

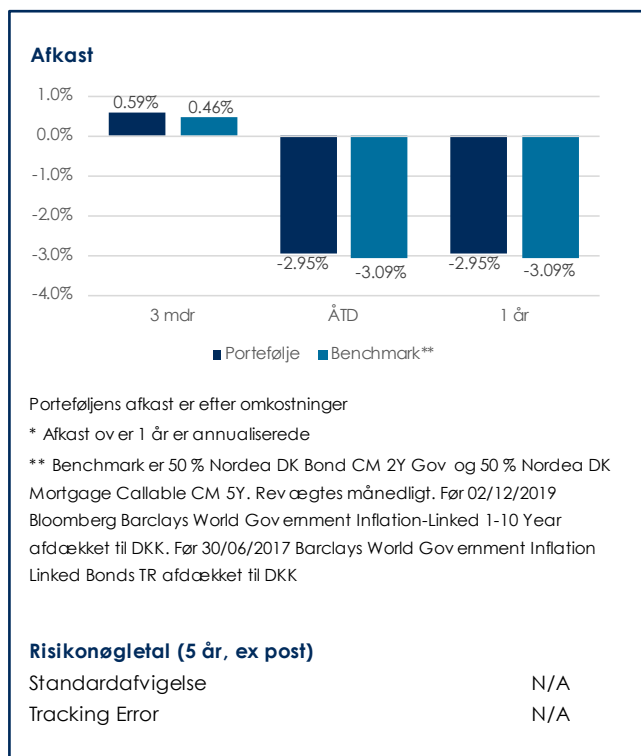
BankInvest Lange Danske Obligationer

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

- Renterne stabiliserede sig som følge af stigende bekymring for nye Corona-varianter
- Begyndende og delvis nedlukning koster på væksten og gør inflationsbilledet endnu mere mudret
- Centralbankerne på vej mod en exit fra den ekstraordinært lempelige pengepolitik
- USA og UK går forrest mens Den Europæiske Centralbank (ECB) ikke har så travlt
- Fortsat intervention fra Nationalbanken, som følge af den stærke krone, men ingen rentenedsættelse
- Store forskelle i afkast på tværs af obligationstyper, kuponer og løbetid



Kære Investor

I løbet 4. kvartal stoppede den rentestigning som vi havde observeret siden primo august. Katalysator for stemningsskiftet var fremkomsten af en ny Corona-variant (Omikron), som viste sig at være mange gange mere smitsom end de tidligere. Selvom Omikron formentligt også er mildere førte det alligevel til en ny runde af nedlukninger og restriktioner på tværs af lande og sektorer. Det kommer til at koste på væksten i 4. kvartal og ind i 2022 og kan også have konsekvenser for inflationsbilledet.

Inflationen nåede i november nye højder med en årsstigning i USA på knap 7% og knap 5% i Eurozonen. Meget af den høje inflation kan stadig tilskrives ekstraordinære forhold blandt andet relateret til energipriser, men det står efterhånden klart, at den høje inflation ikke er så midlertidig, som centralbankerne og de finansielle markeder kunne ønske sig. Den amerikanske centralbank (FED) tog konsekvensen og holdt op med at karakterisere

inflationen som "transitory" og ECB justerede deres skøn for inflationen i 2022 op med hele 1,5%-point til 3,2%. 1%-point af denne opjustering kan dog relateres til energipriser.

Statsobligationsrenterne indledte kvartalet med at fortsætte rentestigningerne fra 3. kvartal, men renterne toppede i oktober og efterfølgende betød den skærpede retorik fra centralbankerne, at markederne blev mindre bekymrede for at de ville miste kontrollen over inflationen. Det sendte inflationsforventninger og nominelle renter ned. Den bevægelse skubbede Omikron yderligere til i november og december.

Det Globale Billede

Centralbankerne fortsatte kursen mod en normalisering af pengepolitikken. På mødet i december annoncerede FED en fremskyndelse af afviklingen af det ekstraordinære obligationsopkøb. Det ventes nu helt udfaset allerede til marts. Det betyder også, at

BankInvest Lange Danske Obligationer

vejen nu er banet for renteforhøjelser og dem venter FED selv at levere tre af i 2022.

