmodtagernes ageren.

I Danmark er inflationen mere træg og nåede "kun" op på ca. 5% i februar, men der er klare tegn på, at den skal højere op i de kommende måneder.

På det danske marked så vi også en stigning i den forventede inflation, der var kraftigere end rentestigningen og realrenten var derfor uændret eller faldende i 1. kvartal. Dermed blev indeksobligationer et af de få finansielle aktiver som gav positive afkast i 1. kvartal. Inflationsforventningerne, målt som forskellen mellem en indeksobligation og en nominel obligation, steg til de højeste niveauer vi har registreret siden starten af 90'erne. De langsigtede inflationsforventninger reagerer på en høj inflation lige nu. Det gør ikke udfordringerne for centralbankerne mindre, og indtil nu har svaret været stramninger fra mange centralbanker, som den følgende figur viser.



### Det Globale Billede og Centralbankerne

FED satte renten op i marts med 0,25%-point og det er en udbredt forventning, at det kun var den første af mange. Når 2022 er omme ventes den pengepolitiske rente at ligge på 2½% og den ventes at toppe ud på ca. 3% et år senere. Det er også en udbredt forventning, at FED snart vil sætte gang i en gradvis reduktion af sin obligationsbeholdning.

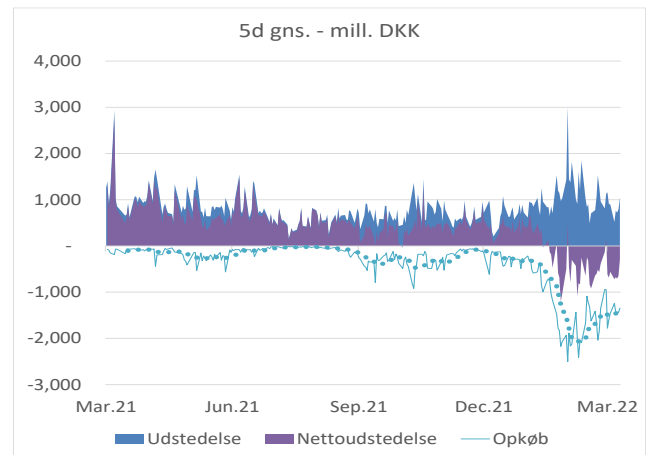
Den Europæiske Centralbank (ECB) står længere væk fra renteforhøjelser ikke mindst fordi inflationspresset er mindre markant end i USA. Det afholdt dog ikke ECB fra at lufte tanken om renteforhøjelser allerede i år både på mødet i februar og i marts. Ved kvartalets afslutning betød det, at den pengepolitiske rente nu ventes sat op til ca. 0% i år fra det nuværende niveau på -0,5%.

Danmarks Nationalbank har haft et roligt kvartal uden behov for intervention. Kronen har ligget stabilt i 7,44 overfor EUR og muligheden for en dansk selvstændig rentenedsættelse, som var et tema i 2021, er nu langt væk. Nationalbanken ventes at følge trop med renteforhøjelser, når ECB sætter renten op.

### Obligationsmarkedet

Vi beskrev i det foregående brev, hvordan rentestigningen i 2021 åbnede op for opkonverteringer. På det tidspunkt var det 30-årige lån med en kupon på 2%, der var udstedelsespapiret. Siden da er både 2½% og 3%-obligationer blevet åbnet og det afstedkom en betydelig aktivitet hos låntagerne. Figuren nedenfor viser dels udstedelsen og dels opkøbet af konverterbare obligationer baseret på indberetninger. Siden februar har opkøbet været større end

udstedelsen og det gennemsnitlige opkøb i marts var ca. 1,5 mia. DKK. En del af opkonverteringerne går fra fastforrentede til variabelt forrentede obligationer og det er forklaringen på den negative nettoudstedelse. Det har bidraget til en lidt bedre stemning på det konverterbare realkreditmarked efter et par meget vanskelige måneder.



KILDE: NYKREDIT, OMX OG EGNE BEREGNINGER

### Afkast og forventninger

Rentestigningerne i 1. kvartal betød et negativt afkast på såvel porteføljen som på sammenligningsindekset. Dertil kom, at realkreditobligationer over en bred kam tabte relativt til statsobligationerne i indekset.

Rentestigningen trak de forventede fremtidige afkast pænt op, således at langt de fleste realkreditobligationer nu tilbyder positive afkast ved uændrede renter og i mange tilfælde også ved let stigende renter. De toneangivende 30-årige konverterbare obligationer tilbyder 3% i afkast ved uændrede renter. Det har vi ikke set siden 2016. Det betyder også, at det forventede afkast på afdelingen nu er i positivt territorium.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
**"BankInvest"**

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2022