

KAPITAL

LCFMs halvårsmagasin

FRA FODBOLDDOMMER TIL REGNSKABSCEF

Investorportræt

Side 10

MULIGHEDER OG VALG I NUTIDENS FINANSIELLE VERDEN

Interview med Lars Krull

Side 4

LCFM SOM STOLT SPONSOR

Succeshistorier fra de små spillere

Side 24

INDHOLDSFORTEGNELSE

Side 2	Indholdsfortegnelse
Side 3	Leder
Side 4	Artikel med Lars Krull
Side 10	Investorportræt
Side 16	Bliv klogere på AT1 obligationer
Side 20	Forventninger til obligationsmarkedet
Side 24	Succeshistorier fra de små spillere
Side 34	Forventninger til kreditmarkedet

LCFMs halvårsmagasin udgives som inspiration og information. Magasinet udkommer to gange årligt.

MAGASINETS FORMÅL:

- Orientering om udviklingen i LCFMs forretningsområder.
- Informering af viden der er relevant for personer interesseret i samfund og økonomi.

2. HALVÅR 2021

Redaktionen er afsluttet d. 12. dec. 2021.

I tabeller kan afrunding medføre, at tallene ikke summer til totalen.

REDAKTIONEN:

Direktør, Allan Rank Jensen
Communication Manager, Maria Kjær Christensen
People & Communication Coordinator, Julie Larsen
Senior Credit Trader, Anders Lisager Nielsen
Senior Client Manager, Mads Aagesen
Grafisk support: Christina Løvgreen, Designthinking.nu
Fotograf: Thomas Priskorn

YDERLIGERE BIDRAGSYDERE:

Lars Krull
Lasse Hjortsballe
Fotograf: Lars Horn, www.baghuset.dk, Anita Kristensen,
Jens Erik Jessen, Thomas Lunau samt Lars Møller.

ANSVARSRASKRIVELSE

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM)s halvårsmagasin, Kapital, er udarbejdet til brug for orientering samt informering og skal aldrig betragtes som en opfordring om, eller anbefaling til, at købe eller sælge aktier, værdipapirer eller lignende. De nævnte oplysninger skal ej heller betragtes som anbefalinger eller rådgivning af juridisk, regnskabsmæssig eller skattemæssig karakter.

LCFM kan aldrig holdes ansvarlig for tab forårsaget af investorers dispositioner - eller mangel på samme - på baggrund af oplysninger i magasinet.

Vi bestræber os altid på at sikre, at oplysninger i magasinet er fuldstændige og korrekte, men kan ikke garantere dette, og LCFM påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser i magasinet. Investorer gøres opmærksomme på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges, ligesom tidligere afkast og kursudvikling aldrig kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling.

PERSONOPLYSNINGER

LCFM kan registrere personoplysninger om dig, såfremt du er investor/kunde eller potentiel investor/kunde hos virksomheden.
Kontakt LCFM for yderligere oplysninger herom.



LEDER

STÆRKE RELATIONER

Vi er nu nået til den 4. udgave af vores halvårsmagasin, som endnu en gang er resultatet af et stort stykke arbejde fra redaktionen. Der er blevet lagt mange kræfter i magasinet, og derfor glæder det mig også, at mange har tilkendegivet, at de læser det med stor fornøjelse. Denne gang har vi fundet vores eksterne bidragsyder i Aalborg. Mange kender Lars Krull for sine skarpe holdninger, og selvom jeg tvivler på, at han har været ansat ved Ekstra Bladet, så passer både deres gamle slogan "Tør - hvor andre tier" og deres nye "Når ingen andre tør" på ham. Hans stærke, faglige og dokumenterede holdning til banksektoren, gør ham til en oplagt bidrager til Kapital.

I LCFM benytter vi os ikke af traditionel markedsføring, men fokuserer i stedet på stærke relationer og netværk. Igennem flere år har vi sponsoreret individuelle sportsudøvere og klubber inden for sportens verden, og samarbejdet har altid taget udgangspunkt i en form for relation. Vigtigt er det dog også, at individet eller klubbens kultur og værdier matcher LCFMs. Hvordan det hænger sammen, kan I læse mere om i vores artikel inde i magasinet, hvor vi går i dybden med succeshistorier fra de små spillere, der tør udfordre de store.

En af LCFMs nuværende investorer er Nicolai Vollquartz, som udover at være regnskabschef i vores eget selskab, samt vores søsterselskab, også har en fortid inden for sportens verden. Nicolai Vollquartz er en af Danmarks mest rutinerede fodboldspillere gennem tiderne, og har indtil 2010 dømt international fodbold i over 40 lande på alle verdens kontinenter. Det har selvsagt medført en masse oplevelser, men også været på bekostning af familielivet. Det, og meget mere, fortæller han om i denne udgaves investorportræt, som I skal glæde jer til at læse.

Afslutningsvis vil jeg også komme lidt ind på markederne, set gennem mine lettere fedtede Kvickly briller. Efter en dejlig sommer hvor smittetallene og inflationen gik i hver sin retning, har dette desværre ændret sig til, at de nu følges ad. Min HD i finansiering fra 1989 rækker nok ikke til at spå om nogen af delene, men jeg tillader mig alligevel at tro på, at 2022 bliver et godt år for såvel helbredet som økonomien - i LCFM vil vi i hvert fald gøre alt, hvad vi kan i relation til den sidste del.

Rigtig god læselyst!

/Allan, CEO i LCFM

MULIGHEDER OG VALG I NUTIDENS FINANSIELLE VERDEN

Tilbage i november ringede vi til forsker og seniorrådgiver, Lars Krull, til en snak om digitale tendenser i banksektoren. Det blev til en længere snak, hvor vi blandt andet kom omkring customer intimacy, fintech, kryptovaluta og ikke mindst, hvad der driver Lars som investor.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager
Fotograf Lars Horn, www.baghuset.dk

Digital transformation og customer intimacy

Den digitale udvikling har været i gang i flere år, og har naturligvis også ramt den finansielle sektor, hvor blandt andet banker oplever, at flere og flere af deres kunder efterspørger digitale løsninger. Det er en udvikling, der kun er blevet forstærket i tiden med Covid-19, hvor fysiske møder ikke var mulige, og digitale løsninger blev en nødvendighed. De fleste banker er da også godt med på digitaliseringsbølgen, hvor netbank er standard og den daglige kontakt mellem kunde og rådgiver kan klares digitalt. Der er dog grænser for, hvor langt bankerne har mulighed for at gå med digitaliseringen, mener Lars Krull, seniorrådgiver ved Aalborg University Business School: "Der er ingen tvivl om, at digitaliseringen er positiv, for det kan være med til at automatisere en masse rutineprægede opgaver og kontroller og dermed frigive mere tid til kundekontakt. De seneste års udvikling tyder

dog også på, at der er grænser for, hvor meget man kan digitalisere og centralisere. Hvis kunden eksempelvis har behov for finansiering gennem banken, er det stadig usædvanligt, at hele processen foregår online. Samtidig er der en gruppe kunder, for hvem relationen og trygheden i at kende sin rådgiver stadig er vigtig".

"Jeg vil mene, at dem der får succes inden for branchen i de kommende år, er dem som yder mersalg og nysalg gennem målrettet kundesegmentering og indgående kendskab til den enkelte kundes behov. For det vil samtidig være dem, der forstår, at nogle kunder foretrækker, at det hele foregår online, hvorimod andre stadig foretrækker de fysiske møder. Kunsten bliver altså at møde hver enkelt kunde eller samarbejdspartner med den rigtige tilgang", forklarer Lars Krull.

LEARNING BOX - CUSTOMER INTIMACY

Firmaer, som forfølger en customer intimacy strategi, har et dybtgående kendskab til hver enkelt kundes forretning og arbejder målbevidst på at skabe værditilvækst i kundens forretning. Produktet man tilbyder, inklusiv tilhørende services, matcher den individuelle kunde. Man gør meget for at forstå den enkelte kunde og yder gerne en personaliseret service for at kunden skal føle, at relationen er mere et partnerskab, snarere end det er ren forretning. Målet med brugen af customer intimacy er at opbygge et loyalt, langvarigt kunde-forhold, som vil betyde, at kunden fortrinsvis vælger forretningens produkter og tjenester samtidig med, at kunden fungerer som god og troværdig ambassadør, hvilket i sidste ende kan give forretningen mulighed for at opbygge et endnu stærkere kundegrundlag.

HVEM ER LARS KRULL?

Lars Krull

Født i 1964

Cand. Merc. Jur

Forsker og Seniorrådgiver ved Aalborg University Business School. Man kan finde næsten 10.000 presseklip med Lars Krull, hvor han, med udgangspunkt i fakta, forskning og erfaring udtaler sig omkring diverse emner inden for den finansielle branche. Lars Krull grundlagde sin formue i slutningen af 1970'erne, hvor han via virksomheden Lars Krull A/S begyndte at sælge walkie-talkies. Virksomheden blev solgt til den amerikanske it-distributionsvirksomhed CHS.



Fintech og kryptovaluta

En af de investeringsmuligheder, der er kommet ud af fintech branchen, er kryptovaluta, og investering heri er blevet populært blandt almindelige hjemmeinvestorer, som søger alternative investeringsmuligheder. Men for Lars Krull, som med egne ord er en reguleringsmand, er der ingen tvivl i hans stemme, når han siger, at vi alle bør være meget skeptiske omkring kryptovaluta. Det mener han, at vi skal, fordi den digitale og decentraliserede valuta værdi er opbygget på ren spekulation, og fordi udstedere af kryptovaluta hverken er lovregulerede eller underlagt tilsyn fra myndighederne: "Det er ikke teknologien, jeg har noget imod. Men

der skal stå nogen bag – og der skal være gennemsigthed og regulering. Jeg skal ikke afvise, at der i fremtiden er kryptovalutaer, som giver fin mening. Men i min optik skal vi være meget skeptiske overfor f.eks. bitcoins. Der er jo også en grund til, at valutaen igen og igen bruges til at finansiere ulovligheder", forklarer han. For Lars er der altså stor forskel på, hvad han mener omkring de muligheder, som teknologien fører med sig i finansielle branche. Dem der kommer med teknologi, som får os til at kunne noget nyt, som vi ikke gjorde før, er han stor fortaler for. Mens dem som bevidst undgår regulering og tilsyn fra myndighederne, vil han ikke høre på. ▶

LEARNING BOX - FINTECH

Fintech er et sammentræk af ordene financial og technology, og bruges typisk som betegnelse for en branche, som består af virksomheder, der benytter moderne teknologi og innovation til at konkurrere i markedet for traditionelle finansielle institutioner og mellemlid inden for finansielle services.

LEARNING BOX - KRYPTOVALUTA

Udstedere af kryptovaluta er ikke lovregulerede eller underlagt tilsyn fra myndighederne. Det samme gælder ofte handelstjenesterne. Forbrugerne kan derfor ikke føle sig beskyttet i samme grad, som hvis forbrugerne handler med regulerede finansielle produkter som aktier og obligationer.

Traditionelle banker vs. Neobanker

I de senere år er vi begyndt at se flere neobanker i den finansielle branche i Danmark. Neobankerne er dukket op som et alternativ til de mere traditionelle banker, men der er en del forskelle på de to typer af banker. Generelt set er de traditionelle banker dyrere end neobankerne, og det er de af den simple årsag, at du får meget mere service i den traditionelle bank. Eksempelvis eksisterer bankrådgivning ikke i samme omfang i neobanken, og derfor mener Lars Krull heller ikke, at neobankerne reelt set udfordrer de traditionelle bankers forretningsmodel. Desuden vurderer Lars heller ikke, at en neobank vil kunne låne lige så konkurrencedygtigt ud, som en traditionel bank kan: "Dem der har for meget likviditet søger et sted at placere denne sikkert, og dem der skal låne, søge et sted at låne sikkert, og der mødes man i banken, fordi det er mindre risikofyldt end andre steder. Derfor accepterer vi en lavere rente på at låne banken vores penge, og vi accepterer en højere rente for at låne i banken fremfor et andet sted,"

"Af den grund mener jeg heller ikke, at det er retvisende, når man siger, at banker og finansielle institutioner har et dårligt image generelt, for hvem er det, vi viser den langsigtede tillid? Det er bankerne."

udtaler Lars som dog også siger, at han selvfølgelig ikke kan svare på, hvad neobankerne ellers har af planer for at tjene penge.

Ifølge Lars skal der altså mere til, før de traditionelle banker bliver rigtig udfordret. Det vil for det første kræve, at udfordreren er en, som kunden stoler på, for en del af globaliseringens bagside er, at folk søger den formelle tryghed, som findes i deres traditionelle bank: "Hvis der er nogen, som reelt skal udfordre de traditionelle bankers forretningsmodel, så skal det være nogen, som udfordrer betalingsstrukturen, som folk stoler på, men så snart det vil kræve, at man skifter bank, så bliver det en udfordring, og derfor vurderer jeg det bliver svært", siger Lars. ▶



LEARNING BOX - NEOBANKER

Neobanker, der blot betyder nye banker, kaldes også for online banker, internetbanker, virtuelle banker eller digitale banker. Neobanker er derfor kun til stede på internettet og har ingen fysiske filialer. Oftest kan du kun bruge en app på din mobil eller tablet, men nogle neobanker har også netbanker, som vi kender dem fra traditionelle banker.



