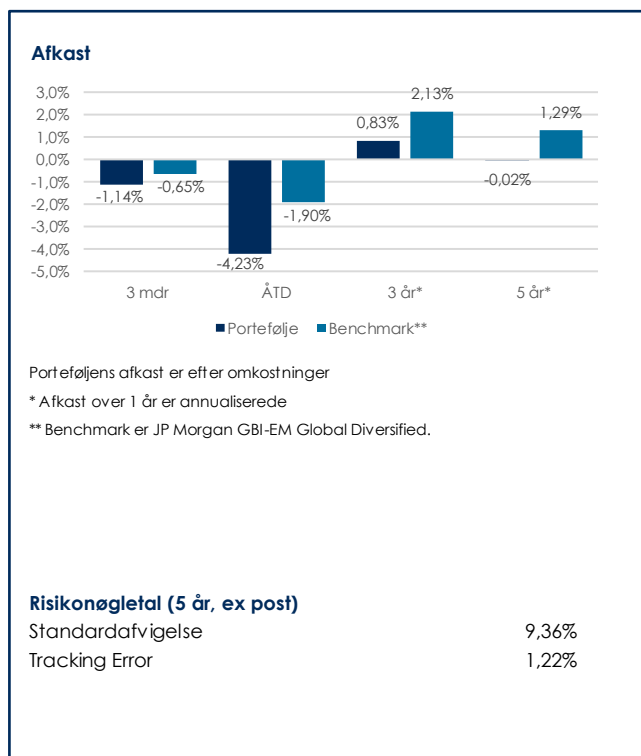


Kære investor

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

- 2021 var et skuffende år for EM som aktivklasse
- Flere forhold pressede markedet i 4. kvartal:
 - Udsigt til stramning af pengepolitik i USA
 - Stigende inflation i DM og EM
 - Den nye Omikron variant
 - Geopolitiske spændinger
- EM-landene har strammet pengepolitikken for at tøjle inflationsforventningerne
- Vi forventer inflation toppe i andet halvår
- Eksterne balancer i EM viser overskud
- Positionering til EM er lavere end før pandemien
- Strammere pengepolitik i EM er positivt for EM valuta



Skuffende 2021 for EM Lokalvaluta

På trods af at udgangspunktet for 2021 umiddelbart så gunstigt ud for EM lokalvaluta med positive vækstudsigter, var resultaterne i 2021 for aktivklassen skuffende. For året som helhed smittede amerikanske rentestigninger af på de lokale renter, der bidrog negativt til afkastet.

En kommende afvikling af det amerikanske opkøbsprogram for obligationer er negativt for markedet, ligesom forventningen til to eller tre renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank i 2022 bidrager negativt, da pengepolitiske stramninger er lig med mindre likviditet.

Stigende inflation i såvel de udviklede lande som EM bidrager ligeledes til rentestigninger og nervøs stemning på markederne. For at gøre ondt værre, kom den nye omikron variant frem i årets sidste kvartal. På kort sigt vil omikron give et yderligere negativt udbuds chok. Frygten for varianten kan føre til nye restriktioner,

der giver en negativ påvirkning af væksten. Nedlukning vil ligeledes forstærke de udfordringer, der allerede er med forsyningskæderne og give basis for et yderligere inflationspres, det sidste økonomierne har brug for.

Udover de realøkonomiske udfordringer er de geopolitiske spændinger øget markant i 4. kvartal. En massiv russisk troppeopbygning ved Ukraines grænse medfører frygt for en russisk invasion i landet. I vores øjne har Europa ikke stået overfor en tilsvarende trussel siden den kolde krig, og selv om ingen parter rationelt set har noget at vinde ved en militær konfrontation, er det desværre ikke længere usandsynligt, da sådanne konflikter får deres egen dynamik.

Udviklingen har øget risikoen for nye sanktioner mod Rusland og vi forventer risikopræmien på russisk og ukrainsk valuta og rente vil være forhøjet, indtil vi forhåbentlig ser en løsning på konflikten.

BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

Den økonomiske og geopolitiske udvikling betød et negativt afkast i 4. kvartal på 1,14%. Hele det negative afkast kommer fra rentestigninger i de lokale markeder, mens EM-valutaerne overfor danske kroner gav et lille positivt afkast.

2022 Mørkest før daggrø?

EM har på linje med de udviklede økonomier en inflationsudfordring. Specielt i Latinamerika og Østeuropa er inflationen på vej op. I Asien er inflationen fortsat lav, så centralbankerne her står ikke overfor det samme problem. Den store udfordring er, at inflationsforventningerne ikke er velforankret i EM.

På den baggrund har mange EM-lande hævet renterne før USA for at bekæmpe inflation, forsvare valutaerne og forhåbentlig medvirke til, at inflationsforventningerne ikke løber løbsk. Den brasilianske centralbank er topscorer her med syv renteforhøjelser i 2021, hvilket har øget den pengepolitiske rente fra 2% i januar til 9,75% i december.

Tyrkiet har som eneste land i vores univers gået den modsatte vej og nedsat renten i et pengepolitisk eksperiment, i den tro at lavere rente vil give lavere inflation. Indtil videre har det langt fra virket efter hensigten. Tyrkiets inflation ramte 36% i december, det højeste niveau i 19 år. Pengepolitikken har medført en voldsom valutavækkelse, aktiekursfald og rentestigninger. Porteføljen har under 1% i Tyrkiet.

Vi ser fortsat inflationen som midlertidig. Inflationen har været stigende på baggrund af høj efterspørgsel efter varer, da serviceefterspørgsel som turisme ikke har været mulig i større omfang grundet Corona restriktioner. Samtidig med den stigende efterspørgsel er udbuddet blev mindre, grundet problemer med forsyningskæderne, der igen kan henføres til restriktioner i mange lande.

Vi forventer inflationen fortsat vil stige frem til midten af 2022, for derefter at aftage, dels grundet basiseffekterne dels grundet opretningen af de internationale forsyningskæder og ændring i sammensætningen af efterspørgslen fra varer til service. Dog ser vi høje og stigende energipriser som en usikkerhedsfaktor, ligesom omikron, er en joker, hvis det betyder nye nedlukninger og øger de udfordringer, der allerede er, med forsyningskæderne og giver basis for inflationspres.

Udsigten for 2022

Ved indgangen til 2022 viser de værste forudsigelser om gældsopbygningen i EM under pandemien sig ikke at holde stik. Gælden i EM er steget mindre end i de udviklede lande. Yderligere er EM's eksterne balancer sunde i forhold til det historiske niveau, ligesom EM-valuta ikke virker dyrt prissat ud fra traditionelle værdiansættelser. Vi forventer at de mange renteforhøjelser i EM vil lægge en bund under valutaerne i 2022. Endelig er realrenten i EM fortsat højere end i de udviklede lande.

Positioneringen til EM (ex Kina) er lavere end før pandemien. Det er positivt, da det betyder, at EM er mindre følsom overfor kapitalflugt end ved tidligere perioder med stramninger af den amerikanske pengepolitik. Endelig er EM denne gang forberedt på effekten af obligationstilbagekøb fra den amerikanske centralbank. Det er ikke ukendt farvand, som tilfældet var ved centralbankens første tilbagekøb i 2013.

En strammere end ventet pengepolitik i USA, vedvarende høj inflation, lavere vækst, fortsatte restriktioner med baggrund i nye covid varianter og geopolitisk uro vil være betydelige risikofaktorer for 2022.

Med venlig hilsen
Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2021