

PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) ("PDO")

PDO är ett investeringsbolag som startades i oktober 2023 för att tillvarata potentiell avkastning i kommande styrränteskifte. Mot bakgrund av en då kraftigt inverterad räntekurva, sjunkande BNP-utsikter, kraftiga baseeffekter samt faktumet att stora delar av KPI kunde härledas till stigande ränte- och boendekostnader, drogs slutsatsen att inflationen skulle fortsätta sjunka och att Riksbanken skulle sänka styrräntan. Via emittering av preferensaktier har PDO erhållit kapital att primärt investera i fastighetsobligationer vilka i varierande utsträckning handlas till stora rabatter mot nominellt belopp. Investeringarna bygger på att lägre räntor ska ge fastighetsbolagen lägre upplåningskostnader, förbättrade möjligheter till refinansiering och fastighetsförsäljningar samt att en lägre ränta ökar riskviljan i kreditmarknaden och därmed priserna på företagsobligationer. Resultatet i PDO kommer förenklat från erhållna kuponger och realiserade värdeförändringar där preferensaktierna erhåller all utdelning. Efter tre hela verksamhetsår, och därefter vart tredje år, kan inlösen av preferensaktier begäras till substansvärdet. Emittent PDO ytterligare preferensaktier kommer det att ske till substansvärde. Följ utvecklingen på www.pdoinvest.se.

Kreditmarknaden Q2 – Äntligen kom så en räntesänkning!

Inflationen i USA och Europa fortsatte under det andra kvartalet att gå sidledes marginellt över målet på 2 procent i Europa och betydligt över 3 procent i USA. Denna sidledes utveckling gjorde att styrräntesänkningarna försköts ytterligare och i USA är nu den första sänkningen beräknad att ske först i augusti. Även i Europa skedde en fördröjning men ECB genomförde till slut sin första sänkning i denna cykel i början av juni, en månad efter att Riksbanken genomfört sin sänkning från 4 till 3,75 procent. Räntemarknaden prisar nu in tre sänkningar ner till 3 procent från Riksbanken under det andra halvåret 2024 och därtill ytterligare tre sänkningar under våren 2025 ner till 2,25 procent. Från ECB väntas ytterligare mellan en till två sänkningar under det andra halvåret men osäkerheten kring ECB:s sänkningar är större än de från Riksbanken.

Att inflationen rör sig sidledes har inte bara förskjutit styrräntesänkningarna utan också bidragit till att räntorna på längre löptider har stigit. Långa räntor sjönk kraftigt under slutet av 2023 inför vad som väntades bli stora styrräntesänkningar under 2024. Till exempel sjönk den svenska 5-åriga statsobligationen från 3,1 procent i slutet av oktober till 2,0 vid årsskiftet att jämföra med en 3-mån statsskuldväxel som bara sjönk från 4 till 3,9 procent. Att räntesänkningarna nu väntas bli färre och mindre gör att denna rörelse reverseras.

Räntan på en amerikansk 5-årig statsobligation har under det första halvåret stigit med 0,47 procent till 4,37 procent medan motsvarande europeisk ränta stigit med 0,46 procent till 2,48 procent. Även i Sverige steg räntan på 5-åriga statsobligationer fram till Riksbankens sänkning i maj men har därefter sjunkit tillbaka till 2,47 procent vilket är 0,13 procent högre än vid årsskiftet.

