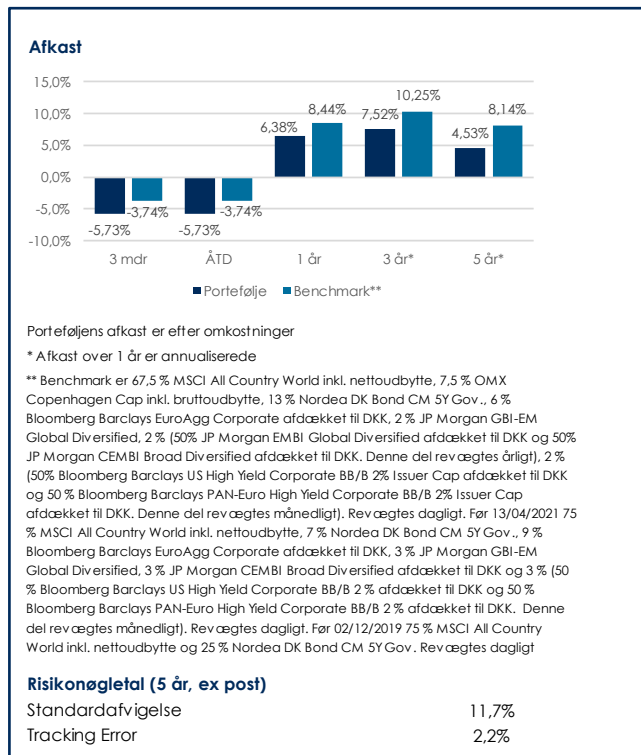


Kære investor

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 afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- 1. kvartal var udfordrende for investorerne, med fald i aktie- og obligationskurser
- Krigen i Ukraine har reduceret risikovilligheden blandt investorerne, som ellers har set faldende aktiekurser som en købsmulighed siden 2020
- Investeringer i Rusland og Ukraine er naturligvis direkte ramt, men faldet i europæiske small cap aktier er det som har ramt porteføljen hårdest
- Allerede inden Rusland invaderede Ukraine var markederne under pres fra stigende renter. Det gav faldende obligationskurser og pressede vækstaktier ned
- Porteføljens afkast er begyndt at trække i bedre retning. Vi fastholder de positive forventninger, men anerkender at krigen skaber stor usikkerhed. Der er andre og positive drivkræfter for verdensøkonomien, som taler for fortsat fremgang



En hård start på investeringsåret

Årets første kvartal var udfordrende for investorerne, da såvel aktier som obligationer faldt i kurs. Afdelingen realiserede i 1. kvartal fald på 5,73% efter omkostninger. Det er naturligvis ikke tilfredsstillende at tabe penge, uagtet at vilkårene har været svære fra årets start.

Skrækkelige billeder fra krigen i Ukraine, og deraf følgende stigninger i råvarepriser og problemer for globale forsyningskæder, har haft en tydelig negativ effekt på væksten – særligt i Europa. Men også investorerne risikovillighed har været under pres, da usikkerheden er vokset, og mange har ønsket at se tiden an før nye investeringer skulle foretages. Hvor perioden siden coronanedlukningerne i 2020 har været præget af investorer, som har set et fald i aktiekurserne som en købsmulighed, har det ikke været tilfældet denne gang.

Investeringer i Rusland og Ukraine blev naturligvis direkte ramt af krigen og sanktioner mod Rusland. Via

Emerging Markets Obligationer, EM Korte Obligationer og Emerging Markets Aktier har vi i porteføljen haft eksponering mod de berørte lande. Russiske papirer er solgt ved først mulige lejlighed, mens den begrænsede eksponering mod Ukraine enten er nedskrevet eller solgt. Vi forventer dermed ikke yderligere direkte tab fra den front i porteføljerne.

Men krigen rammer også de finansielle markeder indirekte. At Europas energiforsyning er afhængig af Rusland må efterhånden stå klart for enhver. Sanktionerne mod Rusland og russiske institutioner har fået olie- og gaspriser til at stige kraftigt i 1. kvartal. Mange i Danmark har allerede mærket konsekvenserne af højere energipriser, og billedet er det samme overalt i Europa, hvor også fødevarerpriser er steget. Forbrugere skal have mad og varme før der er råd til luksus, og derfor er forventningerne til privatforbruget udenfor energi og fødevarer reduceret. Som en konsekvens er vores investering i Europæiske Small Cap Aktier faldet betydeligt, og trækker det samlede afkast ned. Mens globale aktier i

en bred forstand er faldet lidt over 3% i 1. kvartal, er en portefølje med europæiske small cap aktier faldet næsten 10%. Og vækstorienterede selskaber som dem vi har investeringer i har tabt noget mere.

