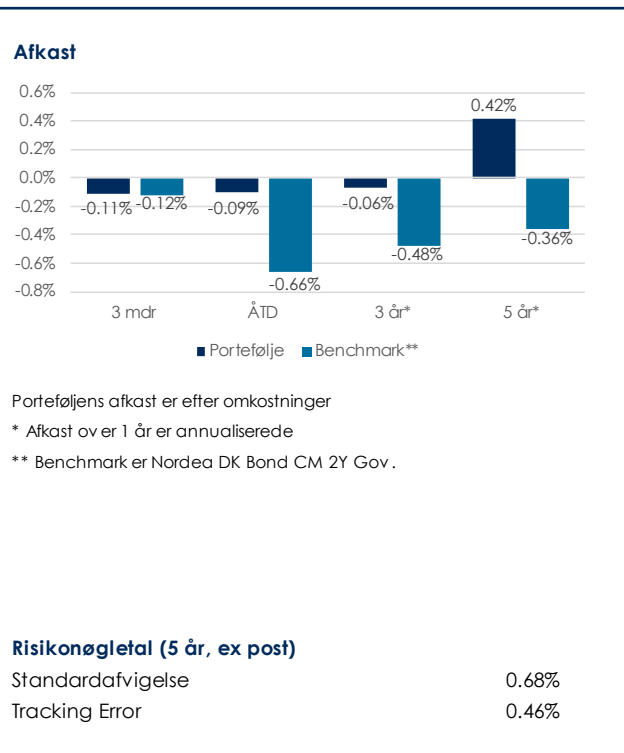


Kære investor

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.

- Obligationsmarkederne påvirket af en ny bølge af Covid-19 og efterfølgende nedlukninger
- Det gav et yderligere fald i de lange obligationsrenter, mens de korte renter var stort set uændrede over året og i 4. kvartal
- Præsidentvalget i USA faldt ud som ventet, efter nogen tumult, og dette havde kun marginal betydning for obligationsmarkedet
- Realkreditobligationerne havde et godt kvartal understøttet af moderat udstedelse og stærk investorinteresse
- Rentefaldet mod kvartalets slutning trak udstedelsen lidt op og øgede risikoen for konverteringer
- De negative renter ved årets begyndelse var en udfordring for afkast som endte året lige under 0% efter omkostninger



Kære Investor

2. halvår var væsentligt mere roligt på rentemarkederne end 1. halvår, og i 4. kvartal var bevægelserne generelt meget små, men entydigt i retning af lavere renter. De økonomiske nøgletal var i perioder i bedring, men mod årets slutning stod det klart, at en ny omgang af nedlukninger stod for døren i de fleste regioner i verden, og at det igen ville komme til at koste på væksten. Formentligt ikke noget der ligner effekterne i 1. halvår, men stadigvæk vil det sætte verdensøkonomien noget tilbage, efter væksten ellers var kommet ind i en fornuftig bane hen over sommeren. De vaccineresultater som vi så i slutningen af 4. kvartal, og som virkede ganske lovende, vil formentligt først kunne aflæses i de økonomiske nøgletal en gang til foråret.

Rolige rentemarkeder med en svagt faldende rente er noget nær det perfekte investeringsmiljø for konverterbare realkreditobligationer. Det kunne dog ikke forhindre afdelingen i at realisere et marginalt

negativt afkast i 4. kvartal og for hele året. For hele året lå afkast, over det tilsvarende på sammenligningsindekset.

Det globale billede

Den globale vækst ser ud til at lande på ca. -4% i 2020. Det er en mindre nedgang end de fleste havde forventet tidligere på året og det skyldes en pæn aktivitet hen over sommeren. Vi ser de omfattende nye nedlukninger sætte sine spor i vækstprognoserne for 2021. De fleste økonomier vil have noget mindre fart på ved indgangen til 2021 og de vil være længere tid om at komme op i gear igen, selvom de positive effekter af udrulningen af vaccinen ikke skal undervurderes. Vi forventer dog først, at vaccinen vil have positiv indvirkning på væksten fra 2. kvartal.

Stillet overfor dette usikre vækstbillede har de fleste centralbanker reageret med forsigtighed og valgt at fortsætte og forlænge deres eksisterende pengepolitiske programmer. Den Europæiske

Centralbank (ECB) annoncerede på deres møde medio december, at de skal købe op for yderligere 500 mia. EUR frem til marts 2022 og det ser ud til, at det nuværende opkøbstempo på samlet set små 100 mia. EUR hver måned kan fortsætte et godt stykke tid endnu. Det betyder for 2021 at ECB formentligt kan købe den samlede udstedelse af statsobligationer fra hele Eurozonen.

