

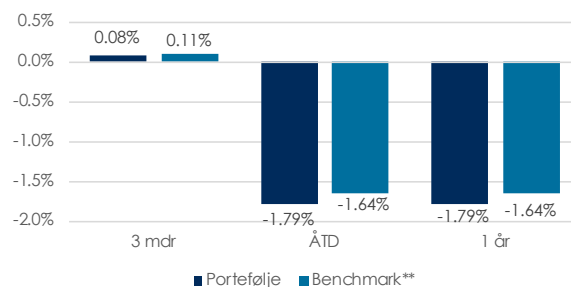
Kære investor

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

- Renterne stabiliserede sig og blev holdt nede af stigende bekymring for ny(e) variant(er) af Corona
- Begyndende og delvis nedlukning koster på væksten og gør inflationsbilledet endnu mere mudret
- Centralbankerne på vej mod en exit fra den ekstraordinært lempelige pengepolitik
- USA og UK går forrest mens Den Europæiske Centralbank (ECB) ikke har så travlt
- Divergerende afkast i 4. kvartal på tværs af regioner og obligationstyper

Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

* Afkast over 1 år er annualiserede

** Benchmark er 50 % (50 % Nordea DK Bond CM 2Y Gov og 50 % Nordea DK Mortgage Callable CM 5Y. Denne del rev ægtes månedligt). 15 % Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate afdækket til DKK. 25 % CIBOR 3M tillagt 1 procentpoint. 5 % JP Morgan GBI-EM Global Diversified. 5 % (50 % JP Morgan EMBI Global Diversified afdækket til DKK og 50 % JP Morgan CEMBI Broad Diversified afdækket til DKK. Denne del rev ægtes årligt). Rev ægtes dagligt.

Risikonøgletal (5 år, ex post)

Standardafvigelse

N/A

Tracking Error

N/A

Kære Investor

I løbet 4. kvartal stoppede den rentestigning som vi havde observeret siden primo august og katalysator for stemningsskiftet var fremkomsten af en ny Corona-variant (Omikron) som viste sig at være mange gange mere smitsom end de tidligere. Selvom den måske også er mildere førte det alligevel til en ny runde af nedlukninger og restriktioner på tværs af lande og sektorer. Det kommer til at koste på væksten i 4. kvartal og ind i 2022 og kan også have konsekvenser for inflationsbilledet.

Inflationen nåede i november nye højder med en årsstigning i USA på knap 7% og knap 5% i Eurozonen. Meget af den høje inflation kan stadig tilskrives ekstraordinære forhold, blandt andet relateret til energipriser, og det står efterhånden klart, at den høje inflation ikke er så midlertidig, som centralbankerne og de finansielle markeder kunne ønske sig. Den amerikanske centralbank (FED) tog konsekvensen og holdt op med at karakterisere inflationen som

"transitory" og ECB justerede deres skøn for inflationen i 2022 op med hele 1,5%-point til 3,2%. 1%-point af denne opjustering kan dog relateres til energipriser.

Statsobligationsrenterne indledte kvartalet med at fortsætte rentestigningerne fra 3. kvartal men renterne toppede i oktober og efterfølgende betød den skærpede retorik fra centralbankerne, at markederne blev mindre bekymrede for at de ville miste kontrollen over inflationen. Det sendte inflationsforventninger og nominelle renter ned. Den bevægelse skubbete Omikron yderligere til i november og december.

Det Globale Billede

Den toneangivende bevægelse hos centralbankerne globalt har været mod renteforhøjelser. Knap 90% af renteændringerne i 2021 har været i opadgående retning og det har i meget høj grad været drevet af centralbankerne i Emerging Markets-landene. Det står i markant modsætning til 2020 hvor over 90% af centralbankerne globalt lempede pengepolitikken.

