



Markedskommentar – virksomhedsobligationer i emerging markets

Marts 2014

Emner i denne markedskommentar

- Lavrisikoobligationer i Asien er favorable sammenlignet med højrisikoobligationer i USA.
- Stagnationen i Kina er ikke nødvendigvis et onde for investering i obligationer. Vi fokuserer på virksomheder, der drager fordel af regeringens femårsplan.
- Nedskrivning af emerging markets lokal valutaer ikke nødvendigvis en ulempe for eksportvirksomheder.
- USA's opsving gavner Mexico.

ment grade-obligationer for at øge vores generelle eksponering til dem. Det er i den forbindelse interessant at notere sig, at man p.t. får højere rentesatser fra visse lavrisikoobligationer i Asien end fra højrisikoobligationer i USA. En anden årsag til, at vi i øjeblikket finder obligationer fra vækstmarkederne mere attraktive end amerikanske obligationer, er, at virksomhederne på vækstmarkederne har langt større kontantbeholdninger i deres regnskaber, som de kan bruge til at pleje deres gæld. Virksomheder i vækstmarkederne har kontantbeholdninger svarende til 31 % af deres samlede gæld, sammenlignet med en kontantbeholdning på 18 % i amerikanske virksomheder.

Den økonomiske vækst i Kina stagnerer

Gennem de senere år har Kina været igennem et enormt investeringsprogram, der har involveret store mængder lånte penge – særligt fra banklån. Nu er centralregeringen i Beijing dog blevet bekymret for gældsbyrden i systemet og har bedt bankerne om at få styr på deres udlån. Desuden sænker eksperterne nu forventningerne til den økonomiske vækstrate i Kina. Er det så godt eller skidt?

Generelt mener vi, at det er godt for investering i obligationer, hvis den økonomiske vækstrate ikke er alt for høj. Så meldingerne om stagnation i Kinas økonomiske vækst bekymrer os ikke så meget. Faktisk mener vi, at det er godt for obligationsejere, hvis virksomhederne bliver lidt mere forbeholdne med deres penge. Vores Value Bonds-strategi har altid ledt os til virksomheder, der har en lav gældsforpligtelse i forhold til virksomhedens samlede værdi. Vi har også tidligere talt om, at det somme tider kan være en god idé på vækstmarkeder at investere i statsejede virksomheder, men det er ikke den tilgang, vi har taget i Kina. Under bygge-boomet blev mange statsejede virksomheder overgearede, fordi de havde

2014 – at vælge de stærkeste udstedelser i et konstant voksende univers

Ved indgangen til 2014 flød medierne over med negative udmeldinger om vækstmarkederne. Men ved at tage udgangspunkt i den aktuelle økonomiske situation i vækstmarkederne har vi med fokus på selskabernes langsigtede stabilitet positioneret fonden således, at fonden fortsat er interessant for investorerne. Mindre vækst er nemlig ikke nødvendigvis en ulempe for kreditinvestorerne – mindre vækst får ledelsen til at stoppe op og udøve mere kreditvenlig adfærd.

Som vi fortalte i forrige udgave af markedskommentaren fremstår obligationer, udstedt af mindre risikable virksomheder, yderst attraktive. Derfor køber vi så vidt muligt 'invest-

optaget store lån for at være med på bølgen. Dog må vi forvente, nu hvor regeringen har signaleret et ønske om en begrænsning af gældsætningen og et skifte over mod en mere forbrugsdrevet økonomi, at der kommer øget politisk indgriben i denne type virksomheders aktiviteter. Og efter vores mening er det sådan, at når uforudsigeligheden øges, så gør den økonomiske risiko det også. Derfor har vi ubetydelig eksponering til statsejede virksomheder i Kina. I stedet er eksponeringen til Kina/Hong Kong i vores portefølje i høj grad drevet af de overvejelser, der er fremlagt i regeringens femårsplan. Det vil sige, at vi går efter virksomheder, der kommer til at nyde godt af den erklærede politiske dagsorden.

