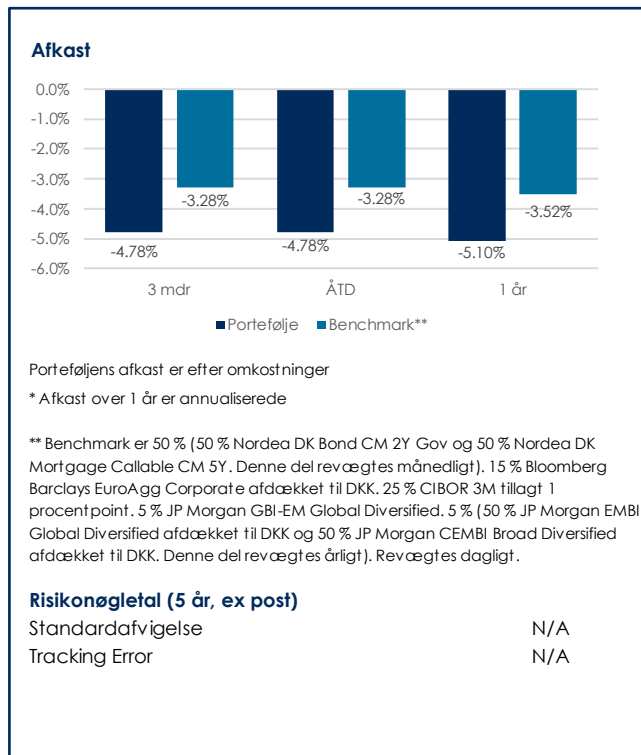


Kære investor

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

- Meget turbulent og volatilt kvartal, drevet af geopolitik og inflation
- Ruslands invasion af Ukraine giver uoverskuelige vækst- og inflationsudfordringer
- Udbredte stramninger fra centralbankerne, ikke mindst Federal Reserve i USA (FED)
- Emerging Markets (EM) obligationer hårdt ramt af den geopolitiske uro og de stigende renter
- Virksomhedsobligationer, såvel investment grade (IG) som High Yield (HY) led også under uroen
- Danske realkreditobligationer havde også et vanskeligt kvartal



Kære Investor

Det er uhyre sjældent, heldigvis, at vi skal skrive om krig i investorbrevene men det er desværre en realitet vi skal forholde os til, efter Ruslands invasion af Ukraine. De menneskelige omkostninger er ubegribelige men også på de finansielle markeder satte invasionen sig tydelige spor. Obligationsmarkedet og centralbankerne skal forholde sig til en ubehagelig kombination af højere inflation og lavere vækst, hvor det første taler for højere renter mens det andet taler for lavere. I 1. kvartal vægtede den højere inflation tungest og facit blev en kraftig rentestigning ikke mindst på kortløbende obligationer.

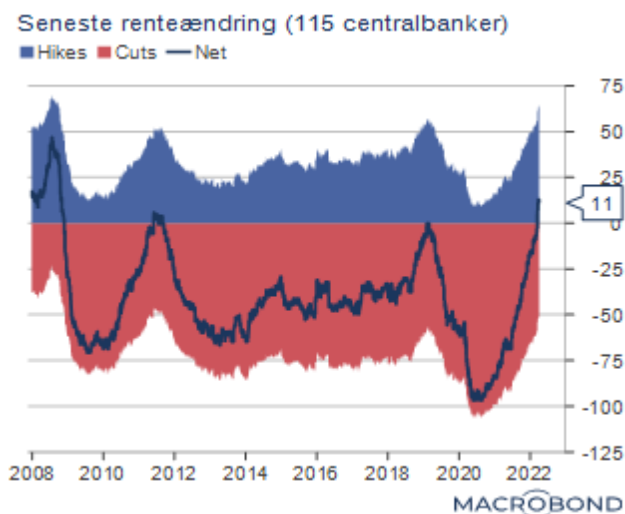
Inflationen nåede niveauer, vi ikke har set siden 1980'erne med 8% i årlig inflation i USA og 7½% i Eurozonen. Prisstigninger er dermed blevet et fænomen som alle skal forholde sig til og som tiltvinger sig større og større opmærksomhed, også politisk. Vi kan forklare en stor del af den høje inflation ved energi-

