

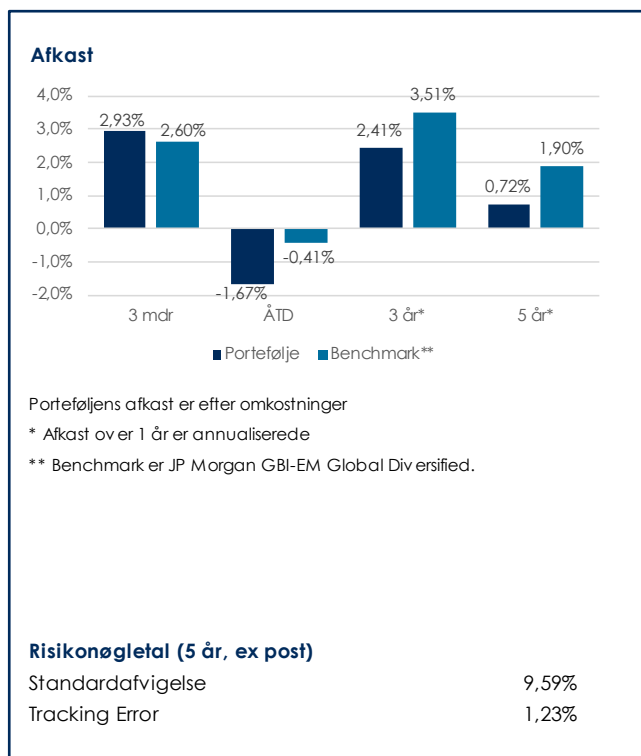
## BankInvest Emerging Markets Obligationer Lokalvaluta

## 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

- Det positive afkast kommer ligeligt fra renter og valuta over kvartalet.
- Meget store forskelle mellem landene i afkast og fordeling af afkast mellem obligationer og valuta.
- Højeste valutaafkast i Brasilien, højeste obligationsafkast i Sydafrika og Tyrkiet.
- Centralbanker er langsomt begyndt at hæve de pengepolitiske renter,
- Men i modsætning til pandemiens start, hvor EM stort set samtidig lempede pengepolitikken, vil strammere pengepolitik være mere gradvis og forskellig fra land til land.
- Største risiko er uventet hurtig stramning af pengepolitik i USA.



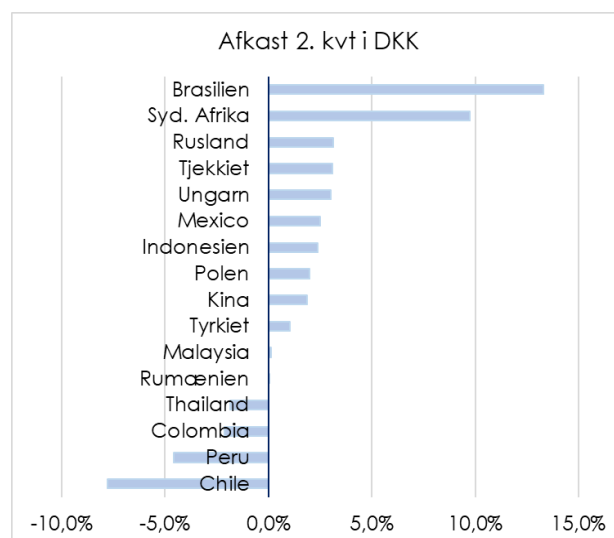
## Rentefald og valutastyrkelse

Efter rentestigninger i første kvartal, faldt den 10 årige rente i US med 0,27%-point, hvilket delvis slog igennem på de lokale renter. Stigende råvarepriser i år hjalp ligeledes udsigterne for Emerging Markets (EM) og var en medvirkende årsag til, at EM-valutaerne blev styrket mod USD. Valutaerne blev også styrket mod DKK, men i mindre omfang, da USD blev svækket mod DKK.

Porteføljen gav et afkast på 2,93 %, og figuren overfor viser fordelingen af afkastet. Den løbende rente (kupon) gav et positivt afkast på godt 1,2%, Valutastyrkelsen bidrog med et afkast af samme størrelse. Endelig kom ca. 0,2% af afkastet fra en mindre kursgevinst på 0,2% som følge af et rentefald i EM i forlængelse af rentefaldet i US.

