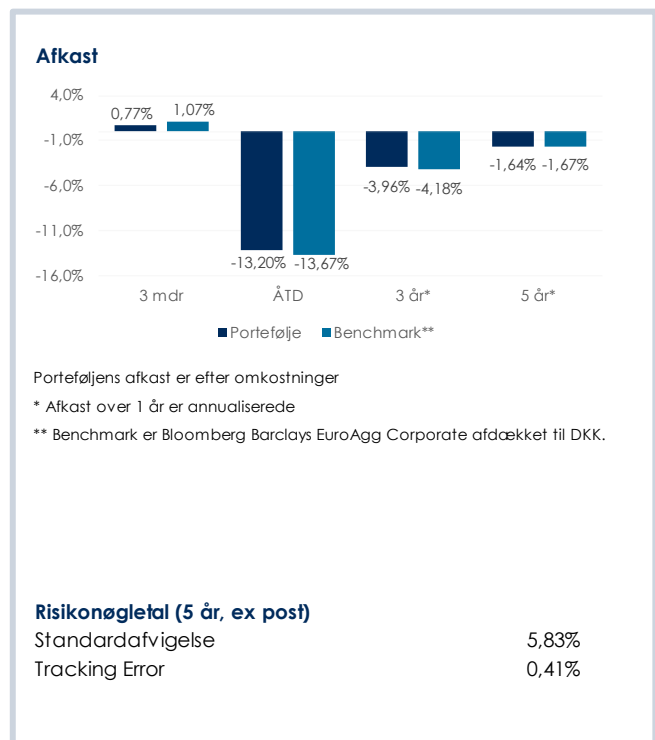


Investorbrev – BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.

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

- I Q4 leverede centralbankerne massive renteforhøjelser, og universets effektive rente steg fra 4,2% til 4,3% med en top på 4,6% den 21/10 og en efterfølgende bund på 3,6% den 7/12
- Kreditpræmien faldt fra 2,2% til 1,7%, mens den implicitte tyske rente steg fra 2,0% til 2,6%
- De stigende tyske renter skyldes annoncering af et historisk stort statslånebehov i 2023 (stort offentligt underskud) kombineret med ECB's annoncering af lavere obligationsopkøb fra marts 2023 (-15 mia. EUR pr. måned)
- Afdelingen klarede sig lidt dårligere end universet som følge af større inflow i til tider illikvide markeder og en negativ virksomhedsanalyse
- Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 4,3% og en rentefølsomhed på ca. 4,5 år (mod universets 4,6 år)
- Universets høje rente er attraktiv gående ind i 2023. Udstedelsespres fra både stater og virksomheder kan presse renterne op, mens faldende inflation kan presse den anden vej. Vi forventer, at universets rente vil lukke året omkring det nuværende niveau



Udvikling i kvartalet

De økonomiske nøgletal var noget blandede i Q4. De vigtige inflationstal kom generelt marginalt bedre/lavere ud end ventet, men centralbankerne syntes ikke, at "normaliseringen" gik hurtigt nok.

I kvartalet reagerede centralbankerne resolut. FED hævede eksempelvis renten fra 3-3,25% til 4,25-4,5%. De hævede samtidig forventningen til et rentetoppunkt i 2023 fra 4,6% til 5,1%.

ECB hævede renten fra 1,25% til 2,5% og annoncerede på mødet medio december, at de fra marts reducerer obligationsopkøbet med ca. 50% eller 15 mia. EUR pr. måned (QT). Markedet havde forventet en senere QT-statsdato.

Medio december overraskede den japanske centralbank, der ellers længe har haft en ultra ekspansiv pengepolitik, markedet med en forhøjelse af renteloftet på deres massive obligationsopkøb af 10-årige statsobligationer fra 0,25% til 0,5%.

Tyskland overraskede tillige obligationsmarkedet med nyheden om, at de kommer til at udstede obligationer for 500 mia. EUR i 2023 (heraf ca. 50% til refinansiering). Citibank estimerede ultimo december, at de 11 største EU lande samlet skal udstede statsobligationer for ca. 1.250 mia. EUR i 2023, og ca. 450 mia. EUR i nettoudstedelsesbehov er det største nogensinde for de 11 lande.

Tredje kvartals regnskaber var rimelig pæne, men der var en tendens til stigende pengebinding i varelagre, som følge af længere time-to-market og faldende efterspørgsel. Vi frygter fortsat, at de næste kvartalsregnskaber og/eller indtjeningsforventninger til 2023 kommer til at skuffe.

