

## BankInvest Emerging Markets Obligationer

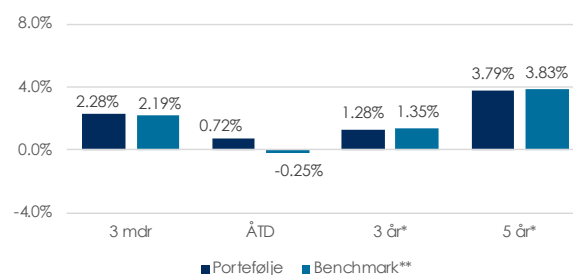
## Kære investor

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

- Fortsat spændingsnævring i 3. kvartal giver pænt afkast for porteføljen.
- Kreditspænd fortsat højere end før corona-krisen, mest udtalt for High Yield kreditter.
- En yderligere indsnævring af kreditspænd kræver sandsynligvis øget global vækst og klarhed over udviklingen i pandemien.
- En risiko for markedet er en massiv opblussen af pandemien, ligesom det forstående præsidentvalg i USA er en usikkerhedsfaktor.

## Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

\* Afkast over 1 år er annualiserede

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

## Risikonøgletal (5 år, ex post)

Standardafvigelse	8.08%
Tracking Error	0.77%

## Fortsat spændingsnævring og pæne afkast.

Efter et meget stærkt comeback i 2. kvartal for aktivklassen er de positive toner i EM kredit fortsat i 3. kvartal. Afkastet i kroner efter alle omkostninger blev 2,28%. Porteføljen har dermed genvundet hele tabet fra frasalget i marts som følge af Covid-19 krisen.

Afkastet i 3. kvartal kommer næsten udelukkende fra en indsnævring af kreditspændene på 0,4 %-point (benchmark), hvilket betyder et afkast (kursgevinst) på godt 2,4%. En mindre rentestigning i USA på 3 bp bidrager svagt negativt ligesom afdækningen af USD til kroner er en omkostning. Netto for porteføljen giver det som omtalt et afkast på 2,28%

Årsagen til det positive kreditmarked og den fortsatte indsnævring af kreditspændene i en periode med stor økonomisk usikkerhed er i de massive tiltag, som den amerikanske centralbank (FED) har gennemført sammen med andre centralbanker.

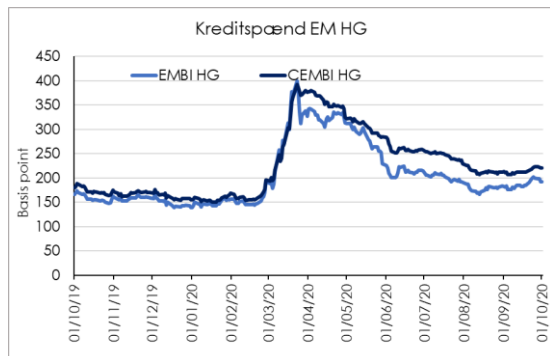
Tiltagene har virket kraftigt understøttende for det globale kreditmarked, ligesom betydelige finanspolitiske lempelser har øget optimismen i markedet. EM kredit, specielt virksomhedsobligationer, handler i stigende grad mere som "kredit" end som "EM". Emerging Market kreditter har dermed nydt godt af den pengepolitiske lempelse i USA og udviklingen på de udviklede kreditmarkeder. Nedenfor vil vi gå lidt mere i dybden med udviklingen i kreditspænd og sammenhængen med de udviklede markeder.

## Kreditspænd

Kreditspændet er den merrente, der opnås ud over den risikofri rente (den amerikanske statsrente). Merrenten skal kompensere for den kreditrisiko, der er på obligationen, og merrenten er derfor højere jo mere risikofyldt obligationen er. Eksempelvis har en 10 år tyrkisk stat en rente på 6,6% i USD. Heraf kommer 0,7% fra den amerikanske rente og 5,9% fra kreditpræmien. Tyrkiet har en High Yield rating på B+.