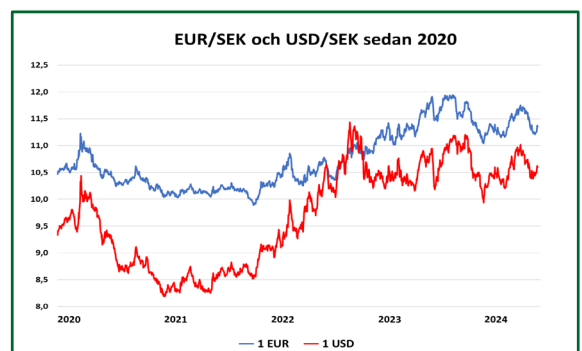
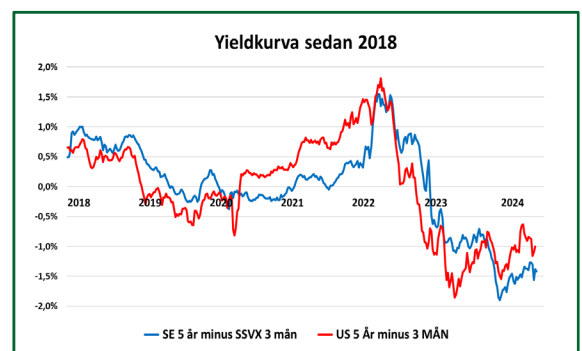
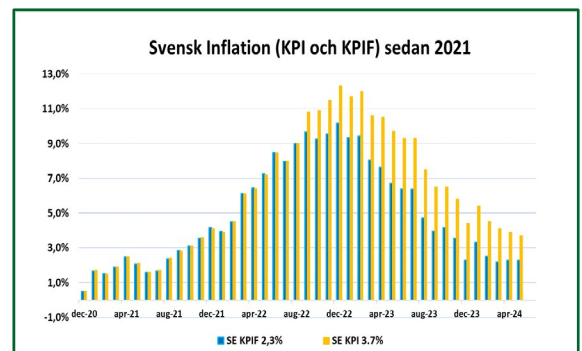
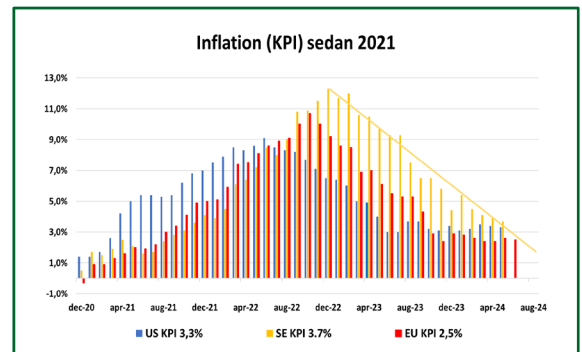
Yieldkurvorna är sedan 18 månader kraftigt inverterade d.v.s. räntan på statspapper med kort löptid är väsentligt högre än för statspapper med lång löptid. Svensk 3-mån statsskuldväxel handlas med 3,62 procents ränta vilket är 1,42 procentenheter högre ränta än en 5-årig statsobligation. Detta förklaras av att styrräntan beräknas sänkas med 1,5 procent det närmaste året. I snitt har räntan på 5-åringen sedan år 2000 varit 0,63 procent högre än 3-mån statsskuldväxel. Detta indikerar att det inte finns utrymme för räntan i längre löptiderna att gå ner om relationen ska normaliseras. Snarare skall räntan på längre löptider stiga marginellt i linje med förväntad konjunkturförstärkning under framför allt 2025.

Den svenska kronan har stärkts sedan räntesänkningen i maj vilket är teoretiskt svårklarar, framför allt mot dollarn där amerikansk styrränta är och verkar förbi väsentligt högre: Kronan handlas dock fortfarande fem procent lägre mot dollarn och två procent lägre mot euron sedan årsskiftet. Riksbanken avslutade sitt stödköp av kronan i slutet av januari vilket således inte är en förklaring till kronförstärkningen, mer troligt är istället tillförsikt till en starkare svensk konjunktur.

Aktiviteten i kreditmarknaden tilltog under det andra kvartalet och antalet nyemissioner ökade. Framför allt var det större börsnoterade fastighetsbolag som emitterade men också nya utländska emittenter som placerade obligationer på den nordiska kreditmarknaden, vilket hade varit svårt för bara ett år sedan. Riskaversionen består dock i kreditmarknaden och för emittenter som inte lever upp till sina förpliktelser är det nästan omöjligt att refinansiera lån eller på annat sätt anskaffa kapital. Ett tydligt exempel är Intrum som trots en marknadsledande position med tilltagna budgetar har svårt att anskaffa kapital vilket syns i svaga obligationskurser.