Hovedmål for Kinas femårsplan 2011-15:

- **Bæredygtig og inkluderende vækst**
- **Industriel opgradering**
- **Beskyttelse af miljøet (med klare mål om forureningsbekæmpelse)**
- **Øget energieffektivitet**
- **Fremme af det hjemlige forbrug**

Vores portefølje omfatter en række virksomheder, der forventes at nyde godt af planen – med særlig fokus på forureningsbekæmpelse. Vi ejer en producent af rensningsanlægger, en leverandør af vandforsyningslinjer til indenlandske byområder (vigtigt for den politiske stabilitet) og en producent af kontrolsystemer til den højt prioriterede kinesiske undergrundsbane, der skal tilskynde folk til at vælge offentlig transport frem for bil.

Kinas indvirkning på industrilandenes økonomiske kollaps i 2008 var enorm. Det udstillede svagheden ved at være en totalt eksportdrevet økonomi, der er afhængig af andres forbrugsmønstre. Faktisk resulterede eksportkollapsen i social uro. Store lagre hobede sig op i fabrikkerne, og mange mennesker i byerne mistede deres job og blev tvunget til at vende tilbage til gårdene på landet. Det forklarer, hvorfor den kinesiske regering nu er så ivrig efter at fremme det hjemlige forbrug. Man ønsker at se Kinas nye middelklasse bruge af deres nyskabte rigdom.

Vores investering er meget i tråd med regeringens fremme af en mere forbrugsdrevet økonomi via porteføljeeksponering til

den kinesiske detailhandel. Vi ejer investment grade-obligationer i større stormagasiner og supermarkeder. Selv om Kinas vækst falder til kun 5-6 % (fra det tidligere årlige gennemsnit på 10 %), repræsenterer landets store middelklasse, der tæller 3-400 millioner mennesker, stadig en enorm købekraft. Og det er en forbrugsmaskine, der fortsætter med at rulle.

Svækket hjemlig valuta er godt for eksportvirksomhederne

Som nævnt i forrige markedskommentar består vores portefølje af obligationer udstedt hovedsageligt i US dollars. Så hvad er vores reaktion i forhold til overskrifterne om en svækkelse af valutaerne på vækstmarkederne? Ved første øjekast kan det ikke være godt for en virksomhed at have dollardenomineret gæld, der skal betales tilbage med en svækket hjemlig valuta. Men er der tale om en eksportvirksomhed, sælger man sine varer til udlandet og modtager hård valuta som betaling. Så vi stiller os selv spørgsmålet: "Hvor stor en del af virksomhedens indtægter genereres i amerikanske dollars/hård valuta? Og kan disse indtægter dække virksomhedens gæld?" I virkeligheden kigger vi efter virksomheder, hvis omkostningsbase er lokal, men hvis indtægtsbase er overvejende ekstern. I disse tilfælde øger svækkelsen af den lokale valuta faktisk virksomhedens langsigtede rentabilitet, idet virksomhedens varer bliver billigere, og efterspørgslen øges.

Vi har en række eksempler i vores portefølje på virksomheder, hvor hovedparten af indtægten stammer fra eksport, så de kan dække deres årlige renteudgifter mange gange, hvilket betyder, at kuponbetalingen ikke er i fare.

Vores high yield-eksponering

Som nævnt ovenfor har vi igennem nogle måneder øget vores eksponering til investment grade-obligationer (den mindst risikable type virksomhedsobligationer man kan investere i). Men vi investerer naturligvis også i virksomheder, hvis obligationer er kategoriseret som 'high yield', hvilket samtidig indebærer en højere risiko og kræver en højere grad af research og agtpågivenhed fra vores side. Vi har derfor i vores porteføljer forsøgt at opnå vores high yield-eksponering i eksportvirksomheder, hvis varer og ydelser vil være efterspurgt, selv om der skulle komme endnu en økonomisk recession i industrilandene. Eksempelvis er vores eksponering

i Brasilien hovedsagelig koncentreret om producenter af fødevarer og livsvigtige forbrugsartikler.