Udfordringerne for de globale finansielle markeder blev forstærket af krigen, men var allerede under udfoldelse inden Rusland angreb Ukraine. De seneste stigninger i råvarepriserne har således bidraget til et i forvejen højt inflationært pres, som har fået centralbanker verden over til at stramme pengepolitikken – enten via renteforhøjelser eller signaler herom. I Danmark ligger renten på 10-årige statsobligationer tæt på 1%, mens niveauet i december var under 0%. Et tilsvarende løft har vi også set i mange andre lande, hvilket har resulteret i lavere kurser. Et indeks af lange danske statsobligationer er faldet 4,5% i 1. kvartal, mens kreditobligationer er faldet mere. Stigende renter ramte også aktiemarkederne. De seneste års vindere, vækstaktier, kom under pres, da stigende renter og lavere vækstforventninger presser værdien af de fremtidige pengestrømme ned.

Presset på aktiemarkederne var størst i ugerne lige efter krigens udbrud, men særligt de amerikanske aktier er steget igennem marts måned. Porteføljens afkast er også begyndt at trække i en bedre retning igen de seneste uger, hjulpet på vej af en overvægt til aktier og en lav varighed, som afbøder de negative kurspåvirkninger fra stigende renter.

Forventninger til det kommende år

Vi anerkender at krigen skaber stor usikkerhed for det fremadrettede afkast. I vores hovedscenarie har vi imidlertid en klar forventning om, at afkastene gradvist trækker i mere positiv retning. En forudsætning for dette er dog, at krigen ikke spreder sig ud over Ukraines grænser, og at energipriserne holder sig under kritiske niveauer.

Det er vigtigt at understrege, at der er andre og positive drivkræfter i verdensøkonomien. Allervigtigst er det forhold, at vi er på vej ud af coronakrisen - nyere tids største sundhedsmæssige og økonomiske krise. Meget peger på, at smittetrykket er på vej ned, at samfundet åbner igen, og at det i sig selv medfører højere økonomisk aktivitet. Industriproduktionen ligger allerede på et højt niveau. Og vi ser ind i en kraftig forbedring af aktiviteten i en række serviceerhverv, globalt set.

De hårdt ramte globale forsyningskæder er på vej i bedring. Fragt af gods via søveje eller via lastbiler på landjorden, er i tydelig vækst. Produktionen af den vigtige digitale nerve i vores økonomier, mikrochips, stiger markant.

Mange virksomheders indtjening ligger i dag væsentligt højere end lige før udbruddet af coronakrisen i foråret 2020. Det betyder flere investeringer og rekrutteringer.

I mange lande har vi set, at husholdningernes finansielle balancer er styrket markant. Det skyldes bl.a. store positive formueeffekter fra stigende finansielle aktiver og boligpriser.

På godt og ondt skaber krigen også et fornyet momentum i mange landes finanspolitik. Tysklands historiske beslutning om at tilføre forsvaret 100 mia. EUR alene i 2022 er signifikant. Vi kommer til at se mange NATO-lande og vestlige ikke-NATO lande skruer op på tilsvarende vis. Der vil være besparelser på andre områder, men næppe 1:1. Derfor bliver finanspolitikken mere ekspansiv, end hvad der stod i planerne forud for krigens udbrud.

Vi forventer, at Federal Reserve vil fortsætte med at hæve renten stort set som annonceret fra Fed-medlemmerne. De forventer i gennemsnit et løft i Fed Funds Target Rate op til ca. 2% i slutningen af 2022. Det fremstår offensivt, men ikke urealistisk. Sideløbende med renteforhøjelserne vil centralbanken reducere den 9000 mia. \$ store balance med 1000 mia. \$ om året. Hvad det får af effekt på markederne er i skrivende stund uvist. Teoretisk ser bør det presse lange renter yderligere op, men teori og praksis går ikke altid hånd i hånd. Det nuværende niveau omkring 2,5% i 10-årige renter forekommer at være fair, og vi forventer derfor at hovedparten af rentestigningerne i lange renter er bag os for nu.

Med venlig hilsen
Multi Assets-teamet

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2022