Handelstjenester som Alipay og Paypal

Nogen af dem der har udfordret betalingsstrukturen på nethandel, er de tjenester som gør det muligt for købere og virksomheder at sende og modtage penge online på mere sikker vis, end hvad man kan med almindelig kreditkortbetaling. Det er handelstjenester som Paypal, Alipay osv., som tilbyder at du kan foretage en handel online uden at oplyse dine kreditoplysninger. I stedet kan de beskytte dine betalingsoplysninger med systemer til sikkerhed og bedrageribeskyttelse. Ifølge Lars er e-handelstjenesterne gode eksempler på, hvad der kan komme ud af fintech branchen, men det er samtidig hans vurdering, at bankerne stadig har et ståsted i ovenstående forretningsmodel: "Som betalende på nettet ønsker du at indgå i en handel, hvor der er mindst mulig risiko for svindel, og her kommer f.eks. Paypal ind i billedet, da de udbyder en løsning, hvor betalingen mellem køber og sælger overføres på en sikker måde. Men den finansielle institution tjener som en mellemmand, og derfor er det min vurdering, at bankerne også her stadig har et ståsted."

ETF versus aktiv forvaltning

I samtalen med Lars Krull kommer vi vidt omkring. Emnerne holder sig ikke kun til fintech, neobanker osv., for Lars har meget på hjerte. Lars taler også meget gerne om sine investeringer, og hvad der

driver dem, for ifølge ham, er det vigtigt, at man som investor tænker over, hvor man ligger henne på det, Lars selv kalder frygt-/grådighedsindekset:

"Når investorer vælger aktivklasse, er det vigtigt, at man tænker over, hvad der driver en. Er det frygt eller grådighed? Grådighed kan man hurtigt få nok af, men omvendt hvis man har for stor en frygt, så skal man tage alle sin penge og mure dem inde i en betonklods. Her behøver du ikke frygte for noget, men du kan til gengæld heller ikke bruge dem."

"Øvelsen ligger altså i at finde ud af, hvor man ligger henne, og hvad man er tryk ved. Det match skal man finde som investor, og hvis man er aktiv forvalter, så skal man finde matchet sammen med kunden, så kunden føler sig tryk."

Lars fortæller, at han personligt udelukkende investerer i obligationer, og at han gerne benytter aktiv

forvaltning, så længe det er med parter, han stoler på: "Jeg er en af dem der tror på, at det kan betale sig at købe aktiv forvaltning, hvis ellers den aktive forvalter er dygtig nok. Det skal man som investor selv finde ud af, om man mener, at den givne aktive forvalter er. Jeg møder mange mennesker, som bliver overrasket over, at det koster at få forvaltet formuer. Men det gør det naturligvis, på grund af den ekspertise du får. Det vil også sige, at du sagtens kan finde steder, hvor de tilbyder at forvalte din formue mere eller mindre omkostningsfrit, men så er det noget skidt, du får."

Risikovurderet afkast

Lars' egen vurdering, i forbindelse med investering og valg af aktiv forvalter, er at man altid skal kigge på afkast som værende risikovurderet:

"Du kan vælge at få din formue investeret gennem en fond, hvor man bliver lovet 7-8 % i afkast om året, eller du kan vælge at investere i et projekt med f.eks. ældreboliger ude i Galten, hvor de lover 9% i afkast om året. Umiddelbart virker de 9% tiltalende, men du må ikke glemme at risikovurdere afkastet. Folk bliver tit forblændet af afkastet, der bliver lovet, men glemmer at man f.eks. i projektet i Galten er afhængig af, at ældreboligerne er placeret ét sted, samt at man først og fremmest også er afhængig af et salg, før man kan få likviditet".

Lars mener, at det både er interessant og relevant at bringe risikovurderet afkast op, for det hører sammen med ord som 'risikospredning', som han ligeledes påpeger, er vigtigt at tage med i sine overvejelser. Med det understreger han også, at man skal sprede sin investering på tværs af risiko, så man har noget investeret med høj risiko og noget med lavere risiko. Selvom det er Lars' vurdering, at det giver det bedste afkast, så er det dog ikke noget, han selv efterlever i sine investeringer:

"Jeg selv har kun den samme risiko. Jeg har alt i erhvervsobligationer, men jeg kender min risiko, og det er, hvad jeg har det bedst med," slutter Lars. ■



HVAD ER SÅ INTERESSANT VED FINANS?

Når man spørger Lars Krull, hvad han mener, der er så interessant ved finans, at han har valgt at hellige sit professionelle liv til at forske og kommunikere omkring emnet, så svarer han, at det er fordi, det er det positive sammenstød mellem jura og økonomi: "Det der interesserer mig, er den optimering, man kan lave med jura og økonomi samtidig. Dét har bragt mig ind i at interessere mig for regulering af finansiell virksomhed, for det handler hverken om økonomi kun, eller jura kun, men om den gode kombination. Dér udspringer min passion for finans fra."

FRA FODBOLDDOMMER TIL REGNSKABSCHEF

Nicolai Vollquartz var en af Superligaens absolut mest rutinerede dommere, og frem til 2010 dømte han også kampe under de internationale fodboldforbund UEFA og FIFA. Her blev det blandt andet til en række kampe i UEFA Cup, Champions League samt kvalifikationskampe til diverse slutrunder. I dag er dommergerningen lagt på hylden, og Nicolai arbejder i stedet som regnskabschef i LCFM, og søsterselskabet Lind Capital, foruden at være investor i LCFM Credit Fund.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

Det hele startede med helt almindelig seniorfodbold i den lokale klub i Viborg, hvor Nicolai, i rollen som målmand på holdet, formåede at få en del røde kort. Ifølge ham selv på grund af hans temperament og manglende evne til at holde mund, når han var utilfreds. Klubben opfordrede derfor Nicolai til at tage et dommerkort, så han kunne lære dommerloven at kende og med fordel mindske antallet af røde kort og faktisk spille hver weekend. Dommerkortet tog Nicolai dengang på et aftenkursus i løbet af tre uger, og derigennem fik han en helt andet indstilling på banen, og ikke mindst overfor dommerne. Med dommeruddannelsen på plads blev Nicolai automatisk også en del af en dommerklub, hvor han blev opfordret til at komme ud og dømme kampe, da der var mangel på dommere. Det startede i det små med lilleput- og drengekampe, men 20-årige Nicolai fik hurtigt smag for dommergerningen, for det var alligevel federe at tjene penge på at dømme fodboldkampe, ved siden af SU'en, end at stå nede i den lokale kiosk.

Der gik dog ikke længe, før konkurrencegenet kom op i Nicolai. Det startede med, at han ville dømme en række længere oppe, men når dét lykkedes, fik han nye ambitioner om at dømme i den næste række. Ambitionerne stoppede ikke ved at få lov til at dømme under JBU, og senere DBU, for derefter hed målet FIFA. Nicolai fortæller dog, at der gik en rum tid, før han så dommergerningen som en karrierevej, hvilket han fortryder den dag i dag:

”Jeg fortryder, at jeg ikke blev mere seriøs omkring dommergerningen noget tidligere. Der var en del, som faktisk syntes, at jeg gjorde det godt, men jeg tog det ikke helt alvorligt. For eksempel kom jeg kun sjældent til fællestræningerne, for jeg så det meget som en weekend-hobby.”

Vendepunktet blev, da Nicolai havde dømt første halvdel af sæsonen i Jyllandsserien. Her blev han trukket til side og fik at vide, at han lå håbløst sidst blandt de 14 Jyllandsserie-dommere, og hvis han ikke tog sig sammen, ville han blive rykket tilbage i serie 1. ”Dét ramte mig på min stolthed, og derefter tog jeg mig gevaldigt sammen og udviste en helt anden seriøsitet og commitment omkring det at være dommer,” fortæller Nicolai.

Heldigvis bar hans indsats frugt, og Nicolai overleverede med nød og næppe i Jyllandsserien, og siden så han sig ikke tilbage. Efter 6 år avancerede han i 1997 til Superligaen, hvor man dengang var 13 dommere, hvoraf 7 også dømte internationalt. Dog skal der rigtig meget til, før man bliver en af dem der dømmer internationalt. Udover at man naturligvis skal dømme rigtig godt, kræver det også en ledig plads blandt de 7, hvilket i langt de fleste tilfælde kun sker, når en dommer falder for FIFAs aldersgrænse, fortæller Nicolai: ”For overhovedet at komme i betragtning til at dømme internationalt skal man som minimum have dømt to sæsoner i Superligaen. Jeg var så heldig, at



Nicolai Vollquartz var en af Superligaens absolut mest rutinerede dommere. Han er den dommer med tredje flest kampe i Superligaen, kun overgået af Claus Bo Larsen og Kim Milton Nielsen. Han debuterede i den bedste hjemlige række d. 27. juli 1997 i kampen OB – AaB 0-0. Hans sidste kamp var i Parken mellem FC København og AaB d. 29. maj 2011, hvorved det blev til 240 kampe i den bedste danske række for Vollquartz. Selvom Nicolai Vollquartz ved indgangen til 2011 faldt for aldersgrænsen for internationale dommere, fik han sammen med Claus Bo Larsen dispensation til at fortsætte dommergerningen i den hjemlige liga sæsonen ud. Under FIFA var den højeste indrangering, som Vollquartz opnåede, Premier kategori-dommer, der er det næsthøjeste niveau for internationale dommere. Han stoppede internationalt efter 2010.

da vi er i min anden sæson i Superligaen, åbner der sig en mulighed for mig, så jeg allerede i 1999 begynder at dømme under det internationale fodboldforbund, FIFA.”

I skyggen af store personligheder

Ved siden af at dømme cirka 25 Superligakampe årligt, dømte Nicolai fra 1999-2010 dermed også internationalt under FIFA. Han startede naturligvis i den laveste kategori, hvor man blandt andet dømmer ungdomslandshold, men i løbet af årene når Nicolai op i anden højeste kategori, hvor man dømmer Champions League kampe. I øverste kategori dømmes der slutrundekampe, som EM og VM, men det blev aldrig aktuelt for Nicolai, inden han faldt for aldersgrænsen og karrieren stoppede:

”På det tidspunkt er det held i uheld, at jeg dømmer med nogle store personligheder blandt de danske internationale dommere.”

”Der er blandt andet Kim Milton Nielsen, Knud Erik Fisker og Claus Bo Larsen, som jeg fik en enorm rutine ved at være reservedommer for på de helt store scener. Jeg sugede til mig, og det har helt klart gjort mig til en bedre dommer, men det gjorde også, at de sad tungt på slutrundekampene i rigtig mange år. At jeg så måske slet ikke havde talentet til at begå mig øverst oppe, er en helt anden sag, men det blev heller aldrig aktuelt.”

Selvom det virker som en fuldtidsbeskæftigelse at være international dommer med 25 Superligakampe, 20 divisionskampe, omkring 80 udenlandske rejsedage, internationale mesterskaber, foruden træning, obligatoriske kurser osv. i løbet af året, så var der dengang ingen professionelle dommere i Danmark. Da Nicolai begyndte at dømme internationalt, lavede han derfor en aftale med sin daværende arbejdsplads om at gå ned på en 20 timers arbejdsuge, så han kunne få timerne til at hænge sammen. Det kræver selvsagt en rigtig fleksibel arbejdsplads, men det var vigtigt for Nicolai at holde sine faglige regnskabskompetencer ved lige, imens han gjorde karriere som fodbolddommer. ▶

At blive motiveret af kritik

Når man spørger Nicolai ind til, hvad der skal til for at blive en dygtig dommer, så siger han, at man uden tvivl skal have en stærk psyke som fodbolddommer, og så mener han, at man skal blive motiveret af kritik: "Jo mere modgang man får, jo stærkere skal man stå, for det er ikke altid behageligt at dømmes imod 40.000 hjemmebanefans. Det sidste man må gøre i sådanne situationer, er at vise tvivl omkring sine beslutninger."

Nicolai fik altid at vide, at han som dommer havde en enorm myndighed, og var respekteret blandt spillerne, da de så ham som retfærdig. Men han var med egne ord ikke den største personlighed, og rendte ikke rundt og smalltalkede med spillerne inden og under kampene. Når man ikke er den største personlighed, så bliver små mekanismer i kropssproget særligt vigtigt, og kropssprog er da også et vigtigt tema i de obligatoriske kurser som dommer. Ét er dog hvad man lærer på et kursus, noget andet er, når man skal bruge værktøjerne i tilspidsede situationer og under højt pres. Nicolai fortæller, at det kunne være små ting i kropssproget, han selv var opmærksom på for at opretholde sin myndighed over for spillerne:

"Som dommer gav jeg altid spillerne håndtryk med min egen hånd opad, og jeg var meget opmærksom på altid at slå blikket ned sidst. Oplevede jeg en spiller uden for pædagogisk rækkevidde, så handlede det om at flytte hans fokus. Hvis en spiller kom susende mod mig med ild i øjnene, så viste jeg ham med hånden, at han havde noget siddende under næsen for derved at flytte hans fokus. For hvis han blev i den zone, så kom situationen til at eskalere, når adrenalin er helt oppe og køre."

De største indtryk

Når man spørger Nicolai, hvad der har gjort størst indtryk på ham igennem hans karriere som fodbolddommer, så siger han, at det er kulturforskellene, man oplever, når man dømmes ude i verden:

"Jeg har nået at dømmes i 41 forskellige lande på alle kontinenter. Jeg har været til en del turneringer i blandt andet Japan, Qatar, Peru og en masse steder i Europa. Det der har slået mig mest er, at selvom man kun flyver 800 km til Rusland, så er der en verden til forskel på kulturen, men også på etik og moral. Jeg har oplevet steder, hvor man vil gøre hvad som helst for at vinde, og hvor man forsøger at præge dommeren, også uden for banen. Man har en helt anden tilgang til, hvad der er rigtigt og forkert."

