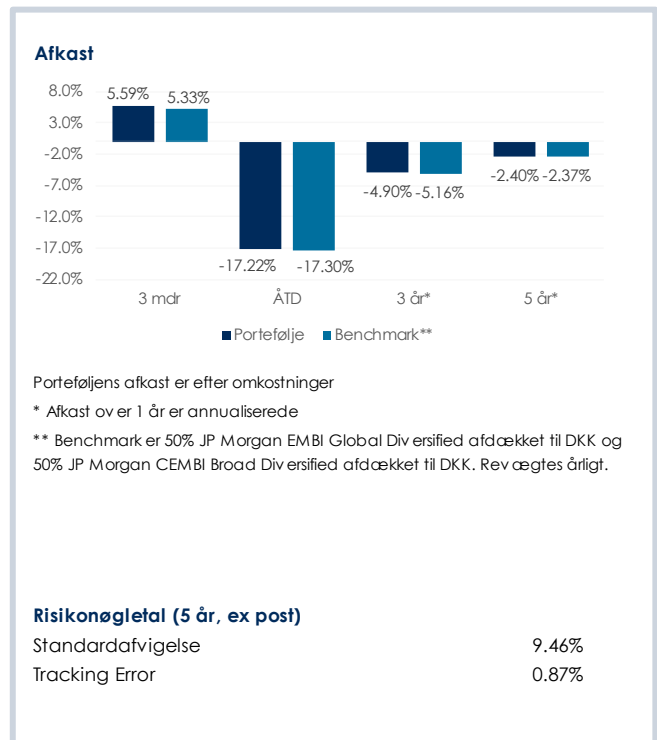


Investorbrev – BankInvest Emerging Markets Obligationer

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

- Fjerde kvartal bød på et markant comeback til EM obligationer efter et rædselsår. Kvartalet bidrog med et positivt afkast på 5,59 % i danske kroner for Emerging Market Obligationer mod 5,33 % for benchmark
- Argentina vandt VM i fodbold efter det første fodbold VM nogensinde blev afholdt i Mellemøsten, mens Brasilien genvalgte tidligere præsident Lula som ny præsident.
- I Kina førte det kommunistiske partis partikonvent til, at Præsident Xi fik udvidet sine rammer og kan fortsætte som præsident. Efterfølgende er der åbnet op for landets stramme nultolerancepolitik overfor Covid



Stærk afslutning på et år til glemmebogen

Et volatilt fjerde kvartal afsluttede et af de værste år for obligationer i mands minde. Forventninger om, at pengepolitiske renter i såvel USA som flere EM-lande er nær toppen samt en svagere amerikansk dollar var sammen med en begyndende kinesisk afvikling af nultolerancen overfor Covid medvirkende til medvinden for risikofyldte aktiver. Samtidig viste den vestlige indførsel af et loft for russiske oliepriser ikke at have en umiddelbar indvirkning på oliepriser, ligesom milde nordeuropæiske temperaturer førte til stigende naturgaspriser over kvartalet. Metalpriser var dog generelt stigende som følge af den kinesiske opblødning. Samlet bød kvartalet på aftagende ledende indikatorer for inflationen og det er vores forventning, at udhulingen af disponible indkomster vil føre til aftagende inflation i løbet af 2023.

En af kvartalets store begivenheder var det kinesiske partikonvent, der som forventet muliggjorde, at Præsident Xi kan fortsætte sit embede og dermed opnår en status ikke set siden Mao. På den korte bane har det givet mulighed for at lempe de stramme Covid-restriktioner og på den længere bane forventer vi, at Xi nu vil forfølge at manifestere Kina yderligere som en global stormagt. Derfor forventer vi fortsat, at

det geopolitiske spil mellem USA og Kina vil præge verden de næste mange år. Krigen i Ukraine fortsatte uformindsket og de næste store slag forventes at opstå ved udgangen af første kvartal. Desværre er der hverken en lykkelig eller snarlig udgang i sigte for krigen og vi forventer, at krigen fortsat vil være et tema i 2023. Trods grusomheden Ukraine udsættes for, formåede bystyret i Kiev at indfri dets gæld i kvartalet, ligesom flere banker og virksomheder på imponerende vis fortsat afbetaler deres gæld.

Kvartalet blev afsluttet med en positiv nyhed for EM, idet Argentina blev fodboldverdensmestre i det meget omtalte VM afholdt i Qatar. Samtidig øgedes forventninger og håb om en mere markedsvenlig regering ved valget i 2023, så forhåbentlig er VM-sejren et forvarsel om kommende politiske ændringer. Brasilien vendte tilbage til Lula som præsident og investorerne venter i spænding på hvilken retning, han vil trække Brasilien fremadrettet.

Alt i alt bød kvartalet på et kraftfuldt comeback og for EM Obligationer og foreningen gav et afkast på 5,59 %. Dette var primært drevet af to cifrede afkast for kinesiske ejendomsudviklere og casinoer i Macao

samt højdespringere som Argentina og Ecuador, der leverede mere end 30 % afkast i kvartalet.

