

Afkastopgørelse	September	År-til-dato	Siden start ²	Afkast p.a.
Fund	-1,08%	-1,91%	12,01%	1,89%
Benchmark ¹	-0,46%	-0,57%	7,92%	1,27%
Performance	-0,61%	-1,34%	4,10%	0,62%

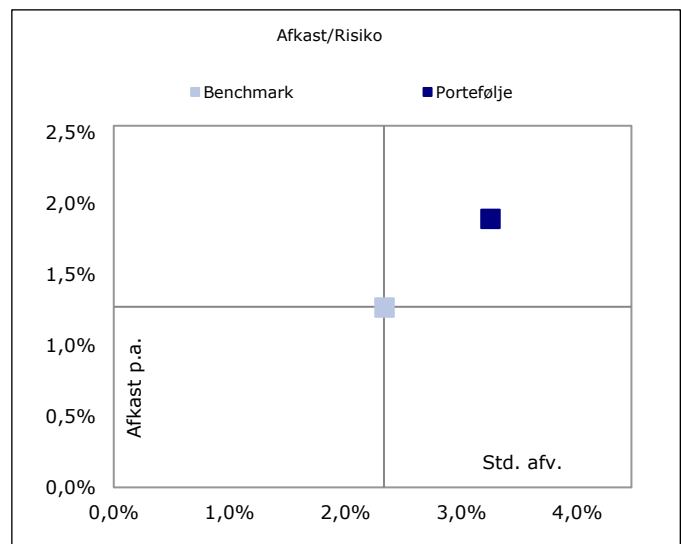
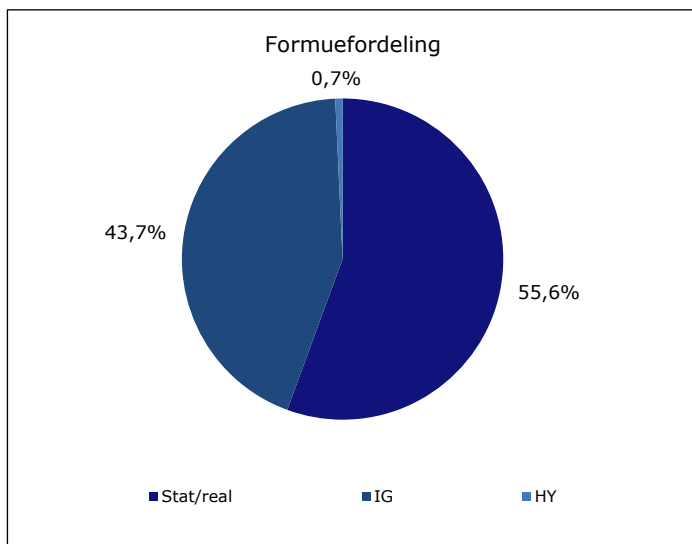
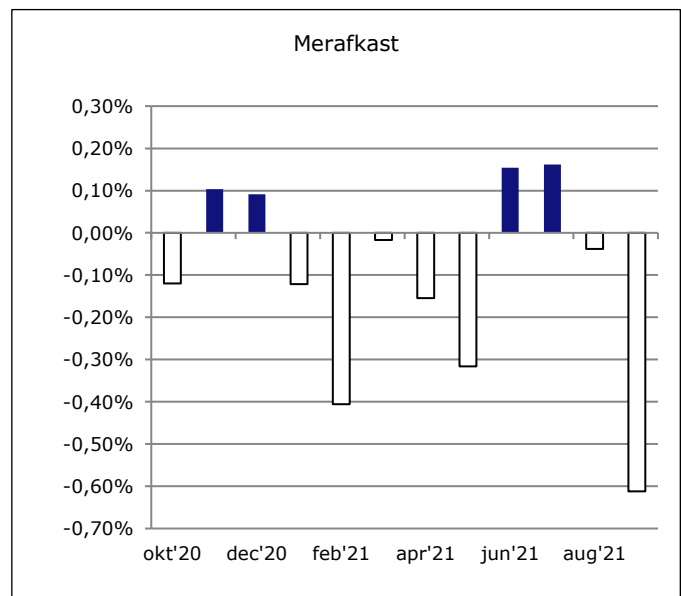
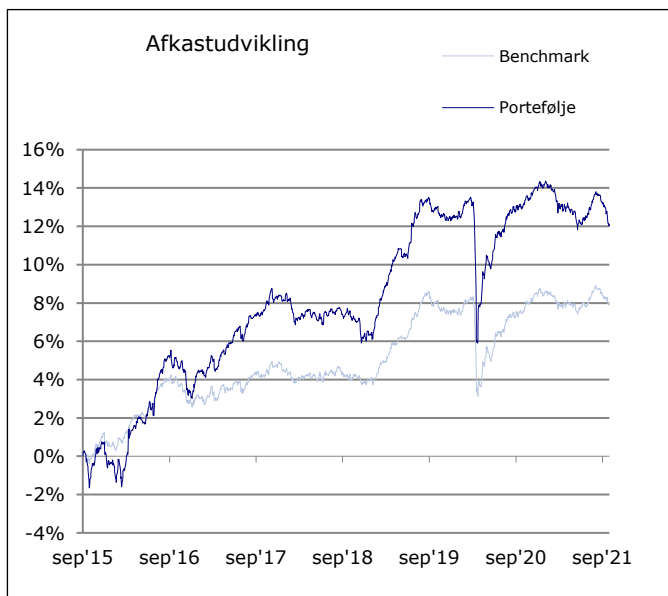
1) 50% ERCO_DKK 50% NDEAGCM3