I Japan oplever Nicolai også kulturforskellen, da han er blandt en række vesteuropæiske dommere, som bliver sendt 2 måneder til Japan for at uddanne og guide de japanske dommere. Her oplever de et kæmpe problem i,

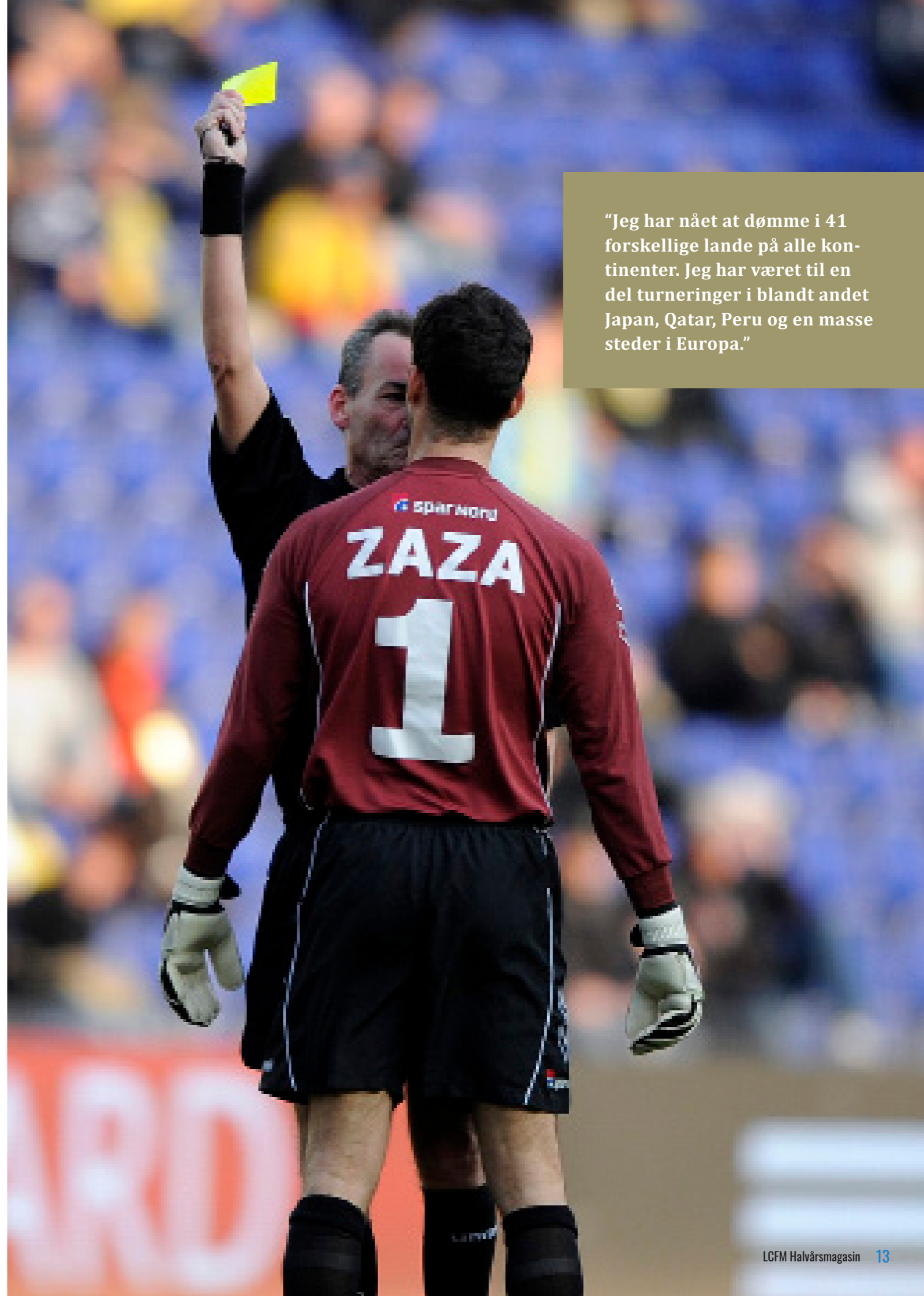
at de japanske dommere er for ydmyge overfor spillerne. De tør ikke sætte sig i respekt, så de vesteuropæiske fodbolddommere, der spiller i ligaen i Japan, kører de japanske dommere fuldstændigt over.

"De to måneder i Japan var en enorm stor og lærerig oplevelse, og jeg er sikker på, at jeg fik mindst lige så meget ud af at være der, som de forhåbentligt lærte af mig. Især i forhold til kulturforskelle, hvor jeg blev meget klogere på, hvordan man skal tilpasse sig en kultur for ikke at fornærme eller blive misforstået af den lokale befolkning. Til den sidste kamp jeg dømte, blev der givet en officiel tak til mig over højtalerne, både på japansk og engelsk, og de 50.000 tilskuere rejste sig op og klappede, så et eller andet må man jo have gjort rigtigt. Det var en stor oplevelse," fortæller Nicolai.

Nicolai fortæller også, at han har været til turneringer i lande som Georgien og Moldova, hvor de tydeligvis har gjort sit ypperste for at sikre sig, at man som udlænding får det bedste indtryk af landet. Når det så alligevel skinner tydeligt igennem, hvor fattigt landet er, og hvor elendigt indbyggerne har det, så rammer det en, hvor godt man har det i Danmark.

I slutningen af 90'erne dømmes Nicolai sin første internationale turnering ved et fodbold-VM for skolehold i Peru. Her oplever han et af karrierens største lavpunkter. Nicolai og hans meddommere skal være i landet i 2 uger og bliver indlogeret på en nedlagt kaserne: "Det er simpelthen så usle forhold, men for dem er det, det bedste de kan tilbyde. I gymnastiksalen, hvor vi skal overnatte, stinker der af petroleum, hvilket vi finder ud af skyldes, at de har slået kakkerlakker ihjel hele natten. Når vi kom ud i brusenichen, kom der halvkøligt rustvand ud af hannerne, og kakkerlakkerne rendte stadig rundt over alt."

Det er dog ikke kun på grund af indlogeringsvanskelighederne, at turneringen bliver et lavpunkt i Nicolais karriere. På vej ud til at dømmes sin første kamp i turneringen, sidder Nicolai i en bil i 40 grader uden aircondition, og har fået klar besked om, at han på ingen måde må åbne vinduet. Da bilen holder for rødt i et vejkryds, finder han ud af hvorfor. Den lokale guide på forsædet har åbnet sit vindue for at få luft, og ud af det blå rækker en mand på motorcykel ind gennem vinduet og griber ud efter guidens værdigenstande på gulvet. Guiden reagerer hurtigt, tager fat i mandens arm og banker den mod døren, inden bilen i al hast accelerer væk fra krydset: "Det var så optakten til den første kamp, jeg skulle dømmes i Peru, og da vi ankommer til stadion, bliver jeg ikke mere rolig. Her er der næsten intet publikum men til gengæld omkring 20 bevæbnede politifolk, som på ingen måder har travlt med at skjule, at de bærer ►



"Jeg har nået at dømmes i 41 forskellige lande på alle kontinenter. Jeg har været til en del turneringer i blandt andet Japan, Qatar, Peru og en masse steder i Europa."



tunge våben. Det var tydeligt, at der var en stor frygt for, at denne turnering skulle ende i en international katastrofe, for der var rigtig meget kriminalitet i Peru på det her tidspunkt.”

Nicolai når kun at dømme denne ene kamp i turneringen, for efter kampen er han med egne ord dum nok til at gå ud i byen og spise af den lokale mad. Det ender i en voldsom maveforgiftning, som betyder, at han bliver indlagt på hospitalet. Og ikke nok med at han ligger indlagt på et hospital i Sydamerika, som i sig selv gør, at man føler sig langt hjemmefra, så misser han også datterens 1-års fødselsdag i Danmark. Alt sammen noget, som gør, at han i dag ser turneringen som det helt store lavpunkt i hans internationale dommerkarriere.

En anderledes oplevelse i Qatar

Det er ikke kun i Sydamerika, at den anderledes kultur gør indtryk på Nicolai. Det samme gør sig gældende, da han i 2005 skal dømme i Qatar kort efter, at Muhammed-tegningerne er blevet bragt i Jyllands-Posten. På det tidspunkt har Nicolai allerede været i Qatar og dømme i landets øverste turnering to gange tidligere. Det er ikke de klassiske internationale kampe, men vestlige dommere bliver ofte inviteret til Qatar for at undervise, vejlede og samtidig dømme i samarbejde med de nationale dommere for at hæve standarden blandt disse.

Kontrakten er indgået før krisen med Muhammed-tegningerne bryder ud, og derfor tager Nicolai og hans danske dommerkollega afsted. Dommer-duoen var sat til at skulle dømme 6 kampe i Qatar i løbet af 2 uger, men efter at have dømt den

første kamp, mærker de tydeligt, at alting ikke er, som det bør være:

”Vi får dømt den første kamp, som er en meget stille og rolig kamp, og der har ikke været noget nævneværdigt i løbet af kampen. Men efter kampen kommer den lokale bedømmer ind, og han sviner os til. Han fortæller, at han aldrig har set noget så håbløst, hvorefter han sender os hjem på hotellet. Her sidder vi så i de resterende dage, som jo altså er omkring 2 uger, og bliver ikke kontaktet – overhovedet – før vi skal hjem igen”.

Fra hotelværelset forsøger Nicolai og hans danske kollega at kontakte fodboldforbundet i Qatar, for at finde ud af, hvad der foregår, men de kan intet få at vide. De forsøger også at få DBU til at gøre det samme, men lige lidt hjælper det. De aner ikke, om de er købt eller solgt, og om de overhovedet vil blive afregnet iht. deres kontrakt. De er fuldstændigt frosset ude, og i Nicolais verden er der ingen tvivl om, at det handler om Muhammed-tegningerne. Det drejer sig om politik.

Selvom den internationale karriere starter med lavpunktet i Peru, og at oplevelsen i Qatar naturligvis heller ikke regnes som et højdepunkt, så har den internationale dommerkarriere heldigvis skabt langt flere positive end negative oplevelser, både på og udenfor fodboldbanen.

”Fodboldmæssigt har den største oplevelse helt klart været at dømme på et fyldt Wembley stadion med omkring 90.000 tilskuere. Jeg var så heldig at dømme en af de første kampe, efter det nye Wembley

stod færdig i 2007. England mødte Estland i kvalifikationen til EM, så der var noget på spil. Og det var med kanoner som Rooney, Beckham og alle de andre store engelske spillere fra dengang. Det var stort for mig at stå der og høre Englands nationalsang ‘God Save the Queen’ blive sunget på et fyldt Wembley. Det var bare en kæmpe oplevelse.”

Nicolai fremhæver også oplevelserne med at dømme de tre store tyrkiske klubber Galatasaray, Besiktas og Fenerbahce på hjemmebane. Han siger, at det ikke er så meget på grund af fodbolden, men på grund af stemningen. Til de hjemmekampe oplever man, hvor meget fodbold kan betyde for nogen. At det simpelthen bliver som en religion for dem:

”At dømme på de tre hjemmebaner er både enormt skræmmende, for du kan mærke, at fansene går op i det som gjaldt det deres liv, men derfor er det også enormt fascinerende at opleve. Det er en heksekedel, der ikke er til at beskrive. Så snart du træder ind på de stadions, er din adrenalin på maks, og du er så fokuseret. Det er bare noget helt andet, og noget helt unikt.”

At fodbolden for nogen betyder mere end alt andet, oplever Nicolai også efter en kamp, som han dømmer mellem Fenerbache og Real Zaragoza i Tyrkiet. Kampen ender med, at Fenerbache ryger ud af UEFA Cuppen, da modstanderne scorer til slutresultatet 1-0. På vej væk fra stadion bliver bilen med Nicolai og de andre dommere omdirigeret ved en bro. Grunden viser sig at være en Fenerbache fan, der truer med at kaste sig ud og ende sit liv. Hvad situationen endte med, ved Nicolai ikke, men det er en oplevelse, som stadig sidder i ham i dag. At fodbold for nogen bliver et spørgsmål om liv og død.

Konsekvenserne af en international karriere

Ovenstående oplevelser hører ikke en civil karriere til, og derfor er Nicolai også meget bevidst om, at de er minder for livet, og som han ikke ville have været foruden. Heller ikke selvom karrieren som international dommer har haft konsekvenser på familiefronten, og det indrømmer han gerne:

”Karrieren som international dommer har naturligvis også været på bekostning af nogle ting herhjemme, hvor jeg er gået glip af meget. Da min dommerkarriere for alvor tager fart, har jeg to små børn med min daværende kone, og på grund af de mange rejsedage har jeg ikke kunne være der så meget for mine børn i deres opvækst, som jeg kunne have ønsket. Og karrieren har til dels nok også været medvirkende til, at mit ægteskab endte i en skilsmisse.”

Når man spørger Nicolai, om der ikke er noget, han ville have gjort anderledes, så er svaret nej. Det er han meget afklaret omkring, og det er også noget, han har talt med sine nu voksne børn om:

”Selvfølgelig er der altid noget i processen, man kunne have gjort anderledes, men overordnet set er der ikke nogen af mine valg, jeg fortryder. Jeg er naturligvis ikke glad for, at mine børn har skulle undvære mig så meget i deres opvækst, men det har jeg talt med dem om, og de er selv blevet små karrierevæsener og har fuld forståelse for de valg, jeg traf.”

En ny identitet

I 2010 falder Nicolai for FIFA’s aldersgrænse på 45 år, og efter 14 år som topdommer med kampe i 41 forskellige lande og en masse oplevelser, er det blevet tid til at finde et civilt fuldtidsjob. Men det var ikke kun et nyt job, Nicolai skulle finde. Det var også en ny identitet, for når han nu ikke længere kunne kalde sig elitedommer, hvem var han så?