Blandt centralbankerne i de toneangivende lande var det kun Bank of England, der satte renten op men de øvrige centralbanker fortsatte på andre måder kursen mod en normalisering af pengepolitikken. På mødet i december annoncerede FED en fremskyndelse af afviklingen af det ekstraordinære obligationsopkøb, således at det nu ventes overstået allerede til marts. Det betyder også, at vejen er banet for renteforhøjelser og dem venter FED selv at levere tre af i 2022.

ECB bevæger sig i samme retning, men i et noget lavere tempo. Opkøbstempoet hos ECB er også aftagende, fra €80 mia. i 1. kvartal gradvist ned mod €20 mia. mod slutningen af 2022. ECB har til gengæld, så godt som aflyst renteforhøjelser i 2022.

Obligationsmarkedet

Der faldt ro på det danske obligationsmarked i 4. kvartal og det gav en mere positiv undertone til realkreditobligationsmarkedet. I perioder var der åbnet for udstedelse i 30-årige obligationer med en kupon på 2%. Det har vi det meste af året efterlyst som en mulig kilde til en stabilisering af realkreditmarkedet. Det skulle ske ved at vi begyndte at se opkøb fra låntagere i 0,5% og 1%-obligationer, som ville føre til en reduktion af varigheden i det konverterbare marked. Vi har set opkøb af den karakter i 4. kvartal men ikke nok til at stabilisere markedet. Opkøbet har været bremset af, at 2%-obligationerne det meste af kvartalet har været lukket for lånetilbud fordi kursen er over 100.

Europæiske virksomhedsobligationer gav et mindre negativt afkast i 4. kvartal, primært drevet af stigende rentespænd mellem virksomheds- og statsobligationer.

Også Emerging Markets obligationer oplevede en spændudvidelse, som trak afkastet på denne kategori af obligationer i minus. Det gælder også for EM Lokalvaluta obligationer. Vi har, som tidligere nævnt, set mange renteforhøjelser i 2021 fra EM-centralbanker, men det har ikke ført til en generel styrkelse af valutaerne. Styrkelsen af USD mod både euro og danske kroner bidrog isoleret set positivt til afkastet da op mod 80% af lokalvaluta-afdelingen er investeret i USD-relaterede valutaer, men det kunne ikke fuldt ud kompensere for rentestigningerne.

Afkast og forventninger

Afkastet for 4. kvartal endte i et beskedent plus drevet af en positiv afkastudvikling på afdelingens eksponering til Mellemlange Danske Obligationer, som fylder 50% af afdelingen. De korte high-yield obligationer bidrog også positivt til afkastet, hvorimod virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer oplevede negative afkast. For hele året endte afkastet på -1,8% hvilket var marginalt under afkastet på sammenligningsindekset. Når vi kigger på det samlede årsafkast var det i særlig grad de danske obligationer, der trak ned.

Overordnet set er vores syn på obligationsmarkedet, at der er lagt op til stramninger fra de store centralbanker. For FED's vedkommende vil det komme i form af renteforhøjelser. En del er allerede priset ind i de nuværende obligationsrenter, men om der er nok priset ind vil tempoet i den fremtidige inflationsudvikling bestemme. Takket være den højere rente byder USD-relaterede obligationer efter vores opfattelse på et mere interessant afkast-risiko forhold end EUR-relaterede obligationer. For danske realkreditobligationer er der også sket en reprisering af segmentet i 2021, som betyder højere forventede afkast for 2022 end det vi så ved indgangen til 2021.

Det reducerede centralbankopkøb i 2022 er en modvind for kreditobligationer generelt og det kan føre til et løft i rentespændene på bl.a. virksomhedsobligationer generelt.

Meget af renteutviklingen i 2022 vil afhænge af inflationsudviklingen og om den tillader centralbankerne at følge den drejebog som de pt kører efter. Hvis det er tilfældet og drejebogen holder tror vi på et mere roligt rentemiljø og et bedre afkast på afdelingen end i 2021.

Med venlig hilsen
Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. December 2021