

Emerging Markets efter krisen

Krisen viste os, at emerging markets ikke kan stå alene, når skyerne er allermest mørke. Når der skal sælges risikoaktiver, så sælges alt der rimer på risiko – næsten uanset kvaliteten af aktivet. Nu er optimismen på vej tilbage og emerging markets har generelt performet fint siden de første grønne skud spirede frem fra den amerikanske økonomi tilbage i marts 2009. Vi er generelt optimistiske omkring vækst i verden i 2010, hvilket sammen med bedre stemning/tillid mellem parterne på de finansielle markeder bør være katalysatoren for positive emerging markets afkast i resten af 2009 og i 2010. I dette skriv ser vi nærmere på hvordan emerging markets er kommet igennem krisen og hvordan det ser ud fremadrettet. Vi forsøger kort at dykke ned i temaer (muligheder og risici), som vi vurderer er vigtige for investorer, der handler obligationer i enten kernevaluta eller lokalvaluta på emerging markets.

Væksthistorien EM lever fortsat

Recessionen er også ved at være overstået i flere emerging markets (EM) lande. Specielt i landene i Asien er vendingen kommet hurtigere, end vi havde forventet. Omvendt er der også lande, der oplevede et meget slemt 4. og 1. kvartal / 1. halvår, og som stadig kæmper med efterveerne herfra. Generelt gælder det dog for hele EM universet, at det venter på den altafgørende medicin – en vending i verdensøkonomien (læs evt. mere om Jyske Banks forventninger til global vækst [her](#)).

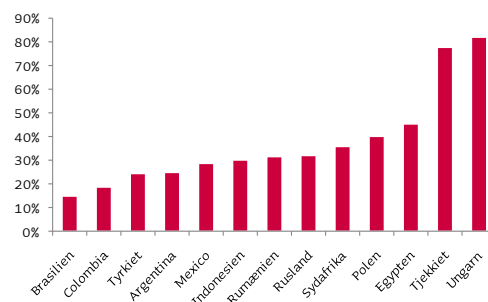
Indtil videre har udviklingen i Asien i 2009 overrasket os. Efter en ganske kraftig tilbagegang i slutningen af 2008 er flere af landene kommet forholdsvis hurtigt i gang igen. Vi venter nu en vækst i Asien på 4 ½ - 5 % i 2009 og omkring 6 ½ % i 2010.

Flere lande i Latinamerika har nydt godt af stigende råvarepriser. Specielt Brasilien har

klaret sig bedre gennem krisen end forventet og viste en pæn vækst allerede i 2. kvartal. Det skyldes dog også, at landet er en af de mere lukkede økonomier i regionen, og derfor samlet set ikke er blevet helt så hårdt ramt af den aftagende efterspørgsel fra udlandet. For Latinamerika venter vi en vækst på -2 – -2 ½ % i år og omkring 3 % næste år.

Østeuropa er den EM-region, der er blevet ramt allerhårdst af den finansielle krise og den globale økonomiske afmatning – og alle lande kommer til at opleve negativ vækst i 2009 (dog sandsynligvis på nær Polen). Men efter et par meget hårde kvartaler er Østeuropa nu også lige så langsomt på vej ud af recessionens greb. 2. kvartals BNP-tal har generelt været bedre end 1. kvartals tal. Vækstafmatningen har også betydet, at underskuddene på betalingsbalancerne er blevet bragt ned, og det mindsker således behovet for kapital udefra – hvilket ellers har været Østeuropas akilleshæl. Vi nedjusterer vækstskønnet for Østeuropa i 2009 fra omkring -3 ½ % til omkring -5 %. Dette skyldes bl.a., at regionens største økonomi, Rusland er blevet hårdere ramt på væksten end tidligere ventet. For 2010 venter vi en lille opjustering i forhold til sidst – en vækst på 2-2 ½ % mod tidligere ventet 2 %.

