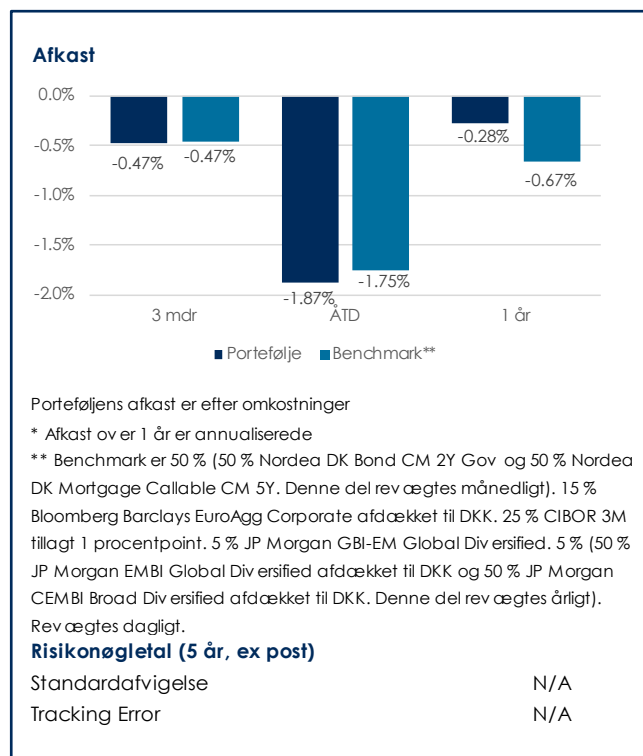


Kære investor

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

- Høje vækst- og inflationstal i den globale økonomi
- På globalt niveau er der flere centralbanker der strammer end lemper
- De toneangivende centralbanker varsler opstramninger med stor forsigtighed
- Volatile rentemarkeder uden niveauskift på de lange renter
- Danske realkreditobligationer har det fortsat svært, men der er en underliggende bedring i de fundamentale forhold



Kære Investor

Den globale økonomi tabte momentum i 3. kvartal. Logistiske problemer bl.a. relateret til vare- og energiforsyning samt en delta-variant som fortsat driller i mange lande har lagt låg på den økonomiske fremgang. Prognoserne spår dog stadig om en global vækst i 2021 på ca. 6%. I 2022 ventes også fortsat en vækst på 4½%.

Fokus er stadig i meget høj grad på inflationen, som flere steder – mest markant i USA – ligger på et højt niveau. Efter prognoserne vil inflationen de kommende måneder forblive høj og formentligt i Eurozonen stige yderligere. Når vi kommer ind i 1. kvartal skulle vi meget gerne se et kraftigt fald i inflationen igen, hvis vi skal holde fast i at den er midlertidig.

Statsobligationsrenterne indledte kvartalet med at falde kraftigt, for derefter i august og september at stige tilbage til udgangspunktet. Det gjaldt både i USA og i Europa. I Danmark holdt det også stik for renten på

statsobligationer mens billedet på realkreditobligationsmarkedet var noget anderledes. Her gik det hårdt ud over de konverterbare obligationer.

Svagheden på det danske realkreditmarked var ret unik i den forstand at vi ikke så andre kreditprodukter have det svært. Virksomhedsobligationer havde et udmærket kvartal, særligt de lavest ratede kom ud pænt i plus.

Det globale billede

Centralbankerne fortsatte kursen mod en normalisering af pengepolitikken. Længst fremme er man i USA, hvor den amerikanske centralbank (FED) på mødet i september signalerede en snarlig afvikling af det ekstraordinære obligationsopkøb. Alt tyder på, at FED på mødet i december kan sætte gang i en neddrøsling af opkøbet med henblik på at have reduceret det til 0 medio 2022. Det betyder, at FED nu lægger op til at gennemføre renteforhøjelser i kan slutningen af 2022.

BankInvest Optima Rente

Konsensus på de finansielle markeder er at FED ultimo 2022 sætter renten op med 0,25%-point.