I Kina er vores high yield-eksponering koncentreret om virksomheder, der, set ud fra vores (og regeringens) perspektiv, opfører sig ordentligt, reducerer gælden og leverer et godt regnskab. Kina er fortsat hele verdens fabrik, og vores midtvejsforventninger til væksten i BNP ligger på 7-7,5 %. Nu, hvor regeringen forsøger at reducere bankernes udlån, er et godt tidspunkt for os til at finde nye, stærke obligationsemis-sioner på kreditmarkederne.

USA's opsving gavner Mexico

Vi er meget positive omkring Mexico, og den svage peso er en af årsagerne. Vi forventer, at Mexico bliver et af de første lande, der oplever en afsmittende effekt af det amerikanske opsving. Men det fremmer også vores optimisme, at den mexicanske regering er villig til at gennemgå økonomiske reformer, som vi mener vil give en positiv effekt på længere sigt.

Eksempelvis offentliggjorde den mexicanske regering i andet halvår af 2013 en energireform, der tillader andre virksomheder at søge efter olie i den mexicanske golf. Det vil resultere i en væsentlig kapitalindstrømning til økonomien.

Kortet herunder viser det nuværende netværk af rørledninger, der er nedlagt af olie- og gasproducerende selskaber i den mexicanske golf. Det viser en klar underudnyttelse af det potentielt olierige mexicanske territorium, sammenlignet med det amerikanske territorium.



Et andet eksempel er, at den mexicanske transportminister har offentliggjort et øget budget til infrastrukturprojekter. Det vil højst sandsynligt være til stor fordel for virksomhederne i vores portefølje som eksempelvis Cemex, en virksomhed der har styrket sit regnskab de seneste år og nu er i en stærk position til at tilpasse sig ny efterspørgsel som følge af infrastrukturmeddelelsen.

Fremtidsudsigter for 2014

Vi tror på, at de økonomiske forhold på vækstmarkederne fortsat vil udvikle sig positivt i det kommende år. Ganske vist vil vigende vækst og industriel aktivitet stadig kunne forårsage kortsigtet prisvolatilitet, men da rentekuponerne fortsat bliver betalt, er det med til at beskytte mod risiko for tab. (Det var de høje fastlåste kuponbetalinger i vores portefølje, der gjorde det muligt for vores afdeling at generere et positivt afkast sidste år, sammenlignet med et negativt afkast fra de toneangivende obligationer.)

Set ud fra vores perspektiv, når vi kigger på de individuelle virksomhedsobligationer, mener vi stadig, at afkastene er attraktive i forhold til konkursrisikoen. Faktisk forventer vi en stabil til faldende konkursrisiko i 2014, fordi:

- Industrilandene vil opnå en stabil til stigende vækst, og dermed vil forbruget af varer, der produceres af vækstmarkederne, igen stige.
- Færre virksomheder behøver refinansiering i løbet af de næste par år. Det er ofte på tidspunktet for refinansiering, at virksomheder går konkurs. Derfor er risikoen sandsynligvis mindre.

Som tidligere nævnt i denne markedscommentar forventer vi, at universet for virksomhedsobligationer på vækstmarkederne fortsat vil blive udvidet, og at flere mindre selskaber begynder at udstede kreditobligationer. Det er præcis på denne type virksomheder, vi er eksperter i at udvælge obligationer. Vores ekspertise inden for value-obligationer sætter os i stand til at identificere mulighederne for gode afkast for vores investorer.

Hvis det kommende år spænder af, som vi forventer, med lav vækst i vækstmarkedsøkonomierne og lave konkursrater – særlig fra vores porteføljebeholdninger – er det vores forhåbning, at afdelingen vil kunne levere afkast på 6-8 %.

Med venlig hilsen



Toke Hjortshøj

Seniorporteføljeforvalter

*På vegne af Sparinvests Value Bonds
investeringsteam*

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.