Eksport/BNP udvalgte EM lande



Selv om det nu ser betydeligt mere positivt ud for væksten på EM end for blot et halvt år siden, og selvom EM i 2010 vil vækste højere end de udviklede lande, så vil EM fortsat være meget afhængig af eksportefterspørgslen fra Euroland og USA (og dermed også vækstudviklingen). Dvs. udvikler væksten i USA og Euro-

Udgiver:

Jyske Markets
Vestergade 8 -16
DK - 8600 Silkeborg

Analytiker:

Linda Vestergård
+45 89 89 76 62
Linda.Vestergaard@jyskebank.dk

Analytiker:

Kent Bæk Iversen
+45 89 89 76 63
Kent.Iversen@jyskebank.dk

Læs flere analyser om emerging markets obligationer på www.jyskebank.dk/finansnyt

Fraskrivelse af ansvar:

Se venligst den sidste side

EMERGING MARKETS

Emerging Markets • 27.10.2009 • Jyske Markets

land sig værre end ventet, så vil resten af 2009 og 2010 også se mere dystre ud for EM.

Latinamerika eller Østeuropa?

På grund af adgangen til obligationer i lokalvaluta er vores primære fokus inden for EM på de to regioner Latinamerika og Østeuropa. Vi har i længere tid anbefalet overvægt på Latinamerika, men også Østeuropa begynder at vise tegn på bedring, og derfor er overvægten ikke længere så entydig. Desuden har nogle latinamerikanske valutaer allerede styrket sig markant, og potentialet kan umiddelbart virke begrænset. Får vi ret i vores globale vækstforventninger, så går der ikke længe før konvergenhistorien igen bliver aktuel blandt nogle af de Østeuropæiske lande (Polen først og senere Ungarn og Tjekkiet). Men Østeuropa er fortsat tynget af gældsproblematikken og derfor kan en overvægt på Østeuropa ikke retfærdiggøres. Konklusionen er et mere balanceret forhold mellem de to regioner, hvor det i højere grad går ud på at vælge det rigtige land frem for den rigtige region. Inden for Østeuropa ser vi mest potentiale i PLN-obligationer og TRY-obligationer, mens vi i Latinamerika ser mest potentiale i BRL-obligationer og MXN-obligationer.

Renteforhøjelser i sigte

Lige som centralbankerne i de udviklede lande, så har centralbankerne i emerging markets landene også sænket renterne til rekordlave niveauer. I takt med at væksten viser tegn på bedring rykker renteforhøjelser tættere på, og tager man EM-landene over en bred kam, så vil vi her se renteforhøjelser tidligere end i USA og Euroland (begge tidligst i 4. kvartal 2010). For EM vil de stigende råvarepriser også udgøre et opadgående pres på inflationen, idet råvarer udgør en større andel af inflationsmålet end i de udviklede lande, og det vil i sig selv også kræve renteforhøjelser. Inden for EM er der dog store forskelle på det forventede tidspunkt for renteforhøjelser (centralbankerne i Ungarn og Tyrkiet er end ikke færdige med at sænke renten endnu). Overordnet set så vil Asien komme først på banen med renteforhøjelser, dernæst Latinamerika og til sidst Østeuropa. Som EM investor bør man derfor begynde at forberede sig på en startende renteforhøjelsescyklus næste år.

Markedet er allerede begyndt at indregne renteforhøjelser næste år, og i flere tilfælde indregner markedet efter vores vurdering både for mange renteforhøjelser og en for tidlig dato for den første renteforhøjelse.

Timing af renteforhøjelser

Jyske Banks forventninger:

| Q1 2010 | Q2 2010 | Q3 2010 | Q4 2010 |
|--------------|---|---|--------------------|
| Ungarn (-50) | Brasilien (150-200) Tjekkiet (100-150) | Mexico (50-100) Colombia (50-100) Indonesien (100-150) Polen (75-125) Tyrkiet (150-200) | Sydafrika (50-100) |

Indregnet i markedet pr. 22/10-2009:

| Q1 2010 | Q2 2010 | Q3 2010 | Q4 2010 |
|--|---------|--|---------|
| Brasilien (300) Mexico (175) Polen (125) Ungarn (-50) | | Sydafrika (150) Tjekkiet (100) Tyrkiet (100) | |

Forklaring: Står et land i eksempelvis kolonne 'Q1 2010' angiver det en forventning om, at den første renteforhøjelse i det pågældende land finder sted i 1. kvartal 2010. Tal i parentes under landets navn angiver forventninger til renteforhøjelser (bps.) for hele 2010

