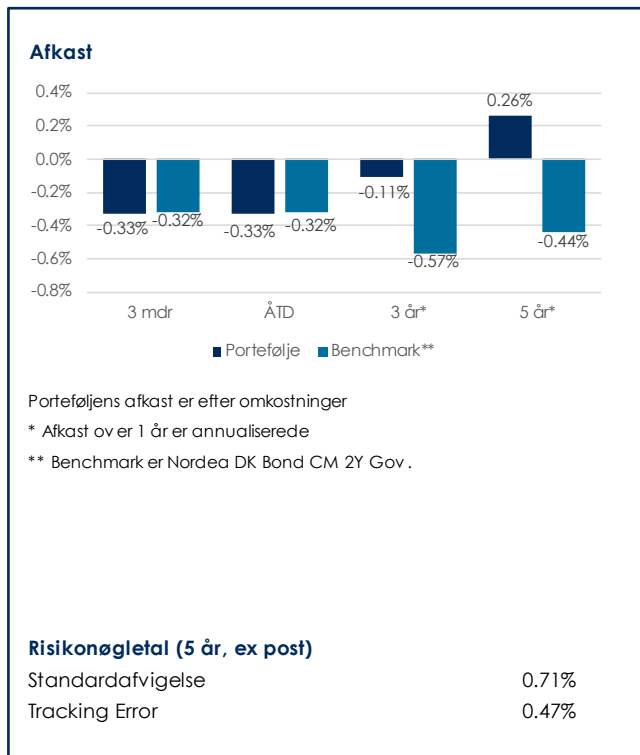


Kære investor

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

- Udrulning af vacciner og genåbning af dele af den globale økonomi trak renterne op
- Det var primært de lange renter der steg, mens de korte renter blev holdt i ro af centralbankerne
- Det danske obligationsmarked oplevede et ekko af Coronakrisen fra sidste år og realkreditobligationerne var periodevist under kraftigt pres
- Nationalbanken justerede på sine pengepolitiske instrumenter og intervererede i februar og marts for at svække kronen



Kære Investor

I det foregående kvartalsbrev beskrev vi de spæde tegn på en bedring af den globale økonomi, som vi kunne spore på det tidspunkt. Det relaterede sig til positive vaccine-nyheder og påbegyndelsen af det omfattende arbejde med at vaccinere store dele af den globale befolkning. Dette arbejde begyndte ultimo 2020 og tog fart i 1. kvartal. Det var ikke uden forhindringer, og med stor forskel i tempoet fra land til land, men alt i alt positivt for den globale vækst.

Vi begynder nu at se konsekvenserne i form af en markant opjustering af forventningerne til væksten i år særligt i USA. De stigende vækstforventninger har aflejret sig i højere inflationsforventninger, hvilket har trukket obligationsrenterne op. I USA såvel som i Eurozonen og Danmark

Det danske obligationsmarked havde svært ved at kapere rentestigningen. Danske statsobligationer tabte

til tyske obligationer, og realkreditobligationerne satte til i.f.t statsobligationerne.

Det globale billede

Den globale vækst ser ud til at blive 5½ % i år. Det er i hvert fald OECD's forventning, og det er en opjustering fra de godt 4%, de forventede i december. Det er primært USA, der driver opjusteringerne. Siden årsskiftet er forventningerne til væksten i 2021 i USA sat op fra 3½% til 6%. En del af forklaringen er den meget omfattende finanspolitiske pakke som Biden fremlagde primo året og som blev vedtaget i marts. En del af pakken "rammer" økonomien allerede her i 2. kvartal. Det gælder bl.a. de meget omtalte checks på \$1.400 som sendes ud til alle amerikanere.

Den stærke vækst i USA har foreløbigt ikke fået den amerikanske centralbank (FED) til at ryste på hånden i sin lempelige pengepolitik. Der er stadig ingen renteforhøjelser under opsejling, hverken i 2022 eller 2023 ifølge deres officielle udmeldinger. De finansielle

BankInvest Almen Bolig

markeder er begyndt at tvivle og forventer den første renteforhøjelse ved årsskiftet 2022/23. I Eurozonen havde Den Europæiske Centralbank travlt med at understrege, at den ikke påtænker at sætte renten op, og at den heller ikke ønsker, at de lange renter skal stige for hurtigt og for meget. Den verbale intervention blev mod kvartalets slutning afløst af mere håndfaste tiltag, da de på mødet medio marts annoncerede, at opkøbstempoet vil blive øget. I de sidste uger af marts kunne vi aflæse det i et opkøb på godt €20 mia. pr. uge. Det er det højeste siden sommeren 2020 og ca. €8 mia. mere pr. uge end i de første måneder af 2021.