Det viser sig at være en god idé, at Nicolai har holdt sine regnskabskompetencer ved lige. I dag sidder han som regnskabschef i LCFM

samt søsterselskabet Lind Capital, hvor han blandt andet er med til at sikre korrekte og retvisende årsregnskaber, overholdelse af lovgivning, regnskabsbekendtgørelser mm.

Selvom hans nuværende karriere adskiller sig væsentligt fra hans tidligere karriere, og mængden af adrenalin og store oplevelser i dagligdagen ikke kan måle sig med tiden som dommer, så er Nicolai sikker på, at han er havnet det rette sted:

”I mit nuværende job er jeg en del af en virksomhed i udvikling, og det handler meget om at sætte sig nogle delmål, som skal sikre, at man kan nå nogle større mål. Den måde vi gør det på er ved hjælp af en fælles indsats. Der kan jeg klart se nogle lighedspunkter til dommergerningen. Der var vi også altid 4 dommere, som stod sammen til hver kamp, og som i fællesskab havde ansvaret for, at kampen nåede godt i mål. Samtidig kan jeg godt lide, at min indsats gør en forskel for slutresultatet. Sådan er det at være dommer, men sådan er det også at være regnskabschef,” slutter Nicolai. ■

BLIV KLOGERE PÅ AT1 OBLIGATIONER

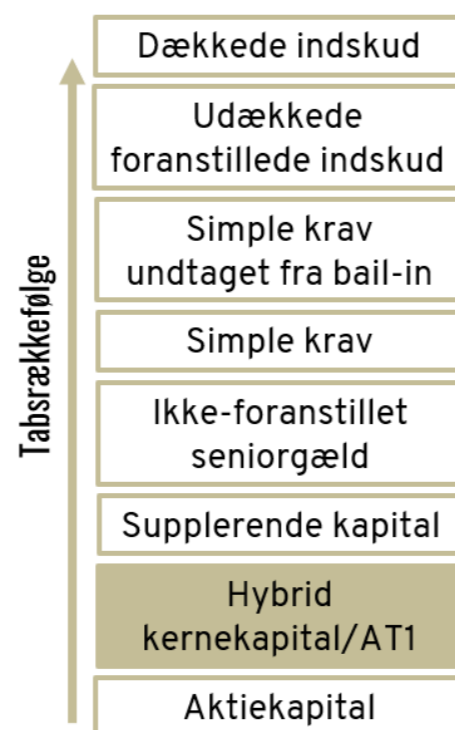
I LCFM Credit Fund opererer vi med fire segmenter: europæisk high yield, subordinerede udstedelser fra banker og forsikringsselskaber, samt corporate hybrider. De tre sidstnævnte områder adskiller sig kraftigt fra "almindelige" europæiske high yield obligationer, da risikoen i højere grad er "strukturel", end den er baseret på den underliggende forretningsrisiko. I sidste udgave af Kapital gav vi en introduktion af corporate hybrider. I denne artikel kigger vi nærmere på subordinerede udstedelser fra banker – mere specifikt hybrid kernekapital eller "Additional Tier 1" obligationer (AT1).

Artikel af Lasse Hjortsballe, Senior Credit Analyst

I LCFM Credit Fund opererer vi med fire segmenter: europæisk high yield, subordinerede udstedelser fra banker og forsikringsselskaber, samt corporate hybrider. De tre sidstnævnte områder adskiller sig kraftigt fra "almindelige" europæiske high yield obligationer, da risikoen i højere grad er "strukturel" end den er baseret på den underliggende forretningsrisiko. I sidste udgave af Kapital gav vi en introduktion af corporate hybrider. I denne artikel kigger vi nærmere på subordinerede udstedelser fra banker – mere specifikt hybrid kernekapital eller "Additional Tier 1" obligationer (AT1).

Hvad er en AT1 obligation?

Hvor corporate hybrider er subordinerede obligationer udstedt af ikke-finansielle virksomheder, udstedes AT1 obligationer af banker. AT1 obligationer er et lån til en bank, der løbende betaler rente til investoren, hvilket er på højde med seniorgæld udstedt af banken. En AT1 obligation adskiller sig dog fra seniorgæld, da AT1 obligationen tæller som regulatorisk kapital og kan bruges til at rekapitalisere banken, hvis banken bryder med kapitalkravene bestemt af tilsynsmyndighederne (Finanstilsynet i Danmark). Derudover risiker investoren, at kuponbetalingen på obligationen bliver annulleret, hvis bankens kapitaloverdækning svækkes betydeligt. En AT1 obligation rangerer kun lige over aktiekapital i bankens kapitalstruktur, jf. figuren til højre.



Banker skal overholde en lang række regulatoriske krav bestemt af diverse tilsynsmyndigheder. Banksektoren reguleres hårdt pga. sektorens betydning for det generelle samfund. Samtidigt bliver bankerne pålagt kravene, da den optimale løsning for banken selv sjældent er ens med den



optimale løsning for samfundet. Kravene dækker bl.a. over kapitalkrav, likviditetskrav, fundingkrav, krav til afvikling og krav til operationelle processer. Banker kan overholde kapitalkravene ved at holde et tilstrækkeligt niveau af aktiekapital ift. aktiver. Aktiekapital er dog ofte betydeligt dyrere for banken end eksempelvis AT1 obligationer, hvorfor det kan være favorabelt for større banker at udstede AT1 obligationer.

Hvorfor er AT1 obligationer en interessant investering?

Investorer i AT1 obligationer påtager sig en række risici, der adskiller sig betydeligt fra de risici en investor i eksempelvis almindelige erhvervsobligationer påtager sig. De væsentligste risici i investering i normale erhvervsobligationer er kreditrisiko (risikoen for at selskabet ikke kan tilbagebetale gæld), renterisiko (når stigende underliggende renter sænker kursen på erhvervsobligationer), likviditetsrisiko (potentielt manglende mulighed for at købe eller sælge en obligation når det ønskes) og indløsningsrisiko (risikoen for at selskabet køber erhvervsobligationen tilbage før tid). AT1 obligationer deler en række af ovenstående risici, men forskellene er også betydelige.

Kreditrisikoelementet udgør i perioder ikke den væsentligste risiko for AT1 obligationer, da bankerne som helhed er velkapitaliserede. Derfor er afstanden, målt i kapitaloverdækning, til tab af hovedstolen

på en AT1 obligation ofte meget stor. Til at vurdere kreditrisikoen i AT1 obligationerne kan vi bruge en stresstest af banken. Det europæiske banktilsyn, EBA, laver hvert andet år en stresstest af de store europæiske banker. Her opstiller EBA et hårdt stressscenarie, og undersøger derefter hvor store tab banker tager. I stressscenariet antager EBA et fald i EU's BNP på 10,2% over en fireårig periode med udgangspunkt i ultimo 2019. Arbejdsløsheden antages at stige til 12,4% og priserne på bolig- og erhvervsjendomme antages at falde henholdsvis 16% og 31% over perioden. Alt i alt et hårdt scenarie der nogenlunde er på højde med finanskrisen.

Hvordan klarer bankerne sig så i dette scenarie? Vi tager udgangspunkt i resultaterne fra Danske Bank, der viser et samlet tab på DKK 24 mia. over perioden. Bankens beholdning af egentlig kernekapital går fra 18,32% af risikovægtede aktiver til 11,27%, lidt under kravet fra myndighederne på 12,5%. Bankens AT1 obligation vil dog først skulle tage tab på hovedstolen, hvis beholdningen af egentlig kernekapital dykker under 7%, hvilket vil kræve et yderligere tab på DKK 40 mia. Selv om hovedstolen ikke forventes at tage tab, risikerer investoren i en AT1 obligation at få annulleret kuponbetalingerne, indtil banken igen har mere kapital end påkrævet. Resultaterne viser, at kreditrisikoen i AT1 obligationer er yderst begrænset, da bankerne er meget bedre stillet nu, end de var før finanskrisen. ►

AT1 specifikke risici

Den lave kreditrisiko opvejes af regulatorisk risiko. Reguleringens store betydning for AT1 obligationer påfører nemlig investoren en yderligere risiko ift. investering i normale erhvervsobligationer. Tilsynsmyndighedernes vurdering af en given bank, eller et regulatorisk værktøj, kan påvirke prisen på AT1 obligationen, hvilket man som investor skal være opmærksom på.

AT1 obligationer er i princippet evigt løbende, men kan "kaldes" (tilbagebetales) på specifikke datoer. Markedet forventer typisk, at banken vælger at kalde AT1 obligationen ved første mulighed, typisk efter 5 år. Hvis dette ikke sker, kan kursen på obligationen falde, da løbetiden så forlænges. Bankerne vil gerne undlade at skuffe markedet, hvorfor de skal have en god årsag til ikke at kalde obligationen. En årsag kan være, at banken vil skulle betale en væsentligt højere rente, end de gør på den eksisterende AT1 obligation, hvis de skal udstede en ny AT1 obligation. Dette var eksempelvis tilfældet i marts 2020, hvor Deutsche Bank valgte ikke at kalde deres AT1 obligation, da renten på en eventuel ny obligation ville være meget høj pga. skrækken for coronapandemien.

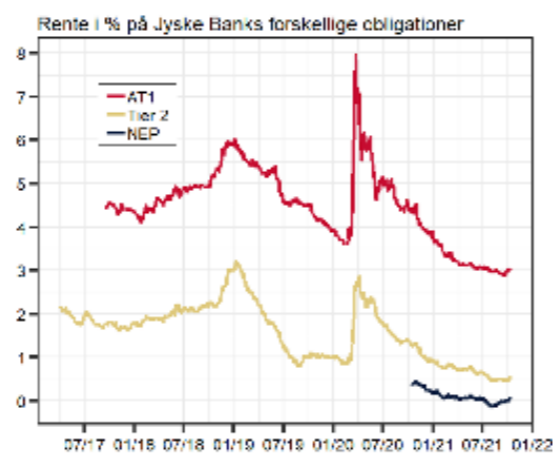
Vores aktive investeringstilgang i LCFM tillader os at udvælge de AT1 obligationer, vi ser størst potentiale i. Her tager vi både højde for obligationens tekniske specifikationer, dens relative værdi ift. sammenlignelige AT1'er, vores syn på bankens forretningsmodel og fremtidig indtjeningsevne, samt vores makroøkonomiske forventninger (specielt vores forventning til bankens geografiske indtjeningsområde). Ind i 2022 ligger vi eksempelvis med en AT1 obligation fra østrigske Erste Bank. Erste Bank har en fornuftig organisk profitabilitet, en betryggende kapitaloverdækning, eksponering mod både et stabilt østrigsk hjemmemarked, stigende renter i Østeuropa samt et højt reset spread.

Vores konklusion på AT1 obligationer er, at de tilbyder investoren en attraktiv rente, mod at man påtager sig en række risici. På nogle punkter adskiller disse sig fra risiciene i normale erhvervsobligationer, og derfor kan en eksponering mod AT1 obligationer øge diversifikationen i ens samlede portefølje. Derudover konkluderer vi, at forståelsen af banksektoren, og dens regulering, kan bidrage til at udvælge de mest attraktive AT1 obligationer, hvilket er et sted, hvor LCFM har stor erfaring. ■

LEARNING BOX

AT1 obligationer er ikke den eneste type obligation, bankerne kan bruge til at opfylde diverse regulatoriske krav. Bl.a. supplerende kapital (Tier 2 kapital) og ikke-foranstillet seniorgæld (nedskrivningsegne passiver - NEP) kan også bruges til at opfylde kapitalkrav og krav til afvikling. NEP-udstedelser kan først nedskrives, når banken ikke længere kan overleve på egen hånd – et såkaldt gone-concern instrument. Tier 2 kapital kan også først nedskrives i en konkurssituation, men her kan kuponer typisk udskydes. Modsat de to ovenstående kan AT1 obligationer nedskrives, og kuponer kan annulleres, også selv om banken i princippet kan overleve på egen hånd. Derfor kræver AT1 investorerne en

højere rente end investorerne i Tier 2 og NEP-udstedelser, jf. figuren nedenfor, der viser renten på forskellige Jyske Bank obligationer.



“Vores aktive investeringstilgang i LCFM tillader os at udvælge de AT1 obligationer, vi ser størst potentiale i. Her tager vi både højde for obligationens tekniske specifikationer, dens relative værdi ift. sammenlignelige AT1'er, vores syn på bankens forretningsmodel og fremtidig indtjeningsevne...”

FORVENTNINGER TIL OBLIGATIONSMARKEDET

2021 har været et hårdt år for konverterbare realkreditobligationer, men i 2022 er der flere faktorer der understøtter segmentet, relativt til stats- og rentetilpasningsobligationer. Det store spørgsmål i 2022 bliver, om den høje inflation har bidt sig fast eller om den falder igen til et, for centralbankerne, mere acceptabelt niveau.

Artikel af Mads Aagesen, Senior Client Manager

Vi er nu kommet ud på den anden side af den store coronakrise, og når man kommer fra så lavt et niveau som tilfældet har været, stråler de fleste nøgletal. Overordnet set må vi sige, at den globale økonomi har det ganske godt, selvom der nogle steder fortsat er en lavere aktivitet, end hvis ikke vi havde haft Covid-19.

I løbet af december kan vi dog ikke overraskende konstatere, at vi igen er udfordret af flere smittetilfælde, faldende effekt af den første omgang vacciner og nye varianter. Alt sammen noget som, i de næste par måneder, kan føre til flere restriktioner og dermed lavere aktivitet i samfundet. Lige nu ser det ud til, at Europa er hårdest ramt.