2) 02-09-2015

Stamdata	
Indre værdi	104,73
Formue (mio.)	1.718,37
Valuta	DKK
Cirkl. mængde	16.407.852,00
Fondskode	DK0060356202
Varighed	5,46
Yield to Maturity	0,94%
Gns. rating	A

Rating

AAA	48,17%
AA	1,74%
A	22,67%
BBB	26,69%
BB	0,73%
B eller under	0,00%
Unrated	0,00%



Kreditobligationer investerer i virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, højt renteniveau og stats- og realkreditobligationer. Allokeringen mellem de to obligationssegmenter varierer løbende, og teamet bag kan vælge at skrue både op og ned på risikoniveauet for det samlede risikoniveau afhængigt af den økonomiske situation. Allokeringen til statsobligationer og realkreditobligationer kan højst udgøre 55%. Afdelingen investerer primært i virksomhedsobligationer udstedt i EUR eller DKK.

*Afkastet er et nettoafkast. Dvs. afkastet er efter alle omkostninger.

Portefølje Kommentar kvartalet

Markedet

Det dominerende markedstema i juli var fortsat holdbarheden af det globale økonomiske opsving og konsekvensen for renteniveauet. I løbet af 2. kvartal skiftede årsagsforklaringen fra et overvældende konsensus om reflation og rentenormalisering til en øget sandsynlighed for et scenarie med sekulær stagnation – potentielt stagflation.

Usikkerheden om holdbarheden af det globale økonomiske opsving blev forstærket i august måned. Det blev for alvor klart, at udviklingen af deltavarianten har ændret den potentielle afslutning af pandemien fra en sprint om, hvilke lande der kan vaccinere deres befolkning hurtigst, til et maraton med booster-vacciner og fortsatte brud på forsyningskæder.

I september blev bekymringen om de globale forsyningskæder forstærket yderligere. Der tegner sig et billede af, at det tager længere tid end forventet at få forsyningskæderne genetableret. Samtidig fortsætter energipriserne i Europa med at stige og skaber et negativt bidrag til væksten og virksomhedernes indtjening. I en voksende økonomi bør inflation i sig selv ikke være en trussel mod kreditspænd. Hvis centralbanker derimod begynder at adressere højere (temporær) inflation fra brudte forsyningskæder, så kan resultatet blive økonomisk recession. Det vil være en negativ udvikling for kreditspænd.

I august afholdt den amerikanske centralbank sit årlige centralbanksymposium i Jackson Hole, hvor bl.a. den lempelige amerikanske pengepolitik blev diskuteret. Direktøren for den amerikanske centralbank benyttede muligheden til at gentage baggrunden for tålmodigheden med den eksisterende lempelige politik og fremhævede argumenter for, at centralbanken forventer, at de relativt høje inflationsmålinger højst sandsynligt vil vise sig at være temporære. Han fremhævede fx, at det nuværende inflationspres primært er drevet af covid-19-faktorer, som er ved at normalisere sig, og at de langsigtede inflationsforventninger fortsat er forankrede og uændrede. I september signalerede Fed dog, at pengepolitikken højst sandsynligt vil blive strammere hurtigere end forventet.

Efter flere år med lempelig og endnu mere lempelig pengepolitik, så er det ikke kun centralbanken i USA, som er begyndt at varme op til en strammere pengepolitik. Det gælder også centralbankerne Bank of England og ECB. Hos ECB begynder der at være en forventning om, at pandemiopkøbene gennem PEPP-programmet vil blive udfaset i løbet af foråret til fordel for et udvidet og mere fleksibelt APP-opkøbsprogram. Opkøbsprogrammet af virksomhedsobligationer CSPP ligger under APP som i sin absolutte størrelse ser ud til at fortsætte uændret.

