

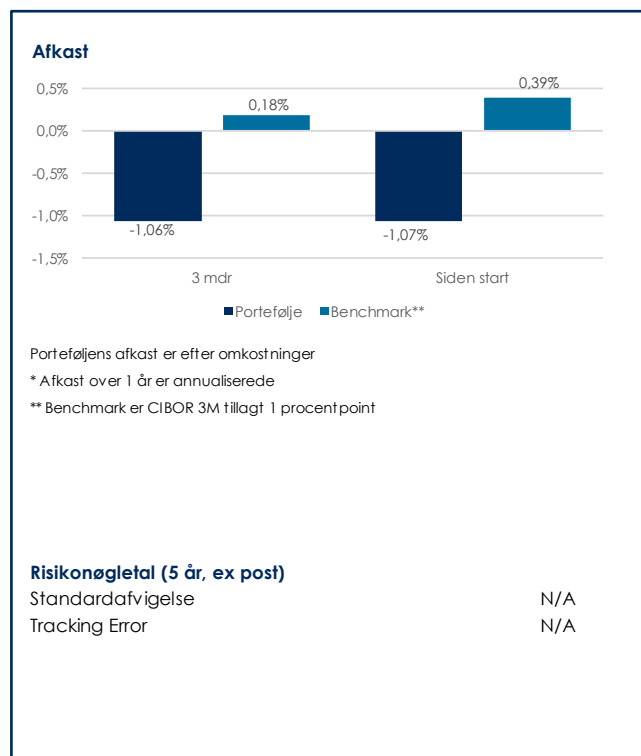
BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

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

- Trods et vanskeligt år klarede EM virksomhedsobligationer sig bedre end andre obligationsprodukter fra EM
- Foreningen sluttede kvartalet med et negativt afkast på 1,06 % efter omkostninger især drevet af uroen i det kinesiske ejendomsmarked, men ligeledes førte de pengepolitiske eksperimenter i Tyrkiet til kursuro for tyrkiske aktiver.
- Trods fortsat gode økonomiske data i Ukraine var den russiske troppeopbygning tæt ved den østlige ukrainske grænse med til at presse ukrainske aktiver
- Kreditnøgletal er fortsat positive og vi forventer et særdeles aktivt nyudstedelsesmarked i begyndelsen af 2022, hvilket vil være understøttende for aktivklassen



Efterårsblues i EM

På tværs af aktivklasser havde emerging markets aktiver det svært i 2021 i forhold til udviklede markeder. Dette være sig indenfor aktier, rentemarkeder, valuta og kredit. Blandt obligationsprodukter fra EM præsterede virksomhedsobligationer endnu en gang et af de bedste risikostjusterede afkast, men især HY havde et vanskeligere år relativt til globale HY markeder. Generelt har mange EM-selskaber haft et godt år og forbedret kreditnøgletal, men enkelte lommer har haft det vanskeligt – nogle som følge af sektorudfordringer, mens andre påvirkedes af politiske og geopolitiske spændinger.

Et af de hårdest ramte områder i løbet af andet halvår 2021 var det kinesiske ejendomsmarked, hvor 16 ejendomsudviklere måtte kaste håndklædet i ringen og gå i betalingsstandsning med gæld for mere end USD 56 mia. som følge af et helt tilfrosset refinansieringsmarked og en brat opbremsning i ejendomssalg. Myndighederne har ønsket en

opbremsning af sektorens gældsætning, men begyndte mod slutningen af året at sende små signaler til en opblødning, men yderligere stabilitet og gennemsigtighed er påkrævet før markedet tør op og tilliden vender tilbage. Obligationskurserne har indiskonteret en stor del af risici allerede, men givet den manglende tillid til sektoren kræver det stadig tålmodighed og forsigtighed, idet der fortsat vil være svagere selskaber, der vil lide likviditetsdøden, mens de stærke kun gradvist vil genvinde styrke og blive i stand til at refinansiere gæld i markedet.

Det var især to andre lande, der påkaldte sig megen opmærksomhed i fjerde kvartal og så større spændingsving. Meget af den valutauro, der opstod i Tyrkiet, var således selvforskyldt, idet man var valgt at følge den tyrkiske præsidents meget utraditionelle og ukonventionelle pengepolitik. Markedet har længe haft en lav tiltro til den pengepolitiske tilgang i Tyrkiet, men i løbet af fjerde kvartal valgte flere lokale at sælge TRY mod at købe hård valuta og det førte til et stigende pres på valutaten, som i løbet af kvartalet gik fra 9 TRY

BankInvest Emerging Markets Korte Obligationer

per USD og intradag krydsede 18, før det sluttede på cirka 13 på baggrund af en ny omgang pengepolitisk voodoo, hvor staten påtager sig al valutarisiko mod USD på TRY indlån givet visse forudsætninger. Endnu en gang viser det, at den nuværende administration vil gøre alt for at undgå at hæve renterne trods stigende inflation og uhørt lave realrenter, mens man via forhøjelse af mindsteløn og andre indgreb sigter på genvalg senest i 2023. Det er politisk gambling med meget høj risiko, som nemt kan bringe folk i gaderne – hvilket vi ser som en generisk risiko givet stigende energi og fødevarerpriser, hvilket var samme fænomen, der førte til det arabiske forår.