Forventningen er, at vi i foråret igen vil se faldende smittetal, som følge af de nye boostervacciner samt det varmere vejr, og dermed forventer vi, at de pæner nøgletal vil vende tilbage.

Vores forventning om at den næste periode vil byde på flere smittede og flere restriktioner, vil igen udfordre produktionsapparatet og forsyningskæderne og givetvis gøre, at den høje inflation vil forblive høj længere tid end først antaget. Vores forventning er dog, at inflationen i løbet af 2022, vil falde til et lavere niveau.

Markedet som helhed er blevet overrasket over, hvor hurtigt inflationen har indfundet sig, og ikke mindst hvor højt niveauet er kommet op. I USA, hvor inflationen nu er på det højeste niveau i 30 år, kom seneste måling på 6,2% og i Europa kom seneste inflationstal ud på 4,9% mod forventet 4,5%. Inflationen i Europa er primært drevet af en stigning i energipriserne, men kerneinflationen ligger "kun" omkring 2,6%. Vi forventer, som nævnt, at inflationspresset vil aftage i 2022.

“Som følge af den forbedrede tilstand for den globale økonomi, forventer vi en strammere økonomisk politik de kommende år.”

Der er ikke længere behov for de mange store hjælpepakker, da økonomierne har det bedre. Ydermere er centralbankerne begyndt en gradvis stramning af pengepolitikken. I USA er den amerikanske centralbank (Fed) begyndt en nedtrapning af QE-opkøbsprogrammet og begynder at sætte renten op i løbet af 2022. Seneste melding fra direktøren i Fed, Jerome Powell, var at betegnelsen "midlertidig"

skulle fjernes, når snakken omhandlede inflationen, og at han tvivlede på, at arbejdsstyrken kunne genoprettes. I Europa forventer vi ikke, at ECB vil sætte renten op de næste mange år, om end man har indikeret, at man vil afslutte pandemiprogrammet PEPP. I USA er der nu en forventning om 3 renteforhøjelser i 2022 og 3 renteforhøjelser yderligere i 2023. I Europa forventes der, at vi skal helt frem til sidste halvdel af 2023, før renten forventes at blive hævet fra det nuværende niveau. Den tidsmæssige forskel mellem USA og Europa skyldes, at USA kommer tidligere i gang med udfasning af deres stimuli og er økonomisk bedre stillet. Desuden er inflationen højere og bredere funderet i USA end i Europa.

Statsrenter

De 10-årige danske statsrenter er, siden vores seneste udgave af Kapital, faldet med ca. 15 b.p. primært på ryggen af de stigende smittetal og deraf øgede restriktioner.

Rentekurven på danske statsobligationer er gennem 2021 stejlet ganske pænt, og de lange renter følger Tyskland tæt på 1:1, hvorimod de korte renter er faldet en anelse siden årets start, som følge af den selvstændige danske rentenedsættelse.

Vores forventning for de næste 6 måneder er, at vi kan se de lange statsrenter stige yderligere, som

følge af en forbedret økonomi og fortsat høj inflation. Vi forventer en stigning på trods af, at udlandet fortsat køber ind på en bomstærk dansk økonomi, en AAA-rating samt en noget mindre statsobligationsudstedelse, qua et lavere budgetunderskud end frygtet.

Styrken af rentestigningerne de næste 6 måneder kan blive forstærket, hvis det pressede arbejdsmarked sætter gang i løn-/prisspiralen, som kan skubbe inflationen yderligere i vejret og dermed også skubbe de lange renter endnu højere op.

Korte pengemarkedsrenter

Den danske krone har siden Nationalbankens isolerede danske rentenedsættelse, ligget stabilt omkring 743.60 overfor EUR, hvorfor vi ser en god sandsynlighed for, at Nationalbanken kan blive nødt til, at komme med yderligere 10 b.p. i rentenedsættelse i 1. kvartal af 2022.

Med baggrund i dette forventer vi, at de korte pengemarkedsrenter skal ligge stabilt til et nok længere ned.

Flex-renter

Flex-obligationerne har, relativt til konverterbare realkreditobligationer, klaret sig godt på rentestigningen, primært trukket af solid likviditet og efterspørgsel fra danske kunder, der ønskede ▶



at slippe for den negative konveksitet, som mange af de konverterbare realkreditobligationer har.

Målt op mod de korte konverterbare realkreditobligationer, med samme varighed/risiko, ser flex-obligationerne på nuværende tidspunkt dyre ud.

Vores forventning er ganske i tråd med de øvrige obligationssegmenter, nemlig at vi de næste 6 måneder skal se lidt højere renter som følge af en bedre økonomi og højere inflation.

Kurven forventes også her at stejle yderligere.

Lange konverterbare realkreditrenter

De generelt højere renter samt den stejlere rentekurve ved indgangen til det nye år, forventer vi vil føre til markant lavere udstedelse af konverterbare realkreditobligationer.

Opkøb af lavkuponer, typisk mod udstedelse af høj-kuponer, har de sidste par måneder været en meget vigtig faktor, når man skal forstå performance mellem de forskellige kuponsegmenter. Vi forventer også, at dette vil være meget afgørende de næste 6 måneder.

“En anden faktor, der tilbage i de tidlige måneder af 2021 var med til at presse de lange konverterbare realkreditobligationer, var den daglige store udstedelse af nyudlån som kom ud af et sjældent aktivt boligmarked.”

Boligomsætningen er dog faldet markant siden da, og vores forventning er, at de højere renter fortsat vil lægge en dæmper på omsætningen de næste 6 måneder.

Varigheden på konverterbare realkreditobligationer har gennem hele 2021 været stigende pga. de generelt stigende renter samt de før omtalte massive nyudstedelser fra et glohedt boligmarked. Konveksiteten er til gengæld faldet tilsvarende og er ikke så stor en udfordring for markedet som tidligere, men den høje varighed er, og vil fremadrettet fortsat være, en udfordring – specielt hvis renten fortsætter op.

Konklusionen er, at vi foretrækker konverterbare realkreditobligationer i en relativ betragtning, men har respekt for den store varighed som kan blive en udfordring for markedet i 1. halvår af 2022. ■

“De generelt højere renter samt den stejlere rentekurve, ved indgangen til 2022, forventer vi vil føre til markant lavere udstedelse af konverterbare realkreditobligationer.”



LCFM som stolt sponsor

SUCCESHISTORIER FRA DE SMÅ SPILLERE

For at vi kan juble over sportsstjerner i hallerne, på greenen og i fjernsynet, er sponsorer helt afgørende. LCFM sponsorer talenter og klubber i en bred vifte af sportsgrene, som alle har det til fælles, at de på hver deres måde matcher selskabets DNA. I denne artikel får du historien bag nogle af sportsudøverne.

Artikel af Julie Larsen, People & Communication Coordinator

I de mere nicheorienterede sportsgrene står sportsudøvere i en hård konkurrencesituation, når de skal sikre sig adgang til diverse indtægtsplatforme. Dog er sponsorer en nødvendighed for at skabe den tid i hverdagen som gør, at man en dag kan stå på podiet med medaljen om halsen. Man skal ikke lede længe for at finde lighedspunkter mellem finans- og sportsverdenen, og netop derfor giver det mening for LCFM at sponsorere sportsudøvere, forklarer Allan Rank, CEO i LCFM: "I begge brancher skal man turde udfordre det eksisterende for at skabe ny grobund, da der altid vil være etablerede konkurrenter til stede. Herudover tilskynder overlevelse og succes blot et fåtal, da det kun er eliten, der når til tops. Tilsvarende i finansverdenen er ambitioner noget, der kan rykke udøvere fra bund til top, og ambitioner, som rækker ud over normen, er bestemt også et kendetegn ved LCFM. Som et uafhængigt rentehus støtter vi sportsudøvere, som kan matche os med at levere varen ved at skabe resultater, ligesom vi gør for vores kunder."

Ét af kriterierne for at bære LCFMs logo er, at selskabet kan spejle sig i de værdier, som personen eller klubben repræsenterer. LCFM støtter, hvor der kan gøres en forskel for den enkelte. Her understreger Allan, at de talenter og klubber, som LCFM sponsorer, alle er små spillere, som tør udfordre de store spillere, hvilket LCFM også stræber sig på. Samtidig bliver der fra selskabets side lagt vægt på, at sponsoraterne betragtes som et samarbejde, hvoraf begge parter skal opnå en værdi. Gennem disse samarbejder tilstræber LCFM at understøtte den enkelte sportsudøver eller klubs succeshistorie, og i det følgende fortælles et udpluk af disse historier. ►



Foto: Fra venstre, Allan Rank Jensen, CEO LCFM og Rasmus Lind, professionel golfspiller.

Fra amatør til professionel

Lige siden han som 9-årig blev introduceret til sporten af sine bedsteførelde, har golf været en betydelig del af Rasmus Linds liv. Det tog især fart, da han i 2016 startede på college i USA for at udvikle sine evner inden for golfens verden. Da han dimitterede i foråret 2020 og vendte retur til Odder Golfklub, tog han hul på karrieren som professionel golfspiller og spiller nu på tredjebedste niveau i Europa, Nordic League.

I samme øjeblik opstod behovet for at samle et team af sponsorer, og LCFM blev Rasmus' første sponsor. At gå fra amatør til professionel medfører, ifølge Rasmus, at man skal opbygge en lille enkeltmandsvirksomhed. Her finder han inspiration i LCFMs tilgang: "Jeg ser LCFM som et familiært foretagende, og jeg tager ved lære af deres evne til at skabe værdifulde og tillidsbaserede relationer. Selvom jeg er bedst tilpas på greenen, finder jeg det bestemt også spændende at pleje relationer til nuværende og kommende sponsorer."

Han oplevede, som mange andre sportsudøvere, at det i begyndelsen var en udfordring at få aftaler i hus

med sponsorer. Dog var dette blot indtil han blev klar over, at et sponsorat skal give værdi til begge parter, og her understreger han vigtigheden i at skabe et samarbejde:

"Jeg har opbygget et team af sponsorer, som forventer noget af mig, hvilket giver mig muligheden for at give noget tilbage til dem og derved skabe et samspil."

"De bliver en del af et sponsornetværk, som jeg faciliterer et par sponsordage for om året. Forhåbningen er, at disse dage skaber direkte eller indirekte værdi for den enkelte sponsor i form af nye samarbejdspartnere, kunder eller lignende. Derudover agerer jeg som ambassadør i marken for mine sponsorer, og de får eksponering både lokalt, landsdækkende og udenlands i en sport, som oftest er karakteriseret af købestærke individer."

Verdensomspændende ambitioner

Som person er Rasmus ikke bange for at sætte store ambitioner på dagsordenen, og den helt store drøm er at repræsentere Danmark som olympisk atlet. Hans målsætning er at udfordre verdens bedste spillere, men først og fremmest står februar 2022 på sæsonstart i Nordic League. Hvis alt går efter planen, er han at finde på greenen i Challenge Touren i 2023, som er næstbedste niveau i Europa. For at opnå dette er han bevidst om, at det kræver dedikation og behårdt arbejde. Rasmus forklarer, at ligesom LCFM skal vide, hvornår de skal handle på markederne for at skabe størst profit, skal han også time, hvilke perioder i sæsonen han peaker, da det er altafgørende for at nå til næste niveau.

Med store ambitioner om at spille i udlandet følger også store udgifter, hvorfor sponsoratet primært går til turneringsfees, rejseomkostninger og udstyr. Denne finansielle opbakning fra sponsorer gør, at Rasmus kan dedikere alt sin tid til at optimere sig både under og udenfor sæsonen. Han uddyber: "Det muliggør, at jeg kan udleve min drøm og udelukkende fokusere på at udvikle mere kendskab til mine processer, tendenser i mit golfsving og teknikker til at navigere i det mentale spil, hvilket man ikke må undervurdere som professionel golfspiller."



Foto: Rasmus Lind.

"I løbet af de seneste fem til ti år har Odder Golfklub udviklet sig (...) til en klub der investerer i unge spillere, og som derfor talentmæssigt placerer sig blandt de bedste i Danmark."

Stor tilslutning til en lille klub

I sin hjemklub, Odder Golfklub, spiller Rasmus holdkampe tre weekender om året i selskab med fem andre golfspillere fra klubben. En af disse spillere er Sebastian Wiis. Startskuddet til hans professionelle golfkarriere lød i januar 2020, og dermed blev han den første i Odder Golfklub, som valgte at gå den professionelle vej. Ifølge Sebastian skiller den relativt lille klub sig ud fra mængden, da den har hold i både 1. og 2. division samt seks professionelle spillere, hvilket ikke gør sig gældende andre steder i Danmark. Sebastian uddyber:

"I løbet af de seneste fem til ti år har klubben udviklet sig fra at være en klub med en gennemsnitsalder på 60 år, til en klub der investerer i unge spillere og som derfor talentmæssigt placerer sig blandt de bedste i Danmark. Klubben har et helt unikt træningsmiljø, som bygger på sund konkurrence, hvor vi udfordrer hinanden og stadig gør plads til at have det sjovt. Af den grund kan klubben tiltrække spillere langvejsfra, og 80 % af eliteafdelingen kommer i dag fra Aarhus eller omegn. At være en del af Odder Golfklub tilføjer et socialt element til en sport, som ellers er meget individuel." ▶



Foto: Sebastian Wiis.