Rentekurven er generelt meget stejl i mange EM-lande og en kurvefladning er i kortene, når centralbankerne for alvor begynder at hæve nøglerenterne. Vi vurderer dog ikke, at ovenstående mis-match mellem vores forventninger og markedets forventninger, skal få investorer til fare ud af de korte obligationer og ind i de lange obligationer, da der selvfølgelig er usikkerhed forbundet med ovenstående prognose. Pt. ser vi således mest potentiale i valutadelen frem for rentedelen af investering i obligationer i lokalvaluta. Derfor fastholder vi generelt anbefalingen om at være eksponeret i den korte ende af kurven.

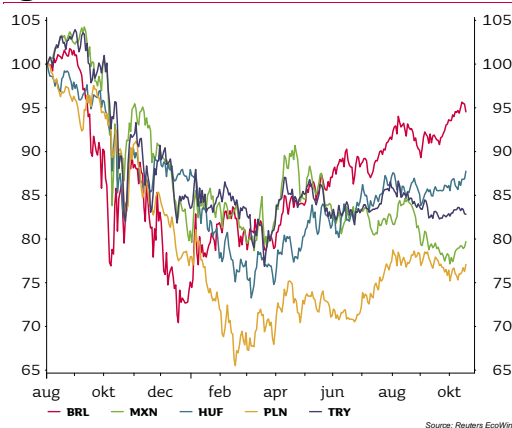
EMERGING MARKETS

Emerging Markets • 27.10.2009 • Jyske Markets

Pilen peger op for EM-valutaerne

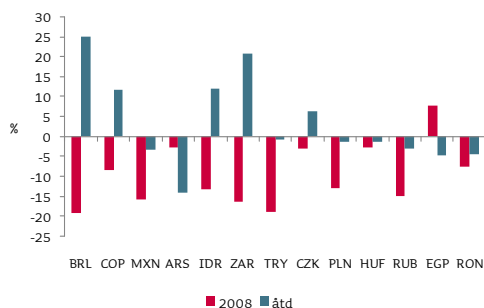
EM-valutaerne blev også ramt hårdt, og en overgang havde flere valutaer inden for en forholdsvis kort periode svækket sig med over 20 % over for EUR, og det var især grund til bekymring i de lande, hvor en stor del af låntagningen havde fundet sted i udenlandsk valuta (primært EUR og CHF).

EM-valutaer over for EUR, 1. august 2008=100



I år er EM-valutaerne dog kommet pænt igen, men også her har der været store forskelle landene imellem. Især BRL og ZAR skiller sig ud som valutaer, der har styrket sig meget i år med henholdsvis 25 % og 18 % over for EUR siden 1. januar. For netop de to valutaer har de stigende råvarepriser være en stor del af forklaringen på den markante styrkelse, og for Brasilien skal også nævnes den gode fundamentale historie. Til modsætning så har de Østeuropæiske valutaer været længe om at begynde at indhente noget af det tabte, og her er det gældsproblematikken, som fortsat tyrer regionen.

EM Valutaer over for EUR

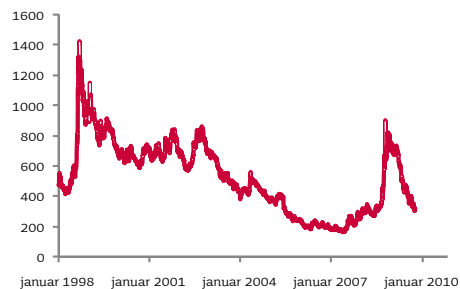


Generelt peger pilen også op for EM valutaerne resten af 2009 og 2010, hvilket vi primært baserer på vækstforventninger og den deraf øgede efterspørgsel efter produktion og råvarer i EM-landene. Desuden vil tendensen til at ville påtage sig mere risiko, renteforhøjelser på EM samtidig med at renterne forbliver lave i USA og Euroland samt kapitalinflows være understøttende for EM-valutaerne, men der vil være store forskelle valutaerne imellem. For investor vil det derfor ikke kun være et spørgsmål om at investere i EM eller ej, men i høj grad at udvælge de rigtige lande. Lande med sunde fundamentaler og / eller stigende renter vil stå for de største valutastyrkelser (her vil kandidaterne efter vores vurdering være BRL, TRY og PLN).