De russiske troppebevægelser tæt ved den østlige ukrainske grænse øgede frygten for militær konfrontation og bragte også ukrainske aktiver under pres i fjerde kvartal, ligesom risikoen for øgede sanktioner mod Rusland steg mærkbart. Europa ser ikke ud til at have stået overfor en så stor stabilitetstrussel siden Murens fald og selv om ingen af siderne rationelt burde have en interesse i en militærkonflikt på ukrainsk jord, så er dette ikke længere alene et hypotetisk scenarium. Moskva har nøglen til at deeskalere situationen, men det er endnu uvist, hvad der kan bringe ro til området. Vi forventer ingen nem løsning og forventer en fortsat forøget geopolitisk præmie for både russiske og ukrainske aktiver.

Fortsat turbulens, men bedre udgangspunkt

På den korte bane skyldes inflationsstigningen primært, at efterspørgslen efter fysiske varer har oversteget udbuddet, der er blevet begrænset som følge af flaskehalse i forsyningskæderne. I takt med samfund tilpasser sig mod tiden efter pandemien vil efterspørgslen i højere grad være mod services samtidig med udbuddet normaliseres. Det vil bringe højere ligevægtspriser, men ikke yderligere inflation forudsat lønudviklingen ikke fører til en ond løn-/inflationsspiral. Rigelig kapacitet og forbedrede forsyningskæder burde sikre aftagende inflationspres, om end stigende energipriser er en risikofaktor, ikke mindst for social uro. Nye Covid-varianter er en kendt ubekendt, selv om data indikerer Omikron kan afslutte snarere end forlænge pandemien. Den kinesiske nultolerance er dog en joker i denne sammenhæng. Samlet set forventer vi derfor stadig, at inflationstakten vil aftage medio 2022, når basiseffekter klinger af.

EM er udfordret af inflation, især i Latinamerika og i Østeuropa, mens inflationen (endnu) er moderat i

Asien. Den største udfordring er, at inflationsforventninger ikke er forankrede i EM og derfor har centralbanker i EM påbegyndt opstramninger for at modvirke valutapres og inflationspres. Nuværende inflation indikerer dog stadig negative realrenter i EM og derfor må fortsat opstramning forventes. På det seneste er FED også blevet mere tydelig om kommende renteforhøjelser og afslutning af QE. Hvor Kina formentlig vil opveje noget af den indskrænkede likviditetstilførsel for at afbøde vækstnedgang fra ejendomssektoren, så forventer vi øget volatilitet på alle risikofyldte aktiver givet lavere global likviditet. Ud fra de langsigtede inflationsforventninger deler markedet vores synspunkt, men uanset om rentekurverne vil stige eller flade herfra vil mindre likviditet føre til øget volatilitet. Der er dog argumenter for, at EM er væsentlig bedre polstret til at modstå indskrænkningen i global likviditet i forhold til tidligere perioder med FED opstramning. Således er andelen af udenlandske investorer i EM for både aktier og obligationer nu lavere end før pandemien, hvilket vil være en brugbar buffer, såfremt investorer søger sikrere havne. Derudover har EM set stigende vækstrater og den værste frygt om gældsophobninger i EM målt i forhold til BNP har hidtil vist sig for pessimistisk. Endeligt er betalingsbalancer bredt set sunde sammenlignet med tidligere og valutaer i EM har korrigeret meget målt i forhold til historiske standarder.

Fundamentalt set står EM virksomheder overordnet set med robuste kreditnøgletal og da EM hverken virker overkøbt eller dyrt relativt til udviklede markeder, forventer vi, at aktivklassen vil se balance i efterspørgsel og udbud, hvilket vil tilsi et sundt refinanseringsmarked for såvel virksomheder som stater bredt set. Vi forventer således et særdeles aktivt nyudstedelsesmarked i 2022, hvilket vil være understøttende for aktivklassen. Ligeledes forventer vi fortsat lave konkursrater for EM, når der ses bort fra den allerede plagede ejendomssektor i Kina. I takt med at den globale likviditet mindskes vil 2022 bringe perioder med volatilitet. Derfor vil kreditudvælgelse fortsat være i fokus og vores præference vil fortsat være mod den bedre del af HY og mod kendte udstedere med etableret track record.

Med venlig hilsen

Troels Halck Pedersen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 18. januar 2022