Opbygning af et stærkt team

Selvom Sebastian første gang havde en golfkølle i hånden som 2-årig, var det forholdsvist sent, at han besluttede sig for, at golfen skulle være en levevej. Da beslutningen kom tættere på i slutningen af 2019, begyndte han at tænke i sponsorer og brugte fire måneder på at sælge sig selv til store, veletablerede virksomheder. Dog skulle det vise sig at være en udfordring at finde sponsorer, da han gang på gang stødte på afslag efter afslag. Herefter ændrede han taktik, og koncentrerede sig i stedet om at indgå sponsorater med de kontakter, han allerede havde. Sebastian uddyber:

”Jeg havde kendskab til LCFM inden min karriere begyndte, og LCFM var nogle af de første som sagde, at de gerne ville være med, så snart jeg gik professionel. Netop det at jeg havde et stort bagland, som bakkede mig op og havde troen på mig, gjorde det nemmere at tage springet. En rejse, som den jeg er på, er ikke realistisk uden sponsorer, så jeg er utrolig taknemmelig for dem, som støtter mig, og de gør en verden til forskel.”

På denne rejse har Sebastian givet sig selv en 4-årig tidshorisont til at rykke sig niveaumæssigt, og hvis dette ikke lykkes, er planen at finde en anden levevej. Det skal helst ikke blive for bekvemt for Sebastian, så han stiler altid efter ambitiøse målsætninger, og når han evaluerer på 2021, kan han sætte flueben ved de fleste mål. Ét af disse var at ende i top 50 på den nordiske rangliste, og efter at have spillet 25 turneringer i Nordic League, endte han som nr. 29. Selvom mange gør brug af samme springbræt fra amatør til professionel, er Sebastians forhåbning, at han allerede er blandt top fem i Nordic League i den kommende sæson, og derved skal spille på Challenge Touren i 2023.

En sport i rivende udvikling

Lige siden de første private golfbaner blev etableret tilbage i slutningen af 1800-tallet, har drømmene om en succesfuld golfkarriere spiret hos spillere som Rasmus og Sebastian. Selvom golf og mange andre sportsgrene har eksisteret i Danmark i årtier, kommer der stadig nye sportsgrene til, og en af dem, som er blevet populær hos danskerne, er floorball. Mange associerer dele af sporten med idrætstimer i folkeskolen, men den hocekyinspirerede sport, floorball, har de senere

år haft stor tilslutning af danskere på tværs af alle aldersgrupper. Floorball er i disse år kendt som en af de hurtigst-voksende sportsgrene i verden, og ifølge Jesper Malm, formand i Vanløse Floorball, er det til at mærke i klubben: ”Ligesom det gør sig gældende for sportsgrenen, er klubben i en rivende udvikling, og vi oplever stor opbakning i lokalområdet. Vi favner bredt og har tilbud til alle aldre, niveauer og ambitioner. Hos os kan alle være med, omend man er amatør eller elitespiller.”

Fra barnsben bliver mange danskere mødt med tilbuddet om at starte til en af de største og mere etablerede sportsgrene i Danmark såsom fodbold, gymnastik og svømning. Dog har Vanløse Floorball turde satse på, at den historisk nye sportsgren kunne få opbakning hos danskerne, og det har vist sig at være korrekt spået. Her understreger Jesper succesen i klubbens voksende ungdomsafdeling, som udvikles i samarbejde med Frederiksberg Floorball.

”Fælles har de to klubber over 400 medlemmer, hvilket er mere end en fordobling af antal medlemmer på tre år.”

I LCFM har man også fået øjnene op for sporten og ikke mindst Vanløse Floorball's ambitioner. Udover at støtte klubbens arbejde igennem et mindre sponsorat, ser LCFM også sporten som en mulighed for at udfordre nogle af virksomhedens største kunder øst for storebælt i en tilbagevendende årlig match.

Klubbens slogan ”Floorball for fremtiden” understreger troen på, at sporten er kommet for at blive, fortæller Jesper, og uddyber: ”Vores vision er, at vi vil være toppen af dansk floorball på både herre- og damesiden samt i ungdomsrækkerne. Vi har fokus på glæden ved spillet og sammenholdet mellem spillere, trænere, holdledere og forældre. Som klub vil vi gerne bidrage til spillernes sportslige og personlige udvikling, ved at især de unge spillere tidligt får ansvar for sig selv, hinanden og sporten. Vi kigger på det hele menneske, og stræber efter at give de unge en ballast, som de kan bruge senere i livet, også udenfor floorballbanen.” ▶



”I LCFM har man også fået øjnene op for sporten og ikke mindst Vanløse Floorball's ambitioner. Udover at støtte klubbens arbejde igennem et mindre sponsorat, ser LCFM også sporten som en mulighed for at udfordre nogle af virksomhedens største kunder øst for storebælt i en tilbagevendende årlig match.”



Flere muligheder

Sponsorer udgør en betydelig støtte for Vanløse Floorballklub, og har gjort det muligt for klubben at opnå flere milepæle de senere år. Dette har blandt andet resulteret i, at de nu har kapacitet til at rumme den største gruppe af pigespillere i Danmark og har startet landets første parasportshold i Floorball. Her understreger Jesper, at

“...når man som sponsor samarbejder med Vanløse Floorball, er man med til at dyrke lokalsporten og udvikle idrætstilbud til børn, unge og voksne.”

Dog tager man først og fremmest del i udviklingen af sociale fællesskaber på tværs af køn, alder og niveauer.

“At have en sponsor som LCFM i ryggen, giver os muligheder for at skabe de mest optimale rammer for klubbens medlemmer. Udvikling af trænere er et af vores største fokuspunkter, da det skaber et bedre miljø for vores spillere, hvor de udvikler sig som spillere, men også som mennesker. Vores klub er centeret omkring en sport, som man ikke kan leve af. Derimod kan den give meget andet til den enkelte spiller, såsom gode relationer, samarbejdsevner og sundhed. Selvom vi oplever stor opbakning i lokalområdet, kunne vi ikke realisere vores projekter uden samarbejder med sponsorer og klubbens mange engagerede frivillige”, forklarer Jesper.

I den kommende sæson er der en håndfuld spændende aktiviteter på bedding i Vanløse Floorballklub, blandt andet afholdelse af dame og herre DM-finale i samarbejde med Frederiksberg Floorball i foråret 2022. Derudover fortsætter de ambitiøse målsætninger, og forhåbningen er, at flere af klubbens ungdoms- og seniorhold skal spille med om medaljer i slutningen af april.

Tilbage i ligaen

Et andet hold, som over de seneste år har kæmpet sig op i kampen om medaljer, er Horsens Håndbold Elite (HH Elite). I august 2021 gik HH Elite ind til sin tredje sæson i Danmarks bedste håndboldliga for kvinder. Rejsen hertil begyndte for alvor tilbage i 2014, da nuværende direktør, Jørgen Møller, sammen med sin kone, Lone Møller, investerede en stor mængde kapital i foretagendet sideløbende med, at de afsatte 10 år af deres liv til at skabe et ligahold i Horsens igen.

“Målsætningen har lige fra begyndelsen været, at vi, efter disse 10 år, skal have skabt et ligahold i økonomisk balance og som er på tærsklen til at spille håndbold i Europa Cup. Vores største driver er at tiltrække og fastholde unge mennesker i en social sport som håndbold. Vores elitespillere er et forbillede for ungdommen, og det er vigtigt at have tophåndbold i Horsens for kontinuerligt at kunne tiltrække flere unge spillere,” fortæller Jørgen.

I takt med at HH Elite har spillet sig fra 1. division til Bambusa Kvindeligaen (højeste liga i dansk kvindehåndbold), har opbakningen på tribunerne fulgt trop. Når holdet spiller hjemmekampe i Forum Horsens, er tilskuertallet nu oppe på mere end 1.000 sammenlignet med 200-300 tilskuere tilbage i 2014. Der er også sket ændringer i spillertruppen, og HH Elite tiltrækker nu både lokale og udenlandske spillere. Ifølge Jørgen danner det et solidt grundlag for holdets store sportslige ambitioner:

“I indeværende sæson er målsætningen at være blandt de otte bedste, når grundspillet er færdigt. Derved vil vi få en plads i slutspillet, og skal spille kampe som vises i fjernsynet. Målet på sigt er, at vi kontinuerlig forbedrer os, og i løbet af de næste to til tre år er blandt de fire bedste i ligaen. Det vil medføre, at vi er med i kampen om medaljer og en plads ude i Europa.”

De mange frivillige, som er tilknyttet HH Elite, er en stor del af drivkraften bag holdet. For dem er det sociale fællesskab i og omkring klubben en stor motivationsfaktor, og det at lykkes i flok skaber et stærkt sammenhold. For klubben er det helt tydeligt, at hver enkelt frivillig er med til at gøre en forskel. Jørgen fortæller, at det er fantastisk at være blandt mennesker som vil hinanden, og uden de frivillige ildsjæle, som yder en kæmpe indsats hver dag, ville HH Elite bestemt ikke være det samme. ▶



Foto: Jørgen Møller, Direktør HH Elite.

Gensidig værdi

Hos HH Elite slår de sig på at skabe gensidig værdi ved at udvikle talenter og samtidig sikre livskvalitet i dagligdagen for den enkelte spiller. Når det kommer til samarbejdet med deres sponsorer, understreger Jørgen, at forhåbningen om at skabe gensidig værdi også er gældende her:

”75% af vores indtægter er fra sponsorer og på sigt vil jeg tro, at vi kommer op på cirka 85%. Udover at bidrage til økonomien, er vores sponsorer med til at markedsføre vores fælles projekt udenfor banen. Samtidig er sponsorerne fantastiske til at komme i hallen og støtte holdet ved hjemmekampene. Personlig tror jeg på, at et godt samarbejde skal være med langsigtede relationer for øje. Derfor lægger vi i HH Elite stor vægt på, at man som sponsor får værdi retur ved at opnå større eksponering af sin virksomhed og skabe tætte relationer igennem vores stærke netværk,” fortæller Jørgen, inden han fortsætter:

”Det er et must, at alle vores sponsorer får en professionel modtagelse og efterfølgende branding ud fra lige netop deres specifikke behov. Til vores VIP-arrangementer kan sponsorerne tage kunder, samarbejdspartnere eller andre gæster med og pleje de langsigtede relationer. Det er blandt andet gennem sådanne arrangementer, at vi også tilbyder et netværk af potentielle nye relationer for vores sponsorer. Selv er jeg for eksempel en yderst tilfreds investor i LCFMs Credit Fund, og jeg har således ingen bekymring ved at anbefale andre sponsorer at tage en uforpligtende snak med Allan.”

På sigt er forventningerne også, at HH Elites sponsorer får endnu mere ud af samarbejdet. Ved at komme i slutspillet i indeværende sæson vil kampene i fjernsynet medføre, at holdets sponsorer opnår større national eksponering. Derudover vil en plads i Europa Cup sikre, at sponsorerne ikke blot får muligheden for flere kunder i Danmark men også fra den internationale scene.

Som sponsor af HH Elite tager man del i at støtte et ambitiøst projekt, som ikke kunne være bygget op uden finansiel hjælp. Ligeledes er klubben konstant optaget af at udvikle sig selv, hvilket blot er en af de punkter, hvor Jørgen ser ligheder mellem HH Elite og LCFM: ”Ved LCFM er det resultaterne der tæller, hvilket det også er for os, så snart spillerne går ind på håndboldbanen. Fundamentet i begge selskaber bygger på samme værdier, nemlig troværdighed, tillid og gensidig respekt. Ligesom i sportens verden, skal man i den finansielle verden også arbejde stenhårdt for at nå sine mål, og vel at mærke, for såvel HH Elite som LCFM, meget ambitiøse mål,” fortæller Jørgen.

Med en sejr over Aarhus United i sidste kamp endte HH Elite med snuden indenfor kvindeligasens top otte, og dermed fik holdet en aldeles fordelagtig afslutning på første halvdel af sæsonen. Efter ligapausen i december venter anden halvdel af sæsonen, hvor forhåbningen er, at HH Elite sikrer sig en plads i slutspillet. ■



“På sigt er forventningerne også, at HH Elites sponsorer får endnu mere ud af samarbejdet. Ved at komme i slutspillet i indeværende sæson vil kampene i fjernsynet medføre, at holdets sponsorer opnår større national eksponering.”

FORVENTNINGER TIL KREDITMARKEDET

I seneste udgave af Kapital beskrev vi et halvår domineret af et fokus på hastigheden i vaccineudrulningen, en hastigt stigende økonomisk aktivitet, drevet af finans- og pengepolitisk stimulus, samt en bekymring om stigende inflation.

Artikel af Lasse Hjortsballe, Senior Credit Analyst

Det positive momentum i vaccineudrulningen, økonomisk vækst og risikoappetit i første halvår af 2021 betød stærkt faldende spændniveauer i alle LCFMs segmenter og høje afkast. Dette er illustreret i figuren herunder, som viser spændudviklingen for segmenterne siden 2017 i den lille figur og udviklingen år til dato i den store figur.

Udviklingen det seneste halve år

Spørgsmålet for andet halvår af 2021 var, om det positive momentum kunne fastholdes året ud. Her var vores forventning, at spændniveauerne i kreditmarkedet skulle køre sidelæns og dermed ligge nogenlunde stabilt ved årets udgang. Begrundelsen for den forventning var, at markedet allerede havde indpriset det positive momentum, og at upsiden derfor var begrænset. Frem til slutningen af oktober

ramte den forventning nogenlunde plet, da vores segmenter ikke havde rykket synderligt på sig.

I sidste udgave af Kapital påpegede vi dog også en række negative faktorer, der kunne få kreditspændene til at køre ud igen fra de lave niveauer i juni 2021. Det var ændring i retorikken og handling fra centralbankerne, bekymring om høj inflation og yderligere nedlukninger pga. mere smitsomme varianter af coronavirus. Alle tre negative faktorer ramte markedet i løbet af november, hvor spændniveauerne i vores segmenter kørte relativt voldsomt ud. Efterfølgende har markedet næsten rettet sig igen, og risikoappetiten er ved at vende tilbage. Vi kommer i denne artikel nærmere ind på de overordnede temaer i markedet og vores forventning til første halvår af 2022.

