

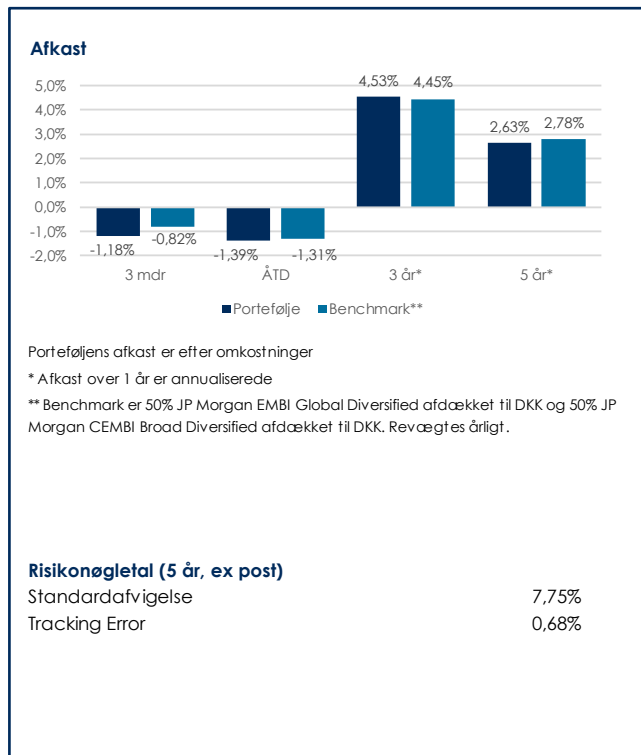
BankInvest Emerging Markets Obligationer

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

- 2021 var et skuffende år for EM som aktivklasse
- Flere forhold pressede markedet i 4. kvartal:
 - Udsigt til stramning af pengepolitik i USA
 - Stigende inflation i DM og EM
 - Den nye Omikron variant
 - Geopolitiske spændinger
- EM-landene har strammet pengepolitikken for at tøjle inflationsforventningerne
- Vi forventer inflation toppe i andet halvår
- Eksterne balancer i EM viser overskud
- Positionering til EM er lavere end før pandemien
- EM-virksomheder og stater har robuste kreditnøgletal



Skuffende 2021 for EM som aktivklasse

På trods af at udgangspunktet for 2021 umiddelbart så gunstigt ud for EM som aktivklasse med udsigt til høj global vækst, var resultaterne i 2021 for aktivklassen skuffende. For året som helhed bidrog stigninger i den lange amerikanske rente og spændudvidelser negativt til afkastet. Afdelingen gav et afkast på -1,18% i 4. kvartal og -1,39% på året.

En kommende afvikling af det amerikanske opkøbsprogram for obligationer var negativt for markedet, ligesom forventningen til to eller tre renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i 2022 bidrog negativt, da pengepolitiske stramninger er lig med mindre likviditet.

Stigende inflation i såvel de udviklede lande som EM bidrog ligeledes til rentestigninger og nervøs stemning på markederne. For at gøre ondt værre, kom den nye omikron variant frem i årets sidste kvartal. På kort sigt vil omikron give et yderligere negativt udbuds chok. Frygten for varianten kan føre til nye restriktioner, der

giver en negativ påvirkning af væksten. Nedlukning vil ligeledes forstærke de udfordringer, der allerede er med forsyningskæderne og give basis for et yderligere inflationspres, det sidste økonomierne har brug for.

Udover de realøkonomiske udfordringer er de geopolitiske spændinger øget markant i 4. kvartal. En massiv russisk troppeopbygning ved Ukraines grænse medfører frygt for en russisk invasion i landet. I vores øjne har Europa ikke stået overfor en tilsvarende trussel siden den kolde krig, og selv om ingen parter rationelt set har noget at vinde ved en militær konfrontation, er det desværre ikke længere usandsynligt, da sådanne konflikter får deres egen dynamik. Udviklingen har øget risikoen for nye sanktioner mod Rusland, og vi forventer risikopræmien på russisk og ukrainsk valuta og rente vil være forhøjet, indtil vi forhåbentlig ser en løsning på konflikten.

