

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.

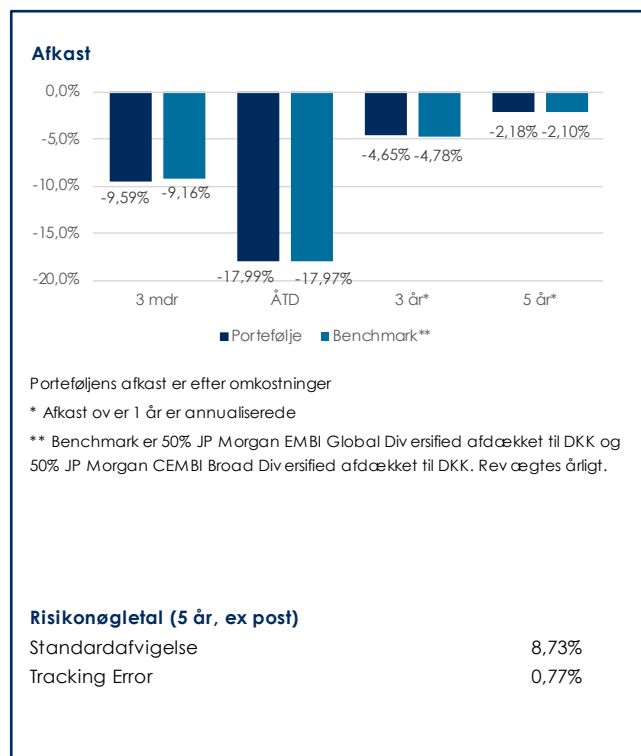
Opsummering

Kvartalet bød på ét af de mest negative afkast siden finanskrisen. Den store usikkerhed om den globale økonomi øgede investorenes risikopræmie for kreditobligationer. Størstedelen af det negative afkast skyldes denne faktor.

Langt de fleste obligationer i porteføljen er i USD. Derfor førte stigningen i de amerikanske obligationsrenter også til kursfald.

En stigende frygt for recession har lagt pres på priser på råvarer som f.eks. kobber, aluminium og flere andre metaller, som er faldet efter store stigninger i første kvartal. Også hvedeprisen er faldet drastisk på det seneste. Til gengæld er olie, gas og kul fortsat på høje niveauer bl.a. som følge af situationen i Ukraine og sanktionerne mod Rusland.

Efter kursfaldene er porteføljens effektive rente steget til 7,3% i USD, men omkostningen til at afdække USD til DKK er steget til omkring 2,8%, svarer det til en rente på omkring 4,5% i DKK.



Andet kvartal leverede endnu et særdeles negativt afkast som følge af stigninger i både den amerikanske rente og kreditpræmier. Den amerikanske central (FED) valgte at hæve renten i maj og juni med samlet 1,25 pct. point og indikerer flere forhøjelser frem mod 2023. Dette var for at imødegå kraftigt stigende inflationsdata (8,3% i maj måned). Herudover igangsatte FED yderligere pengepolitiske stramninger ved fra den 15/6 at starte salg af stats- og realkreditobligationer for 47,5 mia. USD pr. måned stigende til 95 mia. USD fra august 2022. Den amerikanske 5- og 10-årige obligationsrente steg med hhv. 0,58% og 0,67% til lige over 3% ved kvartalsskiftet, men var kortvarigt oppe omkring 3,5%. De store udsving i de amerikanske renter afspejler markedets frygt for både høj inflation og en kommende recession. De seneste dage er frygten for afmatning i økonomien taget til, hvilket har presset obligationsrenterne nedad igen. Bekymringerne for en dyb recession smitter af på kreditpræmierne, som er steget over en bred front på kreditmarkederne.

Som følge af de højere renter og kreditpræmier er kurserne på EM-obligationer faldet markant. Statsobligationerne har længere løbetid og har derfor været hårdest ramt af de stigende amerikanske renter. Dertil kommer at statsobligationerne generelt har en lavere kreditvurdering end virksomhedsobligationerne i emerging markets, så stigningen i kreditpræmier har også været større. Samlet set gav markedet for EM - statsobligationerne et afkast på -12,2% i andet kvartal, mens EM virksomhedsobligationer gav et afkast på -6,2%. For første halvår er afkast hhv. -21,2% og -14,7%.

En stigende frygt for recession har lagt pres på priser på råvarer som f.eks. kobber, aluminium og flere andre metaller, som er faldet efter store stigninger i første kvartal. Også hvedeprisen er faldet drastisk på det seneste. Til gengæld er olie, gas og kul fortsat på høje niveauer bl.a. som følge af situationen i Ukraine og sanktionerne mod Rusland.

