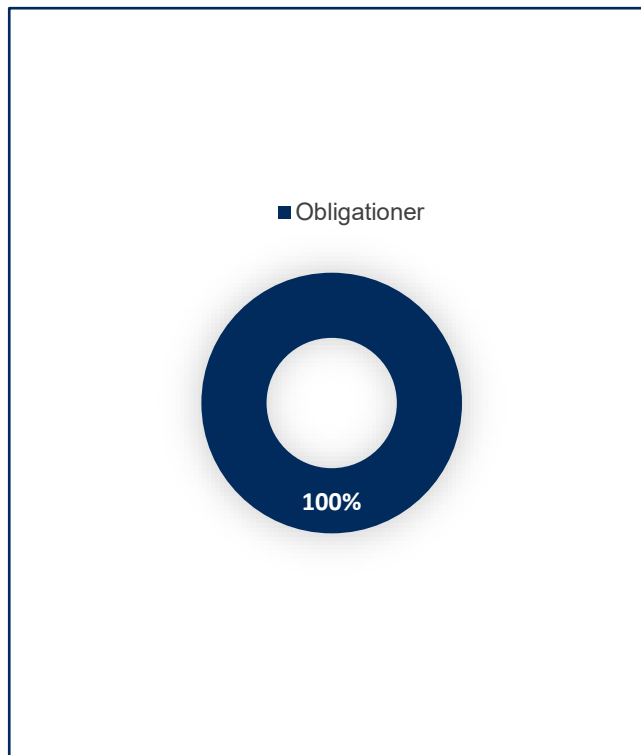


**KontoInvest Korte Danske Obligationer****Kære investor**

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**

- Covid-19 var det altdominerende tema i 1. kvartal
- Obligationer fanget i krydsfeltet mellem kollaps i vækst og enorme stimuli fra centralbanker og stater
- Statsobligationsrenterne stort set uforandret i kvartalet
- Realkreditobligationerne led under den stigende volatilitet, som betød udstedelse i fire forskellige kupon'er undervejs i kvartalet
- Danmark hårdere ramt end Tyskland og Nationalbanken måtte ty til renteforhøjelse

**Kære Investor**

Det er vanskeligt på begrænset plads at nå omkring alle de ekstraordinære begivenheder i 1. kvartal både i indland og udland, men vi vil gøre vores bedste.

Begivenhederne udsprang af den omsiggribende pandemi, som dominerede alle politiske og økonomiske dagsordener i 1. kvartal og formentligt vil gøre det samme i 2. kvartal.

Centralbanker og regeringer implementerede med den ene hånd en syndflod af hjælpepakker, lempelser af regulering og rentenedsættelser, mens de med den anden hånd lukkede den økonomiske aktivitet ned i et omfang som kun krige ellers formår. Vi er alt for tidligt i processen til at vide, hvor vi står når støvet har lagt sig, men verden på den anden side vil komme til at se anderledes ud end den verden, vi kendte før Corona-pandemien.

**Det globale billede**

Centralbanker over hele verden satte renterne ned i 1. kvartal, og det meste kom i marts. Den amerikanske centralbank satte renten ned to gange, og den ene af gangene var det med 1%-point. Ikke engang under finanskrisen i 2008/09 rykkede FED ud med så stor en rentenedsættelse. Læg dertil ubegrænset QE (opkøb af stats- og realkreditobligationer), lånefaciliteter til banker og udenlandske centralbanker og vi begynder at få et billede af en centralbank på overarbejde.

Den Europæiske Centralbank (ECB) satte ikke renten yderligere ned, men øgede til gengæld sit opkøbsprogram ganske betragteligt. En ny opkøbsfacilitet blev lanceret (PEPP) med en ramme på 750 mia. €. Den vil købe stort set de samme obligationer (stats-, realkredit og virksomhedsobligationer) som det eksisterende opkøbsprogram, men med mere fleksibilitet. Samlet betyder det et opkøb af €-denominerede obligationer frem til ultimo 2020 på godt 1.000 mia. €. Det bliver mødt af en stærkt stigende

## KontoInvest Korte Danske Obligationer

udstedelse. Frem til 2. halvdel af marts var der annonceret fiskale hjælpepakker på op mod 450 mia. € fra Eurozonens medlemslande. En del af hjælpepakkerne har dog, som i Danmark, karakter af lånegarantier og andre former for sikkerhedsnet, som kun fører til udstedelse af obligationer i det omfang de bliver aktiveret.

