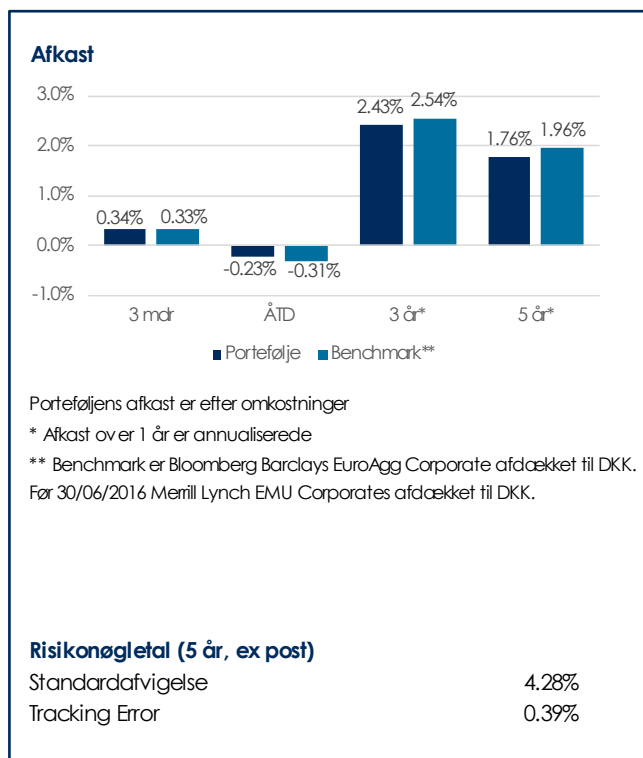


Kære investor

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

- Virksomhedernes kvartalsregnskaber og de fleste økonomiske data var rigtig gode. Inflationsdata var høje, mens US jobdata dog skuffede lidt.
- Centralbankerne fortsatte de store opkøbsprogrammer (FED 120 mia. USD og ECB ca. 120 mia. EUR). FED indikerede dog, at de snart vil kigge på opkøbsstørrelserne, ligesom de fremrykkede tidspunktet for første renteforhøjelse til 2023. ECB forblev i flyverskjul. Universets implicitte statsobligationsrente steg fra -0,54% til -0,5%, mens kredit-præmien faldt fra 0,9% til 0,8%. Den effektive rente faldt fra 0,36% til 0,33%
- Ca. 1/3 af universets obligationer handlede til en negativ effektiv rente ultimo kvartalet
- Afdelingen leverede et merafkast fra gode kreditcases, der er beskrevet nedenfor
- Vi forventer, at ECB snart vil anerkende fremgangen i EU og derved bliver nødt til at reducere deres 100-120 mia. EUR store månedlige opkøbsprogram. Dette bør medføre stigende renter
- Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på 0,57% og en varighed på ca. 4.83 år mod universets 0,33% og 5,18 år
- Afdelingens CO2-aftryk blev reduceret til at ligge ca. 30% under universet. ESG-scoren blev fastholdt på AA



I løbet af kvartalet investerede afdelingen i obligationer fra Nokia, Kraft Heinz og Netflix i forventning om en opjustering til Investment Grade i 2022. Ligeledes blev eksponeringen til fly- og lufthavnsindustrien øget via Azzurra Aeroporti, der ejer 64% af Nice og Cannes lufthavnene, Easyjet og Ryanair. Slutteligt investerede afdelingen bl.a. i obligationer fra VW, Infineon Technologies (sensorer/ chips), Wintershall (gas), Takeda (healthcare), AT&T (tele) og ejendomsselskaberne Axa Europe (erhverv) og Vononia (bolig).

Afdelingen solgte obligationer fra bl.a. Enel, EDP, GE, Munich Re, Legrand, Medtronic, Soc. Generale, BNP, CSFB og Vattenfall, ligesom Rabobank og Erste Bank førtidsindfrie AT1 obligationer. Slutteligt tilbagekøbte G4S afdelingens obligationer til en pæn overkurs.

ENEL, EDP og Vattenfall obligationerne var grønne og handlede til negativ rente. Salget hjalp med at reducere det overordnede CO2-aftryk, der initialt steg med købet af flyselskaberne Easyjet og Ryanair.

De vigtigste selskabsspecifikke nyheder var som følger:

Syngenta (såsæd og plantebeskyttelse) leverede et flot Q1-resultat, fremrykkede børsnotering til 1 år, og ejeren ChemChina blev fjernet fra en amerikansk liste for kinesiske militær-virksomheder. S&P ændrede outlook til "Positive". Syngenta var en vigtig bidragsyder til merafkastet.

MSCI opjusterede VW's ESG-score fra CCC til B. Autoindustrien advarede om chip-mangel og stigende råvarepriser, der kommer til at spise lidt af de højere marginer på hybrid- og elbiler. Stigende chip/sensorpriser er godt for Infineon Technologies.

