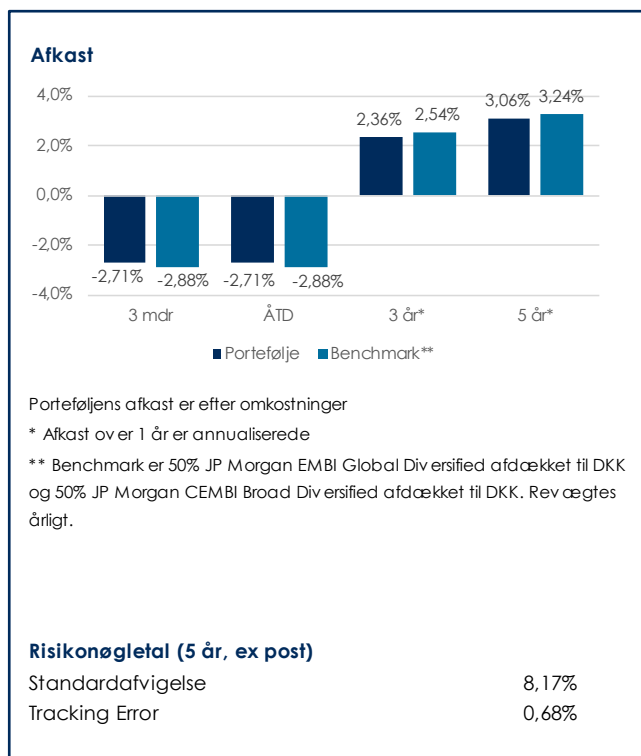


BankInvest Emerging Markets Obligationer Akk.**Kære investor**

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 markant stigning i de amerikanske renter vejer tungere end en mindre indsnævring af kreditspændende, og medfører negativt afkast.
- IMF forventer global vækst på 6% i 2021, hvilket sammen med stigende råvarepriser er entydigt positivt for Emerging Markets (EM).
- Inflation ventes ikke at kunne afspore væksten i EM grundet betydelig ledig kapacitet. Flere centralbanker i EM ventes frem til udgangen af 2022 at hæve renterne for at forankre inflationsforventningerne på et lavt niveau.
- Usikkerhed om renteudviklingen i USA kan give udsving på kreditmarkedet. Men med øget klarhed mht. renten i USA, forventes kreditspændene i EM indsnævret. Dette understøttes af vækstudsigterne, råvarepriserne og en fortsat lempelig globale penge- og finanspolitik.

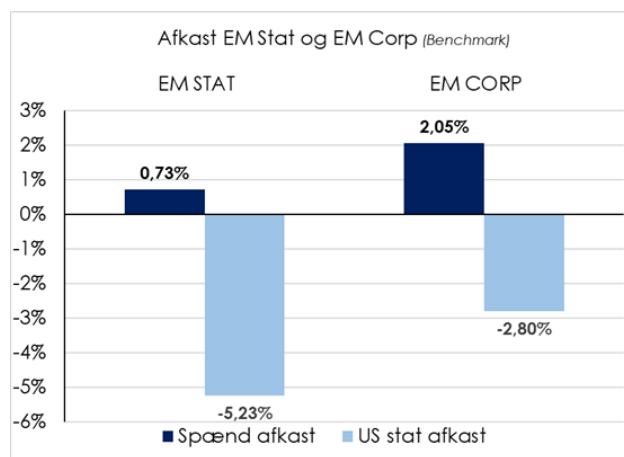
**US rentestigninger trumfer kreditspændene.**

Første kvartal 2021 var karakteriseret ved stigende lange renter i USA og stigende råvarepriser. Mens stigende råvarepriser er positivt for de fleste EM lande, er stigende renter i USA, specielt stigende realrenter, og renteusikkerhed ikke positivt for EM.

Porteføljen gav et afkast på -2,714%, og figuren overfor viser fordelingen af afkastet på EM stater og EM corporates (virksomheder), som hver udgør cirka 50% af porteføljen. Afkastet er opdelt på:

- Spændafkast, der er afkastet fra kreditspændet i form af løbende spænd plus kursgevinst/tab ved ændring i kreditspændet.
- Renteafkast, der er afkastet fra de underliggende amerikanske renter dvs. den løbende rente plus kursgevinst/tab ved en renteændring.

Som det ses, bidrog renteafkastet stærkt negativt, hvilket skyldes en markant rentestigning i lange amerikanske renter. Den 10 årige rente i USA steg med 0,83%-point til 1,73% over kvartalet

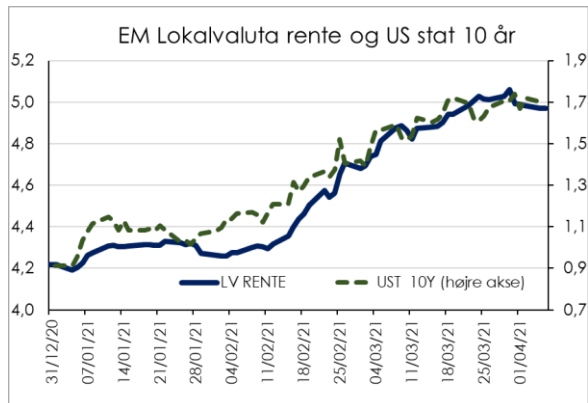


Rentestigningerne i EM fulgte renteudviklingen i USA, jævnfør figur på næste side, der viser renten på EM stater og den 10 årige stat i USA.

