



Afdeling Emerging Market Obligationer gav i første kvartal af 2009 et afkast på 2,48%, hvilket var 0,91%-point lavere end benchmarkafkastet på 3,39%.

På trods af en stigning i de amerikanske obligationsrenter fortsatte afdeling Emerging Market Obligationer i januar den fremgang, som blev konstateret i den foregående måned. Kurserne på lange amerikanske statsobligationer faldt og havde sit største tab på månedsbasis siden 2004, da regeringen forberedte sig på det andet rekordhøje salg af korte obligationer i denne uge og Repræsentanternes Hus vedtog præsident Barack Obamas økonomiske plan. På den anden side steg JPM EMBIG Diversified 1,33% som følge af den lavere risikoaversion. Obligationsspændene indsnævredes med 71bp for måneden, og kun Chile, Polen og Peru oplevede udvidelser af spændet. De fleste valutaer tabte værdi i forhold til USD, bortset fra i Brasilien, Chile, Filippinerne, Forenede Arabiske Emirater og Uruguay. Emerging Market virksomhedsobligationer leverede ligeledes en positiv performance.

Emerging Market obligationer denomineret i dollars faldt 1,1% i februar som følge af en kombination af en moderat stigning i amerikanske statsobligationsrenter og en lille udvidelse af spændene. På trods af de dårlige økonomiske tal, som blev offentliggjort i løbet af måneden, steg renten i USA over hele linjen. Emerging Market spændene udvidede sig en smule i februar, hvor risikoaversionen forværredes. Emerging europæiske obligationer klarede sig dårligst i løbet af måneden. De fleste valutaer faldt over for USD. Emerging Market virksomhedsobligationer faldt 2,47% i februar, især de højtforrentede obligationer.

I marts steg Emerging Market obligationer udstedt i fremmedvaluta 3,7% som følge af en positiv virkning fra faldende renter over hele linjen på markedet for amerikanske statsobligationer. Spændene indsnævredes en smule med 13bp på grund af en stigning i risikovilligheden. Den amerikanske finansministers præsentation af det private-offentlige investeringsprogram, efterfulgt af en ny IMF udlånsfacilitet var godt nyt for Emerging Market obligationer og valutaer. IMF åbnede for en fleksibel kreditlinje (FCL) til de bedste kreditter i Emerging Markets, uden at låntagerne skulle acceptere strenge IMF-betingelser. High-grade Emerging Market spændene indsnævredes, efterfulgt af de andre spænd. Tal for vækst og industriproduktion i Emerging Markets overraskede negativt, men gode inflationstal gjorde det muligt for centralbankerne at introducere pengepolitiske stimuli i stor stil.

Porteføljeaktivitet

Vi tog profit i nogle virksomhedsobligationer i januar oven på et mindre opsving og vi roterede ind i delvis statsejede navne i Chile (Codelco) og Israel (Israel Electric), som vi mener repræsenterer god værdi. Vi åbnede en lang position i peruvianske renter og valuta. Vi øgede vores undervægt i Panama og Colombia til fordel for Mexico, Brasilien og Filippinerne.

Afdelingen fortsatte i februar sin strategi om at reducere landeeksponeringen for at drage fordel af værdiansættelser i det delvis statsejede segment. Afdelingen solgte mellemlange og lange brasilianske statsobligationer og købte Petrobras. Afdelingen reducerede desuden virksomhedseksponeringen ved at sælge Banco Nacional de Galicia i Argentina. Vi reducerede vores eksponering mod højtforrentede obligationer, som f.eks. Tyrkiet, Filippinerne og Serbien, og øgede vores allokering i kvalitetspapirer i Mexico og Peru. På valutasiden afdækkede afdelingen en del af sin valutaeksponering i kinesiske CNY og mexicanske pesos.

I marts øgede afdelingen sin eksponering mod udlandsgæld i Panama, Israel og Venezuela og reducerede eksponeringen mod Ukraine og Uruguay. I lokale valutaer investerede afdelingen i statsobligationer i Israel og Indonesien og solgte sin eksponering i Dubai og reducerede i Tyrkiet. På virksomhedsmarkedet tilføjede afdelingen Posco (Korea) og solgte Severstal og Privatbank (Rusland). Vi øger vores allokering til high-grade kreditter i udlandsgæld og vi fortsatte med at skelne mellem de højtforrentede kreditter.