## BankInvest Emerging Markets Obligationer

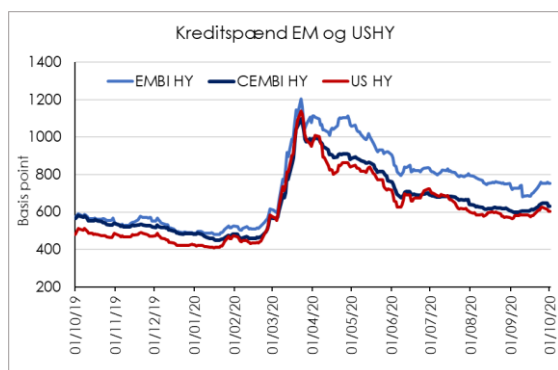
I grafen nedefor er vist udviklingen i kreditspænd for de bedre High Grade kreditter (investment grade) i EM det seneste år. Kreditspændet er vist i basispoint (100bp = 1%) for både stater og virksomheder.



Kilde: JP Morgan og Bloomberg

Det ses, at mens kreditspændet for stater (EMBI) og virksomheder (CEMBI) handlede stort set ens før Covid-19 krisen, er spændet for virksomheder udvidet lidt mere end for stater. Det ses også, at spændene er kommet pænt ind fra toppen, men der er fortsat noget tilbage, hvis kredit skal handle som før krisen. For et år siden var spændet for stater 165 bp og for virksomheder 180 bp, mens de ultimo september var henholdsvis 193 og 220 bp.

Udviklingen i de mere risikofyldte High Yield kreditter (ikke investment grade) er illustreret nedenfor.



Kilde: JP Morgan og Bloomberg

Her er billedet omvendt. EM stater (EMBI) og virksomheder (CEMBI) handlede før krisen til stort set samme kreditspænd, 570 bp for stater og 565 bp for virksomheder. Da krisen toppede i marts handlede stater til et spænd på 1200 bp, mens virksomheder handlede til 1100 bp. Efterfølgende er kreditspændene kørt markant ind og stater handler nu til 754 bp mens virksomheder handler til 632 bp, så forskellen mellem stater og virksomheder er blevet udvidet. Forskellen

skyldes til dels nogle enkelte lande, der har oplevet en markant udvidelse af kreditspændet. For såvel stater som virksomheder er der et potentiale for en indsnævring af kreditspændet, hvis markedet skal nærme sig niveauet i 2019.

I figuren er yderligere indtegnet kreditspændet for US High Yield. Det ses at kreditspændet for EM virksomheder og US High Yield følger hinanden meget tæt, hvilket understreger pointen, at EM kredit (virksomheder) i stigende grad handler som (US)kredit i stedet for EM.

### Forventninger

Likviditeten er tilbage i markedet med mange nye obligations udstedelser og vi forventer, at aktivklassen yderligere vil være godt understøttet af centralbankpolitikken med rigelig likviditet, obligationsopkøb og lave renter. Negative realrenter i de udviklede lande, kombineret med finans- og pengepolitik vil i støtte markedet.

Som vist ovenfor er der potentiale for en indsnævring af kreditspænd, hvis markedet skal tilbage til niveauet sidste år. Potentialet er størst i High Yield kreditter, men risikoen er også størst her. En større indsnævring af kreditspænd herfra vil nok forudsætte, at den globale vækst vender tilbage, hvilket nok først for alvor vil ske, når der er mere klarhed over udviklingen i pandemien og udsigterne til en vaccine.

En kraftig opblussen af Covid-19 en risiko for markedet, ligesom det amerikanske præsidentvalg i stigende grad ser ud til at kunne være en risiko.

Vi har fortsat ikke en aggressiv portefølje, og vi holder fast i vores proces med at være forsigtige, når vi ændrer risikoen, ligesom vi har stor fokus på likviditet i porteføljen. Vi finder nu, at det bedste risiko/afkast forhold fås i kvalitets High Yield navne og BBB kreditter i Investment grade.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

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

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2020