Strukturelle udviklinger på kreditmarkedet

I juli måned begyndte der at komme nogle store negative bevægelser i udkanten af det europæiske kreditobligationsmarked. I Kina er der reformer på vej i den private uddannelsessektor, tech-sektoren oplevede stor aktievolatilitet, og der opstod bekymring om væksten i Kina med lokale udbrud af deltavarianten. Kreditspændene blev kraftigt udvidet for kinesiske virksomheder, men deres andel udgør under 1% af det samlede euromarked.

I løbet af kvartalet tegnede der sig et mere klart billede af Præsident Xi Jinpings øgede brug af udtrykket "common prosperity", efter at vi i de seneste måneder har set et skrappe regulatorisk fokus på den private uddannelsessektor og internetplatforme. Formålet synes at være at adressere den stigende ulighed i Kina ved at omfordele velstanden hos de rige og superrige til gavn for flere kinesere. Det gælder ikke kun succesrige selskaber, men også uligheden skabt af ejendomssektoren, som har skabt en høj boligbyrde for den almindelige kineser. De høje boligpriser har Kina forsøgt at regulere ved at stramme kreditgivingen, og der er nu tale om at indføre en decideret ejendomsskat. Indgreb på ejendoms markedet i Kina kan få væsentlig betydning for Kinas økonomi og finansielle markeder.

Den finansielle ustabilitet i ejendomssektoren og afledte negative påvirkning af kinesisk økonomi blev i løbet af september suppleret af forsyningsproblemer af elektricitet. Hovedparten af Kinas elektricitet bliver produceret på kulkraftværker, og Kinas carbon neutrale 2060 klimastrategi har begrænset udvinding og adgang til kul, og dermed produktion af strøm.

Når der sker kraftige negative bevægelser i et hjørne af kreditmarkedet, så kan usikkerheden nogle gange sprede sig til det bredere marked. Indtil videre har det dog ikke skabt væsentlige dønninger til det globale finansielle system. Centralbankernes fortsatte opkøb af virksomhedsobligationer og det stærke udbuds- og efterspørgselsmønster lægger en dæmper på volatiliteten på det brede Investment Grade-marked.

Udbud og efterspørgsel

I årets tredje kvartal lå bruttomængden af nyudstedelser på Investment Grade på samme niveau som sidste år. I 2021 har hovedparten af udstedelserne primært været finansielle virksomheder, mens ikke-finansielle virksomheder fortsat har rigeligt med likviditet fra sidste års massive udstedelser. Det betyder, at nettoudstedelserne fra ikke-finansielle virksomheder ligger meget lavt.

På High Yield-markedet var aktiviteten med EUR 26 mia. i tredje kvartal lav efter den meget høje aktivitet i årets første to kvartaler på henholdsvis EUR 45 mia. og EUR 48 mia. Det er et normalt sæsonmønster, at tredje kvartal ligger lavt. Nettoudstedelsen i hele 2021 på knap EUR 60 mia. er fortsat meget højt, og 2021 ser ud til at blive et rekordår. Nyudstedelserne er fortsat primært til finansiering af eksisterende gæld, men i stigende grad også til finansiering af M&A og udbytter.

I år har efterspørgslen efter kreditfonde været høj. Det har især været efter Investment Grade, men High Yield har også haft positivt netto inflow. I de sidste fem år har ECB med sine stabile tilstedeværelse som køber af virksomhedsobligationer været en stærk understøttende faktor for kreditmarkedet. Det har også været gældende for hele 2021.

Udbuds- og efterspørgselsdynamikken er stadig stærk på kreditmarkedet. Ikke-finansielle virksomheder har fortsat ikke et stort forestående behov for at udstede gæld. Med indfrielse, kuponer og ECB-opkøb ser nettoudstedelserne ud til at blive lave de kommende måneder. Med andre ord høj efterspørgsel og lavt udbud.

Porteføljen

Porteføljen har i kvartalet og for første halvår givet et lavere afkast end benchmark.

Porteføljens sammensætningen er ikke ændret i løbet af kvartalet og er fortsat 50% investment grade obligationer og 50% danske stater/realer.

Outlook

De ledende indikatorer har på det seneste tegnet et mere entydigt billede af, at det økonomiske momentum har nået sit maksimum for denne gang. Den udvikling lader stadig ikke til at være i tråd med den generelle forventningsdannelse. De såkaldte "Economic Surprise Indices" offentliggjort af Citi er faldet fra rekordhøje niveauer i midten af 2020 til nu negative niveauer for både USA, Europa og Kina. Det er et udtryk for, at en bred kurv af nøgletal i de nævnte økonomier nu har udfald, som ikke lever op til markedsforventningerne. Det skal i den sammenhæng tilføjes, at i USA og Europa har udviklingen i de vækstrelaterede nøgletal mest karakter som en moderat opbremsning med aftagende momentum fra høje væksthøje i forsommeren.

