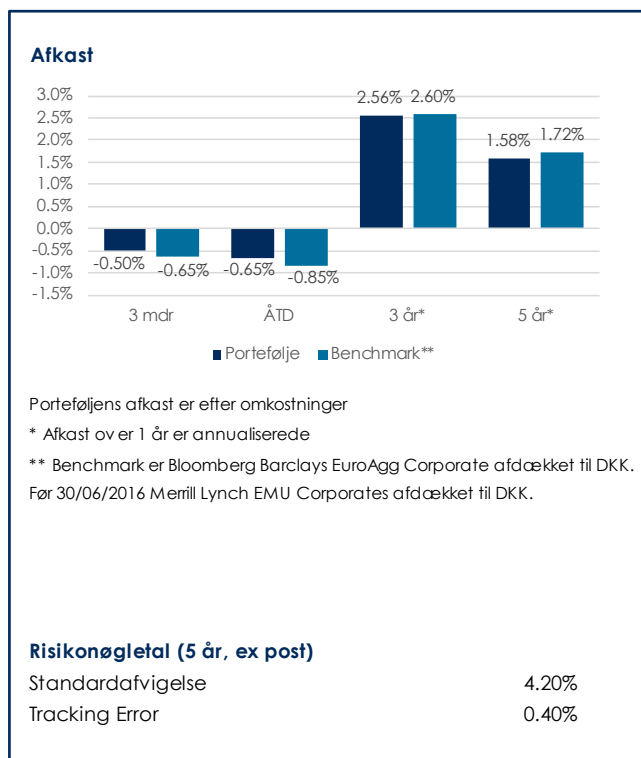


Kære investorer

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

- Afdelingen performede lidt bedre end markedet
- Universets effektive rente steg fra 0,32% til 0,52%, mens kreditpræmien steg fra 0,82% til 0,95%
- Stigningen skyldes høje inflationsdata og centralbankernes fremrykning af afviklingen af opkøbsprogrammerne. I USA stopper opkøbene i Q2, mens ECB reducerer fra p.t. 100 mia. EUR pr. måned til henholdsvis 40/30/20 mia. EUR i Q2/Q3/Q4 2022
- Omikron øgede kort risikoaversionen, men menes at være mindre farlig end tidligere varianter
- Virksomhederne leverede flotte Q3 regnskaber, og de fleste forventer færre flaskehalse og komponent-mangler i 2022
- En række af afdelingens obligationer fik hævet ratingen eller blev tildelt et "positiv outlook"
- Afdelingen lukkede 2021 med en effektiv rente på ca. 0,75% og en varighed på ca. 4,6 år mod universets henholdsvis 0,52% og 5,2 år
- Afdelingens CO2-aftryk blev fastholdt ca. 40% under universet, og afdelingen lukkede 2021 med den højeste ESG-score på AAA
- I 2022 forventes universets kreditpræmie at stige lidt qua afviklingen af opkøbsprogrammerne



Tredje kvartals regnskaber var generelt rigtig pæne. Udstedelsesaktiviteten overraskede med ca. 150 mia. EUR i nye obligationer mod ca. 110 mia. EUR i Q4 2020. De fleste virksomheder har øget gældens restløbetid betragteligt og reduceret næste års udstedelsesbehov.

Investormøderne i forbindelse med tredje kvartals regnskabsafregninger fortsatte med at fokusere på flaskehalse, komponentmangler, stigende råvarepriser og manglende adgang til kvalificeret arbejdskraft. Stadig flere virker komfortable med situationen og ser gode muligheder for indtjeningsvækst i 2022. De stigende udgifter bliver sendt videre til slutkunderne, og afdelingens overvægt af kortere mere risikofyldte obligationer mod en undervægt af længere mere sikre obligationer blev svagt øget.

Afdelingen deltog i flere nyudstedelser, men kun få nye navne blev tilføjet, herunder Berlin delstats ejendomsselskab Howege, danske Mærsk, den franske emballage-producent Verallia og Italiens næststørste motorvejs-operatør ASTM. Mærsk var i form af en græn

obligation, der skal hjælpe med at omstille containerflåden, mens Verallia-obligationen indeholder kuponforhøjelse, hvis fastlagte CO2-reduktionsmål ikke nås (defineres som en Sustainable Linked obligation).

