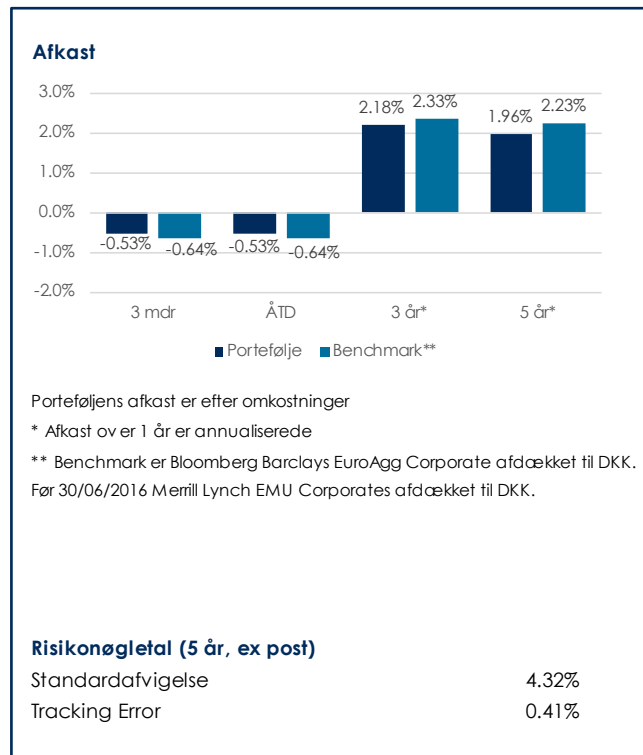


## Kære investor

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

- Udrulningen af Covid-19 vaccinationerne tog fart og overraskede i USA, men skuffede i EU.
- USA introducerede en 1.900 mia. USD hjælpepakke, mens EU ikke gjorde noget fiskalt.
- Dette medførte, at den 10-årige rente i USA steg fra 0,9% til 1,7%, uden at centralbanken blinke. Den tyske 10-årige rente steg fra -0,6% til -0,3%, og ECB fremrykkede opkøb medio marts for at undgå samme stigning som i USA.
- Universets effektive rente steg fra 0,24% til 0,36% mens kreditpræmien lå omkring 0,9%. Universet gav et afkast på -0,64%
- Afdelingen skiftede lange obligationer ud med nogle kortere fra mere risikofyldte udstedere og lukkede Q1 med en rente på ca. 0,6%.
- ESG-scoren på AA blev fastholdt, mens andelen af grønne obligationer steg til lige under 20%.
- For 2021 forventer vi uforandret, at kreditpræmien vil bevæge sig mod den "normale bund" omkring 0,7% og give et merafkast til statsobligationer på ca. 1%. Merafkastet til statsobligationer i Q1 var 0,35%
- Vi forventer, at statsobligationsrenterne i EU kommer til at stige i Q2 eller Q3 i takt med, at vaccineudrulningen i EU intensiveres og landene åbner op



Afdelingen leverede i kvartalet et lidt bedre afkast end universet.

Afdelingen havde igennem kvartalet en højere effektiv rente (i niveauet 0,25-0,3 pct.point) via en selektiv overvægt af lavere ratede og/eller subordonerede bank-, forsikrings- og industriobligationer.

I løbet af kvartalet frasolgte afdelingen længere løbende obligationer fra meget sikre udstedere og købte i stedet kortere obligatoner med nogenlunde samme rente fra mere cykliske virksomheder. Eksempelvis investerede afdelingen i virksomhedsobligationer fra bankerne Bankia, Intesa og Landsbankinn, fra forsikringselskaber Generali og fra industrivirksomhederne Cellnex (telemaster), Citcon (nordiske indkøbscentre), CTP (ejendomsselskab i Østeuropa, der har DSV som storkunde) og Easyjet (luftfart). Inden for energiforsyning investerede afdelingen i grønne hybrid-obligationer fra Iberdrola, verdens førende grønne virksomhed, og i mindre likvide obligationer fra den finske atomkraftsproducent TVO.

Sikkerhedsvirksomheden G4S, som vi har skrevet om i de seneste investorbreve, blev i kvartalet overtaget af den B-ratede konkurrent Allied Universet. Der er endnu ikke klarhed over, hvordan kapitalstrukturen kommer til at se ud i G4S efter overtagelsen. Men afdelingens G4S-obligation indeholder en klausul om, at kuponen stiger med 1,25 pct.point, hvis obligationerne nedjusteres til High Yield unvierstet, ligesom vi kan kræve obligationerne indfriet til kurs 100 ved ændring af majoritetsejerskabet, som nu er tilfældet. Afdelingens 2023 obligation blev solgt ultimo kvartalet på kurs 100.321, og 2025-obligationerne forventes indfriet i løbet af andet kvartal.