Blandt de meste negative afkast finder man Sri Lanka, som i april ikke kunne klare sine betalinger. Afdelingen

har en enkelt investering på en kvart procent af porteføljen, hvilket er mindre en benchmark. Blandt obligationerne i investeringsuniverset finder man en række mindre lande i Afrika, der har leveret et større negativt afkast. Mange af de afrikanske lande indgår ikke i porteføljen. Bekymringen for flere lande er, at de importerer energi og fødevarer, som er steget i pris, hvilket fører til pres på betalingsbalancen og risiko for stigende fattigdom og social uro. Men de har en begrænset eksport. Udlandsgælden er desuden dyrere at servicere med de højere renter og den stærkere dollar. Der foregår et udskillelsesløb blandt udviklingslandene, hvor de forgældede svage økonomier – primært i Afrika - presses hårdere end de mere solide råvareeksportører, som særligt findes i Mellemøsten og Latinamerika.

I Kina understregede præsident Xi Jinping nødvendigheden af at slå hårdt ned på smitte med covid-19. Den strenge tilgang til at inddæmme smitten har ledt til store nedlukninger i landets største byer med forstyrrede forsyningskæder til følge. Der er således ikke tegn på opløsnings i Kinas strategi mod covid, hvilket øger risikoen for yderligere nedlukninger i fremtiden. Den kinesiske regering gør det også klart at man ikke som tidligere vil hjælpe byggeriet for at holde økonomien i gang. Den amerikanske regering fortsætter den stramme kurs overfor Kina og det er med til at lægge en dæmper på efterspørgslen efter obligationer fra tech-selskaberne. De kinesiske obligationer udgør 3,5% af porteføljen.

De kinesiske restriktioner er baggrunden for at Macau er kommet under betydeligt pres. En række kasinoer har udstedt obligationer og de fylder en del i benchmark.

I Colombia vandt den venstreorienterede Gustavo Petro præsidentvalget og fortsætter dermed den venstredrejning, der er sket i de fleste latinamerikanske lande. Petro har flere radikale holdninger til økonomien, men vi forventer at retorikken og politikken modereres efter valget når kongressen skal være med til at vedtage ny lovgivning. Generelt har de mere venstreorienterede præsidenter i Latinamerika været tvunget til en mere pragmatisk linje tvunget af kongressen. Det gælder bl.a. i Chile, Peru og Brasilien.

Efter kursfaldene er porteføljens effektive rente steget til 7,3% i USD, men omkostningen til at afdække USD til DKK er steget til omkring 2,8%, svarer det til en rente på omkring 4,5% i DKK.

Forventninger

Energiprisudviklingen udgør en betydelig risikofaktor. Hvorvidt det vil lykkes Biden at få de mellemøstlige olieproducenter op i produktionsniveau, står uklart. G7-landene arbejder på et koordineret prisloft på russisk olie. Men om dette er muligt, er usikkert. Krigens udvikling i Ukraine og covid-19 udgør også væsentlige usikkerhedsmomenter. Det er muligt at situationen i Ukraine gradvist vil fryse fast og der er ikke udsigter til at sanktioner mod Rusland bliver mindsket. Næsten en tredjedel af porteføljen er investeret i lande, der eksporterer olie.

De seneste økonomiske forventninger fra Kina giver anledning til en vis optimisme. Hvis landet kan fortsætte med at holde Covid-19 smitten på et minimum uden større nedlukninger, er der lagt op til mærkbar økonomisk fremgang gennem andet halvår. – om end fra et lavt niveau. Kinas økonomiske størrelse nærmer sig USA's, og fremgang gennem resten af 2022 og ind i 2023 vil dermed være en afgørende brik i en positiv, om end moderat økonomisk fremgang globalt set.

	Afkast (%)	Eff. Rente	Ændring
2. kvartal 2022			
EM Virksomheder	-5,62	6,99	+1,54
- Investment Grade	-4,55	5,10	+1,00
- High Yield	-7,08	9,86	+2,26
EM Statsobligationer	-11,43	8,46	+2,13
- Investment Grade	-8,34	5,05	+1,13
- High Yield	-14,55	12,64	+3,50
USA Investment grade	-6,84	4,91	+1,05
USA High Yield	-9,56	8,89	+2,88
5Y USA statsobl.	-1,34	3,04	+0,58
10Y USA statsobl.	-4,41	3,01	+0,67

Med venlig hilsen

Chresten Hagelund, Eduardo Ordonez og Søren Bertelsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"