

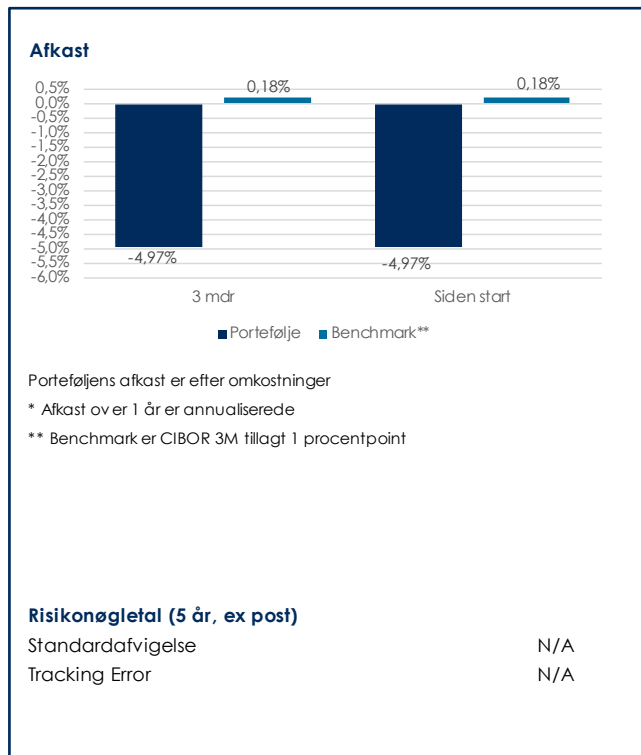
## BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

## 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

- De menneskelige omkostninger ved krigen i Ukraines overskygger alt
- Afkast påvirket negativt af US rentestigninger og spændudvidelse
- Hovedpart af spændudvidelse kommer fra Rusland og Ukraine
- Markedet vil fremadrettet være afhængig tre forhold, der er indbyrdes afhængige:
  - Udviklingen i krigen i Ukraine
  - De globale prisstigninger
  - Pengepolitikken i DM som EM



## Q1 2022

Efter to år med global pandemi gav indgangen til 2022 forhåbninger for EM økonomier trods udfordringer på det kinesiske ejendomsmarked og den forestående opstramning af amerikansk pengepolitik. Forhåbningerne for bedre vækstudsigter stammede fra opblødning af COVID-restriktioner og store investeringsbehov indenfor infrastrukturfremdringer samt omstilling mod grøn energi. Disse forhold var forventet at understøtte EM økonomier og den veltelegraferede opstramning af den amerikanske pengepolitik havde en række EM-lande imødekommet via egne renteforhøjelser, der havde opbygget buffers på deres realrenter. Alt disse antagelser blev abrupt gjort til skamme med Ruslands invasion af Ukraine, der ikke kun har ført til en af de største humanitære tragedier på europæisk jord i årtier. Tillige medførte invasionen store forstyrrelser i forsyningskæden af en række råvarer fra Rusland og Ukraine, der medvirkede til en af de største stigninger i Bloomberts råvareindeks siden 1973. Kombineret med globale logistiske flaskehalse kan konsekvensen være et større stagflationært chok med højere inflation og lavere

vækst som følge af højere inputpriser og lavere reale disponible indkomster.

Mens de tragiske menneskelige omkostninger og tab overskygger alt andet, medførte krigen det værste kvartalsmæssige afkast for eksterne obligationer fra EM siden 2010 og blandt de værste kvartalsafkast i aktivklassens mere end tyveårige historie. Eksempelvis var afkastet for 1-3 årige emerging markets obligationer på knap -8,5%. Foreningens afkast var på -4,97% og dermed markant under foreningens CIBOR benchmark. Selv om porteføljen havde nedbragt sine positioner i Rusland inden invasionen, skyldtes godt halvdelen af det negative afkast russiske og ukrainske positioner. Porteføljen har ingen eksponering til Rusland længere, mens der er under 0,5% eksponering i Ukraine. Den fremtidige værdi af beholdningen i Ukraine vil være helt afhængig af udfaldet af krigen og den potentielt efterfølgende restrukturering af såvel stats- som virksomhedsgæld.

