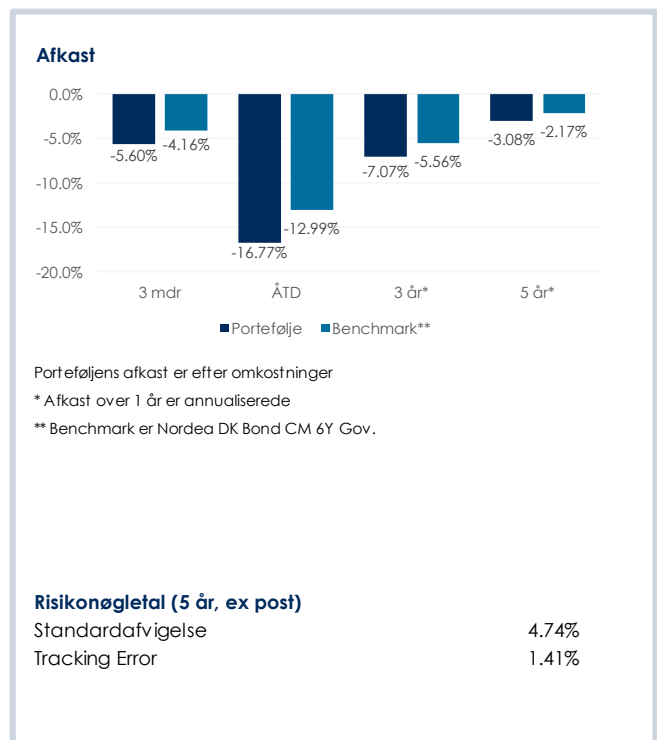


Investorbrev – BankInvest Lange Danske Obligationer

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

- o Rentestigninger og finansiell uro
- o Centralbankerne er stålsatte i bekæmpelsen af inflationen og leverer renteforhøjelser på stribe
- o Finansiell uro kan udskyde normalisering af centralbankernes obligationsbalancer
- o ..som vi så det i Bank of England
- o Men før vi ser inflationen væsentligt lavere tror vi ikke på et stop for renteforhøjelser
- o Rentestigningerne kostede dyrt på realkreditmarkedet
- o I det længere perspektiv er der værdi i dansk realkredit i.f.t de fleste alternativer



Kære Investor

Det forgangne kvartal var et af de vanskeligste og mest udfordrende for de globale finansielle markeder, vi nogensinde har oplevet. Den globale økonomi er i en fase med lav, aftagende vækst uden at det har gjort mærkbart indhug i den høje inflation. Læg dertil den desværre fortsat verserende krig i Ukraine, en hovedløs finanspolitik i UK, og uro om en schweizisk bank og den britiske pensionssektor. Så er det ikke så underligt at kvartalet bød på store udsving.

Det danske obligationsmarked var ingen undtagelse og, de 30-årige konverterbare realkreditobligationer testede nye lavpunkter kursmæssigt. Da 2. kvartal gik på hæld åbnede realkreditinstitutterne 30-årige 5%-obligationer. Det blev trumfet i 3. kvartal, hvor 6%-obligationer gjorde deres entre og selv en 7%-obligation fra Nykredit blev det til, da uroen kulminerede. I det følgende vil vi gå et spadestik dybere med nogle af disse emner og redegøre for, hvilke konsekvenser det har haft for afdelingen.

Det Globale Billede og Centralbankerne

Den amerikanske centralbank (FED) gennemførte igen to renteforhøjelser i kvartalet og begge var (som i juni) på hele 0,75%-point. FED's altoverskyggende bekymring er, at inflationen bider sig fast på høje niveauer. De økonomiske omkostninger i form af lavere vækst, højere arbejdsløshed og urolige finansmarkeder er i den sammenhæng sekundære. Pengemarkedet forventer i øjeblikket en kort rente medio 2023 på 4,5%. En renteforhøjelse på 1,25%-point fra det nuværende niveau.

FED's obligationsbeholdning er også under (langsom) afvikling i takt med at udløbne obligationer kun delvist bliver reinvesteret. I kvartalet forsvandt ca. \$100 mia. svarende til knap 2% af beholdningen.

