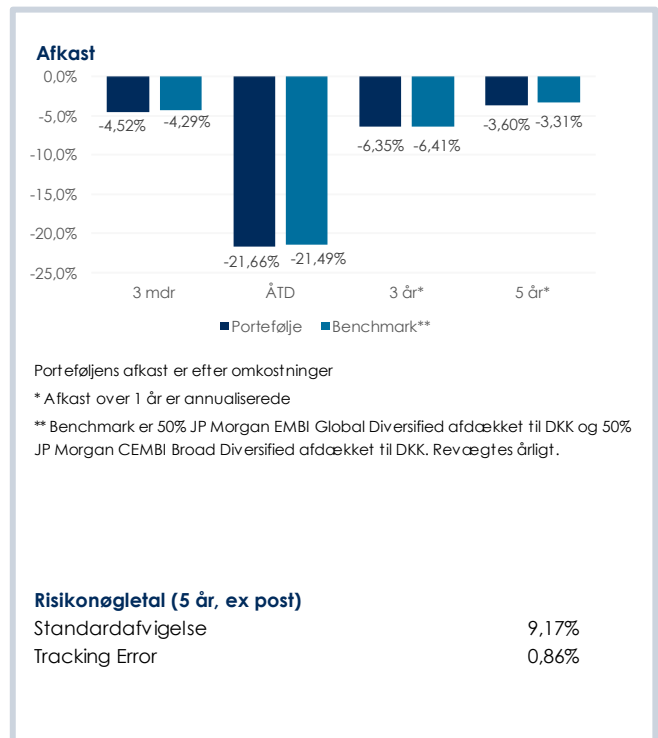


Investorbrev – BankInvest Emerging Markets Obligationer Akk.

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

- Fortsat global inflation betød, at centralbanker fortsatte med at stramme, hvilket fortsatte både markedsudsving og presset på globale aktivpriser
- Vækst globalt og i EM fortsatte med at blive nedrevideret og aftagende efterspørgsel har presset råvarepriser
- Emerging market gæld var ikke immun overfor uroen, hvor især statsobligationer blev hårdere ramt end virksomheder. Stigningerne i både amerikanske renter og kreditspænd har betydet, at afkastet år-til-dato er blandt de værste i historien for obligationer fra emerging markets



Q3 2022

Årets tredje kvartal viste igen store markedsudsving. Efter en god start i juli havde risikofyldte aktiver, herunder emerging markets, det svært mod slutningen af kvartalet, da inflationen fortsat er høj. Dermed fortsætter centralbankernes kamp for at få den under kontrol herunder med en anerkendelse af, at det ikke bliver smertefrit, hvilket har fået alle renter til at tikke yderligere op i tredje kvartal.

De stigende recessionsforventninger afspejledes også i aftagende råvarepriser og fragtomkostninger. Tillige bevirkede kornaftalen mellem Rusland og Ukraine, at fødevarerpriserne var kraftigt aftagende. Ikke desto mindre er frygten, at inflationen bider sig fat på serviceydelser og dermed bliver endnu vanskeligere at få bugt med. Aftagende vækstforventninger samt vedblivende inflation er således gift for risikofyldte aktiver, hvor det næsten alene er USD, der styrkes. En stærk USD er historisk lig med strammere global likviditet og hård kost for en række emerging markets lande – især de lande, der har en stor andel af eksternt gæld som deres finansiering. Heldigvis har flertallet af emerging markets lande benyttet de gode år til at

udstede mere lokalt samt at forlænge deres løbetider, hvilket nu kommer dem til gode.

Samlet set har emerging markets dog ikke været immun i det vanskelige markedsmiljø. Især EM stater har haft det vanskeligt som følge af den strammere likviditet og højere amerikanske renter. EM stater havde et afkast på -4,57 %, mens EM virksomheder kun var nede med -2,64% i kvartalet. Til sammenligning gav "risikofrie" amerikanske tiårige statspapirer -5,5% i afkast i kvartalet. Samlet set er afkastet i år blandt de værste i historien for EM obligationer.

Vækstnedrevidering

Mens inflationen er et problem globalt har især de europæiske økonomier mærket stigende energipriser, hvilket er en udfordring, som landene vil stå overfor ikke blot denne men også de kommende vintre. Derudover rammes den globale vækst af de pengepolitiske opstramninger, hvilket herunder påvirker ejendomsmarkedene. Udover nedgangen i europæisk vækst er nedgangen i den kinesiske vækst

kritisk for EM. Vækstforventningerne til Kinas vækst er udskudt yderligere – både som følge af det fortsat lidende boligmarked, men også grundet den fortsatte nultolerance politik overfor Covid. En politik, vi ikke forventer, vil ændres før et godt stykke på den anden side af det kommunistiske partis partikongres i oktober. Trods tiltag for at afbøde problemerne i det hårdt ramte kinesiske boligmarked er det stadig under pres og private ejendomsudviklere føjes fortsat til listen over betalingsmisligholdere. Fremadrettet tror vi i højere grad, at stimulus vil være rettet mod investeringer i infrastruktur snarere end boligmarkedet. De aftagende vækstforventninger i såvel Kina som andre lande har medvirket til de faldende råvarepriser ligesom volumen for global handel også har været aftagende i takt med efterspørgslen ændres fra fysiske varer til serviceydelser.