og fødevarerpriser men jo længere den varer ved, jo større er risikoen for at den bider sig fast og ligger til grund for virksomhedernes og lønmodtagernes ageren. Krigen i Ukraine har konsekvenser for en lang række råvarer og landbrugsvarer og lægger dermed kimen til en mere langsigtet ubalance mellem udbud og efterspørgsel på disse markeder. Dertil kommer de inflationære konsekvenser af en bremse på store dele af den internationale handel og et større fokus i mange lande og regioner på en større grad af selvforsyning.

Stigningen i inflationsforventningerne var en del af forklaringen på rentestigningen i USA og stort set hele forklaringen i Eurozonen. Inflationsforventningerne, målt som forskellen mellem renten på en indeksobligation og en nominel obligation, steg til de højeste niveauer vi har registreret siden starten af 90'erne. Der er en klar tendens til at også de langsigtede inflationsforventninger reagerer på en høj inflation lige nu. Det gør ikke udfordringerne for centralbankerne mindre, og indtil nu har svaret været

BankInvest Optima Rente Akk.

stramninger fra mange centralbanker, som den følgende figur viser.

**Det Globale Billede og Centralbankerne**

FED satte renten op i marts med 0,25%-point og det er en udbredt forventning, at den kun var den første af mange. Når 2022 er omme ventes den pengepolitiske rente at ligge på 2½% og på ca. 3% et år senere. Det er også en udbredt forventning, at FED snart vil sætte gang i en gradvis reduktion af sin obligationsbeholdning.

Den Europæiske Centralbank (ECB) står længere væk fra renteforhøjelser ikke mindst fordi inflationspresset er mindre markant end i USA. Det afholdt dog ikke ECB fra at lufte tanken om renteforhøjelser allerede i år både på mødet i februar og i marts. Ved kvartalets afslutning betød det, at den pengepolitiske rente nu ventes sat op til ca. 0% i år fra det nuværende niveau på -0,5%.

Obligationsmarkedet

På det danske marked har rentestigningen åbnet yderligere op for opkonverteringer. Både 2½% og 3%-obligationer er blevet åbnet og det har afstedkommet en betydelig aktivitet hos låntagerne. Det er en understøttende faktor for realkreditmarkedet og har bidraget til en lidt bedre stemning mod slutningen af kvartalet efter et par vanskelige måneder.

Udenfor Danmark har der som nævnt været et betydeligt pres på EM-obligationer. Afdelingen havde før konflikten en indirekte og meget begrænset eksponering til Ukraine og Rusland. Ruslands

mobilisering og efterfølgende invasion af Ukraine gav anledning til en række porteføljemæssige dispositioner i EM-porteføljerne. Forud for krigen mere end halverede vi beholdningen af russiske statsobligationer i rubler og umiddelbart efter invasionen nedbragte vi eksponeringen til russiske virksomhedsobligationer både ved frasalg og ved nedskrivning af restpositioner til nul. I EM-porteføljerne er der en mindre rest tilbage i ukrainske obligationer, hvis skæbne må anses for at være uvis.

Afkast og forventninger

Rentestigningerne og spændudvidelserne i 1. kvartal betød et negativt afkast på såvel porteføljen som på sammenligningsindekset.

De mange renteforhøjelser, som vi forventer at centralbankerne gennem de næste kvartal leverer, er i vidt omfang priset ind i obligationsrenterne. Det betyder også, at det forventede afkast på afdelingen er steget betydeligt siden sidste år.

For at realisere det forventede afkast kræves dog et mere roligt rentemiljø og en reduktion i den geopolitiske uro. Den reduktion i den geopolitiske uro er der mange, også langt mere tungtvejende grunde til at ønske sig for de kommende kvartaler.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2022