Blandt obligationsprodukter fra EM præsterede virksomhedsobligationer, der udgør godt 50% af porteføljen, et af de bedste risikostjærkede afkast. High

BankInvest Emerging Markets Obligationer

Yield havde et vanskeligere år relativt til globale High Yield markeder. Generelt har mange EM-selskaber haft et godt år og forbedret kreditnøgletal, men enkelte lommer har haft det vanskeligt – nogle som følge af sektorudfordringer, mens andre påvirkes af politiske og geopolitiske spændinger.

Et af de hårdest ramte områder i løbet af andet halvår 2021 var det kinesiske ejendomsmarked, hvor 16 ejendomsudviklere måtte kaste håndklædet i ringen og gå i betalingsstandsning, med en gæld på mere end 56 mia. dollar som følge af et helt tilfrosset refinansieringsmarked og en brat opbremsning i ejendomssalget. Myndighederne har ønsket en opbremsning af sektorens gældsætning, men begyndte mod slutningen af året at sende signaler til en opblødning, men yderligere stabilitet og gennemsigthed er påkrævet før markedet tør op og tilliden vender tilbage.

2022 Mørkest før daggrø?

EM har på linje med de udviklede økonomier en inflationsudfordring. Specielt i Latinamerika og Østeuropa er inflationen på vej op. I Asien er inflationen fortsat lav, så centralbankerne her står ikke overfor det samme problem. Den store udfordring er, at inflationsforventningerne ikke er velforankret i EM. På den baggrund har mange EM-lande hævet renterne før USA for at bekæmpe inflation, forsvare valutaerne og forhåbentlig medvirke til, at inflationsforventningerne ikke løber løbsk.

Vi ser inflationsstigningen som midlertidig og forventer inflationen fortsat vil stige frem til midten af 2022, for derefter at aftage, dels grundet basiseffekterne dels grundet opretningen af de internationale forsyningskæder og ændring i sammensætningen af efterspørgslen fra varer til service. Dog ser vi højere og stigende energipriser som en usikkerhedsfaktor, ligesom omikron, er en joker, hvis det betyder nye nedlukninger og øger de udfordringer, der allerede er, med forsyningskæderne og giver basis for inflationspres.

Udsigten for 2022

Ved indgangen til 2022 viser de værste forudsigelser om gældsopbygningen i EM under pandemien sig ikke at holde stik. Gælden i EM er steget mindre end i de udviklede lande. Yderligere er EM's eksterne balancer

sunde i forhold til det historiske niveau, ligesom EM-valuta ikke er dyrt prissat ud fra traditionelle værdiansættelser. Vi forventer, at de mange og betydelige renteforhøjelser i EM vil lægge en bund under valutaerne i 2022. Endelig er realrenten i EM fortsat højere end i de udviklede lande.

Positioneringen til EM (ex Kina) er lavere end før pandemien. Det er positivt, da det betyder, at EM er mindre følsom overfor kapitalflugt end ved tidligere perioder med stramninger af den amerikanske pengepolitik. Endelig er EM denne gang forberedt på effekten af obligationstilbagekøb fra den amerikanske centralbank. Det er ikke ukendt farvand, som tilfældet var ved centralbankens første tilbagekøb i 2013.

Fundamentalt set står EM virksomheder og stater overordnet set med robuste kreditnøgletal. Der er enkelte lande, som f.eks Sri Lanka, hvor en restrukturering af gælden er oplagt, men langt hovedparten af landene har som omtalt robuste nøgletal, og ingen problemer med at tilbagebetale gæld. EM virker hverken overkøbt eller dyrt relativt til udviklede markeder.

Vi forventer, at aktivklassen vil se balance i efterspørgsel og udbud, hvilket vil tilsige et sundt refinansieringsmarked for såvel virksomheder som stater bredt set. Vi forventer derfor et særdeles aktivt nyudstedelsesmarked i 2022, hvilket vil være understøttende for EM kreditter. Ligeledes forventer vi fortsat lave konkursrater for EM, når der ses bort fra den allerede plagede ejendomssektor i Kina. I takt med at den globale likviditet mindskes vil 2022 bringe perioder med volatilitet. Derfor vil kreditudvælgelse fortsat være i fokus og vi foretrækker fortsat at være eksponeret mod den bedre del af HY og mod kendte udstedere med etableret betalingsevne.

En strammere end ventet pengepolitik i USA, vedvarende høj inflation, lavere vækst, fortsatte restriktioner med baggrund i nye covid varianter og geopolitisk uro, vil være betydelige risikofaktorer for 2022.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. december 2021