Hvor meget fokus har været på den europæiske energikrise, er USD styrkedes mærkbart, men ikke kun overfor Euro – også overfor de japanske og kinesiske valutaer. Dette kan føre til pres på især andre asiatiske valutaer, da de ellers vil miste konkurrenceevne relativt til især Kina. Den øgede stramning af de finansielle betingelser via den styrkede USD og de højere styringsrenter har også medført et fortsat outflow fra EM gæld. Dette har dermed også betydet, at markedet for nyudstedelser er gået i stå og at der kun er udstedt halvt så mange obligationer i år i forhold til de seneste års normal. Færre nyudstedelser har derfor betydet, at den udestående obligationsmængde for EM obligationer er mindsket og dermed understøttet prisfastsættelsen. Vi tror stadig, at gode obligationsudstedere kan udstede, men at det formentlig vil kræve en højere rente end sædvanligt for at lykkes.

Generelt er der stor forskel på pengepolitikker på tværs af EM. Mange centralbanker i EM hævede allerede styringsrenterne inden den amerikanske centralbank begyndte og lande som eksempelvis Brasilien taler om at være ved vejs ende med renteforhøjelser. Andre store lande som Indien og Sydafrika er dog stadig i færd med at hæve, ligesom golflandene fortsat vil følge den amerikanske centralbank givet deres fastkurspolitikker overfor USD. I modsatte ende er Tyrkiet, som med inflationsrater på over 80 % fortsætter med at sænke renten i en noget utraditionel pengepolitik. Vi forventer dog, at disse eksperimenter ophører senest efter næste års valg – desuagtet hvem der vinder.

Krigen I Ukraine

Den ukrainske hærs fremrykning og tilbageerobring af besatte områder fremrykkede Ruslands manipulerede folkeafstemninger i fire regioner, der skulle føre til russisk annektering. Annekteringen blev mødt med

international fordømmelse og yderligere sanktioner, men præsident Putin øgede indsatsen ved at iværksætte massemobilisering og tale om brug af atomvåben, hvis russisk territorium blev truet. Selv om der er gode og rationelle argumenter for, at atomvåben ikke vil benyttes, så er det en reel og øget halerisiko. Tillige understøtter mobiliseringen vores forventning om, at krigen vil være langvarig og formentlig vare langt ind i 2023.

Ved det centralasiatiske topmøde i Samarkand var det tydeligt, at de tidligere sovjetiske lande i Central Asien distancerede sig yderligere fra Rusland og tværtimod bød russere på flugt fra mobiliseringen velkommen. Tilsvarende frembragte Indien kritik af krigen, mens Kina udtrykte sine bekymringer bag lukkede døre. Topmødet understøtter dog vores forventning om, at verden vil være opdelt mellem liberalt orienterede økonomier anført af USA og mere autokratiske regimer anført af Kina. Uden at ville vælge fast side mellem hverken USA og Kina vil en række emerging markets lande forsøge at balancere og optimere forhold på begge sider.

Markedsforventninger

Kvartalets amerikanske rentestigninger har sendt effektive renter på emerging markets obligationer til niveauer sidst set i 2008. Mens kreditspændene også er kørt ud, afspejler de ikke egentlige kriseniveauer. På mellemlang sigt er den samlede porteføljerente dog begyndt at være interessant, men så længe centralbankerne strammer og volatiliteten på amerikanske renter forbliver høj, forventer vi stadig store afkastudsving. De strammere finansielle vilkår har allerede ført til stigninger i konkursrater for såvel stater som virksomheder i emerging markets og selv om vi forventer, at konkursraten fortsat vil ligge over normalen i de kommende 12 måneder, så afspejler nuværende kurser en stor del allerede. Usikkerheden om den fremtidige økonomi betyder dog, at markedet fortsat vil være fyldt med landminer, som gør, at alle æg ikke skal lægges i én kurv. Ikke desto mindre betyder de højere renter, at det langsigtede afkast er blevet mere interessant ligesom den fremherskende negative stemning i markedet muliggør perioder med stigende priser trods det udfordrende markedsmiljø.

Med venlig hilsen

Chresten Hagelund & Søren Bertelsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2022

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central/Væsentlig Investorinformation, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.