

BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

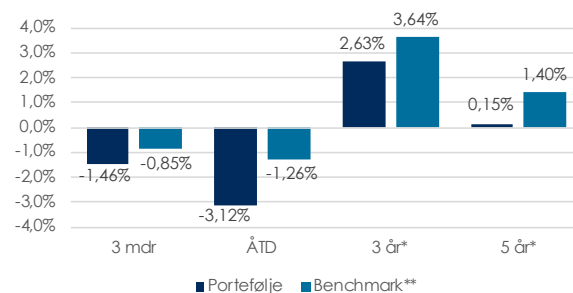
Kære investor

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

- EM renter fulgte de amerikanske rentestigninger i september
- Betydelige forskelle i afkast mellem lande over kvartalet
- Usikkerhed om den globale inflationsstigning er midlertidig eller permanent
- Centralbankerne i EM er startet med den pengpolitiske stramning før FED
- FED tapering vil være negativ for EM, men..
- En del af stramningen er i prisen
- EM har bedre eksterne balancer

Afkast



Porteføljens afkast er efter omkostninger

* Afkast over 1 år er annualiserede

** Benchmark er JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

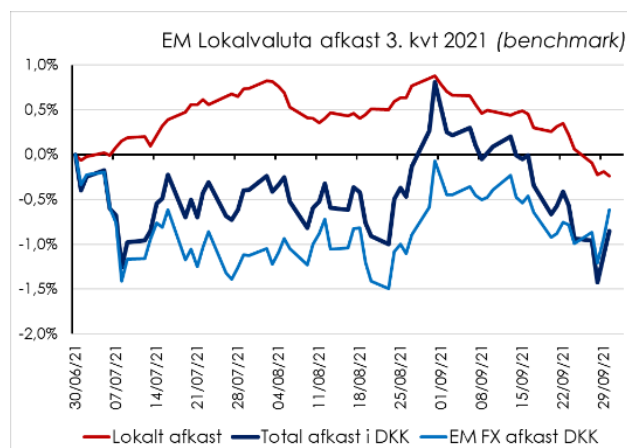
Risikonøgletal (5 år, ex post)

Standardafvigelse	9,63%
Tracking Error	1,23%

Store udsving i rente og valuta

Der var store udsving i såvel renter som EM valuta over kvartalet. I figuren er udviklingen i de lokale renter (løbende kupon plus kursgevinst/tab) vist sammen med EM valutaafkastet mod DKK og endelig det samlede afkast, som er summen af de to. Det ses at frem til starten af september var det lokale afkast positivt, hvorefter rentestigninger i EM medførte at det lokale afkast blev negativt. Rentestigningen i EM fulgte stort set den amerikanske rente, der steg i slutningen af september. EM FX har haft det svært over det meste af kvartalet. EM valutaerne blev styrket sidst i august og var tæt på nulafkast, men i løbet af september måtte EMFX give det meste af styrkelsen tilbage. Samlet betød det et afkast for porteføljen på -1,46%

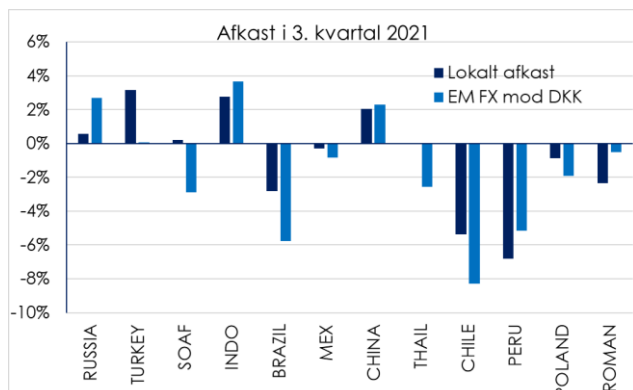
Grafen dækker over betydelige forskelle mellem landene. På næste side er vist det lokale afkast og valuta afkastet mod DKK for udvalgte lande. Det ses at Rusland, Indonesien og Kina alle har givet et positivt afkast på både renter og valuta, mens Chile og Peru begge har et stærkt negativt afkast på renter og valuta.