Det har i store træk været det skitserede scenarie siden forsommeren. De seneste ugers prisstigninger og forsyningsproblemer på særligt energiområdet vurderes dog at skubbe vækstscenariet til den negative side. Ubalancerne på energiområdet har på få uger nået et omfang, som rammer den økonomiske aktivitet. Manglen på elektricitet tvinger Kina til at prioritere mellem forsyning til husholdningssektoren eller erhvervssektoren. De kinesiske myndigheder har inden for de seneste uger selektivt har henstillet energi-tunge virksomheder til at reducere eller indstille produktionsaktiviteten. Det drejer sig primært om produktion inden for sektorerne stål, cement og kemikalier.

Forsyningsproblemer for et så vigtigt input som elektricitet åbner potentielt udfaldsrummet for store negative overraskelser og indtræffer på et tidspunkt, hvor de globale forsyningskæder oplever store flaskehalse. Et netværk, hvori den kinesiske industriproduktion spiller en central rolle. Forsyningsproblemet vil have vidtrækkende effekter fra indtjening til prisudvikling – ikke blot i Kina men på globalt plan. Hvad angår Kina, så har det økonomiske momentum i forvejen udviklet sig bekymrende negativt hen over sommeren. Gældsproblemerne i ejendomssektoren svækker den generelle tillidsdannelse. I kombination med de omtalte selektive nedlukninger af den samfundsmæssige aktivitet grundet mangel på elektricitet har det skubbet vækstudsigterne i Kina i en endnu mere negativ retning.

Udviklingen de seneste uger vidner blot om, at de taktiske omgivelser for finansmarkedet er komplekse. Såfremt de opståede ubalancer på energiområdet ikke forholdsvis hurtigt kan reetableres fra udbudssiden i form af øget energiproduktion, så vil ligevægten være tvunget til at komme fra efterspørgselsiden – hvilket vil sige lavere økonomisk momentum.

Siden forsommeren har særligt to forhold været anset som afgørende for finansmarkedet. Begge forhold baserer sig på det tab af momentum, som er fulgt i kølvandet på den eksplosive genåbning af den økonomiske aktivitet i andet kvartal.

■ **Maksimum økonomisk momentum:** indikatorer i OECD-området signalerer fortsat solid økonomisk aktivitet men blot på niveauer, som er lavere end i forsommeren. Den omtalte udvikling i Kina og effekterne på den globale industriproduktion anses af have forringet det forestående vækstmomentum yderligere.

■ **Maksimum "overskudslikviditet":** genåbningen af den samfundsmæssige aktivitet lægger automatisk større beslag på likviditet. Det er tolkningen, at centralbanken i USA på det seneste har fremrykket tidspunktet for, hvornår QE nedskaleres. Tilsammen vil det opleves som en stramning af de likviditetsmæssige omgivelser for finansmarkedet.

Ovenstående er ikke et udtryk for en større bekymring for det nuværende aktivitetsniveau eller likviditetsniveau – men understreger blot vigtigheden af, hvorledes de omtalte områder ændrer sig. I omgivelser, hvor disse områder taber momentum, bliver afkastforholdet mellem risikofrie og risikofyldte aktiver mere ensartede. Taktiske aktivallokeringer er i disse perioder forbundet med lavest træfsikkerhed og dermed højest usikkerhed. Samlet set foretrækkes en neutralvægtet allokering mellem Investment Grade og danske stats- og realkreditobligationer.

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Asset Management, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Nærværende materiale anvendes i forbindelse med vores investeringsrådgivning af de investorer, som vi har udarbejdet materialet til. Der gælder ikke et forbud mod at handle finansielle instrumenter omtalt i materialet inden udbredelsen heraf.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Asset Management til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Asset Management har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Asset Management påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Nykredit Asset Management påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank A/S og/eller andre selskaber i Nykredit koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Asset Management.

Nykredit Asset Management - Under Krystallen 1 - 1780 København V - Tlf. +45 4455 9200

Kreditobligationer investerer i virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, højrente virksomhedsobligationer og stats- og realkreditobligationer. Allokeringen mellem de tre obligationssegmenter varieres løbende, og teamet bag kan vælge at skrue både op og ned for det samlede risikoniveau afhængigt af den økonomiske situation. Allokeringen til højrente virksomhedsobligationer kan højst udgøre 55%. Afdelingen investerer primært i obligationer udstedt i EUR eller DKK.

*Afkastet er et nettoafkast. Dvs. afkastet er efter alle omkostninger.