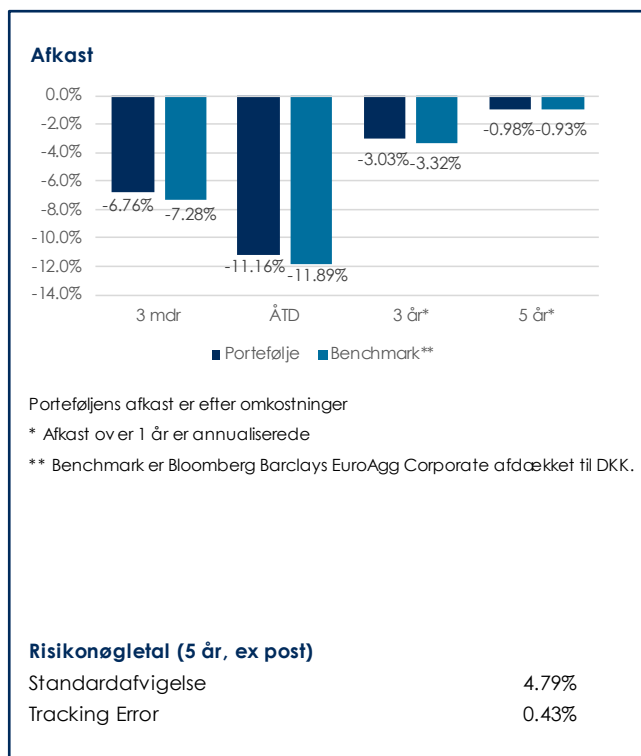


Kære investor

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's negative udvikling fortsatte igennem Q2 qua stigende inflation (8.6% i USA og 10% i Spanien), renteforhøjelser uden for EU og obligations salg (QT) i USA, stigende outflow fra aktivklassen og Ruslands reduktion i gasleverancerne til Europa fra juni
- Virksomhederne leverede pæne Q1 regnskaber, men flaskehalse, inflation, komponent-mangler og afskrivning af russiske investeringer kommer til at påvirke 2022 i negativ retning
- Universets effektive rente steg fra 1,6% til 3,2%. Kreditpræmien steg fra 1,3% til 2,3%, mens den implicitte tyske statsrente steg fra 0,3% til 0,9%
- Afdelingen klarede sig bedre end universet qua gode kreditcases og kortere obligationer. Eksempelvis fik obligationer fra Infinion, ING, Generali, AIB, AXA, Kraft Heinz, Morgan Stanley og Thermo Fischer ratingen opjusteret
- Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 3,2% og en rentefølsomhed på ca. 4,6 år (univers 4,8 år)
- Forventningen til kreditpræmien ultimo 2022 hæves til 2-3%. Meget tyder på en snarlig recession, og spørgsmålet er, hvor hård den bliver. Kreditpræmien har i historiske recessionsperioder ligget i intervallet 2,1-3,6%



Q2 blev rent afkastmæssigt det dårligste kvartal nogensinde, og den væsentligste årsag hertil kan tilskrives en langsom håndtering af den stigende inflation fra den Europæiske Centralbanks (ECB) side. ECB fastholdt, at første renteforhøjelse kommer i juli og kun andrager 0,25 pct.point, mens renten i september måske når 0% (yderligere +0,25 pct.point).

Grundet en større spændvidelse i mellem tyske og italienske statsobligationsrenter brugte ECB juni på at forklare, hvad de har tænkt sig at gøre for at imødegå fragmentering. ECB's plan er at sælge tyske og købe italienske statsobligationer uden at have fokus på det absolutte renteniveau.

Modsat valgte den amerikanske central (FED) at hæve renten i maj og juni med samlet 1,25 pct.point, ligesom FED indikerede flere forhøjelser frem mod 2023. Herudover igangsatte FED yderligere pengepolitiske stramninger ved fra den 15/6 at starte salg af stats- og realkreditobligationer for 47,5 mia. USD pr. måned stigende til 95 mia. USD fra august 2022.

