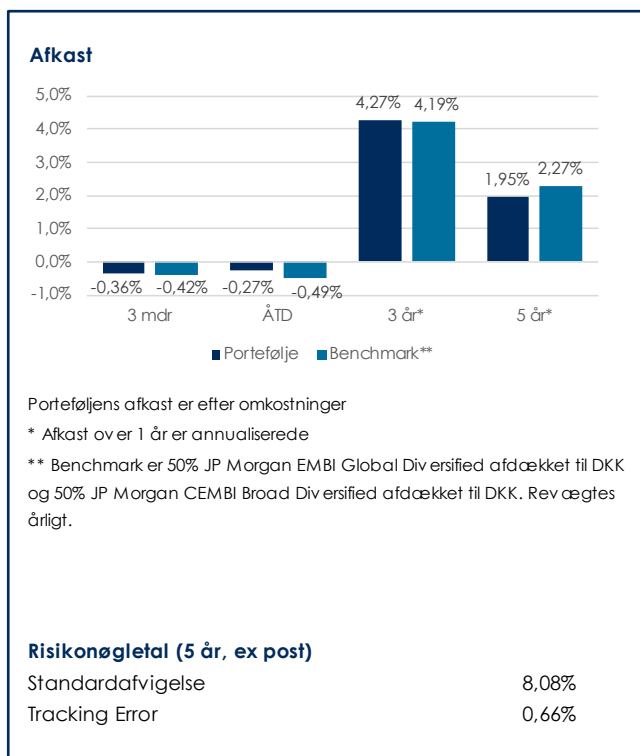


BankInvest Emerging Markets Obligationer Akk.**Kære investor**

Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- En betalingsstandning hos en af Kinas største ejendomsudviklere skabte uro på finansmarkederne.
- Samtidig satte fortsat højre inflationstal gang i diskussionen om den globale inflationsstigning er midlertidig eller permanent.
- Endelig er udsigten til en stramning fra FED'S side rykket tættere på.
- De tre forhold er negative for EM, men EM er hjulpet af:
 - Bedre eksterne balancer
 - EM centralbanker har allerede i stor stil strammet pengepolitikken, så de er foran USA i pengepolitikken

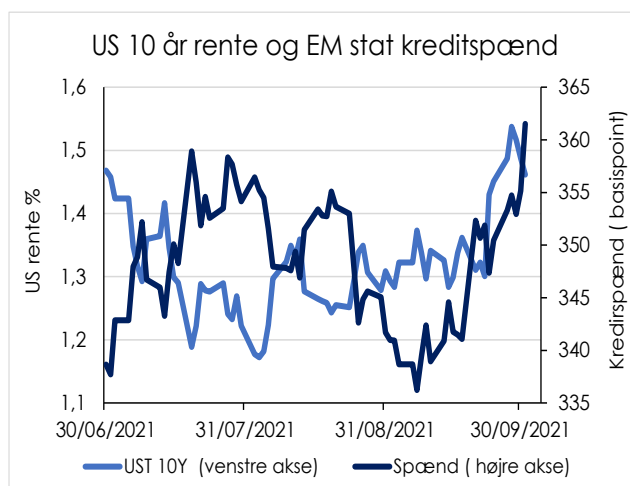
**September blues**

Frem til i midten af september havde afdelingen givet et pænt positivt afkast på baggrund af faldende renter i USA og uændret kreditspænd over perioden.

Fra midten af september ændrede markedet sig markant som følge af usikkerhed mht. den amerikanske pengepolitik, væksten i Kina oven på Evergrandes betalingsstandsning og fortsat høje globale inflationstal. De 10 årige renter i USA steg ligesom kreditspændene på stater i EM med knap 20 bp.

Virksomheder har klaret sig bedre end stater over kvartalet med en mindre spændudvidelse og mindre rentefølsomhed, ligesom de bedre investment-grade kreditter har klaret sig bedre end kreditter med lavere kreditvurdering i high yield universet.

For 3. kvartal betød udviklingen et afkast for afdelingen på -0,36% efter omkostninger. Udviklingen i renter og spænd for stater er illustreret overfor, hvor renteutviklingen på den 10 årige stat vises på venstre akse, mens udviklingen i kreditspænd vises på højre.

**Kina, inflation og FED: En dårlig cocktail**

Årsagen til udviklingen i september var en kombination af specielt tre forhold:

BankInvest Emerging Markets Obligationer Akk.