Der var gode rating nyheder på flere af afdelingens obligationer. EDF fik sin BBB rating bekræftet af S&P's efter, at den franske stat tog fuldt ejerskab. Boston Scientific Group, AbbVie og Danaher fik ratingen opjusteret til BBB+, Baa1 og A3, ligesom de to først-

nævnte tillige fik tildelt et Positivt Outlook. Fødevarereproducenten KraftHeinz fik ratingen opjusteret til BBB af Fitch, mens Morgan Stanley, De Volksbank og Deutsche Bank blev opjusteret af hhv. Fitch, S&P's og Moody's. Glencore og irske AIB Group kom på Positive Outlook.

Europas største boligudlejningselskab Vonovia fik ratingen nedjusteret fra A3 til Baa1 af Moody's. Ingrediensproducenten International Flavors & Fragrances Inc fik ratingen nedsat fra BBB til BBB- af S&P's. Men IFF's nye direkte lovede på den efterfølgende kapitalmarkedsdag, at en markant nedbringelse af gælden kommer før udbytter og aktietillbagekøb. Dette blev ultimo året fulgt op af et mindre frasalg. Afdelingen øgede eksponeringen til IFF i Q4.

Ejendomsselskabet Vivion kom i december under gevaldigt pres fra "short-sælgeren" Muddy Water, og deres to obligationer med udløb i hhv. 2024 og 2025 faldt med ca. 14 kurspoint. Dette kostede afdelingen ca. 0,14 pct. point i afkast. Muddy Waters er ikke kendt for at lave korrekte analyser, og deres eneste formål er at skabe usikkerhed for at opnå kortfristede gevinster. Vi er uenige i analysen og mener, at effektive renter på 15-20% er for høje.

Afdelingens overordnede kreditrisiko blev reduceret i løbet af kvartalet blandt andet via større inflow. Kreditrisikoen forventes øget, når nyudstedelsesmarkedet formentlig åbner i de første dage af januar. Her forventer vi, at virksomhederne må betale lidt ekstra i kreditpræmie for at kunne udstede.

Afdelingens ESG-score blev fastholdt i kvartalet

Afdelingens ESG Quality Score blev fastholdt på AAA.

Afdelingens andel af grønne obligationer blev hævet til ca. 16%. Afdelingens CO2-aftryk blev ligeledes fastholdt på ca. 50% lavere end universet.

Forventninger til 2023

Vi skal tilbage til perioden før periferi-krisen i 2011 for at finde tilsvarende eller højere effektive renter på universet. Så renteniveauet virker attraktivt.

Afkastet vil afhænge af udviklingen i inflation, økonomi og udstedelsesaktivitet.

Vi forventer, at inflationen falder noget i løbet af 2023, men at centralbankerne i en rum tid vil fortsætte de massive pengepolitiske stramninger.

Dette vil ramme forbruget, også selvom de største EU-lande planlægger øgede stimuli. Kreditpræmien inddiskonterer p.t. en meget mild recession. En længerevarende eller dyb recession vil formentlig få kreditspænd til at stige op mod 2-2,5%.

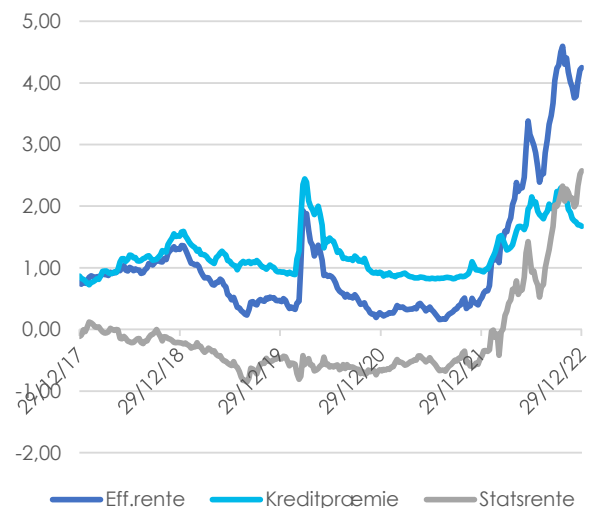
Vi forventer travl udstedelsesaktivitet fra banker fra årets start, da ECB er ved at afvikle låneordninger, mens aktiviteten fra industrivirksomheder formentlig bliver som i 2022.

Vi forventer samlet, at universets rente initialt vil falde for at lukke året på niveau med nu.

Falder inflationen hurtigt tilbage mod 2% målsætningen, så tilbyder aktivklassen en pæn upside.

Usikkerheden er stor gående ind i 2023.

Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)



Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S "BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2022

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller uncladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central Information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.