Fortsat mulighed for kreditspændindsnævring på kernevaluta...

Både obligationer i lokalvaluta (GBI) og obligationer i kernevaluta (EMBI) blev solgt fra efter Lehman i september 2008. Obligationer i kernevaluta fik dog flest klø, og det skal nok tilskrives den bedre likviditet i denne klasse af obligationer.

EMBI kreditspænd



Kreditspændet på EMBI er allerede kørt meget ind igen, og er således nu inde på samme niveau som før Lehman. Den udvikling kan forklares ud fra flere faktorer, hvoraf de vigtigste nok er bedre likviditet samt positiv udvikling for kreditter generelt. Derudover spiller en række strukturelle ændringer ind: det faktum, at de udviklede lande (især USA) står over for et stort udstedelsesbehov for at kunne finansiere deres finanspolitiske stimuli spiller således også ind. EM-landene har ikke gennemført finanspolitiske stimuli i samme grad som de udviklede lande og står derfor ikke over for samme udstedelsesbehov. Dvs. relativt til EM

EMERGING MARKETS

Emerging Markets • 27.10.2009 • Jyske Markets

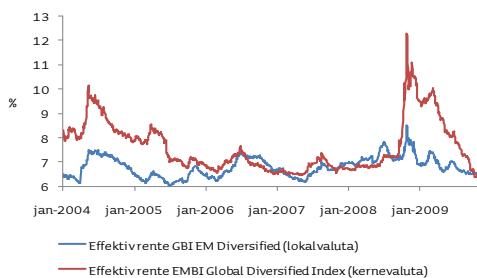
stiger udbuddet af og risikoen på udstedelser fra de udviklede lande, og det bør medføre at kreditspændet på EM-obligationer i kernevaluta vil at køre yderligere ind.

Lokalvaluta eller kernevaluta?

Verden er fortsat undervægtet EM, og i takt med at den undervægt forsvinder, så vil det også være understøttende for både obligationer i kernevaluta og lokalvaluta. Dette samt vores konklusioner om, at ”Pilen peger opad for EM-valutaerne” og ”Fortsat mulighed for kreditspændindsnævring på kernevaluta...” siger imidlertid intet om, hvor det er bedst at ligge placeret. Det ønsker vi at besvare nu!

I nedenstående graf har vi sammenlignet udviklingen i den effektive rente på de to indeks vi følger; dvs. GBI EM Diversified (lokalvaluta) og EMBI Global Diversified Index (kernevaluta). Det er en lidt grov sammenligning, dels fordi EMBI primært er et ”kredit/rente spil” og GBI primært er et ”valutakursspil” og dels fordi EMBI indeholder en bredere vifte af lande (og flere meget risikofyldte lande) end GBI.

Effektiv rente på GBI og EMBI



Alligevel giver grafen et billede af, hvad investor kan opnå i effektiv rente i de to aktivklasser. Som det kan ses, så var obligationer i kernevaluta hårdest ramt under krisen, men er nu kommet igen og den effektive rente på obligationer i kernevaluta ligger nu lavere end før Lehman.

Som vi nævnte i ”Fortsat mulighed for kreditspændindsnævring på kernevaluta...”, så kan vi meget vel se selve kreditspændet (relativ performance) køre længere ind som følge af de strukturelle ændringer, vi er vidner til. Vi vurderer imidlertid, at den effektive rente vil stige på obligationer i kernevaluta – trukket op af

stigende renter globalt. Dvs. nok kan kreditspændet køre ind, men det bliver på et højere renteniveau. Absolut performance vil derfor blive negativ.

Ønsker investor eksponering i den relative performance, så kan Jyske Invests afdeling i nye obligationsmarkeder anbefales, da denne afdeling har mulighed for at afdække sig mod generelt stigende markedsrenter.

På trods af, at den effektive rente ligger på samme niveau i kernevaluta og lokalvaluta, så ser vi klart mest potentiale i obligationer i lokalvaluta, da der er noget at hente på valutatabenet. Stigende renter vil selvfølgelig betyde kurstab på obligationerne, men det vil blive mere end opvejet af udviklingen i valutakursen.