## Slava Ukraini

## BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

Grusomhederne og de langtrækkende konsekvenser af Ruslands angreb på Ukraine er svære at beskrive med få ord. Vores forventning var, at Rusland ville benytte sin troppeopbygning til at indhente store indrømmelser fra Ukraine og at en militær konflikt ikke ville begrænses til det østlige Ukraine. Af denne årsag var eksponeringen mod Rusland og Ukraine nedbragt inden krigen, om end positioneringen i Ukraine blev fastholdt, da vi ikke forventede et økonomisk kollaps samt en generøs understøttelse af Ukraine fra Vesten. Desværre fik vi kun delvis ret i vores antagelser og obligationsmarkedet blev hurtigt uvirksomt som følge af Ruslands angreb på hele landet. Det er dog ikke kun på slagmarken, at ukrainerne har vist sig modige og tapre. Således fastholder man ambitionen og ønsket om at overholde alle gældsforpligtelser og det er kun få ukrainske obligationsudstedere, der har udbedt sig henstand i rentebetalinger, idet likviditetssituationen var god, inden krigen brød ud. Tiden og omfanget af skaderne er dog imod ukrainerne, men i stort omfang også afspejlet i obligationskurserne.

For den globale økonomi er konsekvenserne også mangfoldige. Det inflationære chok fra råvareprisstigningerne på alt fra fødevarer, til metaller og energi er stort og øger risikoen for social uro i lande, som er mest udsat overfor energi- og fødevarerpriser som andel af den disponible indkomst. Samtidig vil dette også kunne forstærke tendensen mod mere de-globalisering, mere statsinvolvering i økonomier samt større offentligt forbrug. Vi forventer også, at "just-in-time" princippet kan blive udskiftet med "just-in-case" princippet og føre til større lagerbeholdninger.

Den store vestlige enighed og opbakning i modsvarer til Rusland har været bemærkelsesværdigt, men den mere vage tilbagemelding fra den "ikke-vestlige" (i værdibaserede normer) del af verden. Dette blev synliggjort ved FN's fordømmelse af krigen, hvor 73% af lande stemte for, men under halvdelen støttede forslaget målt på befolkning. Hvor dette kan tolkes som pleje af egne interesser eller synliggørelse af den vestlige verdens hykleri (samme reaktioner opstod hverken i Syrien eller Yemen), kan det også tolkes som et ønske om at diversificere væk fra vesten og potentielt om at skabe "økonomiske værdiblokke" ved at pleje forsyningskæder med "ligesindede" allierede. Sanktioneringen af den russiske centralbanks reserver kan således forstærke dette og føre til andre lands forsøg på yderligere at diversificere reserver via andre valutaer, inklusive store EM valutaer, eller reale aktiver.

### Inflation or stagflation?

Vi argumenterede i sidste kvartalsrapport for, at inflationsstigningerne som følge af brudte forsyningskæder

ville være midlertidig og aftage i løbet af 2022. Med den seneste udvikling er det ikke sandsynligt. De stigende energi- og fødevarerpriser vil vare et stykke tid og smitte af på lønudviklingen. Vi forventer dog ikke en vedvarende løn/prisspiral, da centralbankerne i såvel DM som EM vil hæve renterne for at modgå dette. Da vækstudsigterne fortsat er pæne for hovedparten af EM og DM-landene, forventer vi ikke egentlig stagflation (stagnerende vækst høj inflation).

### Markedet herfra

Det vanskelige markedsmiljø har begrænset markedet for nyudstedelser. Det har betydet, at første kvartal havde det laveste antal nyudstedelser siden første kvartal 2016 og at det var tredje kvartal i træk, hvor der blev udstedt mindre end der udløb for emerging markets udstedere. Flere investorundersøgelser viser, at mange investorer har høje kontantandele og det bør kunne absorbere nyudstedelser i takt med, at markedet for nyudstedelser gradvist åbner igen.

Fundamentalt har de fleste virksomheder i emerging markets gode kreditnøgletal og en lang række udstedere nyder enten direkte eller indirekte gavn af de højere råvarepriser. EM virker hverken overkøbt eller dyrt relativt til udviklede markeder. Væksten er aftaget lidt i EM, men ligger fortsat på et historisk pænt niveau, hvorfor vi som omtalt ikke tror på stagflation i EM.

Usikkerheden knytter sig til den amerikanske pengepolitik, den globale inflationsudvikling og krigen i Ukraine, og de tre usikkerheder er indbyrdes afhængige. Alt i alt forventer vi, at volatilitet er tilbage på de globale markeder og at det fortsat vil kunne medføre udsving i begge retninger. I porteføljen vil kreditudvælgelse derfor fortsat være i fokus og vi foretrækker fortsat at være eksponeret mod den bedre del af High Yield og Investment grade selskaber og lande og mod kendte udstedere med etableret betalingsevne. I porteføljen er fokus på råvareproducerende lande, der vil klare sig bedre i et scenarie med stigende eller høje råvarepriser. Blandt ikke råvareproducerende foretrækker vi lande med solide balancer. Vi er opmærksomme på lande, hvor fødevarerimporten udgør en meget stor del af landets import, og hvor stigende fødevarerpriser kan blive en udfordring.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen, Chresten Hagelund og Søren Bertelsen

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