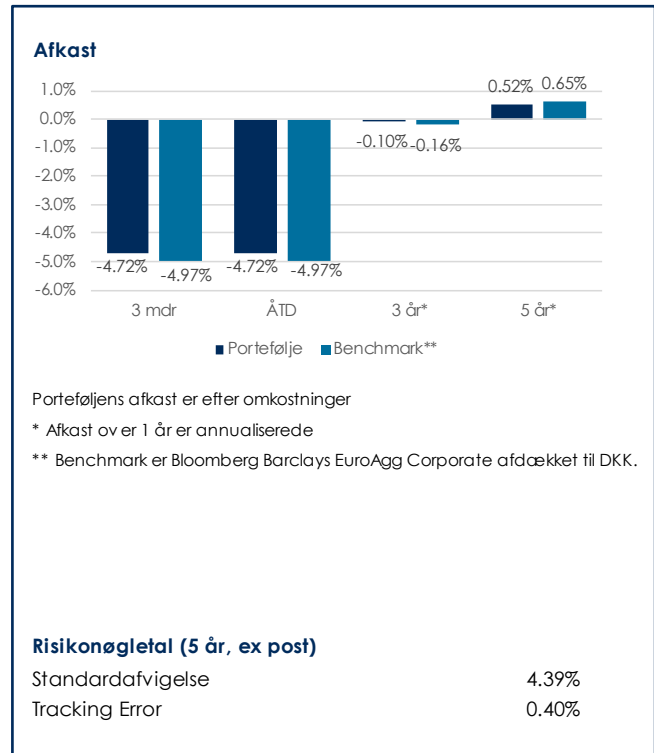


Kære investor

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

- Q1 blev det næstdårligste kvartal siden 2009, kun overgået af Q1 2020, hvor Covid-19 ramte. Høje inflationsdata, renteforhøjelse i USA, afvikling af obligationsopkøb, Ruslands invasion af Ukraine og nye sanktioner var de primære årsager.
- Afdelingen klarede sig bedre end universet qua gode kreditcases og kortere obligationer.
- TMO, Infinion, Kraft Heinz, TVO og Stellantis fik ratings løftet, mens EDF's fik ratingen nedjusteret
- Universets effektive rente steg fra 0,5% til 1,6%, mens kreditpræmien steg fra 0,95% til 1,28%. Primo marts peakede kreditpræmien i 1,6%
- Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 1,8% og en rentefølsomhed på ca. 4,9 år (univers 5,1 år)
- Virksomhederne leverede pæne Q4 regnskaber, men flaskehalse, inflation, komponent-mangler og afskrivning af russiske investeringer kommer til at påvirke 2022 i negativ retning
- Afdelingens CO2-aftryk blev reduceret til ca. 50% af universets, men ESG-scoren fortsat er AAA
- Ved årets start forventede vi en mindre stigning (til 1,25%) i universets kreditpræmie i 2022 qua afvikling af opkøbsprogrammerne. Usikkerheden er nu steget, og vi hæver forventningen til universets kreditpræmie til 1,1-1,6% for 2022



Nyudstedelsesmarkedet var travlt fra starten af januar, men lukkede mere eller mindre ved Ruslands invasion af Ukraine og to uger frem. Derimod blev de sidste to uger af marts meget travle, og i første kvartal blev der udstedt nye obligationer for ca. 170 mia. EUR, hvilket kun er ca. 10 mia. EUR lavere end Q1 2020.

Afdelingen deltog i flere nyudstedelser og kunne herigennem booke kursgevinster.

Fjerde kvartals regnskaberne var generelt rigtigt pæne. Investormøderne fortsatte med at fokusere på flaskehalse, komponentmangler, stigende råvarepriser og manglende adgang til kvalificeret arbejdskraft, ligesom effekten af de russiske sanktioner blev et tema. I forhold til fjerde kvartal virker virksomhederne mere usikre på 2022. Dette er den primære årsag til, at vi hæver forventningerne til udviklingen i universets kreditpræmie i resten af 2022.

