

KontoInvest Korte Danske Obligationer

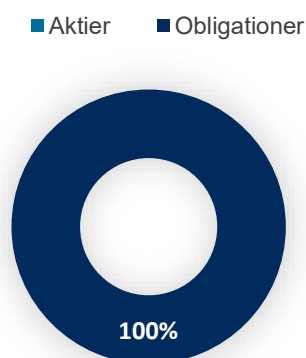
Kære investor

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 puljens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

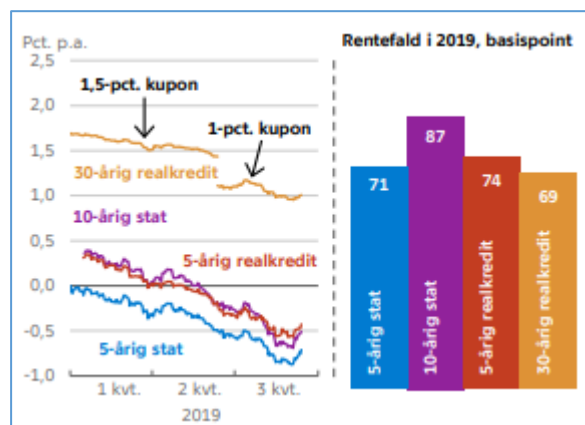
- Centralbankernes fuldfører deres u vending og sætter renterne ned
- Vedvarende lav inflation, skuffende væksttal og geopolitiske udfordringer ligger bag
- Den Europæiske Centralbank nøjes ikke med rentenedsættelser men bringer næsten hele værktøjskassen i spil
- De danske renter får også et nøk ned og samtlige danske statsobligationer handler til negative renter
- Lavere renter kaster benzin på konverteringsbålet, med betydelig udstedelse af lavkuponobligationer til følge

Aktivfordeling



Kære Investor

Negative renter kom for alvor på lystavlen i 3. kvartal. Realkreditinstitutterne lancerede fastforrentede obligationer med en kupon på -0,5%, Den Europæiske Centralbank (ECB) og Danmarks Nationalbank satte de pengepolitiske renter endnu længere ned under 0% og flere danske banker introducerede negative renter på almindelige privatkunders indlånskonti. Disse begivenheder er alle drevet af samme underliggende tendens – det vedvarende fald i de toneangivende renter. Som det fremgår af nedenstående figur, har rentefaldet 2019 været på hele 0,75%-point i snit. Gjorde vi regnestykket op ultimo august ville rentefaldet endda have været endnu større – omkring 1%-point. Rentefaldet var i 3. kvartal ikke stort nok til at trække de kortere obligationer i plus og resultatet blev et lille minus.



Kilde: Nationalbanken

Centralbanker, inflation og politik

Vi beskrev i investorbrevet for 2. kvartal, hvordan centralbankerne over en bred kam har sadlet om i år og nu enten aktivt sætter renterne ned eller seriøst overvejer det. Både den amerikanske centralbank (FED) og ECB satte renterne ned i 3. kvartal, FED oven i

KontoInvest Korte Danske Obligationer

købet to gange. Det der i første instans blev beskrevet som en "mid-cycle adjustment" ligner nu en mere fundamental omlægning af kursen. I ECB var overvejelserne om pengepolitiske lempelser, læs rentenedsættelse og nyt opkøbsprogram, telegraferet et godt stykke tid i forvejen. Da det så kom til stykket og beslutningen blev truffet på septembermødet var det en skuffelse for mange. Det mest skuffende var, at der var så mange centrale aktører højt placeret i ECB som havde travlt med at lægge afstand til beslutningen næsten inden den var truffet. Det var ikke overraskende at de tyske medlemmer havde reservationer, men at begge de franske medlemmer også var imod var mere bemærkelsesværdigt. Det hollandske medlem af styrelsesrådet gik så langt som til at lægge en pressemeddelelse ud på den hollandske centralbanks hjemmeside, hvor han forklarer hvorfor det efter hans mening var en dårlig idé at genstarte opkøbsprogrammet. Det er ganske uhørt, i ECB regi, at enkeltmedlemmer profilerer sig på den måde.

En del af stimulanspakken var en håndsrækning til bankerne ved at de får adgang til at sætte en større andel af deres overskudslikviditet ind til 0% i ECB. I runde tal er det op til 800 mia. € som bliver forskånet for en negativ rente på -0,5%. Vi har i Danmark et tilsvarende system, indskud på foliokonto, men det er pt kun ca. 15% af sektorens overskudslikviditet der får lov at stå på den konto. Resten af pengene er sat i indskudsbeviser til -0,75%, som renten hedder efter at Nationalbanken slavisk fulgte i ECB's fodspor. Beslutningen om ikke at øge den såkaldte folioramme var stærkt medvirkende til at flere pengeinstitutter efterfølgende introducerede negative renter til privatkunder.

Obligationsmarkedet

Rentefaldet åbnede kortvarigt op for udstedelsen af 30-årige realkreditlån med en kupon på ½%. Det sendte mange danskere ned i deres pengeinstitut for at få et lånetilbud og opsigelserne til oktoberterminen nåede rekordhøje 183 mia. DKK. Det svarer til knap en sjettedel af det samlede udlån i fastforrentede realkreditobligationer, der blev ekspederet til denne termin. De foreløbige indikationer for januarterminen, hvor fristen for at opsiges ligger ultimo oktober, tyder på samme travlhed hos realkreditinstitutterne og dermed en januartermin på op mod 200 mia. DKK. Det er et udfordrende miljø for realkreditobligationer som vi før har beskrevet og det holdt også stik i 3. kvartal. Det gik særligt hårdt ud over 2%-obligationerne som

institutterne har koncentreret deres indsats omkring. Det er ikke så underligt givet, at der var godt 450 mia. DKK i cirkulerende mængde da vi gik ind i året. Når vi passerer 1. oktober vil det være faldet til under 350 mia. DKK og et godt bud er at primo 2020 vil der kun være halvdelen tilbage af de oprindelige 450 mia. DKK. Spejlbilledet af det er en massiv udstedelse af lavkuponobligationer. ½%'erne nåede som følge af rentestigningen efter ECB-mødet ikke rigtigt at komme op i omdrejninger så det meste af udstedelsen er kommet i 1%-obligationer.

På investorsiden virker det som om den vedvarende nedtrapning af kuponerne og de forventede afkast er blevet taget med sindsro. Udlandet er ikke holdt op med at købe konverterbare og deres ejerandel holder sig støt over 30%. Til gengæld er de ikke længere så glade for rentetilpasningsobligationerne, som de nu kun ejer hver 7. af mod hver 5. for bare to år siden.

Afkast og forventninger

Med centralbankernes beslutninger og tiltag i 3. kvartal, synes lavrentemiljøet at have fået skubbet sit udløbstidspunkt endnu længere ud i fremtiden. Det er det miljø vi navigerer i, og det vil givet forplante sig ud i de fleste hjørner af de finansielle markeder og brede sig til produkter, som f.eks. privates indlån i banker, som hidtil har været fredet. I en sådan verden vil de afkast vi kan se frem til på lavrisikoprodukter være meget beskedne eller direkte negative i de fleste realistiske scenarier.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2019