

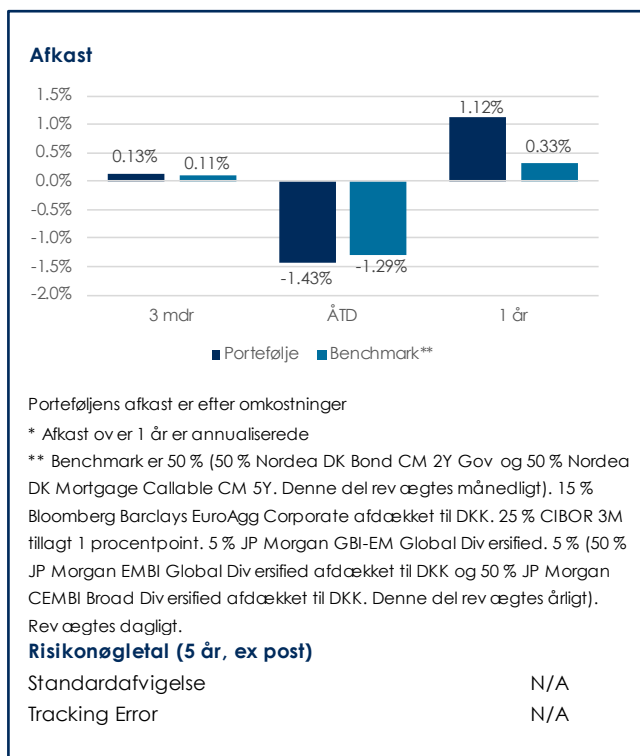
## BankInvest Optima Rente

## 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

- Fortsat bedring i økonomiske nøgletal men globalt faldt renterne lidt i 2. kvartal, trukket af USA
- Den Europæiske Centralbank fastholder et højt obligationsopkøb mens den amerikanske centralbank bevæger sig gradvist mod stramninger af pengepolitikken
- Risikoaktiver havde et godt kvartal, herunder særligt Emerging Markets-obligationer og virksomhedsobligationer
- Danske realkreditobligationer var under pres i det meste af kvartalet, drevet af høj udstedelse og begrænset investorinteresse
- Samlet set et marginalt positivt afkast som var på linje med sammenligningsindekset



## Kære Investor

Den globale økonomi bevæger sig gradvist mod mere normale tilstande, i takt med at smittetallene tager af og større og større dele af befolkningerne bliver vaccineret. Der er stadigvæk tale om to skridt frem og et tilbage. Et skridt tilbage, når nye Corona-varianter dukker op og sænker tempoet i genåbningen men det ændrer ikke på, at retningen synes robust.

Den globale økonomi ventes at vokse 6% i år og den forventning har været nogenlunde uændret gennem kvartalet. I 2022 ventes en vækst på 4½% og det er en lille oprevidering i forhold til, hvor vi lå i 1. kvartal. Der er dog mere fokus på inflationen, som flere steder – mest markant i USA – er kommet ud noget højere end forventet.

Trods den højere vækst og inflation har de lange obligationsrenter været stabile i 2. kvartal. I USA er renterne faldet lidt, mens de er steget omkring 0,1%-point i Eurozonen og i Danmark.

## Det Globale Billede

Den vigtigste konklusion på begivenhederne i 2. kvartal er, at den globale økonomi med raske skridt bevæger sig væk fra den undtagelsestilstand, den har befundet sig i siden primo 2020. Det frigør centralbankerne til at fokusere på, hvordan de skal indrette pengepolitikken på den anden side af Corona-krisen. Når det nu forhåbentligt snart bliver hverdag igen i centralbankerne, skal en række af de ekstraordinære tiltag, der er koblet op til Corona-krisen, udfases.

Det er mest aktuelt i USA, hvor den amerikanske centralbank (FED) da også på mødet i juni signalerede et stemningsskifte og et fokus på snart at sætte en startdato på afviklingen af det ekstraordinære obligationsopkøb. Snart betyder formentligt en annoncering i efteråret og en begyndende afvikling enten ultimo i år eller primo 2022. Det betyder også, at FED nu lægger op til at gennemføre renteforhøjelser i 2023 mod tidligere forventet 2024. Konsensus på de finansielle markeder er at FED ultimo 2022 sætter renten

## BankInvest Optima Rente

op med 0,25%-point. Det vil være første gang siden 2018 at pengepolitikken strammes.