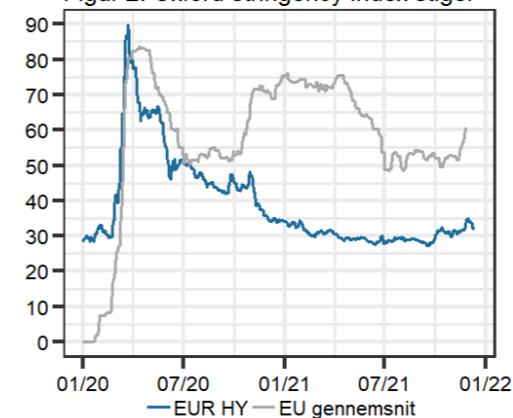
Figur 1: Udviklingen i Z-spread (bp) for diverse segmenter



Coronavirussen spøger stadig

Udviklingen og udrulningen af vaccinerne fik en fremtid uden de store restriktioner til at se realistisk ud ved udgangen af første halvår 2021. Data har dog senere vist, at vaccinerne effektivitet gradvist forværres. Derudover fik vi, i slutningen af november, fornøjelsen af Omikron-varianten, der pt. tyder på at være bedre til at undvige vaccinerne. Vi mangler stadig endegyldige svar på, hvor bekymret vi bør være for varianten, men indledende data tyder på, at vaccinerne fortsat har en effekt. Den nye variant, og vaccinerne faldende effektivitet, betyder dog, at vi igen ser ind i en vinter med restriktioner. Det får selvfølgelig betydning for vores kreditmarkeder. Markedet har dog efterhånden vænnet sig til den nuværende reaktion på restriktionerne, og derfor er det primært enkelte sektorer, der sandsynligvis bliver ramt, og ikke markedet som helhed. Et indeks over niveauet af restriktioner i Europa (0 er ingen restriktioner, og 100 er maksimale restriktioner) har tidligere fulgt niveauerne i europæisk high yield, men sammenhængen er nu begrænset, jf. figur 2.

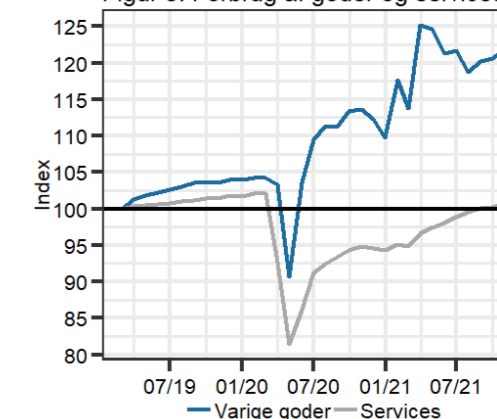
Figur 2: Oxford stringency index stiger



Centralbankerne må se bekymret mod flere restriktioner, da de betyder svære arbejdsvilkår for deres inflationsmandater. Flere restriktioner betyder

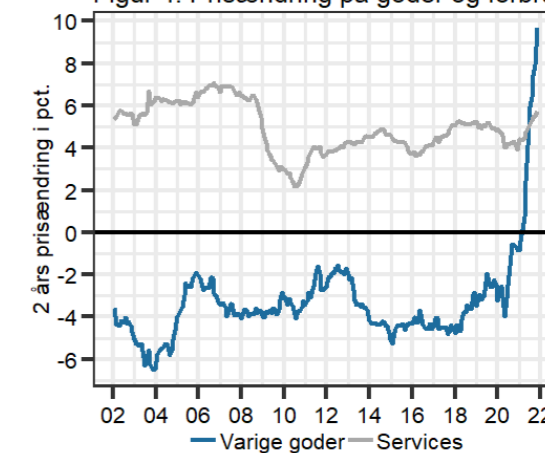
også en forskydning af forbruget væk fra serviceerhvervene hen til fysiske forbrugsgoder, jf. figur 3, der viser forbrug af varige goder og services i USA.

Figur 3: Forbrug af goder og services



Hvis man ikke længere tager på udlandsrejser eller går i biografen, bestiller man måske flere varer fra Elgiganten. Et øget forbrug på fysiske goder betyder pres på forsyningskæderne (der i forvejen er påvirket af restriktionerne) og derigennem øgede priser, jf. figur 4, der viser den 2-årige ændring i priser på varige goder og services. ▶

Figur 4: Prisændring på goder og forbrug



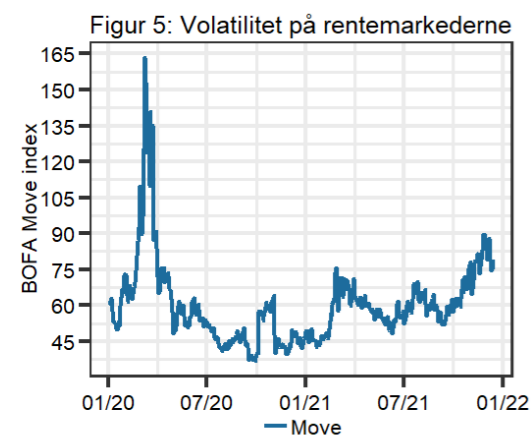
Udviklingen er i sig selv ikke overraskende. Længden på tendensen har dog overrasket de fleste og skyldes bl.a. tilbagevendende restriktioner. I sidste udgave af Kapital nævnte vi argumenterne for, at inflationsstigningerne var midlertidige. Det var bl.a. genåbning af samfundet, justering af produktionsapparatet, afkøling af et ekstraordinært højt forbrug og fastlåste langsigtede inflationsforventninger. Faktorerne har dog ikke haft en betydelig påvirkning på inflationen. Jerome Powell, formand for den amerikanske centralbank (Fed), udtalte i starten af december, at centralbanken ikke længere ville bruge ordet "transitory" om det nuværende inflationspres. Signalet var ikke til at tage fejl af – Fed er meget bekymret for den høje inflation.

Centralbankernes dilemma

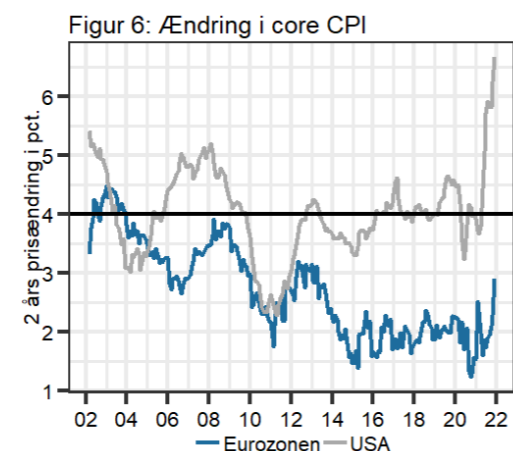
Fed og ECB (European Central Bank) står dermed i en vanskelig situation. Inflationen stiger pga. større efterspørgsel end udbud. Den officielle arbejdsløshed er lav, men coronakrisen har betydet et mindre effektivt arbejdsmarked, hvor åbne stillinger er svære at besætte. Hvis centralbankerne fulgte en traditionel Taylor-regel til fastsættelsen af renten, burde de hæve renten betydeligt allerede nu. Udfordringen er, at væsentligt højere renter næppe vil øge udbuddet, og kun vil sænke efterspørgslen marginalt.

“Dette skaber et dilemma mellem at fastholde støtten til økonomien og et forsøg på at kontrollere inflationen gennem rentestigninger.”

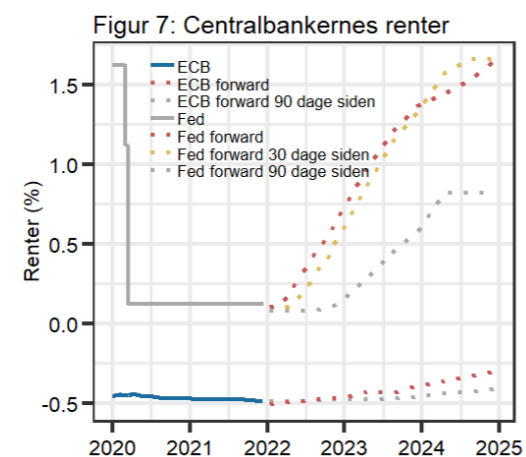
Dilemmaet har betydet stor volatilitet i rentemarkederne, jf. figur 5, hvilket har påvirket stemningen i vores kreditmarkeder.



Både Fed og ECB står overfor denne udfordring. Dog er Fed længere i processen og kommer til at reagere først, jf. figur 6, der viser den 2-årige ændring i core CPI – et mål for inflation, der fjerner ændringer i energi- og madpriser.



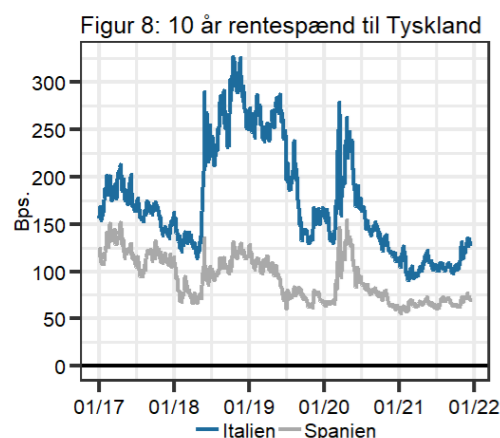
Og de skal reagere snart. En arbejdsløshed på 4,2%, inflation på over 5% år til år siden maj, en effektiv rentesats på 0,08% og et stort opkøbsprogram er ikke forenelige. Fed forventes nu at stoppe opkøbene omkring udgangen af første kvartal af 2022. Første rentestigning forventes pt. mellem maj og juni næste år, og i alt forventer markedet 3 rentestigninger inden udgangen af 2022, jf. figur 7.



Ved sidste udgave af Kapital forventede markedet kun lidt over 1 rentestigning fra Fed i løbet af 2022. Bemærk at markedet ikke har ændret i deres forventning til den langsigtede Fed rente. Forventningen har siden sidste udgave af Kapital ligget på en rente mellem 1,6% og 2% for december 2026. ▶

“Inflationen stiger pga. større efterspørgsel end udbud. Den officielle arbejdsløshed er lav, men coronakrisen har betydet et mindre effektivt arbejdsmarked, hvor åbne stillinger er svære at besætte. Hvis centralbankerne fulgte en traditionel Taylor-regel til fastsættelsen af renten, burde de hæve renten betydeligt allerede nu.”

Første ECB rentestigning forventes først en gang i 2023, men også ECB forventes at reducere kraftigt i deres opkøbsprogrammer i løbet af 2022. Det kan sætte sig i en udvidelse mellem eksempelvis de sydeuropæiske og tyske statsobligationsrenter, hvilket vil påvirke de europæiske kreditmarkeder. Rentespændet mellem Tyskland, Italien og Spanien ses i figur 8 nedenfor:



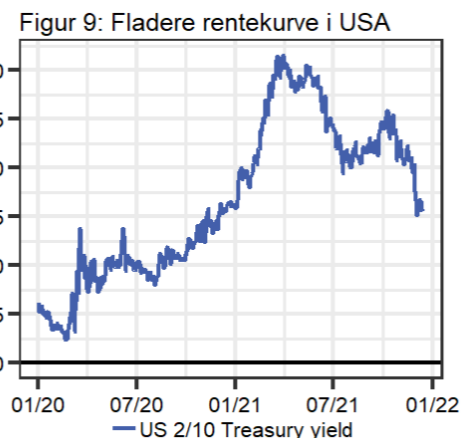
ECB forsøger dog aktivt at holde statsobligations-spændene lave gennem øget fleksibilitet i opkøbsprogrammerne. Vores kreditmarkeder vil også indirekte blive påvirket af et eventuelt stop for ECBs opkøb af Investment Grade obligationer, der primært sker gennem APP opkøbsprogrammet, som hver måned køber for ca. €5 mia. eller ca. 6% af hele ikkefinans euro Investment Grade markedet årligt.

”ECB har en beholdning af Investment Grade obligationer på €347 mia., eller ca. 24% af markedet. De har år til dato købt 10% af alle nyudstedte Investment Grade obligationer.”

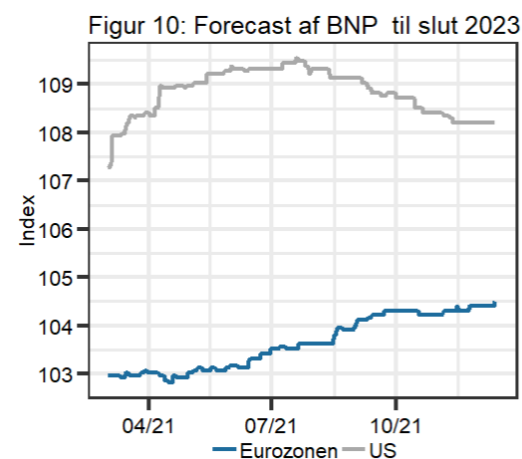
Et stop for ECBs køb vil fjerne den største spiller fra markedet, og den næste marginale køber vil næppe være villig til at give samme pris som ECB.

Vi ser derfor ind i en betydelig stramning af pengepolitikken, i både USA og Europa i 2022, efter næsten to år med utrolig lempelig pengepolitik.

En forventning til en stramning af pengepolitikken sænker langsigtede vækst og inflationsforventninger, hvilket presser de lange statsobligationsrenter ned. Omvendt stiger de korte renter. Kombinationen får rentekurven til at flade ud, jf. figur 9 – markedet frygter stram pengepolitik og aftagende vækst.



