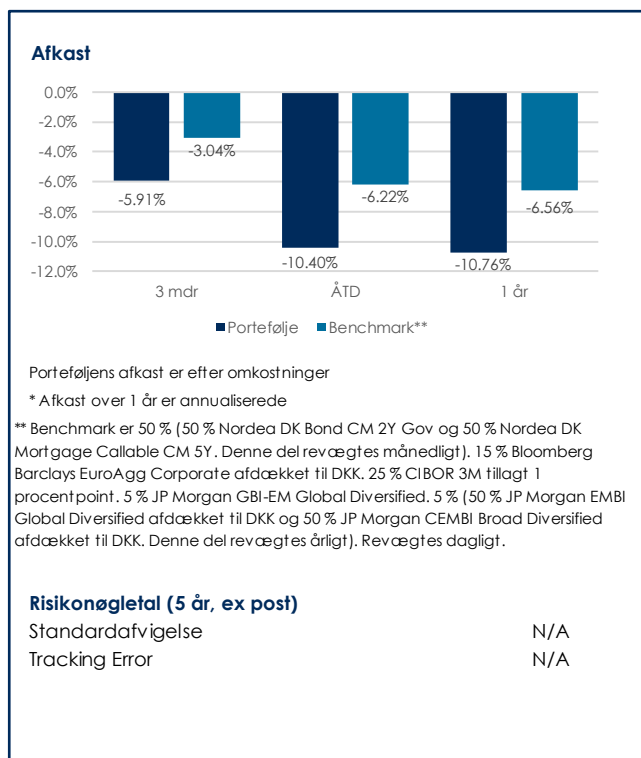


Kære investor

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

- Betydelige kursfald globalt på obligationer
- Drejet af opstramninger fra centralbankerne med baggrund i vedvarende høj inflation
- Det danske obligationsmarked hårdt ramt med nogle af de værste kursfald på realkreditobligationer, vi har oplevet i nyere tid
- Virksomhedsobligationer og Emerging Markets Obligationer havde også et vanskeligt kvartal



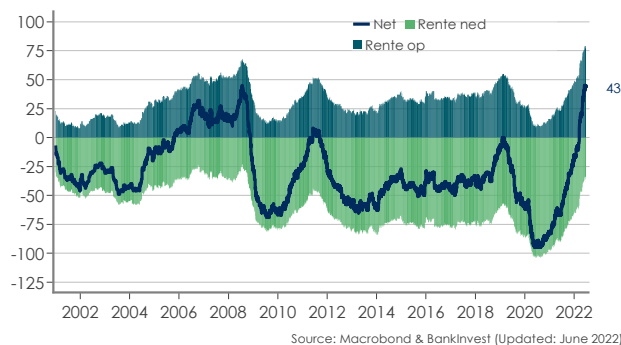
Kære Investor

Det foregående brev stod i krigens tegn, og beskrev nogle af de store økonomiske og finansielle omvæltninger som skyldede ind over os i 1. kvartal. Vi må desværre konstatere, at turbulensen er fortsat og i mange tilfælde intensiveret her i 2. kvartal og når vi gør regnskabet op her medio 2022, står vi indtil videre med et af de værste år på de finansielle markeder, nogensinde.

Vi døjer fortsat med en ubehagelig kombination af lav, aftagende vækst og høj inflation. Inflationen er mere sejlivet end de fleste forventede tidligere på året og centralbankerne agerer i overrensstemmelse med det. Rekordmange renteforhøjelser er det blevet til i år, som nedenstående figur viser. Af de toneangivende centralbanker er det kun Bank of Japan og Den Europæiske Centralbank (ECB), som holdt renterne uændrede i 1. halvår. For ECB's vedkommende er det dog kun et spørgsmål om tid, før renterne får et nøk opad.

Centralbankerne strammer pengepolitikken

Input fra 113 Centralbanker



Alle hjørner af det globale obligationsmarked blev ramt i 2. kvartal, men særligt virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer kom under pres. Der skete også en differentiering således at de svageste kreditter fik flest klø. Men selv AAA-ratede danske realkreditobligationer oplevede en spændudvidelse til danske statsobligationer. For flere obligationstyper, såsom danske realkreditobligationer og korte high-

yield obligationer kunne vi konstatere, at de tabte mere end deres varighed umiddelbart tilsiger.