Afkastet for Chile og Peru skyldes hovedsageligt politiske forhold, da de råvare eksporterende lande burde nyde stor gavn af udviklingen i råvarepriserne. At Rusland ligger i toppen skyldes en forbedring af bytteforholdet ved de stigende oliepriser og en et stort eksternt overskud, mens Indonesien nyder godt af den høje vækst i asien kombineret med en fornuftig politik. Endelig har Kina nydt godt af den høje vækst indtil nu,

BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

mens Kina i høj grad er i stand til at styre udviklingen i valutakursen.

**Inflation: Permanent eller midlertidig**

Inflationen har været stigende globalt, og der er betydelige forsyningsproblemer, der igen kan føde inflationen. Der er diskussion om, hvorvidt vi står overfor en periode med stagflation og hvorvidt inflationsstigningen er midlertidig eller mere vedvarende.

Olie og gaspriser har taget et stort hop, og vi har muligvis ikke set toppen her, og det vil drive inflationen op i år og næste år. Andre råvarer har modsat stabiliseret sig i pris og visse råvarer, som f.eks. jernmalm er faldet drastisk på det seneste. Vi ser inflationen drevet af stor efterspørgsel efter pandemien og et begrænset udbud. Det begrænsede udbud skyldes dels, at mange lande der producerer varer fortsat ikke er helt åbnet op, ligesom flere havne – specielt i asien – ikke er oppe på fuld kapacitet endnu. Nedbruddet af de globale forsyningskæder og manglen på visse varetyper - specielt mikrochips - kan muligvis vare helt frem til 2023. Medmindre udviklingen medfører et betydeligt globalt lønpres, ser vi ikke den store risiko for et vedvarende inflationsscenario. Selvom den globale vækst kommer til at gå lidt ned i gear, vil væksten efter alt at dømme fortsat i 2022 være over gennemsnittet for de senere år, hvorfor vi ikke kan se et stagflationsscenario for os.

Vi tror således, at inflation fortsat vil stige et stykke tid, men i løbet af 2022 forventer vi affagende inflationsstigning i takt med produktionen kommer op i gear og nogle af de gamle forsyningskæder re-etableret og nye mere nære forsyningskæder vinder frem. Vi ser dermed inflationsudviklingen som midlertidig, hvilket også understøttes af de længere inflationsforventninger i markedet, men vi er knap så skråsikre på dette som tidligere.

EM har strammet pengepolitikken før USA

Inflationen spiller også ind på pengepolitikken i USA og EM. Der er i markedet stigende enighed om, at FED vil reducere obligationskøb (tapering) og hæve renten tidligere end før antaget, måske allerede i starten af 2022. Rentestigning og tapering er ikke godt nyt fra EM, men en del af udviklingen er allerede i prisen efter frasalget i september. Derudover er tapering ikke længere et nyt begreb, som da FED introducerede det i 2013 for første gang. Mange EM lande har i dag en betydelig bedre ekstern balance og ikke så følsomme som tidligere overfor kapitalbevægelser. Endelig har centralbankerne i EM allerede i stor stil taget forskud på udviklingen ved at hæve de pengepolitiske renter:

I Latinamerika er stramningen af pengepolitikken allerede sket i en række lande, der er følsomme for kapitalbevægelser ved højere renter i USA: Brasilien, Mexico, Columbia, Chile og Peru.

I Østeuropa er inflationen for de fleste lande over målrammen, og Rusland har allerede hævet renterne markant efterfulgt af Ungarn og Tjekkiet. Vi forventer at også Polen snart følger efter. Eneste klare undtagelse er Tyrkiet, hvor centralbanken i september nedsatte renten fra 19% til 18%, sandsynligvis efter politisk pres.

I Asien er det en anden historie. Inflationsudviklingen har været mildere her, med inflation under 2% for Kina, Indonesien, Malaysia og Thailand. Stærke eksterne balancer gør ligeledes behovet for stramning mindre.

Et udfordrende 4. kvartal.

Vi tror, at en del af frygten for inflation og US pengepolitik allerede er prissat i EM, i form af højere renter og svækkede valutaer. Men en pengepolitisk stramning i USA vil være negativ ikke bare for EM, men for alle risikoaktiver. Vi forventer at nogle High Yield valutaer kan blive svækket yderligere over USD, selvom de ud fra traditionelle analyser virker billige. Som nævnt tror vi ikke inflationsudviklingen vil kunne afspore væksten i EM. Med vækst og de pengepolitiske stramninger i EM i mente ser vi ingen grund til et større frasalg i EM, men risikoen er klart til stede, hvis renterne i US stiger markant mere end indregnet i markederne nu.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2021