Den Europæiske Centralbank (ECB) tog også de første spæde skridt til at stramme pengepolitikken. Det midlertidige opkøbsprogram (PEPP) som blev sat i gang i foråret 2020 som et modsvar mod den betydelige finansielle volatilitet i kølvandet på Corona-epidemien, bliver skaleret ned i 4. kvartal og stopper med udgangen af marts 2022. Under det program blev der i 3. kvartal købt €80 mia. i snit per måned. Det underliggende opkøbsprogram (APP) som er på €20 mia. per måned ventes ved samme lejlighed at blive øget en del for at kompensere for bortfaldet af PEPP-programmet. Vi kan se en trappe for os hvor opkøbet gradvist vil gå fra de ca. €100 mia. som det samlet lå på i 3. kvartal ned mod 0 i løbet af 2022. På den anden side af opkøbsstoppet venter renteforhøjelser men det er næppe et tema de første par år.

I Danmark satte Nationalbanken ultimo kvartalet renten ned fra -0,5% til -0,6%, altså tilbage på niveauet fra før Coronakrisen. Baggrunden var en vedvarende intervention i valutamarkedet fra Nationalbankens side. Knap 75 mia. DKK er der blevet interverneret for i 2021, heraf 24 mia. bare i september.

I Emerging Markets (EM) var der en overvægt af centralbanker der strammede pengepolitikken under indtryk af svage valutaer og høje inflationsrater. Den vægtede pengepolitiske rente i EM er nu ca. ½%-point højere end da den bundede ud i efteråret 2020.

Obligationsmarkedet

Uændrede USD-renter og stabile kreditspænd betød at kvartalet igen bød på positive afkastbidrag fra virksomhedsobligationer. Obligationer fra Emerging Markets måtte indkassere negative afkast, særligt når vi kigger på obligationerne i lokalvaluta. Flere af de toneangivende lande satte renten op uden at det styrkede deres valuta. Det gjaldt bl.a. for Brasilien og Mexico.

Indtil nu har 2021 været et meget sløjt år for danske konverterbare realkreditobligationer relativt til statsobligationer. Vi skal tilbage til 2008 for at se noget lignende. Det er dog særligt smertefuldt i år, fordi de absolutte afkast (i modsætning til 2008) også er negative, som det fremgår af figuren. Et afkast på -6 til -7% på de toneangivende papirer, og hele det positive merafkast fra 2018-2020 er nu stort set elimineret.

Vi har beskrevet i tidligere breve fra i år, hvilke faktorer der særligt har tynget markedet i år. Den meget store udstedelse i 1. halvår – ca. 80 mia. netto - var en vigtig forklarende faktor. Kombineret med, at udlandet kun ser ud til at have aftaget 25% af nettoudstedelsen hvor de siden 2016 typisk har taget næsten det hele.

Hjælpen er dog på vej i form af en væsentligt lavere udstedelse. Den kan falde helt ned til 15-20 mia. i 4. kvartal afhængigt af hvilket lånepapir der er det toneangivende. Mod slutningen af kvartalet var 30-årige 2%-obligationer lige ved at komme i spil. De kom dog ikke helt ned under kurs 100, som der kræves for at de kan åbne for udstedelse. Det kan ske i 4. kvartal hvis renterne igen stiger og/eller realkreditobligationerne kommer under fornyet pres.

Afkast og forventninger

Facit for afkastet i 3. kvartal blev -0,5%. Som beskrevet tidligere var det en kombination af et kraftigt negativt afkast på danske obligationer og på EM-obligationer i lokalvaluta, kombineret med positive afkast på virksomhedsobligationer, i særdeleshed de lavest ratede. Afkastet var i øvrigt præcist det samme som på sammenligningsindekset.

Når vi kigger fremad har udviklingen i 2021 skabt en prisfastsættelse i det danske, konverterbare realkreditmarked som er mere attraktiv end vi har set længe. Det gælder også når vi ser det i en global kontekst hvor merrenten på en lang række kreditobligationer har bidt sig fast på lave niveauer. Det lave spænd er velbegrunderet i en stærk indjeningsudvikling for mange selskaber men det efterlader ikke det store potentiale for yderligere spændsindsnævring fremadrettet.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021