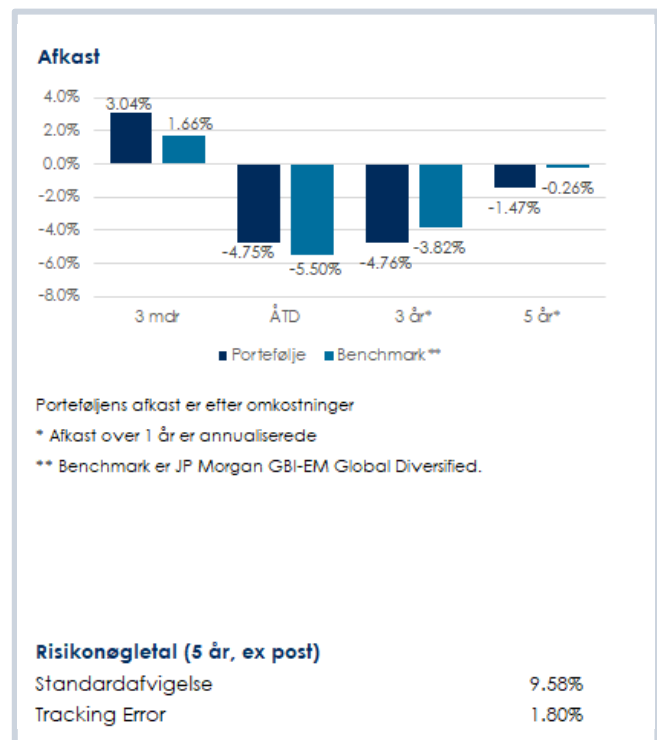


## Investorbrev – BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

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

- Inflationen i Vesten tager til i styrke, og myndighederne har for sent indset, at de er en del af problemet
- Centralbankerne i Emerging Markets reagerede langt hurtigere end i Vesten, og har flere steder fået sat renten så meget op, at der ikke skal gøres mere. Det står i skærende kontrast til centralbankerne i Vesten
- I USA og Europa er normaliseringen af pengepolitikken nu i gang, med normaliseringen af aktivpriser som følge
- Emerging Markets Lokalvaluta har dog klarer sig udmærket. Porteføljen har leveret omtrent -3,5% i år, hvor globale aktier har leveret knap -12,5%
- Vi forventer, at de lande som tidligt satte renten op og styrede dygtigt gennem krisen, også vil være dem som kan stabilisere renterne først. Det skaber i vores optik grobund for yderligere fornuftige afkast i fremtiden



### Centralbankerne i Vesten er vågnet

Siden covid 19 i marts 2020 har regeringer og centralbanker over hele verden, i særdeleshed i Vesten, gjort hvad de kunne for at stimulere væksten. Regeringerne lancerede utallige hjælpepakker, som sikrede at efterspørgslen forblev høj, selv om produktionen faldt. Centralbankerne, særligt i USA og eurozonen, sænkede renterne og lavede opkøbsprogrammer i et omfang, der ikke er set før. Efterspørgslen skulle holdes oppe – eventuelle effekter på inflation måtte man håndtere senere.

Den førte politik var en succes: Vækstfaldet blev markant mindre end frygtet, og finansielle aktiver leverede afkast, der ikke er set i lang tid. Aktier, kryptovalutaer, boliger og obligationskurser steg kraftigt. Investorenes afkastforventninger steg også – og med dem steg presset på virksomhederne for at leve op til forventningerne.

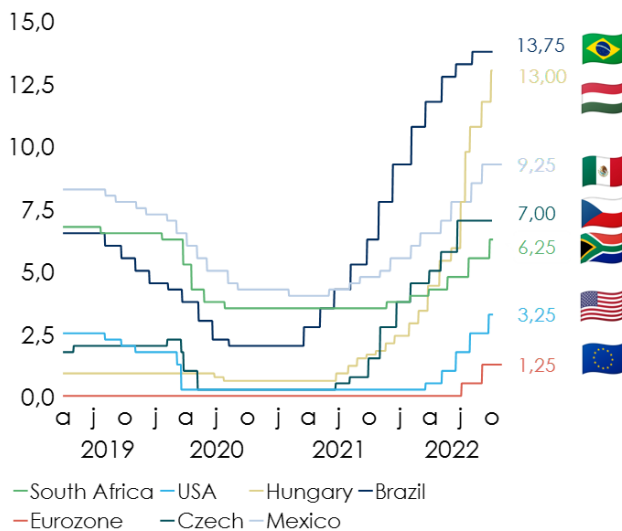
I en økonomi pumpet op på lempelig finans- og pengepolitik, er det udfordrende at levere yderligere

vækst på andre måder end at sætte priserne op. Inflationsspiralen var begyndt!