Det er værd at bemærke, at obligationer i lokalvaluta ikke blev ramt så hårdt som obligationer i kernevaluta da krisen stod på sit højeste i september/oktober 2008. For investor med base i EUR og DKK skal en del af dette dog forklares ud fra den samtidige styrkelse i USD (mindskede svækkelsen af dollarrelaterede valutaer over for EUR og DKK).

GBI



Om lokalvaluta også er mest modstandsdygtig næste gang, der kommer en krise er umuligt at spå om, men tidligere antagelser om, at obligationer i lokalvaluta var mere risikofyldte end obligationer i kernevaluta er under alle omstændigheder gjort til skamme.

Konklusion på spørgsmålet i overskriften bliver, at der ”kun” er relativt (til USD-renter) potentiale tilbage i kernevaluta, mens vi ser klart størst absolut potentiale i lokalvaluta i

EMERGING MARKETS

Emerging Markets • 27.10.2009 • Jyske Markets

2009 og 2010. Her vil det være valutadelen, der bidrager til et positivt afkast, mens rentestigninger vil trække lidt i den anden retning.

Der er også risici for EM

Ovenstående tegner et ganske positivt billede af EM for resten af 2009 og 2010, men der er som altid også risici til det scenarie vi har tegnet. EM vil fortsat være afhængig af efterspørgsel fra de udviklede lande, og derfor også af, at opsvinget fortsætter. Skulle investorernes risikoappetit aftage igen, vil det også være negativt for EM. Derudover er der også nogle EM specifikke faktorer, som kan påvirke udvikling negativt: en tæt pakket valgkalender næste år (offentlige finanser), afhængighed af porteføljeinflow samt kapitalrestriktioner.

Tæt pakket valgkalender

Flere EM-lande afholder valg næste år, og det vil som altid udgøre en risikofaktor. Nok især for Østeuropa hvor man i flere lande er nødsaget til at gennemføre finanspolitiske stramninger på trods af markant vækstnedgang, og det er som bekendt ikke populært blandt befolkningen. Risikoen består derfor i at politikerne forsøger at trække stemmer ved at gennemføre diverse populistiske tiltag med stigende budgetunderskud til følge. I resten af 2009 og 2010 er der valg i følgende lande: Tjekkiet (parlament juni 2010), Ungarn (parlament april 2010 og præsident juni 2010), Polen (præsident oktober 2010), Rumænien (præsident november/december 2009), Brasilien (præsident og lovgivende oktober 2010), Colombia (lovgivende marts 2010 og præsident maj 2010).

Øget fokus på handel og FDI's

I takt med den stigende regulering af finanssektoren globalt, så vurderer vi, at porteføljeinflow i mindre grad end tidligere vil påvirke valutakurserne. I stedet vil fokus i højere grad end tidligere rette sig mod reel samhandel og udenlandske direkte investeringer (FDI's) i de enkelte lande.

Der er selvfølgelig tale om en strukturel ændring, der ikke sker "overnight", men vi vurderer, at investorer på emerging markets i stigende grad skal udvælge lande, hvor handelsbalancer og FDI's udgør en større del af de

samlede inflows. Dvs. lande, der har stor afhængighed af porteføljeinflow som følge af store underskud på de eksterne balancer, vil være endnu mere sårbare end hidtil.

Kapitalrestriktioner

Den markante styrkelse vi har set af en række EM-valutaer i år, har fået myndighederne i nogle af disse lande til at udtrykke bekymring over den hastighed, hvormed valutaerne har styrket sig. Således har Brasilien allerede indført en 2 % beskatning på alle inflows til de brasilianske aktie- og obligationsmarkeder for at lægge en dæmper på yderligere markant styrkelse af BRL. COP har også styrket sig markant i år, og derfor har de colombianske myndigheder også varslet lignende tiltag. Spekulationer om andre tiltag for at modvirke yderligere valutastyrkelse har også været aktuelle i Tjekkiet, Sydafrika og Rusland. Hvilke lande, der kan komme med sådanne tiltag, og hvilken effekt det i så fald vil få på valutaen er svært at gisne om. Men det vil helt sikkert være et tema ind i 2010 også, og det vil kunne skabe nervøsitet på valuta- og rentemarkederne. Vi vurderer dog ikke at evt. tiltag i de enkelte lande for at modvirke yderligere markant valutastyrkelse vil kunne modvirke de positive effekter fra EM-væksthistorien i 2010.