Kupongerna vid nyemissioner från emittenter med kort kreditmarknadshistorik fortsätter att vara höga och kan hamna på upp mot totalt 10 procent vilket är kortsiktigt bra för investerare men samtidigt påverkas emittenternas räntetäckningsgrad och därmed deras kreditrisk vilket riskerar att slå tillbaka på investerarna när obligationerna skall refinansieras.

Precis som före Q1 och Q2 går vi nu in i Q3 med förhoppningar om att styrräntesänkningar skall ske på bred front under kvartalet om än med mindre magnitud än tidigare i framför allt USA. Oavsett så har Q3 behjälpt av förväntan på en konjunkturförstärkning goda möjligheter att bli ett bra kreditkvartal.



Utsikter för andra halvåret 2024

Baserat på Riksbankens protokoll från mötet i slutet av juni, där räntebanan för 2024 marginellt sänktes, är nu Riksbankens prognos att styrräntan sänks två och mest troligt tre gånger under det andra halvåret 2024. Därtill prisar ränte-marknaden in ytterligare tre sänkningar under våren 2025. Dessa sänkningar kommer, med cirka fyra månaders fördröjning, att påverka korta boräntor i snarlik utsträckning vilket kommer pressa KPI där cirka en fjärdedel av "varukorgen" är relaterat till boendekostnader.

Boräntekostnaderna för maj 2024, som del i KPI, var enligt SCB 26 procent högre än året innan vilket korrelerar med ökningen i listpriset på 3-mån boränta hos sbab.se vilken, med fyra månaders fördröjning, steg från 3,97 till 5,07 procent. Boräntan var som högst 5,22 procent i oktober 2023 enligt sbab.se vilket med fyra månaders fördröjning kommer utgöra nämnaren i KPI-statistiken för februari 2025 och då bidra till en nedgång i boräntekostnader på mellan 20 och 30 procent. En kraftigt nedgång i KPI är således att vänta men resultatet av sänkta boräntor – vilket är väsentligt mycket viktigare – är att köpkraften hos konsumenterna ökar, vilket stärker konjunkturen.

Under maj och juni har en rad institut* skrivat upp sina prognoser för svensk BNP för 2024 från i snitt 0,45 till 1,15 procent. Detta kan primärt förklaras av att SCB reviderade svensk BNP för det första kvartalet från preliminärt -0,1 till +0,7 procent men även på förhoppningar om starkare konsumtion baserat på lägre räntor. Prognoserna från samma institut för svensk BNP 2025 ligger i snitt på 2,2 procent vilket är marginellt lägre än tidigare.

Sammantaget talar nästan allt för lägre inflation, styrränta och boräntor samt högre reallöner, starkare konsumtion och högre ekonomisk tillväxt under slutet av 2024 och 2025. Förväntningar om starkare köpkraft har redan fått priserna på bostadsrätter och villor att stiga i Sverige med 6 respektive 4,2 procent från i december enligt Svensk Mäklarstatistik. Stigande fastighetspriser har ännu inte syns i de börsnoterade fastighetsbolagens kvartalsrapporter men nedskrivningar av fastighetsvärden, vilka påbörjades hösten 2022, verkar generellt ha kommit till sitt slut.

*Svenskt Näringsliv från 0,2 till 1,3 procent, Ekonomistyrningsverket från 0,6 till 1,1 procent, KI från 0,8 till 1,0 procent, Regeringen från 0,7 till 1,4 procent, Riksbanken från 0,3 till 1,3 procent och LO från 0,7 till 0,8 procent.