Den amerikanske centralbank (FED) annoncerede i december, at den vil øge sin obligationsbeholdning med ca. 120 mia. USD per måned, hvoraf de 80 mia. USD er statsobligationer. I 2021 vil udstedelsen af amerikanske statsobligationer dog langt overstige FED's opkøb, så andre investorer skal træde til.

Danmark

Den danske krone lå meget stabilt i 4. kvartal mellem 7,44 og 7,45 DKK pr. EUR. Nationalbanken intervererede derfor ikke i 4. kvartal. Der er forholdsvis stram likviditet i danske kroner relativt til det, vi observerer i Euroområdet. Det hænger sammen med, at Nationalbanken hverken gennemfører opkøb af obligationer eller store udlån til bankerne. Den stramme likviditet i DKK holder kronen stærk og bidrager til at holde de danske renter lidt højere end det, vi observerer i EUR-markedet.

Obligationsmarkedet

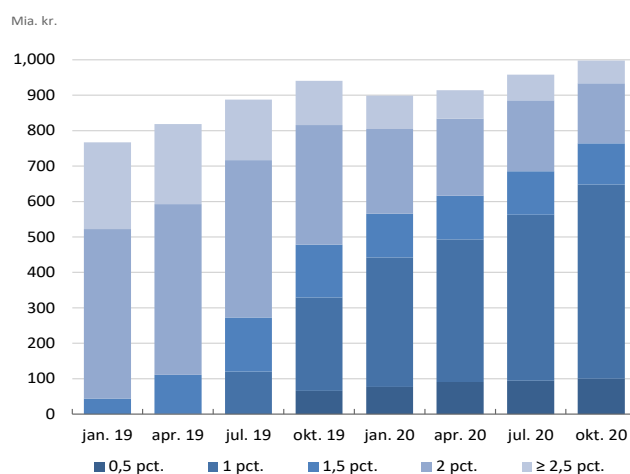
Det lille rentefald på toneangivende statsobligationer kombineret med en stærk efterspørgsel efter realkreditobligationer betød en stærk undertone i denne del af markedet. Mod slutningen af kvartalet trak det toneangivende udstedelsespapir, med en løbetid på 30 år og en kupon på 1%, op over kurs 100 og lukkede dermed formelt for nye lånetilbud.

Det er det seneste eksempel på den nedgang i kuponrente som figuren på denne side også viser. Siden primo 2019 er der sket en omfattende udskiftning i realkreditmarkedet, således at obligationer med kupon over 1% nu er en uddøende race.

Det vurderer vi også vil være tendensen i 2021 og de første indikationer på konverteringerne til april-terminen taler allerede sit tydelige sprog om en yderligere reduktion i "højekuponobligationerne".

Som det også fremgår af figuren er den store joker for konverteringsomgangen 1%-erne. De udgør godt halvdelen af markedet og handler som beskrevet

ovenfor i øjeblikket lige omkring eller over kurs 100. Det er ikke et niveau der udløser konverteringer. En god tommelfingerregel siger, at det sjældent betaler sig kun at konvertere en halv kupon ned. Vi må derfor formode, at 1%-obligationerne først er konverteringstruede, hvis vi ser 30-årige lån med en kupon på 0,25% komme på banen og handle til en kurs over cirka 97,50. Det er vi et stykke fra endnu. Den mere akutte problemstilling for 1%-erne er, at de ved yderligere rentefald herfra ikke vil stige så meget som deres varighed tilsiger. Den reduktion i kursfølsomhed betyder, at ved rentefald herfra vil de lange statsobligationer trække fra 1%-erne kurs- og afkastmæssigt.



Kilde: Nationalbanken

Afkast og forventninger

Afdelingen gav et marginalt negativt afkast for året 2020, hvilket var på linje med det forventede og bedre end sammenligningsindekset. Udfordringen herfra er, som beskrevet ovenfor, at yderligere rentefald vil trække meget varighed ud af realkreditobligationerne og udløse konverteringer af alt med en kupon over 1%. Det gør os forsigtige med forventninger til afkastet i 2021, som får vanskeligt ved at matche afkastet i de forgangne år.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2020