

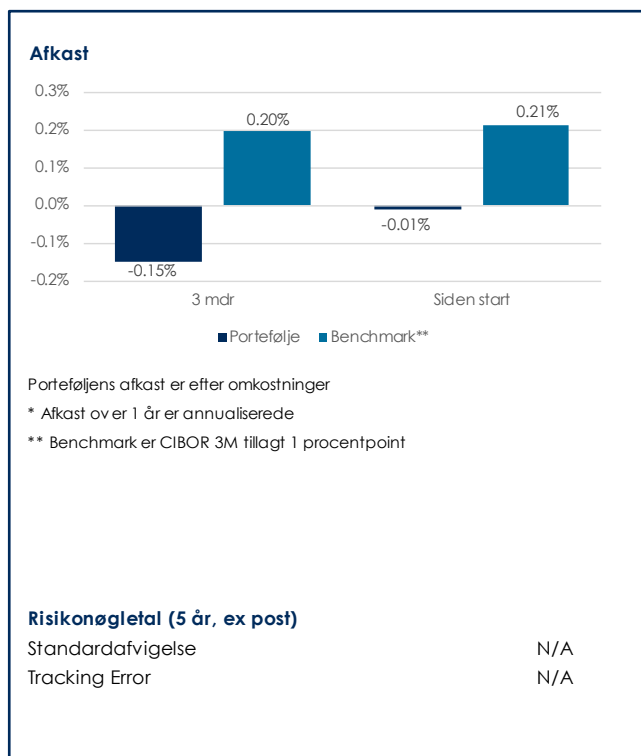
BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

Kære investør

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

- Andet kvartal var skuffende rent afkastmæssigt, idet porteføljen leverede et afkast på -0,15 % over kvartalet
- Udviklingen skyldes ikke mindst den stigende påpasselighed blandt investorerne i forhold til det kinesiske marked, som blev påvirket af, at de regulatoriske stramninger i teknologisektoren spredte sig til både sundheds- og spilleindustrien. Derudover førte en betalingsmisligholdelse af landets største ejendomsudvikler til en markant stigning i risikopræmier for øvrige selskaber i denne sektor.
- Energipriserne fortsatte deres himmelflugt og sammen med fortsatte propper i den bredere forsyningskæde øgede det risikoen for en kommende inflationært udvikling, og samtidig rykkede pengepolitiske stramninger fra FED tættre på.
- Samlet set har EM kreditspænd udviklet sig på linie med amerikanske kreditspænd, men HY andelen i EM handler fortsat på relativt høje niveauer sammenlignet med det historiske niveau for US HY



Skrøbelige følelser og stigende bekymringer

Mens kreditspænd og kursændringer over 3. kvartal virkede ubetydelige, var kvartalet fyldt med store bevægelser inden for kvartalet. Eksempelvis steg den 10-årige amerikanske statsrente kun med 4 bp, men bundede på 1,12 % for i skrivende stund at ende på 1,54 %, hvilket indikerer volatiliteten på rentemarkedet kan være på vej tilbage. Tilsvarende så Emerging Markets virksomheder kun en marginal stigning i kreditspænd på 9 bps trods store bevægelser blandt især kinesiske selskaber. EM kreditspænd bevægede sig stort set som DM kreditter.

Den regulatoriske stramning i Kina fortsatte fra tech sektoren til også at ramme både health care samt casinoer, som blev ramt af et lovforslag til nuværende lovgivning. Vi anser stramningen for at ramme aktionærer hårdere end obligationsejere og være en del af den fortsatte strid mellem Kina og USA, idet nogle af de værst ramte casinoer har amerikanske ejere. Vi forudsiger ikke, at dette fører til en lukning af industrien, men foretrækker at være eksponeret mod mere

konservative casinoer med overvejende lokalt ejerskab.

En af Kinas største (og mest forgældede) ejendomsudviklere tiltrak også global interesse, da det misligholdte betalingsforpligtelser i tredje kvartal. Selv om dette var længe undervejs, og obligationspriserne allerede afspejlede selskabets alvorlige situation, øgede den frygten for systemiske risici i det kinesiske finansielle system. Selv om der ikke var nogen tvivl om, at Evergrande var i en uholdbar finansiell situation, er det vores forventning, at den kinesiske regering vil gøre sit yderste for at fabrikere en omstrukturering, der undslipper enhver form for social uro fra de mennesker, der har forudbetalt ufærdige lejlighedsbyggeri, samt for at mindske konsekvenserne fra leverandører til Evergrande. Som en overvejende statskontrolleret økonomi har den kinesiske regering stadig den finansielle styrke til at opveje disse risici. Samtidig vil Kina sandsynligvis lempe på kreditimpuls og bruge pengepolitik til at afbøde virkningerne, hvilket allerede er begyndt via likviditetsindsprøjtninger i banksystemet. En bredere løsning vil dog tage tid og

BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

ejendomssektorens udfordringer vil ikke blive løst inden for de næste par måneder. Det fører til risici for den bredere sektor i takt med tilliden til andre og flere ejendomsudviklere svinder. Første tegn herpå er allerede tydeligt, da flere ejendomsudviklere rapporterer om store fald i ejendomssalget i løbet af september, som sammen med oktober traditionelt er blandt de stærkeste måneder. Bekymringerne fik yderligere grobund, da en anden mellemstor udvikler netop har meddelt, at den ikke vil opfylde sit obligationsforfald, og for os vil denne eskalerende risiko for ikke-betalende ejendomsudviklere, enten på grund af manglende evne eller vilje, fortsat være til stede, indtil regeringen har opstillet en troværdig ramme for fremtiden for en sektor, som hidtil har bidraget til en betydelig del af den kinesiske vækstmodel. I betragtning af denne totale mangel på gennemsigtighed har vi reduceret vores eksponering til sektoren yderligere. Dette skal ikke mindst ses i lyset af, at det dilemma, som de kinesiske myndigheder står over for, er, at de er nødt til at reducere såvel social som økonomisk ulighed, samtidig med at de stadig sigter mod at undgå den såkaldte "middle income trap" og det ikke kun er de få, men hele befolkningen, der bliver rig, før den bliver gammel. I tillæg fortsætter præsident Xi's magtkonsolidering, som sammen med de øvrige faktorer betyder volatilitet forude.

Forstoppede forsyningskæder og inflation

De fortsatte flaskehalse i forsyningskæden og kraftigt stigende containerpriser har sammen med en vedvarende energikrise i Europa ført til bekymring for løbsk inflation og endda sammenligninger af 1970'ernes stagflation. Energimanglen skyldes flere årsager; et koldt europæisk forår samt en varm asiatisk sommer oven på genåbningen af den globale industri efter pandemien. Hertil kommer mindre vind i hele Europa og tørke, der påvirker vandkraften i flere lande. Desuden forstærker dekarboniseringsfokus og mangel på atomenergi kun behovet for gas på et tidspunkt, hvor Rusland sender mindre gas til Europa, mens Ruslands lobbyarbejde for Nordstream 2-godkendelsen pågår. Havde det ikke været tragikomisk, ville man have kaldt dette den perfekte storm. Ikke desto mindre mener vi, at de energirelaterede stigninger i råvarepriserne af natur vil være forbigående, men at en kommende kold vinter vil lægge yderligere pres på inflation og husholdningsbudgetter. Andre råvarer som tømmer, jernmalm og metaller synes dog allerede at have toppet blandt andet som følge af de forstoppede forsyningskæder og nedskæringen i den kinesiske

kreditimpuls, som vi tidligere har skrevet om. Trods sæsonudsving fortsat kan påvirke energi- og råvarepriserne på fødevarer, er vi således ikke voldsomt bekymrede over en langvarig stigning i inflationen, så længe vi ikke ser et betydeligt globalt lønpres, da vi forventer, at forsyningskæderne vil blive retableret i løbet af de næste 12-18 måneder. Ligeledes mener vi ikke, at det er retfærdigt at sammenligne med 70'ernes stagflation, idet den forventede lavere vækst i 2022 fortsat ligger over vækstgennemsnittet for de sidste mange år, og da den højere inflation fortsat er lav sammenlignet med dengang. Markedet synes for nærværende at være enige i og de langsigtede inflationsforventninger synes forankret på et stabilt niveau.

En af de kendte ubekendte for den nærmeste fremtid er, hvordan den amerikanske centralbank reagerer i forhold til "tapering" og potentielle ændringer af dets pengepolitik. Historisk ville begge faktorer være udfordrende for EM, men de fleste EM-lande har i dag langt bedre balancer end tidligere. Usikkerheden til FEDs politik kan dog stige afhængigt af, om Jerome Powell vil fortsætte med at lede FED.

Outlook

Selv om der er kommet flere skyer i løbet af det seneste kvartal, synes kreditnøgletal for det bredere EM univers fortsat at være robuste. Råvareproducenter stortrives fortsat, men der vil dog være dele af EM som kan blive påvirket af en tilbagetrækning af global likviditet som senest set i Kina. Ikke desto mindre bevæger den globale økonomi sig fremad fra pandemien og vil i sidste ende være på vej mod en normalisering, hvilket generelt vil støtte EM. I betragtning af de mange usikkerheder mener vi, at kreditudvælgelse vil forblive den vigtigste drivkraft for afkast året ud, og vi sigter på at opretholde vores tilt mod den bedre del af HY. I dette scenario mener vi, at det at holde sig til kendte udstedere afprøvet track record og stabile kreditprofiler fortsat er vores foretrukne valg, da disse efter vores mening bør levere en bedre risiko / afkastprofil.

Med venlig hilsen hilsen

Søren Bertelsen & Chresten Hagelund

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S "BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2021