Kvartalet bød på flere positive rating-begivenheder for afdelingens obligationer. TMO (Thermo Fischer Scientific – medtech), Infineon Technologies

(chip/sensorer), Kraft Heinz (fødevarer) og Stellantis (bilproducent) fik ratingen opjusteret, mens Axa (forsikring) kom på en watch liste med forventning om en snarlig opjustering af ratingen.

Finske TVO producerer nu endeligt strøm fra den nye atomreaktor (OL3) – ca. 12 år senere end forventet. Dette er meget positivt for kreditcasen qua de nuværende høje energipriser, og afdelingen deltog i en ny obligationsudstedelse. TVO fik ratingen opjusteret, og TVO forventes at blive en rising star inden for de næste 12 måneder.

Derimod kom Wintershall (gas), der i år måtte nedskrive værdien af investeringen i gasledningen Nord Stream 2 (600-1000 mia. EUR), på en watch liste med forventning om en snarlig nedjustering. Før dette skete, blev afdelingens obligationer solgt med et tab.

EDF (+80% ejet af den franske stat) fik ratingen nedjusteret efter at være inddraget i den franske præsidentvalgkamp. En ny lov reducerede varme- og elafregningspriserne til forbrugerne, hvilket kommer til

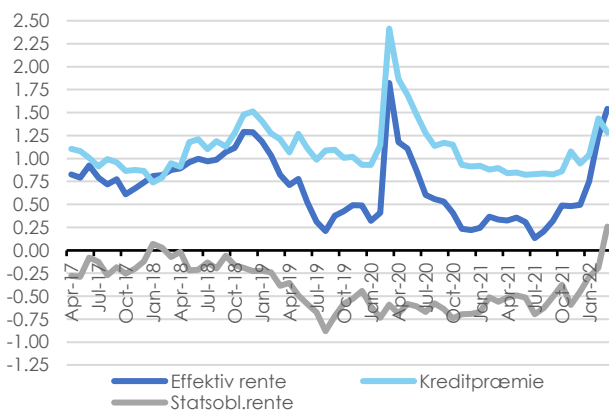
BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.

at reducere EDF's indtjening med ca. 1/3 i år. Samtidig meddelte EDF, at energiproduktionen bliver noget lavere i år, da flere ældre atomkraftværker kræver vedligeholdelse. Afdelingen har en mindre investering i EDF obligationer, der forventes indfriet i 2024.

Afdelingens ESG-score blev fastholdt i kvartalet

MSCI opjusterede ESG-scoren på en lang række af universets og afdelingens virksomheder, og ultimo kvartalet androg ESG Quality Score på såvel afdelingen som universet AAA.

Afdelingens andel af grønne obligationer blev reduceret til ca. 12%, da mange af de grønne obligationer er meget lange. Afdelingens CO₂-aftryk blev reduceret til at være ca. 50% lavere end universet.

Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)

Kilde: Bloomberg

Forventninger til 2022

Med en forventet nedtrapning af centralbankernes opkøbsprogrammer forventes appetitten for stats- og IG virksomhedsobligationer at aftage i 2022, om end ECB i en længere periode vil blive ved med at geninvestere modtagne kuponer og obligationsindfrielse. Den i første kvartal markante stigning i den effektive rente gør det mere interessant at være investor.

De ved årets start ultra lave statsrenter har korrigeret en del i første kvartal, men med aktuelle inflationsdata på over 5% og markant øget behov for investeringer i militær og energiproduktion virker statsrenterne fortsat lave. Dette er en udfordring for aktivklassen, hvis man ønsker et positivt afkast.

Ultimo første kvartal lukkede universets kreditpræmie på toppen af vort tidligere interval for 2022 på 1,0-1,25%. Da usikkerheden er steget, hæves forventningerne til universets kreditpræmie til 1,1-1,6%, hvilket svarer til niveauet i 2018, hvor en nedtrapning af opkøbsprogrammerne sidst var på tale.

Vi forventer uforandret, at de meget sikre og/eller lange CSPP-virksomhedsobligationer (obligationer opkøbt af ECB) vil få vanskeligt ved at levere et positivt merafkast i 2022, mens kortere obligationer forventes at levere et positivt merafkast.

Usikkerheden er høj gående ud af første kvartal.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 31.marts 2022