

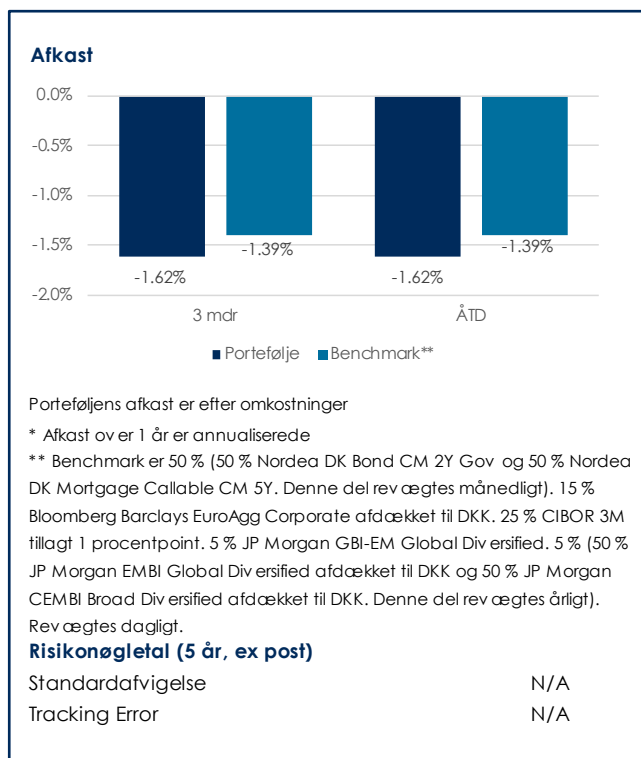
Kære investor

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

den globale økonomi førte til en betydelig opjustering af vækst- og inflations-forventninger i 1. kvartal.

- Det trak renterne op, særligt på stats- og realkreditobligationer
- Virksomhedsobligationer, både Investment Grade og High Yield, havde et bedre kvartal, drevet af opjustering af indtjeningsforventninger fra virksomhederne
- Flere Emerging Markets-lande hævede renterne i 1. kvartal som følge af et begyndende inflationært pres



Kære Investor

Vi beskrev i det foregående kvartalsbrev, de spæde tegn på en bedring af den globale økonomi, som vi kunne spore på det tidspunkt. Det relaterede sig til positive vaccine-nyheder og påbegyndelsen af det omfattende arbejde med at vaccinere store dele af den globale befolkning. Det arbejde begyndte ultimo 2020 og tog fart i 1. kvartal. Det var ikke uden forhindringer og med stor spredning i tempoet fra land til land, men alt i alt positivt for den globale vækst.

Vi begynder nu at se konsekvenserne i form af en markant opjustering af forventningerne til væksten i år, særligt i USA. De stigende vækstforventninger har aflejret sig i højere inflationsforventninger, hvilket har trukket obligationsrenterne op.

Det globale billede

Den globale vækst ser ud til at blive 5½ % i år. Det er i hvert fald OECD's forventning og det er en opjustering fra de godt 4% OECD forventede i december. Det er

primært USA der driver opjusteringerne. Siden årsskiftet er forventningerne til væksten i 2021 i USA sat op fra 3½% til 6%. En del af forklaringen er den meget omfattende finanspolitiske pakke som Biden fremlagde primo året og som blev vedtaget i marts. En del af pakken "rammer" økonomien allerede her i 2. kvartal. Det gælder bl.a. de meget omtalte checks, som vi vel kan betegne som "helicopter money" på \$1.400 som sendes ud til alle amerikanere.

Den stærke vækst i USA har foreløbigt ikke fået den amerikanske centralbank (FED) til at ryste på hånden i sin lempelige pengepolitik. Der er stadig ingen renteforhøjelser under opsejling, hverken i 2022 eller 2023, ifølge deres officielle udmeldinger. De finansielle markeder er begyndt at tvivle og forventer den første renteforhøjelse ved årsskiftet 2022/23.

I Eurozonen havde Den Europæiske Centralbank travlt med at understrege, at den ikke påtænker at sætte renten op og at den heller ikke ønsker, at de lange renter skal stige for hurtigt og for meget. Den verbale

intervention blev mod kvartalets slutning afløst af mere håndfaste tiltag, da de på mødet medio marts annoncerede at opkøbstempoet vil blive øget. I de sidste uger af marts kunne vi aflæse det i et opkøb på godt €20 mia. pr. uge. Det er det højeste opkøb siden sommeren 2020 og ca. €8 mia. mere pr. uge end i de første måneder af 2021.

Obligationsmarkedet

Stort set alle globale obligationsmarkeder var præget af rentestigninger i 1. kvartal. USD-renterne steg mest, nemlig med 0,8%-point til 1,7% (10-årige renter). Generelt så vi en kraftig stigning i renteforskellen mellem korte og lange obligationer. Det afspejler en forankring af de korte renter i en verden, hvor centralbankerne ikke har travlt med at sætte renten op, men hvor investorerne indregner rentestigninger på den længere bane når vækst og inflation er kommet op. Undtagelsen fra den regel er Emerging Markets (EM) landene, hvor vi observerede flere af de største lande (Rusland, Brasilien og Tyrkiet) alle sætte renten op i 1. kvartal. Langt de fleste EM-lande har oplevet en depreciering af deres valuta overfor USD i år og det giver i større eller mindre grad anledning til et inflationspres, som centralbankerne prøver at imødegå.

For Tyrkiets vedkommende gav renteforhøjelsen fra centralbanken store politiske dønninger og førte til centralbankchefens afgang. Det gav anledning til et betydeligt pres på landets valuta.

Rentestigningerne såvel som svækkelsen af EM-valutaerne ramte afdelingens EM-obligationer med et negativt afkast til følge.

Udenfor EM-universet var der en god stemning i virksomhedsobligationer. Både de bedre ratede Investment Grade-obligationer og de lavere ratede High Yield-obligationer oplevede en spænd-indsnævring til statsobligationer. Det er ikke usædvanligt at vi oplever det i perioder med stigende vækstforventninger. Stigende vækst styrker virksomhedernes indtjening og dermed deres bonitet.

Rentestigningen i 1. kvartal satte sig klare spor i det danske obligationsmarked. På de konverterbare realkreditobligationer steg rentefølsomheden betydeligt, i takt med at renten steg. For de fleste investorer kom det ubelejligt og det igangsatte en negativ spiral, hvor der var en selvforstærkende effekt

af de stigende renter. Det observerede vi i foråret 2020, og igen her i 1. kvartal 2021,

Det betød, at det toneangivende 30-årige realkreditlån i perioder her i marts skulle udstedes med en kupon på 1½%, hvilket er 1%-point højere end da renterne var lavest i starten af januar 2021. På den positive side lægger det en kraftig dæmper på konverteringsaktiviteten, men det har også den konsekvens, at investorerne appetit på lange obligationer falder kraftigt.

Afkast og forventninger

Rentestigningen i 1. kvartal var størst i USA men forplantede sig til stort set alle hjørner af det globale obligationsmarked. Virksomhedsobligationer var en positiv undtagelse med meget små rentestigninger for de bedre ratede obligationer og rentefald for de lavest ratede (High-Yield) obligationer.

Det samlede afkast på afdelingen var dermed en kombination af negative afkast på de danske obligationer og på EM-obligationer, neutralt for Investment Grade Obligationer og et positivt afkast på afdelingens High Yield-obligationer. Resultatet blev samlet et negativt afkast på -1,6%, hvilket er lidt under afkastet på sammenligningsindekset.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2021