ECB bevæger sig i samme retning, men i et noget lavere tempo. Opkøbstempoet hos ECB er også aftagende, fra €80 mia. i 1. kvartal gradvist ned mod €20 mia. mod slutningen af 2022. ECB har til gengæld, så godt som aflyst renteforhøjelser i 2022. Nationalbanken i Danmark satte renten ned på den sidste dag i 3. kvartal og har i 4. kvartal afholdt sig at justere yderligere på renten. Til gengæld er der blevet intervenseret i valutamarkedet for at forhindre kronen i at blive for stærk. 50 mia. DKK blev det til i 4. kvartal.

Obligationsmarkedet

Der faldt mere ro på det danske obligationsmarked i 4. kvartal og det gav en mere positiv undertone til realkreditobligationsmarkedet. I perioder var der åbnet for udstedelse i 30-årige obligationer med en kupon på 2%. Det har vi det meste af året efterlyst som en mulig kilde til en stabilisering af realkreditmarkedet. Det skulle ske ved at vi begyndte at se opkøb fra låntagere i 0,5% og 1%-obligationer, som ville føre til en reduktion af varigheden i det konverterbare marked. Vi har set opkøb af den karakter i 4. kvartal men nok ikke mere end 10-15 mia. DKK. Opkøbet har været bremset af, at 2%-obligationerne det meste af kvartalet har været lukket for lånetilbud fordi kursen er over 100.

Kombinationen af lidt lavere renter og et skift op i kupon på udstedelsessiden har ført til et lille fald i varigheden på realkreditmarkedet, som har bekommet det vel. Vi har også observeret en faldende appetit på fastforrentede lån og en vandring over mod rentetilpasningslån eller andre variabelt forrentede lån. Det bryder med en årelang tendens men er ikke så underligt når man ser på forskellene i ydelse.

I det kortere marked har renterne været forankret tæt på indskudsbevisrenten og med en indbygget forventning om, at næste rentebevægelse fra Nationalbanken kan være en rentenedsættelse. Interventionen i december gør en rentenedsættelse mere realistisk. Vi hælder dog mere til at Nationalbanken forholder sig afventende i en verden, hvor stort set alle andre centralbanker er på vej i den modsatte retning.

Det korte pengemarked er i øjeblikket også påvirket af de noget uforudsigelige statslige betalinger som stiger og falder i takt med nedlukninger og genåbninger. Det

overordnede billede, som vi fik bekræftet, da staten meldte sine udstedelsesplaner for 2022 ud, er at budgetsituationen er forbedret ganske markant gennem 2021 og det ser ud til at fortsætte i 2022. Det betyder mindre udstedelse af statsobligationer. Det ligger dog fast, at der kommer en 10-årig grøn statsobligation og at der også bliver udstedt en ny indeksobligation med udløb i 2034.

Afkast og forventninger

Afkastet for 4. kvartal endte pænt i plus drevet af en positiv afkastudvikling på afdelingens realkreditobligationer. For hele året blev facit et afkast på -2,9%, et afkast som var noget svagere end afkastet på sammenligningsindekset. Realkreditobligationerne havde et vanskeligt år, og selvom afdelingen har haft en lavere andel af konverterbare end de foregående år, så har det stadig kostet en del på afkastet.

2021 har i det hele taget været et volatilt år og de færreste obligationer har givet positive afkast. Vi kan konstatere en meget stor divergens på afkastet mellem ellers sammelnelige obligationer. Tager vi det 30-årige udstedelsespapir som primo året var en 0,5% 2053 gav den i 2021 et afkast på -7%. I den modsatte ende ligger 30-årige obligationer med en kupon på 2% som i runde tal gav et nulafkast i 2021. Tilsvarende på statsobligationer spænder afkastet fra -10,5% på en 30-årig obligation til +6% på en tiårig indeksobligation.

Udgangspunktet for afkastet i 2022 er bedre end ved indgangen til 2021. Der er kommet mere hældning på rentekurven og højere merrenter på femårige rentetilpasningsobligationer samt på konverterbare obligationer. En 30-årig konverterbar med en kupon på 2% ligger kursmæssigt stort set samme sted her primo 2022 som en tilsvarende obligation med en kupon på 1% gjorde primo 2021. Det giver bedre løbende renteafkast, men som vi så det i 2021, er det i sidste ende rentebevægelserne, som afgør om det samlede afkast ender i plus eller minus.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2021