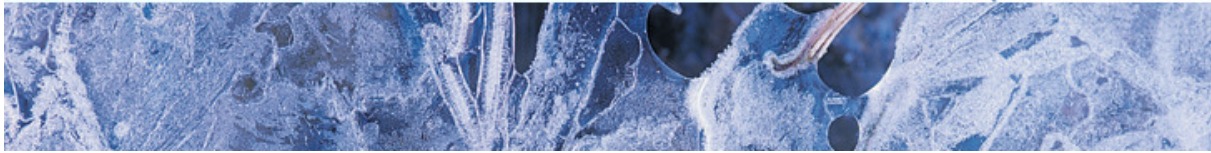
Hovedtemaer:

*Udlandsgæld- vi flytter landevarighed fra neutral til overvægt, øger eksponering mod high-grade lande og bliver i højtforrentede.

*Virksomhedsobligationer – vi bevarer begrænset eksponering mod udfordrende omgivelser.

*Renter – Fremgangen er der stadig, vi bevarer allokeringen og holder nøje øje med om inflationen skulle komme igen.

*Valuta – Meget volatil og teknisk, forsigtig tilgang, overvåger ECB's holdning.



Performancefordeling

Den absolutte performance var positiv i løbet af kvartalet, hvor risikoaversionen veg tilbage og likviditeten langsomt kom tilbage til markedet. Afdelingen klarede sig dårligt i anden halvdel af kvartalet, hvor Argentina ikke kom med i et opsving.

Vores eksponering i virksomhedsobligationer i januar var grunden til det meste af den gode performance, især Banco de Galicia, og mere end opvejede den dårlige performance for vores strategi for lokal gæld.

Afdelingen klarede sig dårligere end benchmark i februar som følge af vores overvægtseksponering i Argentina og Ukraine og undervægt i filippinsk udlandsgæld. Vores undervægt i Kasakhstan bidrog positivt til performance. Afdelingen klarede sig dårligt i marts på grund af vores positioner i statsgæld, mens vores generelle off-benchmark eksponering mod lokal gæld og virksomhedsobligationer havde en neutral effekt.

Fremtidsudsigter

Vi tror på, at den seneste udvikling i IMF vil være en direkte fordel for Emerging Market obligationer og valutaer. Støtte fra G-20 og øget fleksibilitet i udlånsmekanismerne for udviklingslandene bør reducere landerisikoen og sårbarheden over for valutaer yderligere. Vi vedbliver at være konstruktive men forsigtige, idet den globale risikovillighed stadig vil præge året. Vi forventer, at de fleste lande vil udnytte muligheden for at fylde dette og næste års finansieringskløft og det kan føre til overskudsudbud. Vi benytter dette opsving til at fortsætte med at skabe en ny profil for vores portefølje. Vi foretrækker Emerging Market high-grade og har til hensigt at nyde godt af den præmie, som fremkommer ved nyudstedelser.

Vi fastholder vores holdning om, at den høje sandsynlighed for misligholdelse, som er et resultat af Emerging Market landespænd efter frasalget, er uberettiget, idet vi mener, at det fundamentale billede for Emerging Market økonomier ser bedre ud nu, end i tidligere kriser. Frasalget af Emerging Markets obligationer i 4. kvartal sidste år var til dels en følge af en generel stigning i risikoaversionen og mindre likviditet. Selvom Emerging Market lande står over for fundamentale udfordringer, som f.eks. en global økonomisk nedgang, bør IMF's nye tiltag hjælpe til med at reducere solvensproblemerne.

Lokale obligationer kan også drage fordel, fordi den overskydende likviditet kan reducere presset på visse Emerging Market valutaer. Hvis det er tilfældet, kan landene hurtigere sætte renten ned. Det kan påvirke væksten positivt, fordi regeringerne kan føre en mere aggressiv pengepolitik for at reducere produktionsgabene. Derudover har volatiliteten i Emerging Market valutaer i de seneste måneder været den samme som, eller lavere end, i de udviklede lande, hvilket gør lokale Emerging Market obligationer attraktive, når vi kigger på carry i forhold til volatilitet, på grund af deres højere forrentning.

Vi forventer at se flere misligholdelser for Emerging virksomhedsobligationer i de kommende måneder. På den positive side er de finansielle systemer dog i rimelig form i Latinamerika og Asien og den nye mulighed for kapital fra IMF vil frigøre ressourcer, således at regeringer kan støtte virksomhedernes bestræbelser for refinansiering.