På overfladen er økonomien i Europa og USA stærk med en lav arbejdsløshed, fremgang i tillidsindikatorerne samt at den økonomiske vækst forventes at stige de kommende år. Markederne reagerer dog på stigningstakten i væksten, der pt. har været let faldende i USA, jf. figur 10. Et fald i vækstmomentum, og en stramning af pengepolitikken er ikke en god cocktail for risikoaktiver. Sammen med bekymringen om Omikron-varianten har cocktailen ledt til novembers svage markeder. Efter positive tidlige indikationer på Omikrons sygdomsbillede og evne til at undslippe vaccinerne, har markedet vundet noget af det tabte tilbage i løbet af december.

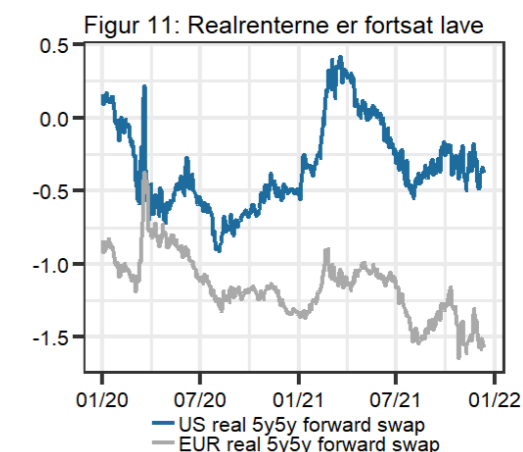


Scenarier for 2022

Vi ser to potentielle scenarier for inflation og pengepolitik udspille sig i løbet af 2022. Ét positivt og ét negativt for kreditmarkederne. Vores forventning til 2022 er en sandsynlighedsvægtning af de to scenarier. Det positive scenarie er koblet op på en tilpasning af forsyningskæderne til nye forbrugsmønstre, et fravær af betydningsfulde restriktioner og en fastholdelse af høj forbrugertillid. Det vil få inflationen til at vende tilbage til trenden og tillade centralbankerne at hæve renterne gradvist, uden at sætte unødvendigt pres på økonomien. Kreditmarkederne vil få medvind af stærkt begrænset konkurs-sandsynligheder og faldende rentevolatilitet. Dette scenarie synes ikke at være konsensus pt., hvorfor markedet kan rykke sig, hvis vi får indikationer af ovenstående.

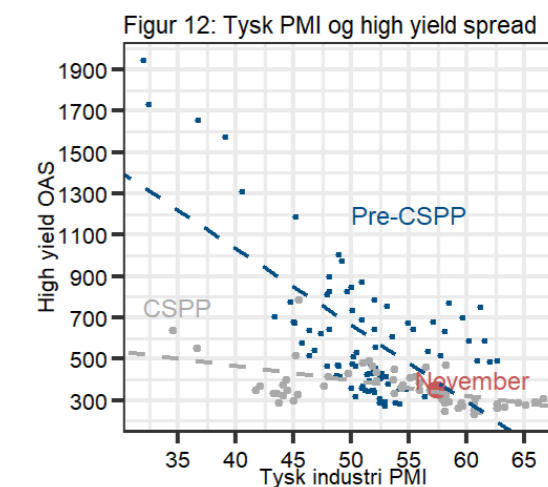
Det negative scenarie synes at være noget tættere på konsensus pt., og antager en fortsættelse af temaerne fra andet halvår af 2021. Det drejer sig om fornyede restriktioner, vedvarende høj inflation og hastigt stigende forventninger til strammere pengepolitik. Grundet et relativt uelastisk forhold mellem arbejdsløshed og inflation (en flad Phillips-kurve) skal pengepolitikken strammes gevaldigt, før inflationen bliver påvirket. Det betyder, at ”sacrifice”-ratioen, hvor meget økonomisk vækst ofrer man for at få inflationen ned, er høj. Scenariet indebærer også en stigning i realrenterne, hvilket er skidt nyt for alle risikoaktiver. I dette scenarie vil kreditmarkederne se ind i et år med pres fra både stigende underliggende renter og aftagende vækstforventninger.

Begge scenarier tager dog udgangspunkt i en stærkere økonomi, end vi havde kunnet håbe på i sommeren 2021. Arbejdsløsheden er lav i både EU og USA, BNP-væksten forventes at være solid, og realrenterne er på nuværende tidspunkt stadig negative, jf. figur 11. Negative realrenter æder langsomt af virksomhedernes gældsbyrde, hvilket specielt er positivt for højt forgældede virksomheder.



”Negative realrenter tvinger også investorerne til at lægge sig i de få segmenter, hvor man endnu kan få et positivt realafkast over ens investeringshorisont, eksempelvis LCFMs segmenter.”

High yield markedet ser nogenlunde fair prissat ud givet styrken af tysk industri, jf. figur 12. Ovenstående faktorer skaber et solidt fundament for vores kreditmarkeder. ▶





Forventningerne til 2022

Hvad er markedets forventning til 2022? De fleste store banker forventer let stigende spændniveauer i løbet af 2022. Ikke på baggrund af forringede fundamentale nøgletal, men grundet en forventning om faldende støtte fra centralbankerne, i forvejen lave spændniveauer og stigende gældsætning grundet selskabers villighed til at opsøge M&A. De forventede spændudvidelser er ikke store, omkring 40-60 bps. ud i high yield, mens holdningerne til de øvrige segmenter er mere blandede.

udvikling i Kina. Markederne indpriser allerede relative aggressive handlinger fra centralbankerne, og på et tidspunkt må inflationen forventes at vende tilbage til den strukturelle trend. ECB vil næppe gentage historiske fejl ved at fjerne foden fra speederen for hurtigt, hvilket begrænser risikoen for vores segmenter. Her midt i december (redaktionens afslutning), før vigtige Fed, BoE og ECB rentemøder, og med en fortsat begrænset viden om Omikron-varianten, forventer vi derfor igen relativt stabile kreditspænd.

“Vores forventning til markederne er på mange måder identiske med forventningerne fra sidste Kapital. Vi ser en række positive faktorer understøtte LCFMs markeder, men de i forvejen lave kreditspænd begrænser dog det nuværende risiko/afkast forhold.”

På linje med i sommer er de mest oplagte katalysatorer til udvidede spændniveauer inflation, pengepolitik, vækst og nye coronavarianter. Vi holder også et vågent øje mod den makroøkonomiske

Det vil vi kunne udnytte gennem vores aktive investeringstilgang, hvor vi kan være aggressive, hvis spændene kører unødigt ud, og være defensive hvis de igen går mod de historisk lave spændniveauer. ▶



Forventningen til vores fire segmenter

Forventningen til LCFMs fire segmenter, europæisk high yield, subordinerede udstedelser fra banker og forsikringsselskaber, samt corporate hybrider, bliver selvfølgelig påvirket af vores forventning til kreditmarkedet som helhed. Segmenterne bevæger sig alle baseret på for eksempel risikovilligheden i markedet og de underliggende renter, hvorfor de fire segmenter typisk har en høj korrelation (0,7-0,9).

I high yield og corporate hybrid segmenterne spænder selskabernes forretningsmodeller bredt. Usikkerhed omkring fremtidig inflation, stramme arbejdsmarkeder og truslen for fremtidige restriktioner får os til at foretrække selskaber, hvis forretningsmodel kan justere sig, og samtidigt giver en attraktiv rente. Stigende renter er, som sådan, ikke et problem for high yield segmentet. Siden 2010 har sammenhængen mellem afkast i high yield og renten på den tyske 5-årige statsobligationsrente været svagt positiv. Den positive effekt skal ses i lyset af sammenhængen mellem økonomisk vækst og stigende renter. Samtidigt klarer virksomhedsobligationer sig typisk godt i et inflationært miljø. Alt i alt ser high yield segmentet attraktivt ud givet de makroøkonomiske tendenser.

I subordinerede udstedelser fra bank- og forsikringsselskaber styrkes de finansielle nøgletal

typisk ved stigende renter. Bankerne har klaret sig godt gennem coronakrisen og er kommet ud på den anden side med høj kapitaloverdækning og et lavt niveau af nonperforming lån. Den overskydende kapital begrænser kreditrisikoen i de subordinerede bankudstedelser, men aktionærerne er nu begyndt at hungre efter dividender og aktietilbagekøb.

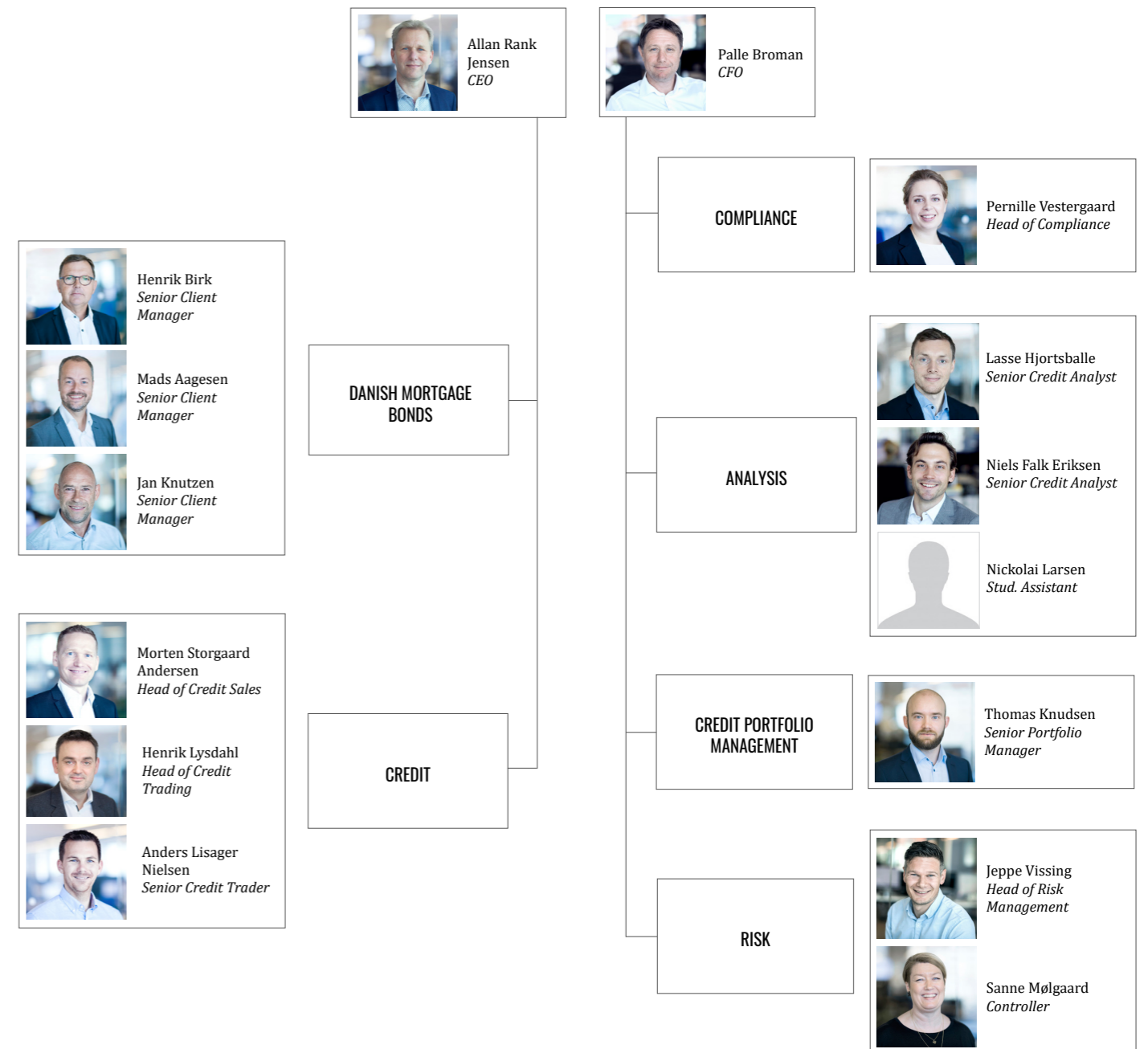
“Vores fokus i LCFM bliver at finde de banker, der fortsat vil holde en passende kapitaloverdækning eller som alternativt kan generere kapitalen organisk gennem indtjening.”

Vi er varsomme med subordinerede udstedelser fra visse sydeuropæiske lande grundet risikoen for spændudvidelse, hvis ECB trækker støtten væk. I alle fire segmenter vil vi kunne bruge vores relative værdi analysetilgang til at identificere de udstedelser, der handler skævt relativt til den underliggende risiko. Som i 2021 forventer vi, at en aktiv investeringstilgang baseret på relativ værdi vil tillade os at opnå et attraktivt afkast i 2022. ■



HVEM ER VI?

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM):



AFSENDER:

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM)
Værkmestergade 3,2.
8000 Aarhus C

Nr. 04 2. halvår 2021



LEDELSEN I LCFM UDVIDES OG STYRKES

Palle Broman, som har været en del af LCFM de seneste 5 år, er indtrådt i ledelsen i virksomheden.

Med Palle Bromans indtrædelse i ledelsen, vil der komme et endnu større fokus på udviklingen af selskabet samtidig med at virksomhedskulturen og den nære kunde- og investorkontakt til stadighed er omdrejningspunktet. Læs mere under 'Nyheder' på LCFMs hjemmeside www.lcfm.dk

Kapital er LCFMs magasin, som udkommer til vores kunder, investorer og samarbejdspartnere med formålet om at orientere om udviklingen i LCFMs forretningsområder, samt at informere om aktuelle emner inden for økonomi og samfund. Vi håber, I kan se en værdi i magasinet, som modtages hvert halve år.

Såfremt du ikke ønsker at modtage magasinet, bedes du sende en mail til mkc@lcfm.dk