

## BankInvest Emerging Markets Obligationer

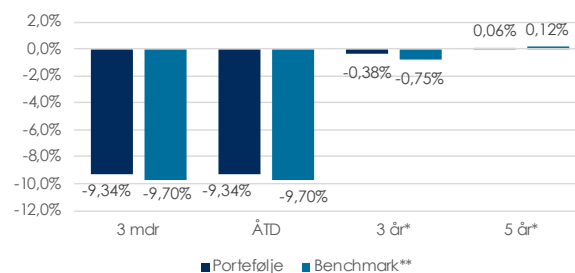
## Kære investor

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

- De menneskelige omkostninger ved krigen i Ukraines overskygger alt
- Afkast påvirket negativt af US rentestigninger og spændudvidelse
- Hovedpart af spændudvidelse kommer fra Rusland
- Markedet vil fremadrettet være fokuseret på tre forhold, der er indbyrdes afhængige:
  - Udviklingen i krigen i Ukraine
  - De globale prisstigninger
  - Pengepolitikken i DM som EM

## Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

\* Afkast over 1 år er annualiserede

\*\* Benchmark er 50% JP Morgan EMBI Global Diversified afdækket til DKK og 50% JP Morgan CEMBI Broad Diversified afdækket til DKK. Rev ægtes årligt.

## Risikonøgletal (5 år, ex post)

Standardafvigelse	8,24%
Tracking Error	0,72%

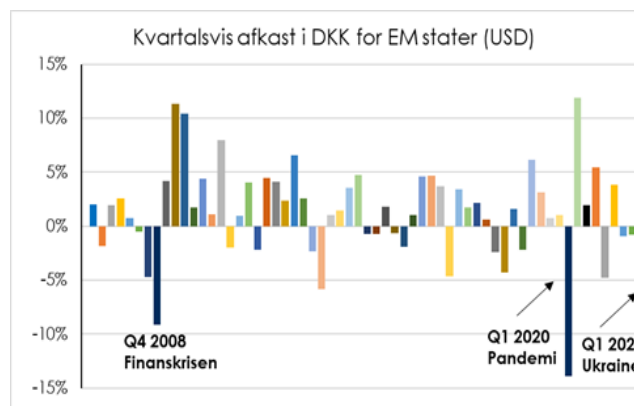
## Slava Ukraini

Det er nu over en måned siden, at Rusland invaderede Ukraine og krigen raser fortsat med ubærlige menneskelige omkostninger. På den baggrund forekommer udviklingen på de finansielle markeder af mindre betydning.

Krigen har påvirket de finansielle markeder af flere kanaler. Direkte via sanktionspolitikken der har gjort det ulovligt at købe russiske (stats)obligationer, men krigen har også betydet, at en række forsyningskæder er brudt sammen. Det har igen medført stærkt stigende energipriser, ligesom fødevarerpriserne også stiger markant.

De stigende priser får stor betydning for den globale pengepolitik. Centralbankerne er opmærksomme på, at udviklingen ikke fremadrettet medfører en vedvarende inflationær udvikling. Forventningerne til en stramning af pengepolitikken er øget og markedet forventer således nu, at den amerikanske centralbank hæver den pengepolitiske rente med 2,25%-point i år.

Krigen, udviklingen i inflationen og forventningerne til pengepolitikken har drastisk påvirket afkastet på de finansielle markeder. I første kvartal gav afdelingen således et afkast på -9,34%. Det er dermed et af de værste kvartaler historisk set, på niveau med finanskrisen i 2008 og kun overgået af kursfaldet under pandemien i 2020. Det kvartalsvise afkast siden 2005 er illustreret i figuren nedenfor.



EM er blevet ramt af to forhold:

- Amerikanske rentestigninger i forlængelse af øget inflationsfrygt
- Udvidelse af kreditspændene som følge af en øget risikoaversion.

Ud af det samlede afkast kommer lidt over halvdelen ca. - 5%, fra rentestigninger i US, mens resten ca. -4% kommer fra en udvidelse af kreditspændene. Udvidelsen af kreditspændet skyldes hovedsageligt en udvidelse af spændene i russiske og ukrainske papirer, men alle regioner – på nær Mellemøsten – har oplevet en spændudvidelse.

### Eksposering til Rusland er nul, men fortsat investeret i Ukraine

Afdelingen solgte alle statsobligationer tilbage i 2021, men afdelingen har haft en eksposering til en række hovedsageligt privatejede russiske selskaber. Porteføljen havde på invasionsdagen den 24. februar en samlet eksposering på 1,8% til Rusland. Efter invasionen solgte vi på godt en uge alle russiske selskaber på nær Sovcombank, der grundet sanktioner ikke har været mulig at sælge. Porteføljen har en nominal beholdning på 850 tusind i Sovcombank, og kursværdien er sat til nul.

Afdelingen har også været eksponeret til Ukraine, hvor kurserne ligeledes er faldet som følge af krigen. Den 24. februar havde vi en eksposering på 2,7%, mens eksposeringen ultimo marts var 1%. Ændringen i eksposeringen skyldes dels salg af papirer dels kursfald. Den fremtidige værdi af beholdningen i Ukraine vil være helt afhængig af udfaldet af krigen. Hvis det lykkes Rusland at annektere Ukraine, vil værdien sandsynligvis være nul, men forhåbentligt består Ukraine som en stat, og værdien vil dermed være afhængig af den restrukturering af gælden, der vil følge.

### Inflation eller stagflation?

Vi argumenterede i sidste kvartalsrapport for, at inflationsstigningerne som følge af brudte forsyningskæder ville være midlertidig og aftage i løbet af 2022. Med den seneste udvikling er det ikke sandsynligt. De stigende energi- og fødevarerpriser vil vare et stykke tid og smitte af på lønudviklingen. Vi forventer dog ikke en vedvarende løn/prisspiral, da centralbankerne i såvel DM som EM vil hæve renterne for at modgå dette. Da vækstudsigterne fortsat er

pæne for hovedparten af EM og DM-landene, forventer vi ikke egentlig stagflation (stagnerende vækst høj inflation).

### Markedet herfra

EM vil som DM blive ramt af prisstigninger og afledt heraf vil centralbankerne i EM føre en strammere pengepolitik for at begrænse inflationen og støtte valutaerne.

Fundamentalt set står EM virksomheder og stater overordnet set med robuste kreditnøgletal. EM virker hverken overkøbt eller dyrt relativt til udviklede markeder. Væksten er aftaget lidt i EM, men ligger fortsat på et historisk pænt niveau, hvorfor vi som omtalt ikke tror på stagflation i EM.

Usikkerheden knytter sig til den amerikanske pengepolitik, den globale inflationsudvikling og krigen i Ukraine, og de tre usikkerheder er indbyrdes afhængige.

Udviklingen i krigen i Ukraine vil bidrage til øget volatilitet i de finansielle markeder. Ligeledes vil udviklingen i pengepolitikken, inflationsoverraskelser, og faldet i den globale likviditet bringe perioder med volatilitet.

I porteføljen vil kreditudvælgelse derfor fortsat være i fokus og vi foretrækker fortsat at være eksponeret mod den bedre del af High Yield og Investment grade selskaber og lande og mod kendte udstedere med etableret betalingsevne. I porteføljen er fokus på råvare producerende lande, der vil klare sig bedre i et scenarie med stigende eller høje råvarepriser. Blandt ikke råvareproducerende foretrækker vi lande med solide balancer. Vi er opmærksomme på lande, hvor fødevarerimporten udgør en meget stor del af landets import, og hvor stigende fødevarerpriser kan blive en udfordring.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
**"BankInvest"**

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021