Kvartalet bød på flere positive rating-begivenheder for afdelingens obligationer. Flere italienske, spanske og østrigske banker, Syngenta (agrokemi) og Netflix (streamingstjeneste) fik deres rating opjusteret, mens Kraft Heinz (fødevarer), Nokia (teleudstyr) og Stellantis (auto-producent) fik tildelt "positive outlooks".

Tyske Bayer (agrokemi og healthcare) fik et "negative outlook" af Moody's. Dette skyldes usikkerheden omkring erstatsningskravet i USA over mulige kræfttilfælde hos folk, der har brugt RoundUp. Bayer har fået den amerikanske højesteret til at kigge på en af de tabte sager, og der forventes en afgørelse i løbet af Q1 2022. Bayer hensatte i Q2 4,5 mia. USD til mulige erstatninger.

Finske TVO opstartede ultimo kvartalet el-produktion i selskabets nye atomreaktor (OL3), og anlægget

BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.

forventes i juni 2022 at komme op på fuld produktion. Dette er ca. 12 år senere end ventet, men meget positivt for kreditcasen qua de nuværende høje energipriser.

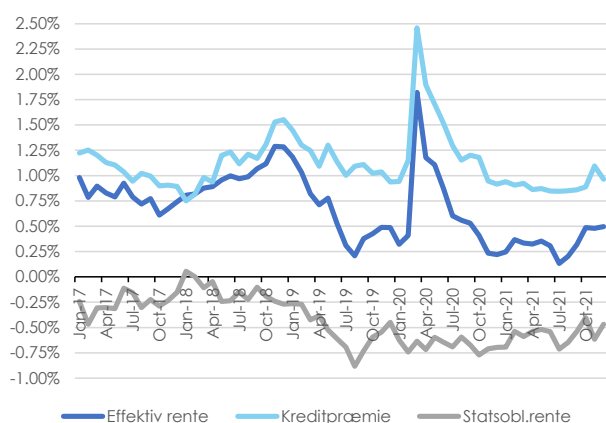
EU Kommissionen er i færd med at lægge sidste hånd på Taxonomien (bæredygtige omstilling), og den ansvarlige kommissær har tilkendegivet, at såvel gas som atomkraft vil blive omfattet af taxonomien (dog ikke som grønne energiformer), da EU ellers ikke kan nå 2030-miljømålene. Afdelingen er overvægtet obligationer fra gas- og atomkraft-producenter (via EDF, Iberdrola, Engie, TVO, Vattenfall og Wintershall).

Wintershall, der er 72% ejet af tyske BASF, er medlångiver (600-1000 mia. EUR) til den tysk-russiske gasledning Nord Stream 2. De høje gaspriser betyder, at Wintershall de næste 12 måneder kommer til at levere historisk høj indtjening, men markedet valgte igen at fokusere på konfrontationen mellem Rusland og den vestlige verden.

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 fastholdt omkring 17% mod universets ca. 7%. Afdelingens CO₂-aftryk forblev ca. 40% 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. De fortsat ultra lave statsrenter er den største udfordring for IG virksomhedsobligationer. Lavere købsinteresse bør alt andet lige få kreditspænd til at stige.

For stabile eller lavere kreditspænd taler, at virksomhederne har det rigtig godt. Markedet er noget uenige omkring nyudstedelsesaktiviteten i 2022, og dette er en af jokerne. Lavere udstedelsesaktivitet end i 2021 (ca. 475 mia. EUR) vil være positiv og større vil være negativt.

Samlet forventes universets kreditspænd at ligge i intervallet 1,0-1,25% i 2022. Merafkastet til tyske statsobligationer forventes herved at ligge i niveauet -0,25% til +0,6%.

Vi forventer, 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 og mere risikofyldte obligationer forventes at levere et positivt merafkast.

Forløbet af Omikron-virusen og eventuelt nye varianter, der kan skubbe til det økonomiske vækstbillede, og/eller en manglende normalisering af inflationen er nogle af usikkerhedsmomenterne gående ind i 2022.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 31. december 2021