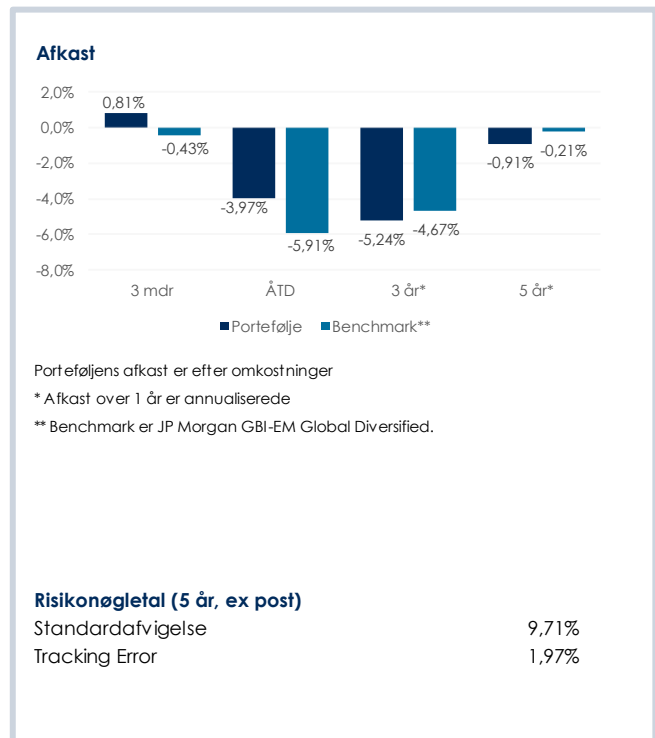


## Investorbrev – BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

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

- Efter flere falske alarmer tidligere på året peger økonomiske nøgletal nu mod lavere vækst og inflation
- Centralbankerne i USA og Europa var kommet på bagkant med inflationsdynamikken, og har skærpet retorikken yderligere
- Renteforhøjelserne forventes nu at fortsætte, selv om det risikerer at trække økonomien i recession. Det gør det svært for andre centralbanker at sætte renterne ned, også selv om dynamikken i flere Emerging Markets økonomier ser noget bedre ud
- Stabiliserende eller faldende renter er formentlig en nødvendig betingelse for at andre aktiver kan levere positive afkast
- For 2022 var tyrkiske statsobligationer en overraskende leverandør af årets bedste afkast, trods en kraftig svækkelse af lira



### Inflation og centralbanker

4. kvartal 2022 var kendetegnet ved, at mange økonomiske nøgletal pegede i retning af en cyklisk top i vækst og inflation. Gennem de første 3 kvartaler i 2022 var det ellers det modsatte der var tilfældet. Inflationstoppene blev fejlagtigt forudsagt flere gange, men inflationen overraskede såvel finansmarkederne som centralbanker ved at stige yderligere. Samtidigt holdt væksten sig overraskende stærk, hvilket holdt arbejdsløsheden lav. Centralbankerne i USA og Europa var ganske simpelt kommet "bag kurven", forstået på den måde at inflationen dikterer deres ageren frem for at deres ageren dikterer inflationsudviklingen.

Årets første 3 kvartaler var derfor kendetegnet ved stigende renter, i takt med at overraskede høj vækst og inflation pegede på behov for yderligere renteforhøjelser fra centralbankerne, for at stabilisere inflationen. I slutningen af 3. kvartal skruede mange centralbanker igen op for retorikken, og varslede renteforhøjelser uagtet at det kan betyde økonomisk tilbagegang.

Renterne i USA og Europa fortsatte derfor stigningerne frem til november, hvor en foreløbig rentetop blev nået. Når renterne ikke fortsatte med at stige, trods advarsler om renteforhøjelser, er det et tegn på, at markederne begynder at tro den amerikanske centralbanks advarsler om, at man vil sætte renten op indtil inflationen er under kontrol. Også selv om det trækker økonomien i recession. Centralbanker skal helst være "foran kurven" og have styr på inflationsudviklingen, fordi det har en pris hvis man først er kommet "bag kurven".