Inflation, pengepolitik og vækst

Det overordnede tema i 2022 var det inflationære pres, som overraskede ved at være mere vedvarende end først forventet. Trods det stigende pres på disponible indkomster skal den meget høje inflation bekæmpes, også selv om det fører til recession i 2023. Ved indgangen til 2023 står verdensøkonomien derfor over for en aftagende vækst, men hvor renter ikke kan forventes at afbøde nedgangen. Europæisk økonomi må forventes at blive hårdest ramt, da særligt høje el- og gaspriser rammer de europæiske forbrugere, om end prisen de seneste uger har været aftagende som følge af mildt vintervejr. Dette har især øget risikopræmien på østeuropæiske udstedere.

Vi forventer, at pengepolitikken forbliver stram og at renteniveauet vil have et højere bundniveau end perioden siden den europæiske gældskrise i 2012. Dette betyder, at bonitet og rentedækningssevne forbliver vigtige temaer. Udstedere, som fremstod bæredygtige alene på grund af et lavt renteniveau, må derfor forberede sig på dyrere og vanskeligere refinansiering, eller foretage nødvendige tilpasninger for igen at fremstå attraktive. Dette har været et tema gennem 2022 for EM og er langt hen ad vejen afspejlet i kurserne på en række skrøbelige landes statsobligationer. Der kan komme flere lande til denne gruppe, men for EM mener vi generelt, at der er indregnet mere smerte end øvrige kreditmarkeder.

For mere robuste EM-lande er der andre faktorer, som trækker op. Mens Federal Reserve som nævnt ovenfor har hævet renten betragteligt, har lande som eksempelvis Brasilien, Mexico og Ungarn hævet renten mere og hurtigere, hvormed de har en større buffer at stå imod med. Hertil kommer, at Kinas genåbning kan føre til øget vækst i EM. Mens vi strukturelt tror, at kinesisk vækst vil være aftagende og de geopolitiske spændinger fortsætter, vil en øget kreditimpuls og ophøret af nultolerance overfor covid kunne føre til positivt vækstmomentum i EM, som traditionelt svinger i takt med kinesisk vækst. Af samme årsag ønsker vi fortsat at positionere os mod råvareproducenter og -eksportører - særligt indenfor råvarer relateret til grøn omstilling.

Grundlæggende er kreditkvaliteten for de fleste EM-virksomheder solid med relativ lav gearing og stabil profitabilitet. Samtidig har mange virksomheder benyttet lavrentemiljøet i de senere år til at forlænge deres løbetidsprofiler og refinansieringsrisikoen er overordnet set ikke alarmerende i 2023. Derfor kan EM virksomheder generelt modstå en periode uden

markedsadgang. Vores forventning er, at obligationsmarkedet genåbner for EM-udstedere og nettosalget af obligationer vil være afbalanceret i 2023.

Ser vi på de seneste 20 års kreditspænd for EM virksomheder ligger nuværende kreditspænd nær medianen. Dette understøttes ligeledes af den historiske sammenhængen mellem råvarepriser og kreditspænd, der også antyder en fair pris. Risikoen er til stede for fald i energi- og råvarepriser som følge af stigende recessionsfrygt, som kan medføre pres på kreditspænd. Vores hovedscenarium er dog, at energipriser vil være understøttet af de seneste års lave investeringer i sektoren samt af en genåbning i Kina og holde et højt bundniveau historisk set.

Ovenstående forventninger synes til et vist omfang at være konsensus i markedet med en forventning om, at afkastet i 2023 vil være bedre end de forgangne to år. Vores erfaring siger dog, at det sjældent udvikler sig, som konsensus forventer. Udover energipriser, recession og vedvarende inflation, vil lokale valg og geopolitik ligeledes påvirke EM i 2023. Investorer kan således blive positivt overraskede ved vigtige valg i eksempelvis Argentina, Nigeria og Tyrkiet i 2023.

Krigen i Ukraine forventer vi desværre ingen lykkelig eller snarlig afslutning på. Samtidig tror vi, at Verden i stigende grad vil være præget af to økonomiske blokke med henholdsvis USA og Kina som slagsbrødre, hvilket fortsat vil kunne lægge låg på den globale samhandel og føre til sikkerhedspolitiske spændinger, ikke mindst i det Sydkinesiske Hav. For en række EM-lande vil rivaliseringen dog også kunne føre muligheder med sig i takt med, at investeringer og produktion rykkes tættere mod Nordamerika og Europa. Stigende interesse for afrikanske lande fra både EU og USA, der længe har overset kontinentet, er eksempelvis et forsøg på at afbøde kinesisk og russisk indflydelse i mange afrikanske lande.

Vi vurderer, at 2023 vil levere et positivt afkast givet den højere effektiv porteføljerente, porteføljen tilbyder. Det er dog vores forventning, at kreditspænd vil opleve udsving som følge af en global vækst-afmatning og reaktionerne fra globale centralbanker. Alt i alt anser vi det sandsynligt, at 2023 ender året med uændrede kreditspænd og derved leverer et afkast før omkostninger svarende til porteføljerenten.

Med venlig hilsen

Chresten Hagelund, Nicolas Tousgaard og Søren Bertelsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 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 fremtidig afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.