Investeringskonklusion

Vi foretrækker obligationer i lokalvaluta, hvor potentialet vil være på valutabenet, og vi anbefaler generelt placering i den korte ende af kurven. Investor kan ikke se obligationer i lokalvaluta over en bred kam og bør være meget selektiv i sine investeringer. For vores holdning til de enkelte lande henviser vi til vores publikation EM-anbefalinger på dette [link](#).

Investering i kernevaluta er ikke attraktivt ud fra en absolut betragtning, men relativt er der fortsat noget at hente og det bør ske via Jyske Invest's afdeling.

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

Jyske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personlig brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres.

Dette er en anbefaling og ikke en investeringsanalyse.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktiviteter for analyse af emerging markets obligationer og valuta, i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere på Emerging Markets i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, hvor de udarbejder analyser. Jyske Bank kan dog have positioner og/eller et forretningsmæssigt forhold til de papirer, der analyseres. Analytikerne modtager ikke betaling fra personer med interesse i analysen.

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter: www.jyskebank.dk/investeringsinfo

Risiko på obligationen

Investering i en emerging markets obligation er behæftet med risiko. Mange forhold, herunder landets kreditkvalitet, betalingsvillighed, likviditet, samfundsforhold og økonomisk udvikling i de enkelte lande kan påvirke kursdannelsen på obligationen. Mere indirekte forhold vil også kunne påvirke kursdannelsen, her tænkes bl.a. på globale økonomiske faktorer, global risikovillighed og geopolitiske risici. Se analysen for vores syn på risikoen. Anførte risikofaktorer i analysen kan ikke anses som udtømmende.

Valutakursrisiko

Handles obligationen i en anden valuta end investors basisvaluta (dette er oftest tilfældet), påtager investor sig endvidere en valutakursrisiko. Valutakursrisikoen påvirkes i mange tilfælde af de samme faktorer som selve obligationen påvirkes (se ovenfor). Vi vurderer valutakursrisikoen, hvor vi finder det nødvendigt. Anførte valutakursrisikofaktorer i en analyse kan ikke anses som udtømmende.

Opdatering af tilbagevendende analyser

Vi opdaterer vores emerging markets morgenkommentar dagligt. Vi opdaterer EM outlook ugentligt. Vi opdaterer EM recommendations mindst en gang ugentligt. I disse vil vores holdning til de enkelte lande løbende blive opdateret. Se analysens forside for datoen, hvor seneste opdatering fandt sted.

<http://www.jyskebank.dk/finansnyt/obligationer/emergingmarkets/markedskommentarer/dagenskommentar/18996.asp?refId=117520>

<http://www.jyskebank.dk/finansnyt/makro/makro/international/emergingmarketsoverblik/emergingmarketsoverblik/254068.asp?SiteID=3>

http://finansnyt/_jb/default.asp#http://finansnyt/udlobligationer/emergingmarkets/emrecommendations/232490.asp

Opdatering af separate analyser

Separate analyser opdateres ikke. I stedet publiceres en ny analyse, når vi finder det nødvendigt. Dette vil som regel være tilfældet, når der sker væsentlige ændringer for investorer. Herunder ændringer af anbefaling, markant ændring af risikoen på obligationen eller en markant ændring i valutakursrisikoen. Se analysens forside for den dato, hvor analysen er offentliggjort. Separate anbefalinger publiceres kun en gang.

http://www.jyskebank.dk/_jb/asp/apps/markets/meta_docs.asp?metaname=Skabelon,Skabelon,Skabelon&metaval_ue=JM.Obl.EM.Analyser,JM.Obl.EM.Modelportefolje,JM.Obl.Analyse.Isk&docs=5&shadowID=117533

Handelskurser

Alle oplyste kurser er aktuelle handelskurser på tidspunktet for analysens offentliggørelse, med mindre andet er anført