Den Europæiske Centralbank (ECB) har af gode grunde ikke lige så travlt. Den mest oplagte grund er et noget svagere arbejdsmarked og derfor også et mere moderat inflationspres. Vi så det også i junis inflationstal, hvor over halvdelen af den årlige inflation på 1,9% kan tilskrives stigningen i energipriser over det seneste år. Det giver ECB råderum til at fastholde en lempelig pengepolitik og den forhøjelse af opkøbet, der blev implementeret i marts i år fastholdes indtil videre hen over sommeren.

### Obligationsmarkedet

Rentebilledet i 2. kvartal var præget af et fald i USD-renterne mens renterne i Euroland og Danmark var mere stabile. I USA så vi en betydelig indsnævring i rentespændet mellem korte og lange renter og det hænger sammen med en mere aggressiv tone fra FED. Det har reduceret bekymringen for, at FED var ved at komme bagud i.f.t. inflations- og vækstudviklingen. Det har formentligt også spillet ind, at yderligere markante finanspolitiske tiltag er blevet mindre sandsynlige og hvis der f.eks. kommer en infrastrukturpakke i USA så bliver den mindre end først antaget. Vi kan i øvrigt også aflæse disse tendenser i et fald i den forventede inflation fremadrettet – et fald der har stået på siden midten af maj.

Faldet i USD-renterne understøttede et positivt afkast på afdelingens USD-relaterede obligationer. Vi så også et generelt positivt afkast på afdelingens virksomhedsobligationer, investment grade såvel som high yield, hvor især high yield oplevede en kraftig indsnævring af spændet. Centralbankernes fortsatte opkøb driver en positiv undertone i stort set alle risikoaktiver. Vi må dog også erkende at rentespændene nærmer sig historisk lave niveauer og det må formodes at lægge en dæmper på afkastet fremadrettet.

På Emerging Markets har vi set fortsatte renteforhøjelser i flere af de større lande f.eks. Rusland, Brasilien og Mexico. Renteforhøjelserne har dog ikke, som vi så det i 1. kvartal, ført til generelle rentestigninger på obligationsmarkederne i de respektive lande.

Selvom renterne på overordnet niveau var ret stabile i 2. kvartal så var der således fornyet uro på realkreditobligationsmarkedet. Kombinationen af en

fortsat høj udstedelse i segmentet og en behersket appetit blandt investorerne kan forklare meget af uroen. De udenlandske investorer har sat deres køb af danske obligationer på pause og de indenlandske investorer holder sig for manges vedkommende tilbage fra at købe som følge af den høje varighed på deres porteføljer – et fænomen vi også beskrev i det foregående investorbrev. Mod slutningen af kvartalet faldt der lidt mere ro på markedet, men det er endnu for tidligt at erklære uroen for overstået. Vi så i 2. kvartal en forsigtig bevægelse hos låntagerne over i retning af rentetilpasningslån (RTL). Renteforskellen mellem et fem-årigt RTL og et 30-årigt fastforrentet nåede i 2. kvartal op på det højeste niveau siden primo 2019. Vi tvivler på, at det er nok til at sætte gang i en større flytning af låntagere over mod RTL-lån, men det vil lægge en dæmper på udstedelsen af fastforrentede obligationer og kan ad den vej stabilisere markedet.

Det er klart at i en verden, hvor stort set alle andre aktiver kører ind i spænd, må danske realkreditobligationer gradvist fremstå mere og mere attraktive men historien viser, at det tager tid for markedet at bearbejde og komme sig ovenpå så store udsving, som dem vi har set her i foråret.

### Afkast og forventninger

Afkastet for 2. kvartal endte lige over 0% og som beskrevet var det med meget forskellige bidrag fra de underliggende segmenter. Danske Obligationer leverede et negativt afkast, mens alle øvrige segmenter var i plus. De højeste afkast kom fra Emerging Markets Obligationer som gav godt 3% i afkast i 2. kvartal.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
**"BankInvest"**

*Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021*