Ultimo 2020 kom China Chemical, der ejer schweiske Syngenta (verdens tredjestørste producent af såsæd og plantebeskyttelse), på en amerikansk sanktionsliste, hvorved amerikanske investorer ikke måtte eje obligationer fra gruppen. Dette fik Syngentas 2026 obligation til at falde ca. 5 kurspoint medio januar. Obligationen indeholder en klausul om, at kuponen stiger med 0,25 pct.point for hver rating-karakter

nedjustering fra de tre kreditvurderingsinstitutter, dog maksimal 2 pct.pont. Afdelingen fordoblede beholdningen på bunden af markedet, og obligationen er siden steget med ca. 4 kurspoint.

Ultimo måneden meddelte finske TVO, at de efter 11-års forsinkelse endelig fik godkendelse til at opstarte elproduktion fra den nye OL3 atomreaktor (vil levere ca. 15% af Finlands strøm). Siemens og statsejede franske Areva (nu en del af EDF) har stået for konstruktionen, og de to har dækket størstedelen af ekstraudgifterne på forsinkelsen. I februar investerede afdelingen i en illikvid 2027-obligation fra TVO til en rente på 3,25%, hvilket var en merrente på ca. 1,25 pct.point til TVO's 1,5 år kortere, men mere likvide, 2026-obligation (som afdelingen også ejer). De to TVO-obligationer lukkede kvartalet med et rentefald på ca. 0,5 pct.point.

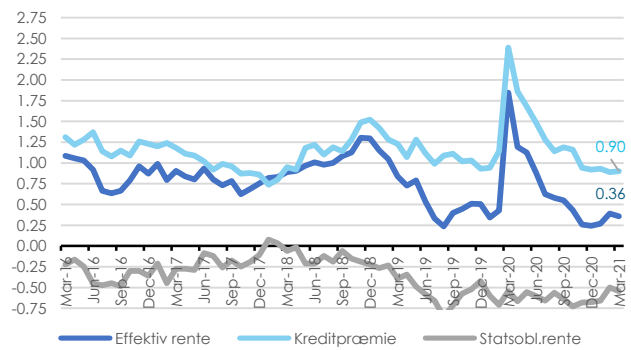
De største tyske bilfabrikanter fik kreditvurderingen bekræftet og forventningerne (outlook) ændret fra negativ til stabil i løbet af kvartalet. En af årsagerne var en massiv fremdrift i elektrificering af modelprogrammerne. Afdelingen er neutralt eksponeret til autosektoren, men er overvægtet lidt kortere obligationer fra underleverandører og undervægtet længere obligationer fra de store bilfabrikanter.

En af underleverandørerne til bilsektoren Schäffler AG leverede stærke Q3 og Q4 regnskaber, men fik medio marts ratingen nedjusteret fra BBB- til BB+ af Fitch. Begrundelsen var svagere indtjening i søsterselskabet dækproducenten Continental AG og høj gæld hos den fælles hovedaktionær IHO Verwaltungs GmbH. Nedjusteringen fik renten på Schäfflers 2028-obligation til at stige ca. 0,2 pct.point. Afdelingen fastholder eksponeringen til Schäffler.

Fusionen mellem Spaniens største bank Caixabank og den 5. største bank Bankia faldt på plads ultimo kvartalet. Caixabank tilbagekøbte på attraktive vilkår en Tier 2-obligation med forventet indfrielse i 2022, og provenuet herfra blev brugt til at købe samme type obligation fra Bankia til en højere rente.

Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 0,6%, dvs. 0,3 pct.point mere end universet, og en varighed på ca. 4,7 år, hvilket er ca. 0,5 år under universet.

Graf 1: Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)



Kilde: Bloomberg

### Afdelingens ESG-score fastholdt i kvartalet

Afdelingen gennemsnitlige ESG-score er placeret meget solidt i AA-kategorien.

Andelen af grønne obligationer blev øget til lige under 20%.

### Forventninger til 2021

Set i et historisk perspektiv er kreditpræmien rimelig attraktiv, om end den nu ligger lidt under det historiske gennemsnit på 1%. Men virksomhedsobligationernes effektive rente er påvirket af de ultra lave og negative statsobligationsrenter, hvorfor universets effektive rente på 0,36% ikke lader meget upside tilbage.

I 2021 forventes markant lavere nyudstedelsesaktivitet, og med ECB-opkøb vil kreditpræmien formentlig bevæge sig mod den "normale bund" omkring 0,7%. Vi forventer, at afdelingen giver et merafkast til statsobligationer i 2021 i niveauet 1%. Falder kreditpræmien til omkring de 0,7%, da vil merafkastet blive lidt højere.

I kreditpræmierne er der ikke indiskonteret megen downside, og pludselige chok vil kunne påvirke markedet i negativ retning og lede til stigende kreditpræmier. Vi anser p.t. ikke sandsynligheden herfor som stor.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
**"BankInvest"**

Redaktion afsluttet d. 31.marts 2021