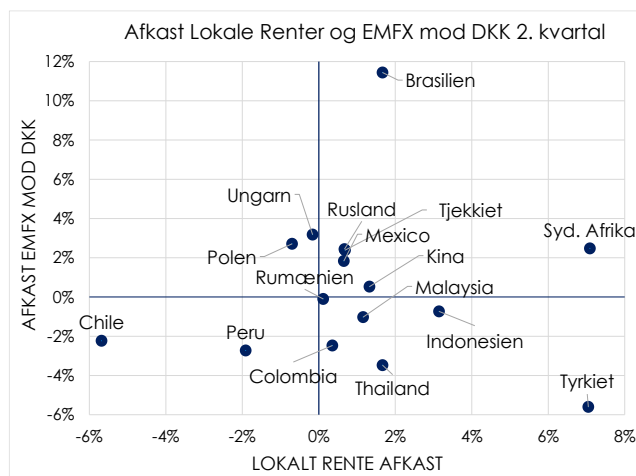
Afkastet mellem landene varierer altid betydeligt, men over 2. kvartal har forskellen på afkastet været meget stort, hvilket er illustreret i figuren overfor. Det ses at Brasilien og Sydafrika ligger i top med afkast på henholdsvis 13,3 og 9,7% i DKK. Porteføljens eksponering til de to lande har over kvartalet været 9,8% for Brasilien og 7,5% for Sydafrika. I bunden finder vi Chile og Peru

med henholdsvis -7,8% og -4,6% i afkast. Porteføljens eksponering til de to lande har være knap 2,3% henholdsvis 2,9%.



Ud over de store forskelle i afkastet er der betydelig forskel på hvor afkastet kommer fra. I Brasiliens tilfælde kommer afkastet således langt overvejende for en styrkelse af valutaen, men afkastet i Sydafrika hovedsageligt skyldes et markant rentefald.

I figuren nedenfor er det forsøgt at illustrere fordelingen af afkastet på rente og valuta. Figuren viser på den lodrette akse afkastet på valutaen over kvartalet målt i DKK, men den vandrette akse viser afkastet for obligationerne (kursgevinst/tab plus kupon).



Eksempelvis viser Brasilien i øverste højre hjørne et afkast på 11,4% på valutaen og 1,7% på obligationen, mens Sydafrika viser et afkast på 2,5% for valutaen, men hele 7,1% for obligationsafkastet. Alle lande i øverste højre kvadrat har haft et positivt afkast på såvel valuta som obligationer. Hovedparten af landene befinder sig her. Umiddelbart tæt på har Ungarn og Polen et positivt valutaafkast og svagt negativt rentefald. I nederste højre kvadrat er der negativt valutaafkast men positivt obligationsafkast, mest udtalt for Tyrkiet, der har oplevet et pænt rentefald over kvartalet. I nederste kvadrat til venstre med negativt afkast på såvel valuta som renter ligger kun de to lande Chile og Peru.

Det er bemærkelsesværdigt at to lande med solid kreditvurdering (investment grade), der begge er store eksportører af råvarer ligger i bunden. To lande, der netop skulle nyde gavn af de store stigninger i råvarepriserne. Forklaringen er politik. I Peru ser det ud til, at den relativ ukendte Pedro Castillo har vundet valget i juni. Investorerne ser Castillo som stærkt venstreorienteret, hvilket har skabt frygt for nationaliseringer i landet. I Chile (der har den højeste indkomst pr. indbygger i Sydamerika) har der været social uro over uligheden i samfundet, ligesom det kommende parlaments- og præsidentvalg til november giver anledning til usikkerhed.

### Pengepolitiske stramninger, forskellig tidshorisont

Flere lande har strammet pengepolitikken over kvartalet, men det er værd at bemærke, at stramningerne ikke går nær så synkront og hurtigt som lempelserne sidste år i forbindelse med pandemiens start.

Med hensyn til kommende pengepolitiske stramninger kan EM groft sagt splittes op i tre kategorier:

- Lande hvor inflationsforventningerne ikke er velforankret og hvor inflationen er tæt på eller over målgrænsen, I denne kategori er Brasilien og Rusland, der begge har hævet renterne (Rusland også af geopolitiske årsager).
- Lande hvor man har pandemien under kontrol, og hvor den økonomiske vækst har taget fart. Det inkluderer Central og Østeuropa og store dele af Asien (Indien undtaget). Her vil man hæve renterne på sigt, med baggrund i konjunkturudviklingen.
- Lande hvor vaccineudrulning halter og hvor økonomien fortsat er langt under niveauet fra før pandemien. Her er tale om mange lande i Sub Sahara Afrika og dele af Sydamerika. Her vil en normalisering af pengepolitikken tage noget længere tid.

Sammenfattende er der allerede sket en stramning af pengepolitikken i EM og der vil ske yderligere stramninger og tapering. Men i modsætning til pandemiens start, hvor EM stort set samtidig lempede pengepolitikken, vil strammere pengepolitik være mere gradvis og forskellig fra land til land.

Vi har tiltro til, at centralbankerne vil være i stand til at holde inflationen under kontrol i de fleste EM lande, og ser ikke inflationen som en stopklods for EM. Stramningen af pengepolitikken kan støtte valutaerne, ligesom den høje globale vækst vil understøtte EM.

Risikoen for EM er fortsat en uventet hurtig stramning af den amerikanske pengepolitik og højere realrenter i US. Ligesom udviklingen i den globale pandemi fortsat er en usikkerhedsfaktor.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

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

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2021