Flere europæiske centralbanker fulgte FED, og UK, Schweiz og Sverige hævede eksempelvis renten med 0,5 pct.point eller mere i løbet af kvartalet.

Første kvartals regnskaber var generelt pæne, og de fleste fastholdt indtjeningsforventningerne til 2022. Fra investorsiden var der en tiltagende fokus på lønudviklingen, hvor udviklingen i USA (+10%) var en udfordring, mens virksomhederne ikke forventede større lønstigninger i Europa. De fleste virksomheder var fortsat i stand til at overvælde råvareprisstigninger på kunderne. Flere store fagforeninger, herunder tyske IG Metal, krævede dog store lønstigninger.

Kvartalet bød på flere positive rating-begivenheder for afdelingens obligationer. TMO (Thermo Fischer Scientific – medtech), Infineon Technologies (chip/sensorer), Kraft Heinz (fødevarer), Morgan Stanley (bank), Generali (forsikring), Allied Irish Bank (AIB, bank), ING (bank) og AXA (forsikring) fik ratingen opjusteret på grund af bedre indtjening/solvens.

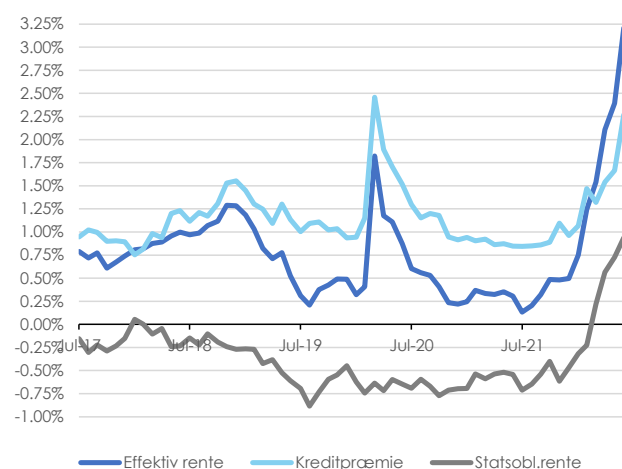
BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.

Analyse fra Citibank omkring emission og indløsninger i verdens største investeringsforeninger viste et samlet outflow i første halvår for aktivklassen på ca. 35 mia. EUR, svarende til ca. 2% af universet. Outflow'et var størst i marts, men forblev negativt i andet kvartal.

Afdelingens ESG-score blev fastholdt i kvartalet

Afdelingens ESG Quality Score blev fastholdt på AAA.

Afdelingens andel af grønne obligationer lå uforandret omkring ca. 12%. Afdelingens CO₂-aftryk blev ligeledes fastholdt på ca. 50% lavere end universet.

Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)

Kilde: Bloomberg

Forventninger til 2022

Universets kreditpræmie lukkede andet kvartal inden for det historiske niveau i recessionsperioder på ca. 2,1-3,6%.

Med de fortsat høje fødevarer- og energipriser og centralbankernes kontraktive pengepolitik er sandsynligheden for en europæisk recession ganske høj. Vi hæver derfor forventningen til universets kreditpræmie ultimo 2022 fra 1,1-1,6% til 2-3%.

Normalt er markedets reaktionsmønster op mod en recession, at de sikre (tyske) statsobligationsrenter topper kort tid før recessionen for så at falde under recessionen (flugt til sikre aktiver). Kreditpræmierne bliver derimod ved med at stige et pænt stykke ind i recessionen.

Vi er denne gang mere usikre på, hvornår de risikofrie renter vil peake. Der kan derfor gå lidt tid, før IG virksomhedsobligationer igen leverer positivt afkast.

Undgår vi en recession og/eller falder inflationen hurtigt tilbage mod 2%-målsætningen, så tilbyder aktivklassen en pæn upside.

Usikkerheden er høj og stigende gående ud af første halvår.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 30. juni 2022