

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 värdförändringar där Preferensaktierna erhåller all utdelning. Efter tre hela verksamhetsår, och därefter vart tredje år, kan inlösen av Preferensaktier begäras till substansvärdet. Emitterar PDO ytterligare Preferensaktier kommer det att ske till substansvärde. Följ utvecklingen på www.pdoinvest.se.

Kreditmarknaden Q1 2024 – Skinet var sålt innan björnen...

Vid ingången av 2024 rådde nästan total samstämmighet på kapitalmarknaderna; styrräntan i USA skulle sänkas under slutet av det första kvartalet och totalt med 1,5 procent under 2024. I Sverige var förväntningarna likartade och priserna på FRA-kontrakt på Stibor 3-mån indikerade att styrräntan skulle ligga under 2,5 procent i december 2024. Långräntorna hade redan handlats ner kraftigt med ungefär 1,0 procent sedan toppen i slutet av oktober och yield-kurvorna var vid årsskiftet extremt inverterade där skillnaden mellan 5-åriga statspapper och 3-månaders statskuldsväxlar var -1,5 procent i USA och -1,8 procent i Sverige. 5-åriga statsobligationer ger normalt 0,6 högre yield än 3-mån statskuldsväxlar. De inverterade yield-kurvorna indikerade att styrräntorna stod inför kraftiga sänkningar på drygt 1,5 procent. Att räntan på längre löptider skulle stiga och på det viset minska yield-kurvan låg inte i korten. Allt som behövdes nu var att den amerikanska inflationen, som redan i juni 2023 var nere på 3,0 procent, skulle sjunka ner mot den amerikanska centralbankens (Fed) mål på 2,0 procent, så skulle räntesänkningarna initieras.

Men den amerikanska inflationen bet sig fast över 3,0 procent och tvärtemot förväntningarna började inflationen stiga beräknat på månadsdata (MoM). Likartade rörelser syntes i inflationsmättet PCE (*Personal Consumption Expenditure*) till vilket Fed ställer stor vikt. Detta ledde till att det inte blev någon räntesänkning från Fed under Q1 men också att förväntningarna på antalet sänkningar under 2024 halverades. Som en konsekvens steg långa räntor under kvartalet med drygt 0,3 procent.

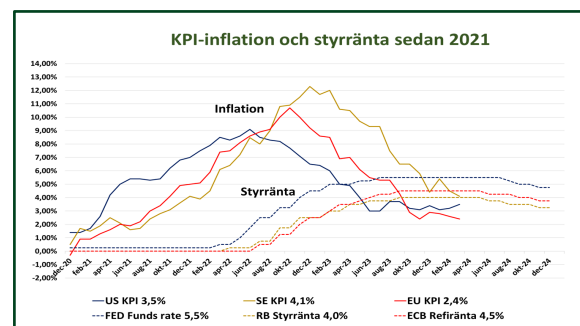
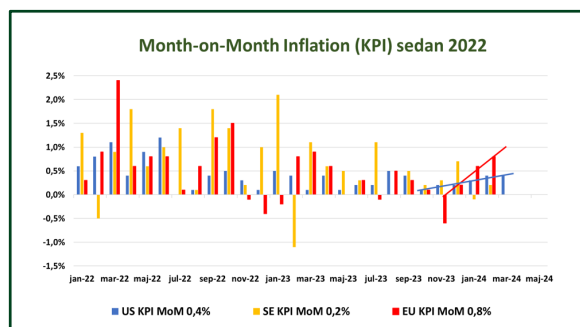
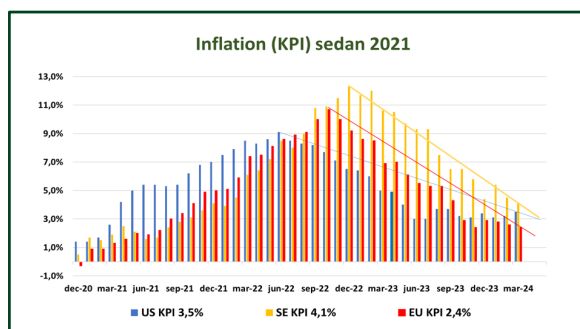
Även i Europa rörde sig inflationen sidledes under Q1, om än under 3,0 procent, men även i Europa steg inflationen oroande MoM. I Sverige var KPIF 2,4 procent i mars medan KPI var 4,1 procent. Sett till inflationstakten MoM syns ingen tydlig förändring. Riksbanken lämnade styrräntan oförändrad vid 4,0 procent vid sitt möte i mars men meddelade att man sänker sin räntebana vilken nu indikerar att styrräntan kommer att vara 3,25 procent i slutet av året. Riksbanken öppnar för att den första styrräntesänkningen kan komma vid mötet den 6 maj eller vid mötet den 26 juni.

Precis som före Q1 går vi nu in i Q2 med förhoppningar om att styrräntesänkningar skall ske på bred front om än med mindre magnitud. Skinet på björnen har blivit tunnare.

PDO Q1 2024

PDO fortsatte under det första kvartalet att expandera portföljen och strategin att förvärva underprisade fastighetsobligationer efterlevs vilket synliggörs av att Investeringsportföljens anskaffningspriser i genomsnitt är 80 procent av det nominella beloppet. Investeringsportföljens placeringar resulterade under kvartalet till att substansvärdet på Preferensaktierna ökade med 1,07 procent. Det som generellt bidragit till att skapa avkastning i Investeringsportföljen är fortsatta prisuppgångar på obligationer från emittenter vilka bibehållit eller förbättrat sin relation till kreditmarknaden. Lägg därtill att Investeringsportföljen sammantaget har snittkuponger på 13,3 procent vilket löpande genererar avkastning utöver den förväntade avkastningen som Investeringsportföljen beräknas generera från kursstegringar i innehavda obligationerna. Substansvärdet i PDO, vilket tar höjd för periodiseringar, var 103,14 kr per Preferensaktie vid kvartalsskiftet.