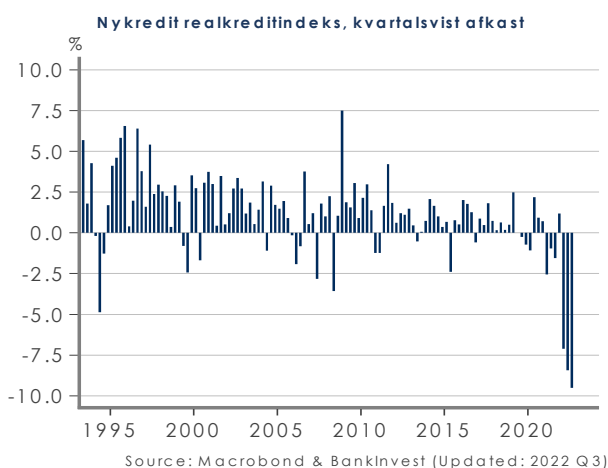
Den Europæiske Centralbank (ECB) fulgte trop med to renteforhøjelser, og den seneste i september matchede FED's 0,75%-point. ECB har i de 23 år, den

har eksisteret ikke før gennemført en forhøjelse af den størrelse. Vi skal tilbage til Bundesbank-æraen for at finde den slags renteforhøjelser – hvilket meget godt illustrerer centralbankernes tankemønstre og de udfordringer de står overfor. ECB så i den forbindelse stort på at man på mødet i juni annoncerede en renteforhøjelse på kun 0,25%-point til julimødet. Der tegner sig igen et mønster af en centralbank som er blevet taget på sengen. Pengemarkedet indregner i øjeblikket, at renten skal kulminere mod slutningen af 2023 i niveauet 3%. En renteforhøjelse på 2,25%-point fra det nuværende niveau.

Vi er af den opfattelse, at det er svært at se centralbankerne indstille stramningerne af pengepolitikken før vi ser et bedre match mellem rente- og inflationsniveau. Et naturligt sted at stoppe er, når kerneinflationen forhåbentligt i løbet af 2023 bevæger sig ned under den pengepolitiske rente. Vi så også i 3. kvartal en centralbank (Bank of England) reagere på finansiell uro ved at genoplive opkøbsprogrammet. Det kan også blive et tema i Euroland og USA da den meste sandsynlige reaktion på finansiell uro, er at skrue på opkøbsprogram snarere end at indstille renteforhøjelser.

Obligationsmarkedet

De toneangivende 10-årige statsobligationsrenter steg til det højeste niveau siden 2011. Rentestigningen gik hårdt ud over det danske realkreditmarked som havde det værste kvartal i de 30 år vi har data for. Et bredt realkreditindeks gav et afkast tæt på -10% og er ned 23% i år. Figuren nedenfor viser, hvor exceptionelt 2022 har været.



Det kraftige kursfald betød, at låntagerne kunne fortsætte deres opkonverteringer. 100 mia. var opkøbet i 3. kvartal efter 110 mia. i 2. kvartal. Nettoudstedelsen landede på ca. -40 mia. i 2. kvartal, nogenlunde det samme som i 2. kvartal. Tendensen er vedvarende, at der sker en betydelig vandrings af låntagere fra fastforrentede lån over til variabelt forrentede eller rentetilpasningslån. Den tendens ventes at vare ved så længe, det fastforrentede alternativ har en kupon på 5 eller 6%. Det stabile opkøb fra låntagerne blev mødt af salg fra både inden- og udenlandske investorer, særligt i lavkuponsegmentet.

Afkast og forventninger

Afdelingen gik ind i 2022 med en forsigtig strategi baseret på en begrænset andel af konverterbare realkreditobligationer (20-25% af porteføljen). Det kunne dog ikke forhindre afdelingen i at levere et negativt afkast i 3. kvartal, absolut såvel som relativt til sammenligningsindekset.

Det negative absolutte afkast er en konsekvens af de bevægelser, der er beskrevet i de foregående punkter men det negative relative afkast er en funktion af et væsentligt lavere afkast på realkreditobligationer relativt til statsobligationer. Som nævnt var et bredt realkreditindeks ned med 10% i 3. kvartal mens et bredt statsobligationsindeks faldt godt 5% i 3. kvartal.

Denne deroute for realkreditobligationer efterlader dem på meget billige niveauer relativt til statsobligationer. Vi opererer nu med et forventet afkast på korte obligationsafdelinger i niveauet ca. 3% på 12 mdr. sigt. Det er meget længe siden det har været tilfældet, og det kommer efter en lang periode, hvor horisontafkastet har været tæt på 0 eller direkte negativt. Der er meget andet i verden der også er blevet billigere men blandt AAA-ratede obligationsinvesteringer er det svært at pege på alternativer, der tilbyder et bedre afkast/risikoforhold.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2022

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central/Væsentlig Investorinformation, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.