Danmark

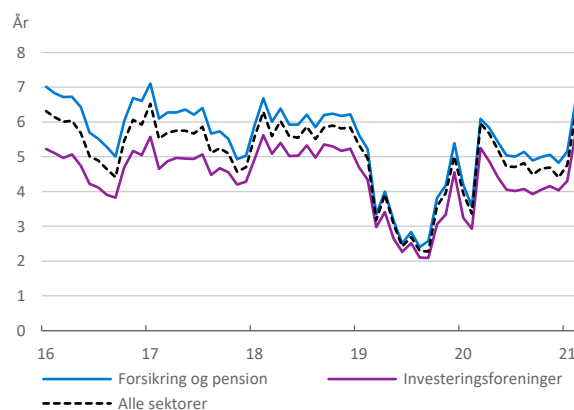
Vender vi blikket mod Danmark bød 1. kvartal på en justering af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter. Banken sløjfer pengeinstitutternes mulighed for at sætte ind på foliokonto til 0%, som de hidtil har kunnet for ca. 30 mia. DKK. Den rente sættes ned til -0,5%. Indskudsbevisrenten hæves i samme moment fra -0,6% til -0,5% og der indføres en standard udlånsrente på -0,35%. Formålet med tiltagene er at give Nationalbanken mere kontrol over de korte pengemarkedsrenter og dermed bedre mulighed for at styre kronkursen. Kronen har gennem hele kvartalet ligget mellem 7,4350 og 7,44 overfor EUR. Det er til den stærke side, og Nationalbanken intervererede i valutamarkedet særligt i marts måned. Sålænge pengemarkedsrenterne i Danmark ligger noget over de tilsvarende i euro, er det svært at se kronen blive svækket igen, og behovet for at intervenere kan altså vise sig at fortsætte et godt stykke tid endnu.

Obligationsmarkedet

Rentestigningen i 1. kvartal satte sig klare spor i det danske obligationsmarked. På de konverterbare realkreditobligationer steg rentefølsomheden betydeligt i takt med at renten steg. For de fleste investorer kom det ubehjælpeligt, og det igangsatte en negativ spiral, hvor der var en selvforstærkende effekt af de stigende renter. Det observerede vi i foråret 2020 og igen her i 1. kvartal 2021.

Det betød, at det toneangivende 30-årige realkreditlån i perioder her i marts skulle udstedes med en kupon på 1½%. Det er 1%-point højere end da renterne var lavest i starten af januar 2021. På den positive side lægger det en kraftig dæmper på konverteringsaktiviteten, men det har også den konsekvens, at investorenes appetit på lange

obligationer falder kraftigt. Figuren nedenfor giver en indikation på, hvor stor rentefølsomheden er på det konverterbare marked lige nu. For stort set alle investorgrupper gælder, at de sjældent har haft mere varighed på deres realkreditportefølje end nu. Det er en udfordring i afdelinger såsom denne, hvor der er en øvre grænse for, hvad varigheden må være på porteføljen.



Kilde: Nationalbanken

Afkast og forventninger

Rentestigningen i 1. kvartal satte gang i en negativ dynamik for det danske obligationsmarked i almindelighed og realkreditobligationer i særdeleshed. Rentestigningen og presset på realkreditobligationerne udløste et negativt afkast, som var på linie med afkastet på sammenligningsindekset. For de kommende kvartaler er det afgørende, at rentestigningen ikke fortsætter i samme tempo, for så vil vi se et yderligere pres på realkreditobligationerne. Det vil være nyttigt, hvis vi også kunne få en lille afmatning på boligmarkedet, så den løbende udstedelse ikke er så stor, som det vi har set i de første måneder af 2021. Det forventer vi vil ske, men timingen er svært at spå om.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2021