PDO Q2 2024

PDO fortsatte under det andra kvartalet att expandera portföljen och strategin att förvärva underpriserade fastighetsobligationer efterlevs vilket synliggörs av att Investeringsportföljens anskaffningspriser vid utgången av det andra kvartalet i genomsnitt var 83 procent av det nominella beloppet. Investeringarna resulterade under kvartalet till att substansvärdet på Preferensaktierna preliminärt ökade med 1,72 procent. Det som generellt bidragit till att skapa avkastning i portföljen är fortsatta prisuppgångar på obligationer från emittenter vilka bibehållit eller förbättrat sin relation till kreditmarknaden. Lägg därtill att portföljen sammantaget har snittkuponger på 13,1 procent vilket löpande genererar avkastning utöver förväntade avkastningen från kursstegringar i innehavda obligationerna. Substansvärdet i PDO, vilket tar höjd för periodiseringar, var preliminärt 104,91 kr per Preferensaktie vid halvårsskiftet.

I PDO:s portfölj var andelen obligationer emitterade av fastighetsbolag vid utgången av det andra kvartalet 70 procent vilka i genomsnitt handlades till en rabatt mot par på 29 procent och en kupong i relation till marknadspriset på 14 procent. Resterande del av portföljen är i huvudsak investerad i likvida juniora bankobligationer med snittkupong mot marknadspris på 11,7 procent.

Banker och framför allt många nischbanker fortsätter generellt att utvecklas väl trots att deras juniora obligationer betalar höga totalkuponger och riskerar att pressa lönsamhet och nyckeltal. Rimligen kommer ökade reallöner successivt att minska andelen dåliga lån vilket tillsammans med lägre räntekostnader bör ge dessa emittenter förbättrad lönsamhet och tillgång till billigare kapital. Vi fortsätter att bevaka primärkärnkapitalet (CET1) för respektive emittent för att i största möjliga mån kunna förekomma risker förknippade med oförmåga att refinansiera utestående obligationer.

För PDO betyder sjunkande korträntor att riskviljan inom fastighetsmarknaden ökar och transaktionsmarknaden förbättras. Vi upplever att det fortfarande är obalans mellan säljare och köpare på fastighetsmarknaden där närvaron av stressade säljare bidrar till opportunistisk prisuppfattning. Dock rapporterar "stabila" fastighetsbolag och nästan utan undantag att deras transaktioner skett till bokförda värden vilket, även om det är svåranalyserat och fastighetsvärdena redan genomgått nedskrivningar, indikerar att transaktionsmarknaden är starkare än vid utgången av det första kvartalet. Detta ger oss förhoppningar om att även fastighetsbolag med högre skuldsättning skall kunna minska sin belåning genom försäljningar i stället för att omstrukturera sina obligationsförfall.

Ett mycket fördelaktigt händelseförlopp för 2024 skall vara att inprisade räntesänkningar infriar, att transaktionsmarknaden för fastighetsbolagen fortsätter att förbättras samt att riskviljan ökar och ger de emittenter som idag är utestängda från kreditmarknaden access till ny finansiering. Givet detta finns mycket goda förutsättningar för 2024.

INFORMATION: Huruvida PDO får rätt avseende styrräntesänkningar och utvecklingen för primärt fastighetsbolagens obligationer är ingen garanti för PDO:s framtida avkastning. PDO:s substansvärde kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att en investerare får tillbaka hela det insatta kapitalet. Ytterligare information finns att hämta på www.pdoinvest.se. Informationen i detta marknadsbrev tillhör PDO och är endast avsedd som allmän uppdatering. Den ska inte ses som ett placeringsråd eller en rekommendation. Informationen kan visa sig vara inkorrekt, ofullständig eller inaktuell. PDO ansvarar inte för skada, vare sig direkt eller indirekt på grund av eventuella brister eller fel i detta marknadsbrev. Informationen får inte kopieras, ändras eller vidare distribueras utan PDO:s medgivande.