De første til at mærke den stigende inflation, og i særdeleshed til at reagere på den, var landene i Emerging Markets. I marts 2021 satte Brasilien renten op som det første store land, og siden fulgte bl.a. Tjekkiet, Ungarn, Syafrika og Mexico. Ligeledes er det værd at bemærke, at de gik ganske aggressivt til værks - med Brasilien og Ungarn i spidsen, der begge har hævet styringsrenterne med næsten 12% siden starten af 2021.

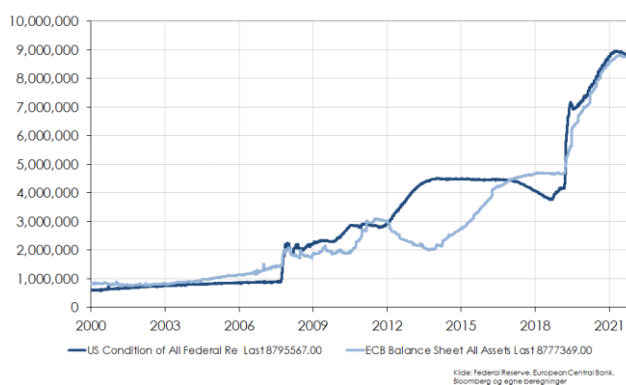
I Vesten var centralbankerne meget langsomme til at reagere, og forventede i lang tid, at der var tale om et midlertidigt løft til inflationen. Selv da manglen på varer stod klart i januar måned, og forsyningskæderne klumpede til, lød parolen, at der var tale om et midlertidigt fænomen. Men der var usikkerhed at spore hos de ellers meget troværdige centralbanker i Vesten. Figuren nedenfor viser, hvordan en række centralbanker i Emerging Markets reagerede hurtigt på

ændrede inflationstendenser, mens centralbankerne i USA og Europa var noget længere tid om at reagere.



Figur 1: Udvalgte centralbanker styringsrente siden 2019

Kort efter Ruslands angreb på Ukraine stod det klart for Federal Reserve (FED) i USA, at de var kommet bagud i forhold til at forankre inflationsforventningerne hos befolkningen og investorerne. I marts måned satte FED renten op for første gang, og annoncerede at de meget store obligationsopkøb vil blive rullet tilbage. Der skulle gå yderligere tre måneder før ECB kastede håndklædet i ringen, og indså at der ikke er tale om et midlertidigt inflationsfænomen. Figuren nedenfor viser, hvordan balancerne hos FED og ECB har udviklet sig siden årtusind skiftet. Her er det tydeligt, at der er sket noget i kølvandet på covid 19.



Figur 2: FED og ECB balancer siden 2000

Der er efter vores mening ikke tvivl om, at de to nævnte centralbanker er kommet markant bagud i forhold til at

forankre inflationsforventningerne, og de har siden marts 2022 forsøgt at komme foran markedsforventningerne igen. Denne bevægelse har haft en grim effekt på de finansielle markeder, hvor renterne på statsobligationer er steget betydeligt. Det har løftet realkreditrenterne, til skade for boligmarkedet, og har gjort det mere attraktivt at spare op. Hvis da ikke højere leveomkostninger spiser hele opsparingen.

### De sovende kæmpers vaklen fik markederne til at ryste

Resultatet af det finans- og pengepolitiske eksperiment, og ikke mindst den bratte normalisering, har skabt store forskydninger på de finansielle markeder. Priserne på aktier, kryptovalutaer og obligationer er blevet normaliseret sammen med pengepolitikken. Men Emerging Markets lokal valuta har klaret sig udmærket, hvilket i særdeleshed skyldes to forhold:

- At centralbankerne i Emerging Markets har været foran markederne, som beskrevet ovenfor. Samtidig har Emerging Markets landene som helhed ikke stimuleret økonomien i samme grad som i Vesten, hvilket betyder at de ikke har samme lave arbejdsløshed og pres på lønninger. De umodne markeder har haft de mest modne centralbanker, og det er de blevet belønnet for.
- Krigen i Ukraine har givet leveomkostningerne i Europa et gevaldigt løft, oven i det som allerede var på vej inden. Husholdningerne i Europa er nødt til at justere omkostningerne på andre aktiviteter end de mest nødvendige, hvilket reducerer vækstpotentialet i Europa. Det svækker euroen (og DKK) mod andre valutaer, herunder de dygtigt styrede valutaer i Emerging Markets.

Vi forventer, at de lande som tidligt satte renten op og styrede dygtigt gennem krisen, også vil være dem som kan stabilisere renterne først. Det skaber i vores optik grobund for yderligere fornuftige afkast i fremtiden.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

Nicolas Tousgaard

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

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/Væsentlig Investorinformation, som kan findes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.