AT&T, der har været voldsomt akkvisitiv de senere år, er under ny direktør påbegyndt frasalgs for at finansiere 5G-licenser og reducere gælden på ca. 200 mia. USD. AT&T vil fusionere dets media aktiver med Discovery. Dette vil reducere gælden med ca. 30 mia. USD.

Wintershall, der er 72% ejet af tyske BASF (børsnotering udskudt et par år), er en af EU's største gasproducenter og medlångiver til den tysk-russiske gasledning Nord Stream 2, der blev færdiggjort i juni. USA er modstander

af gasledningen, men droppede de facto modstanden for at please Tyskland. Dette følger mønsteret fra 00'erne, hvor USA uden effekt protesterede mod den første gasledning (Nord Stream 1). Vi forventer et rigtig godt Q2-kvartal for Wintershall, og at Moody's snart vil ændre Outlook fra "Negative" til "Stable".

Afdelingen har siden 2018 ejet obligationer fra japanske Takeda Pharmaceutical udstedt ifm. købet af Shire (80 mia. USD). Købet reducerede Takedas rating fra A til BBB. 2020/21 regnskabet viste en fortsat positiv udvikling med faldende gældssætning. Vi forventer, at Moody's snart opjusterer ratingen til Baa1 (BBB+).

Europas største ejendomsselskab Vonovia med ca. 415.000 lejligheder tilbød at købe konkurrenten Deutsche Wohnen med 155.000 lejligheder for 16 mia. EUR. Vonovia vil udstede 8 mia. EUR i nye aktier og pre-fundede 4 mia. EUR i obligationer med en ordrebog på 15 mia. EUR. Nyheden kostede lidt performance.

AXA (verdens næststørste forsikringskoncern) ejer 30% af en Luxembourg noteret erhvervsejendomsfond, hvis aktiver minder om BI Erhvervsejendomme. Axa Europe udstedte første grønne obligation til en attraktiv rente.

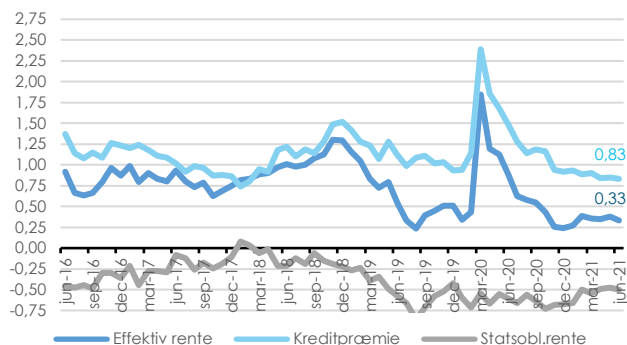
Den europæiske banksektor leverede over en bred kam stærke Q1-regnskaber og solide soliditetsnøgletal. Sektoren lader til at være godt polstret til, at en række statslige Covid-19 moratorie-ordninger udløber, hvilket kan få kredittab til at stige

Afdelingens ESG-score blev fastholdt i kvartalet

Flere af afdelingens virksomheder fik ESG-scoren hævet, eksempelvis Vattenfall, VW og Kojamo. Den gennemsnitlige ESG-score forblev solidt placeret i AA-kategorien.

Afdelingen var netto sælger af grønne obligationer, og andelen faldt fra 20% til ca. 16%, grundet negative renter og for at reducere CO₂-aftrykket. Vi måler aftrykket via udsteders overordnede CO₂(ton) sat i forhold til Sales(USDm). CO₂-aftrykket faldt fra ca. 130 CO₂/S til omkring 90 CO₂/S. Afdelingen ligger herved ca. 1/3 lavere end universet.

Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)



Kilde: Bloomberg

Forventninger til 2021

Med universet kreditpræmie på 83% er vi ved at være tæt på den "normale bund" for kreditspænd omkring 0,7%, og der er ikke længere megen stødpude mod negative overraskelser. Vi forventer derfor, at upsiden fra generelle spændindsnævninger vil være begrænsede, og at universets kreditpræmie formentlig vil stige på nyheder om reducerede central-bankopkøb. Vi forventer, at ECB i slutningen af andet halvår så småt vil begynde at tale herom.

Samlet imødeser vi et svagt negativ afkast for andet halvår. Som tommelfingerregel vil universet alt andet lige levere et halvårsafkast på ca. -0,65%, hvis den effektive rente stiger med 0,2 pct.point til 0,53%

Afdelingen forventes i andet halvår at levere et merafkast til universet gennem tilvalg af højere og positivt forrentede, men lidt kortere, obligationer, der står foran rating opjusteringer. Afdelingen er pænt overvægtet lavere ratede obligationer. Afdelingen har derimod næsten ingen negativt forrentede obligationer og meget få lange obligationer.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 30. juni 2021