### Danmark

Udviklingen i Danmark har fulgt det globale billede med nedlukning af aktivitet og lancering af hjælpepakker for op mod 300 mia. DKK (13% af BNP). Men i modsætning til de fleste andre lande har Danmark (Nationalbanken) hævet renten i 1. kvartal. Renteforhøjelsen, fra -0,75% til -0,6%, kom i kølvandet på store valutainterventioner i marts og på den måde var det business as usual. Men det understreger, at i en krise som den nuværende er det svært for Danmark at opretholde et renteniveau under ECB's renteniveau. Vi så det også på de danske statsobligationer, som tabte 0,25%-point til de tyske og nu tilbyder en merrente på 0,1-0,2%-point. Det kan sagtens vise sig at være for lidt i en situation, hvor Nationalbanken går enegang med renteforhøjelser og intet opkøb af stats- eller realkreditobligationer. Om det sidste ændrer sig er et åbent spørgsmål. Nationalbanken har tidligere vist, at den ikke ønsker at kopiere andre centralbanker, men om det er holdbart i længden når den danske stat har et massivt udstedelsebehov kan diskuteres. I Nationalbankens formålsparagraf står der at læse, at Nationalbanken har til opgave, "at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning".

### Obligationsmarkedet

Kreditgivningen, hvis vi snakker realkredit, havde i hvert fald på et tidspunkt brug for en hjælpende hånd. Vi har oplevede tilstande på realkreditmarkedet som vi måske ikke engang oplevede magen til i 2008-09. Meget begrænset omsættelighed og ladeporte mellem købs- og salgspriser. Mod slutningen af kvartalet blev situationen en del bedre, bl.a. fordi låntagerne meldte sig på banen med et ønske om at opkonvertere. Det er en mulighed, der har åbnet sig fordi boligejere med lån, der har en kupon på 0,5 eller 1% nu kan indfri deres lån ved at opkøbe de bagvedliggende obligationer og udstede et nyt 2%-lån. Formålet med den eksercits er at skære 5-10% af restgælden og håbe på en mulighed efterfølgende for at konvertere ned igen. Det opkøb vi så på den baggrund understøttede lavkuponobligationerne.

Trods de bedre toner blev facit for realkreditmarkedet et tab sammenlignet med statsobligationer. Medvirkende til det, var at den første reaktion på Corona-krise var et kraftigt rentefald, hvor kun statsobligationer kunne hænge på. I den efterfølgende lige så kraftige rentestigning faldt realkreditobligationerne endog mere end statsobligationerne og faldet bragte meget varighed til markedet, som ingen investorer havde brug for. Derfor var første skridt til en stabilisering og en bedring i situationen, at få stabiliseret statsobligationsrenterne globalt. Det så vi i den sidste uge af marts da ECB begyndte at opkøbe obligationer i deres Q/E program. Næste skridt er at få stabiliseret danske renter i forhold til tyske. Det kan kræve yderligere en renteforhøjelse fra Nationalbanken før vi kommer dertil. Men vores vurdering er, at det danske obligationsmarked kortsigtet er i balance

I 2008 fik realkreditmarkedet en hånds-rækning af staten, da Den Sociale Pensionsfond omlagde strategien til også at inkludere køb af realkreditobligationer. Over de senere år har staten indirekte støttet realkreditmarkedet ved at omlægge finansieringen af almennyttige boliger. Mere kan være på vej, men vi forestiller os i første omgang at Nationalbanken, hvis den indleder opkøb af obligationer, vil fokusere på statsobligationerne.

Med venlig hilsen

Christian Meyersahm og Anders Isager

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

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2020