Den mere aggressive drejning i kommunikationen fra centralbankerne i USA og Europa betød, at de centralbanker (primært Emerging Markets), der hidtil har været "foran kurven" må udskyde deres første rentenedsættelser. Dette var til trods for, at de lande allerede er begyndt, at se aftagende inflation. Især centralbanken i Brasilien har været på forkant, og har set aftagende inflationspres. Markederne begyndte at indiskontere at den brasilianske centralbank ville sætte

renten ned, men da inflationen i USA fortsatte opad, måtte de opgive deres forhavende. Det ændrer dog ikke ved, at Brasilien har været den næstbedste investering i 2022. Afdelingen har haft en betydelig overvægt til netop Brasilien i hele 2022, og vi tror fortsat på en meget stærk performance i 2023.

Vi må således konstatere, at så længe den amerikanske centralbank sætter renten op, er alle andre centralbanker tilbageholdende med at sætte renter ned. Omkostningerne ved at komme "bag kurven", når nu man er foran, er ganske enkelt større end gevinsten ved lidt lavere renter.

En undtagelse er dog den tyrkiske centralbank, der har sat renten ned flere gange i 2022. Inflationen i Tyrkiet er da også ved at nå nye højder, på over 80% i årstigningstakst, som figuren nedenfor viser. Den meget høje inflation har betydet, at den tyrkiske valuta er svækket med næsten 30% overfor dollar. Da renterne er faldet markant i Tyrkiet (og kurserne derfor er steget), har investeringer i tyrkiske obligatoner samlet set været særdeles gode investeringer, trods valutavækkelsen. Næsten 33% har man fået i afkast på tyrkiske statsobligationer i 2022.



Figur 1: Udviklingen i tyrkisk inflation siden 2000, i % årstigningstaksten

I modsatte ende af afkastskalaen finder vi Ægypten, der har givet -28% i afkast i 2022. Ægypten har været hårdt ramt af stigende fødevarerpriser, og et markant fald i turismen. De har modtaget støtte fra Mellemøsten, især de Forende Arabiske Emirater, der ikke har interesse i, at det Muslimske Broderskab får mere magt, der kan påvirke og potentielt udfordre stabiliteten i hjemlandet. Derudover har IMF lavet en støttepakke, og samtidigt beordret en kraftig devaluering af det ægyptiske pund. Vi forventer at der

vil være behov for yderligere devaluering i 2023, og er derfor ikke investeret i ægyptiske obligationer i skrivende stund. I modsætning til hvad vi så i Tyrkiet i 2022, forventer vi ikke at renterne vil falde i Ægypten, og opveje for den svagere valuta.

## 2023

Når vi kigger ind i 2023 er det helt store spørgsmål, hvor meget og hvor længe den amerikanske centralbank sætter renten op. Vi mener ikke at ansvarlige centralbanker i Emerging Markets vil sætte renterne markant ned, før at Federal Reserve har indikeret at de er færdige med at sætte renten op. Men flere lande har mulighed for at sætte renterne ned når den amerikanske centralbank er færdig med deres rentecyklus.

Vi tror, at Federal Reserve sætter renten op 2 gange mere i starten af 2023, og resten af 2023 vil den være uændret. Vi er klar over, at det er udfordrende med så lang horisont i disse tider. Markederne priser ind, at renten sættes ned i USA allerede i slutningen af 2023, og det forklares med at væksten og især inflationen er faldet tilbage til målet. Som kommunikationen er nu, ser vi dog ikke tegn på at centralbanken i USA vil sætte renten ned i år, men blot holde det niveau som rammes i foråret.

Vi tror, at der er mange deflationære tendenser for 2023, men tror ligeledes på, at løn, genåbning af Kina, priser på olie og gas blandt andre vil være inflationære tendenser for 2023, der gør at inflation ikke falder under centralbankernes mål.

Der hvor renterne kan blive sat ned først er i de lande, der var de første til at sætte renten op. Vi har derfor valgt at lægge en betydelig del af vores investeringer i netop de lande, som vi mener har potentiale for store kursgevinster.

Med venlig hilsen

Michael Hauch og Nicolas Tousgaard

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

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2022

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 fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central information, som kan findes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.