1) Et af de største og mest forgældede kinesiske ejendomsudviklere, Evergrande gik i betalingsstandsning, hvilket gav rystelser på finansmarkedet. Frygten er, at Evergrande er udtryk for et systemisk problem i Kina, og udviklingen vil medføre en lavere vækst i Kina og dermed påvirke den globale vækst.

Vi deler ikke frygten for, at udviklingen i Kina medfører en ny global finanskriser. Der kan komme flere udfordringer blandt ejendomsudviklere, men vi forventer, at Kina vil understøtte sektoren, så en nedsmeltning undgås. Kina har den finansielle styrke til at modgå udviklingen, men en endelig løsning vil tage tid. Prisen for udviklingen bliver en lavere økonomisk vækst i Kina, hvilket vil være negativt for EM. Porteføljen har ikke været investeret i Evergrande,

2) Den anden udfordring er inflationsudviklingen, hvor vi globalt ser stigende priser og betydelige forsyningsproblemer, der igen kan føde inflationen. Der er diskussion om, hvorvidt vi står overfor en periode med stagflation og hvorvidt inflationsstigningen er midlertidig eller mere vedvarende.

Olie og gaspriser har taget et stort hop, og vi har muligvis ikke set toppen her, og det vil drive inflationen op i år og næste år. Andre råvarer har modsat stabiliseret sig i pris og visse råvarer, som f.eks. jernmalm er faldet drastisk på det seneste.

Vi ser inflationen drevet af stor efterspørgsel efter pandemien og et begrænset udbud. Det begrænsede udbud skyldes dels, at mange lande, der producerer varer, fortsat ikke er helt åbnet op, ligesom flere havne – specielt i asien – ikke er oppe på fuld kapacitet endnu. Nedbruddet af de globale forsyningskæder og manglen på visse varettyper - specielt mikrochips - kan muligvis vare helt frem til 2023.

Medmindre udviklingen medfører et betydeligt globalt lønpres, ser vi ikke den store risiko for et vedvarende inflationsscenario. Selvom den globale vækst kommer til at gå lidt ned i gear, vil væksten efter alt at dømme fortsat i 2022 være over gennemsnittet for de senere år, hvorfor vi ikke kan se et stagflationsscenario for os.

Vi tror således, at inflation fortsat vil stige et stykke tid, men i løbet af 2022 forventer vi aftagende inflationsstigning i takt med produktionen kommer op i gear og nogle af de gamle forsyningskæder reetableret og nye mere nære forsyningskæder vinder frem.

Vi ser dermed inflationsudviklingen som midlertidig, hvilket også understøttes af de længere inflationsforventninger i markedet, men vi er knap så skrāsikre på dette som tidligere.

3) Den sidste udfordring for EM er den amerikanske centralbank, FED's ageren. FED's politik hænger selvklat sammen med forventningerne til inflationen omtalt ovenfor og der er i markedet stigende enighed om, at FED vil reducere obligationskøb (tapering) og hæve renten tidligere end før antaget, måske allerede i starten af 2022.

Inflationsudviklingen og FED's politik kan også medføre stigende lange renter. Rentestigning og tapering er ikke godt nyt fra EM, men en del af udviklingen er allerede i prisen efter frasalget i september. Derudover er tapering ikke længere et nyt begreb, som da FED introducerede det i 2013 for første gang. Mange EM lande har i dag en betydelig bedre ekstern balance og ikke så følsomme som tidligere overfor kapitalbevægelser. Endelig har centralbankerne i EM allerede i stor stil taget forskud på udviklingen ved at hæve de pengepolitiske renter i stort set alle betydelige EM lande uden for Asien.

Et udfordrende 4. kvartal

Vi tror, at en del af frygten for inflation og US pengepolitik allerede er prissat i EM, men udviklingen vil være negativ ikke bare for EM, men for alle risikoaktiver.

Vi forventer at kreditspændene kan udvide sig yderligere ligesom US renteutviklingen kan påvirke resultatet negativt i 4. kvartal. Men som nævnt tror vi ikke inflationsudviklingen vil kunne afsøre væksten i EM.

I porteføljen har vi længe haft et tilt mod virksomheder og lande, der vil nyde godt af nye og kortere forsyningskæder, om det er Ukraine i Østeuropa eller Mexico i Latinamerika. Vi fortsætter denne strategi, ligesom vi bevarer fokus på solide kreditter, der vil kunne klare sig i et rentestigningsscenario.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2021