Bemærk den store forskel på renteafkastet på stater og corporates. Forskellen skyldes en lavere gennemsnitlig løbetid

BankInvest Emerging Markets Obligationer Akk.

(varighed) på corporates i forhold til statsobligationer, hvorfor disse ikke blev ramt så hårdt af rentestigningen i USA.

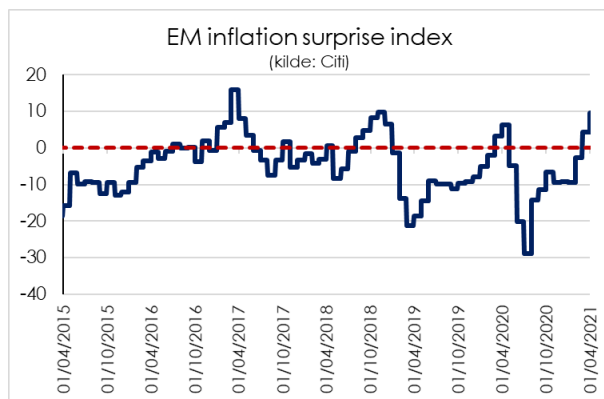


Kreditspændet bidrog positivt til afkastet. For EM stater blev kreditspændet udvidet marginalt med 3 bp., hvorfor afkastet her kommer fra det løbende spænd. For virksomheder blev spændet indsnævret med 33 bp, så her kommer afkastet fra såvel en indsnævring af kreditspændet som fra det løbende spænd.

Høj vækst i 2021, men hvad med inflationen?

Hjulpet af de store vækstpakker i USA, forventer IMF nu en global vækst på 6% i 2021 eller knap det dobbelte af den gennemsnitlige vækst siden 1980. Det åbenlyse spørgsmål er, hvad det har af konsekvenser for inflationen. Den amerikanske centralbank er afdæmpet i sin prognose og forventer blot en stigning i kerneinflationen til godt 2% i frem til 2023.

For EM er inflationen fortsat lav og under kontrol, men på det seneste har vi dog set mindre stigninger i en række lande. Figuren nedenfor viser "inflation surprise index" for Emerging Markets fra Citibank. Et negativt tal betyder at inflationen har været lavere end forventet og omvendt ved et positivt tal. Siden starten af året har indekset været positivt og dermed har inflationen været højere end forventet.



Vi forventer ikke, at inflationen bliver et problem for hovedparten af EM, da der fortsat er betydelig ledig kapacitet. Mens de udviklede lande med USA i spidsen forventes at holde de pengepolitiske renter i ro, har Brasilien, Tyrkiet og Rusland allerede hævet renterne i marts måned. For Tyrkiet og til dels Rusland og Brasilien kan der argumenteres for, at der er landespecifikke årsager til rentestigningerne. Men vi forventer, at flere lande vil følge efter i løbet af 2021 eller 2022. Det sker først og fremmest af to årsager:

- For de fattigste EM lande er fødevarer en stor del af forbruget, og stigende fødevarerpriser kan give øget inflation her.
- Den lave inflation, og specielt de lave inflationsforventninger, er ikke så velforankret i mange EM lande som i de udviklede lande. Centralbankerne i EM kan derfor være tvunget til at hæve renterne for at holde inflationsforventninger på et lavt niveau.

Vi har tiltro til, at centralbankerne vil være i stand til at holde inflationen under kontrol i de fleste EM lande, og vi ser ikke inflationen som en stopklods for EM. EM vil entydigt nyde godt af den høje globale vækst, og de stigende råvarepriser vil ligeledes være positive for de fleste lande med Tyrkiet som en oplagt undtagelse.

Kreditspænd i EM vil nyde godt af høj vækst

EM er fortsat holdt tilbage af usikkerheden om den amerikanske rente, specielt realrenten. Vi forventer, at når udsigterne for renteutviklingen USA bliver mere tydelig, vil EM kredit entydigt blive positivt påvirket af den høje vækst, stabile eller stigende råvarepriserne og den fortsat lempelige globale penge- og finanspolitik.

Høj vækst understøtter såvel virksomheder som stater, da det øger betalingsevnen, og vi forventer på den baggrund en moderat indsnævring af kreditspændene over året. Det gælder ikke mindst for lande med en kreditværdighed lige under investment-grade.

Men i den nærmeste fremtid vil usikkerheden om (real) renteutviklingen i USA fortsat kunne give kursudsving og usikkerhed på kreditmarkederne i såvel EM som de udviklede økonomier. Ligeledes udgør udviklingen i pandemien fortsat en risikofaktor, ligesom den geopolitiske situation heller ikke er uden risiko.

Med venlig hilsen
Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2021