Det globale billede og centralbankerne

Fællesnævneren for disse bevægelser er de ventede, omfattende stramninger fra centralbankerne. Den koordinerede forhøjelse af de pengepolitiske renter og opbremsning (i nogle tilfælde reversering) af opkøbene fra centralbankerne betyder, at rammevilkårene på de finansielle markeder ændrer sig fundamentalt. Vi oplevede i 2019 en tilsvarende situation, men det var meget kortvarigt og allerede inden Corona-epidemien var centralbankerne på retræte igen. Denne gang kan den høje inflation forhindre centralbankerne i hurtigt at vende rundt og lempe igen, selv hvis de finansielle markeder signalerer, at der er behov for det.

Mod kvartalets slutning faldt renterne lidt igen med den begrundelse at en recession virkede mere og mere sandsynlig og at centralbankerne derfor ikke kan gennemføre den lange række af stramninger, som der ellers er lagt op til. Den amerikanske centralbank (FED) gennemførte to renteforhøjelser i 2. kvartal og den seneste (i juni) var på hele 0,75%-point. I tilgift stoppede FED sit opkøbsprogram fra 1. juni, og obligationsbeholdningen er lige så stille begyndt at skrumpes i takt med at udløbne obligationer ikke geninvesteres fuldt ud. Forventningerne til toppen for den korte pengepolitiske rente stabiliserede sig mod kvartalets slutning på godt 3,5%.

ECB nøjedes med at varme op til renteforhøjelser. Det hænger sammen med, at ECB har kommunikeret en tidsplan ud som hedder stop for opkøb ultimo 2. kvartal og først derefter kan der komme renteforhøjelser. På det seneste møde blev en renteforhøjelse på 0,25%-point annonceret til julimødet, og det blev samtidigt sagt, at der kommer flere. I øjeblikket priser markedet ind, at ECB skal slutte 2022 med en pengepolitisk rente på lidt under 1% mod de nuværende -0,5%. Da kvartalet begyndte lå det kun i kortene at renten skulle sættes op til 0% ultimo året.

Obligationsmarkedet

Rentestigningen gik som nævnt hårdt ud over det danske realkreditmarked, som havde et af de værste kvartaler nogensinde. Markedet er nu i den usædvanlige situation, at indenfor den samme årgang af 30-årige realkreditobligationer (2053) spænder kuponen fra 0,5% til 5%. De sidste 10 års rentefald og

vandring ned i kupon er dermed komplet reverseret på lidt over et år. Det betyder også at den periode obligationerne når at være udstedelsespapir i er kortet meget ned og det betyder mindre volumen i obligationsserierne, hvilket er ødelæggende for likviditeten i markedet.

De fleste markeder globalt set døjede meget med likviditeten og selvom stort set al den likviditet, centralbankerne har pumpet ud siden Finanskrisen, fortsat er i systemet så er den stadigvæk en knap faktor, når der er brug for den. Vi kunne registrere det på spændene mellem de europæiske statsobligationer, i virksomhedsobligationsmarkedet (investment grade og i særdeleshed High Yield) på Emerging Markets-obligationer og som nævnt på danske realkreditobligationer.

Afkast og forventninger

Når vi oplever rentestigninger som i 2. kvartal kombineret med pres på rentespændene, så er det ikke overraskende, at det samlede resultat bliver et betydeligt, negativt afkast på porteføljen.

Som beskrevet var det et meget vanskeligt kvartal for realkreditobligationer, og det satte sig spor i afdelingens afkast. Selvom afdelingen havde en undervægt i konverterbare realkreditobligationer relativt til sammenligningsindekset, så kostede det alligevel på det relative afkast. Når vi kigger ud over det globale obligationsmarked kan vi konstatere, at afkastpotentialet for stort set alle obligationstyper er vokset betragteligt siden nytår. En måde at måle det på er ved at mængden af obligationer med negativ effektiv rente er faldet med næsten 80% siden nytår og med næsten 90% siden toppen i 2019. For at realisere de positive afkastforventninger, som vi aflæser på tværs af alle obligationstyperne i Optima Rente, kræver det dog en stabilisering af renterne. Det er svært at se den stabilisering, før vi har et klarere billede af, hvor og hvornår inflationen topper. Meget tyder på at det sker her i 3. kvartal i USA og Euroland, men der er stor usikkerhed knyttet til den prognose.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2022