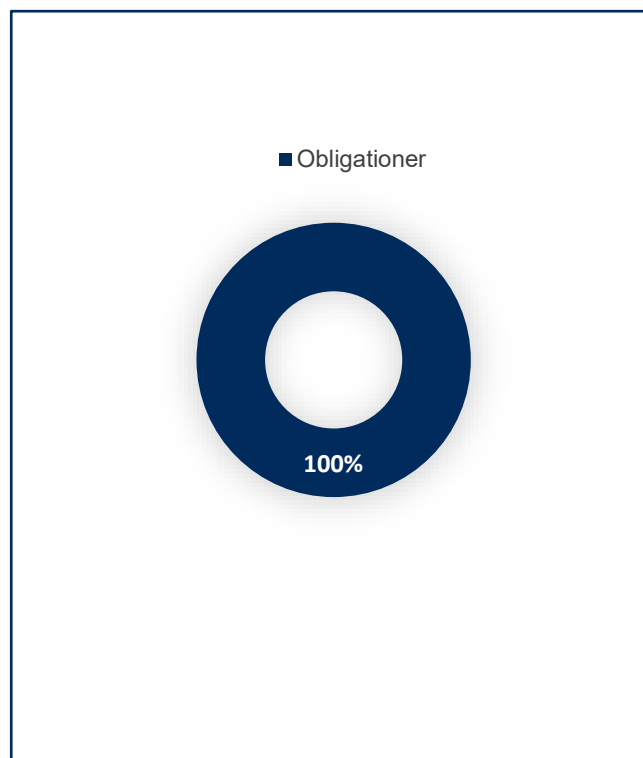


Kære investor

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

- Generelt stigende renter i 4. kvartal
- Tegn på stabilisering i den globale konjunkturcykel
- Afbøjning i konverteringstempo i takt med rentestigning



Kære Investor

I 4. kvartal fortsatte rentestigningen og det trak generelt obligationsafkast i minus. De kortere obligationer gik ikke fri. De korte renter steg stort set tilbage til niveauet primo året og det afspejler en stigende tro på, at vi har set de sidste rentenedsættelser i denne omgang. Den tro er begrundet i, at de økonomiske nøgletal har stabiliseret sig, at der blæser mildere vinde over handelskonflikten mellem USA og Kina og endeligt at UK og EU undgår et hårdt Brexit.

Centralbanker, inflation og politik

Rentestigningen fik yderligere næring af, at ECB-mødet i september efterlod mange markedsdeltagere med en opfattelse af, at ECB hverken kan eller vil sætte renten yderligere ned. Den opfattelse kan også finde støtte i en stigende opposition mod rentenedsættelser med den argumentation, at renten er kommet så langt ned at yderligere nedsættelser risikerer at i bedste være ligegyldige i værste fald kontraproduktive. I den

forbindelse var det interessant, at vi i december så den svenske Riksbank sætte renten op til 0%, hvor den afgørende faktor var et ønske om at normalisere renten tilbage til nulpunktet.

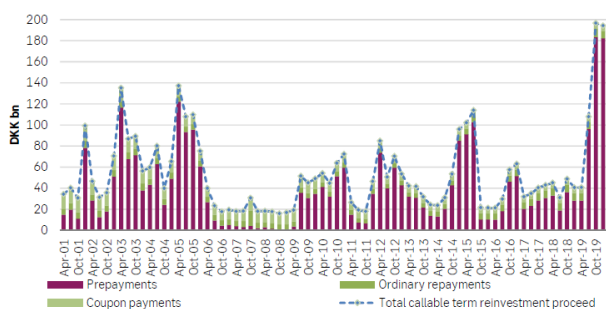
Den amerikanske centralbank (FED) satte renten ned ultimo oktober men signalerede samtidigt, at der nu skal meget til, før de flytter på renten igen. I store træk er der tilfredshed med den udvikling FED observerer på den økonomiske front. De seneste rentenedsættelser har haft karakter af en forsikring mod de negative følger, en vedvarende handelskonflikt kunne have.

I ECB tog den nye præsident Lagarde over. Der er lagt op til, at meget af 2020 i ECB skal gå med en gennemgang af ECB's pengepolitiske mål og midler. Det ventes tidligst at munde ud i noget konkret i slutningen af 2020, men det kan potentielt indebære andre eller supplerende inflationsmål, herunder en mere symmetrisk definition af inflationsmålet men også justeringer i de instrumenter, ECB har til rådighed.

I Danmark intervenserede Nationalbanken sporadisk i 4. kvartal og købte DKK på de svageste niveauer overfor EUR siden 2015. Beløbene var beherskede, med en samlet intervention i 4. kvartal på 5½ mia. DKK, men der ligger alligevel et signal i interventionen. Den største intervention var i december og når vi kigger ind i 2020 kan en (lille) selvstændig renteforhøjelse i Danmark blive aktuel.

Obligationsmarkedet

Realkreditmarkedet døjede i 4. kvartal med efterveerne af sommerens rentefald som udløste rekordhøje konverteringer til både oktoberterminen og januar 2020-terminen. Som kvartalet skred frem løjede konverteringerne mere og mere af, da 0,5%-obligationerne kom så langt ned i kurs, at de ikke rigtigt var attraktive som et refinanseringsalternativ. Det betyder, at de kommende terminer formentligt bliver under halvt så store som de to seneste.



Figur 1. Kilde: SEB

Ovenstående figur giver et indtryk af, hvor voldsomt stort konverteringsomfanget var i 2. halvår 2019. I betragtning af, hvor stort et konverteringsomfang vi så i 2019 er det bemærkelsesværdigt, at realkreditobligationerne ikke led mere under det. Det kan et stykke af vejen tilskrives en fortsat appetit hos udenlandske investorer. Deres fokus er først og fremmest på de likvide udstedelsesvarer, så når markedet er ved at drukne i nyudstedte lavkuponobligationer er udenlandske investorer en stabiliserende faktor. Det virker heller ikke som om, de høje udtræk har skræmt investorerne. Det er stadig sådan, at det er svært at finde bedre renter på tilsvarende sikre obligationer i resten af verden.

Et tema i 4. kvartal var i øvrigt den udbredte indførelse af negative renter på konti i pengeinstitutterne, også for private. Der opereres med forskellige modeller men

det typiske er, at indskud over 750.000 DKK pålægges en rente svarende til Nationalbankens indskudsbevisrente på -0,75%. Grænsen og renten er ikke mejslet i sten og vi kan godt forestille os at beløbet sættes yderligere ned i 2020. Det kan sende en del af de 1.000 mia. DKK som private har på indskud ud at arbejde, og på den måde motivere private til at interessere sig for korte obligationsplaceringer igen. For de fleste banker var det ved årsskiftet, at rentenedsættelserne blev implementeret.

Afkast og forventninger

Vi beskrev i brevet fra 3. kvartal, hvordan lavrentemiljøet havde fået skubbet sit udløbstidspunkt endnu længere ud i fremtiden. Det brød 4. kvartal ikke med selvom vi så renterne trække opad igen. Det mest interessante vi tager med os fra 4. kvartal er dog, at der er en stigende modstand mod yderligere rentenedsættelser og hvis centralbankerne kan slippe afsted med at holde de korte renter i ro og finde andre måder at levere pengepolitiske justeringer på, så vil de foretrække det. Afkastpotentialer er forbedret lidt siden ultimo 3. kvartal men det ligner stadig et udfaldsrum der ligger centreret lige under 0%.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2019