INFORMATION: Huruvida PDO får rätt avseende styrräntesänkningar och utvecklingen för 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.



Alla diagram är uppdaterade tom utskicksdag 2024-04-19.

PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ)

Estimat för 2024 (Q2 - Q4)

Baserat på Riksbankens sänkning av räntebanan för 2024 samt uttalanden att den första styrräntesänkningen kan komma att ske under Q2, råder nu samstämmighet i kapitalmarknaden kring att styrräntan sänks senast i juni och att den slutar året mellan 3,0 och 3,25 procent för att sedan sänkas ytterligare under det första halvåret 2025 ner mot 2,75 procent.

Vad som kommer att avgöra sänkningstakten är: inflationsutvecklingen där KPIF måste ner mot 2,0 %, kronkursen där en svagare krona ökar risken för inflation och minskar utrymmet för räntesänkningarna samt i vilken takt och när ECB och Fed sänker sina styrräntor. Möjligen kan även konjunktur- och arbetsmarknadsutveckling ligga i vågskålen även om Riksbankens uppdrag endast omfattar inflation och ett stabilt finansiellt system.

Av KPI på 4,1 procent för mars kunde 2,6 procent härledas till högre boendekostnader. Dessa utgör 25 procent av KPI-korgen och mot bakgrund av att bankerna redan före årsskiftet började sänka boräntorna kommer denna inflationsfaktor troligen redan efter sommaren att pressa ner KPI. Denna baseffekt talar för lägre KPI och att räntesänkningarna förverkligas.

Om skillnaden mellan styrräntan i Sverige och styrräntorna i USA och Europa ökar riskerar det att påverka kapitalflödena som söker den högre avkastningen. Den svenska kronan har redan försvagats med 5 procent mot euron och nästan 9 procent mot dollarn sedan årsskiftet till följd av framför allt Feds avvaktande hållning till sänkning av den amerikanska styrräntan. Beaktat att den svenska kronan är svag mot euro och dollar tror vi att Riksbanken helst ser att ECB och eller Fed sänker sina styrräntor först. Valutaeffekt talar för att räntesänkningarna kan komma att fördröjas.

Svensk konjunktur är sedan i höstas i teknisk recession efter att BNP sjunkit under Q2, Q3 och därtill även under Q4 2023. Riksbankens prognos för svensk BNP-tillväxt 2024 är 0,3 procent medan EU-kommissionens prognos är 0,2 procent. En svag konjunktur talar för lägre konsumtion och lägre KPIF. Riksbankens BNP-prognos för 2025 är 1,9 procent men baseras på lägre räntor vilket stimulerar konsumtionen. Svag konjunktur ökar sannolikheten för att räntesänkningar skall ske men med osäker timing.

Riksbanken höjde styrräntan i april 2022 efter att KPIF under åtta månader dessförinnan och i tilltagande takt överskridit målet på 2,0 procent. Nu har KPIF sjunkit kraftigt under 15 månader och var 2,2 procent för mars dvs mycket nära målet på 2,0 procent vilket gör att även en mycket reaktiv Riksbank borde agera. Dock anser vi mot bakgrund av framför allt omsorgen för den svenska kronkursen att den första räntesänkningen lika gärna kan komma att ske i juni som redan i maj och då med fördel kunna komma att ske efter en räntesänkning från ECB.

Vi är på väg mot styrräntesänkningar under 2024 vilket kommer att gynna framför allt fastighetssektorn både med lägre räntekostnader och lägre avkastningskrav, vilket gör att värdena på fastighetsbestånden skrivs upp, men även med vad som rimligen blir en förbättrad transaktionsmarknad samt förbättrade refinansieringsmöjligheter. Transaktionsmarknaden har redan förbättrats behjälpt av lägre långräntor och fastighetsbolagens möjligheter att refinansiera utestående obligationslån är väsentligt bättre idag än de var i höstas vilket markant minskat kreditrisken. Detta gäller dock inte alla emittenter då riskaversionen är både hög och digital vilket omöjliggör refinansiering för svaga emittenter och pressade deras obligationspriser på sekundärmarknaden. Yielderna i juniora obligationer har generellt minskat och många emittenter har proaktivt återköpt obligationer till underkurs via speciella auktioner för att därigenom kunna boka ut skillnaden mellan bokförd och återköpt skuld i resultaträkningen.

Mycket talar nu för att den växande andel emittenter med access till kapitalmarknaden kommer att betjäna av lägre korträntor och samtidigt kunna dra fördel av en marginellt svagare konjunktur med förbättrade möjligheter att genomföra transaktioner. Då många fastighetsbolag fortfarande arbetar med att avyttra fastighetsbestånd för att minska sin skuldsättning kommer detta rimligen att bli successivt lättare under 2024. PDO söker aktivt efter positioner i lågt prissatta obligationer vars kombination av höga kuponger i relation till investerat kapital och förväntade prisstegring på deras obligationer skall bidra till att PDO når sitt avkastningsmål på drygt 50 procent under Preferensaktiernas initiala treårsperiod.

INFORMATION: Huruvida PDO får rätt avseende styrräntesänkningar och utvecklingen för 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.

