

DK0060642809



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef
Ansvarlig for Maj Invest High
Income Obligationer

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

Fordeling på obligationstyper

Kredit – Euro IG:	4 %
Kredit – US IG:	23 %
Kredit – Euro HY:	17 %
Kredit – US HY:	15 %
Statsobl. lokal valuta:	34 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	8 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,3
Konveksitet:	0,1

Valuta

DKK inkl. afdækning:	40 %
USD:	15 %
NOK:	8 %
UYU:	7 %
RUB:	5 %
INR:	5 %
IDR:	5 %
CZK:	4 %
DOP:	3 %
ARS:	3 %
SEK:	2 %
MXN:	2 %
COP:	2 %

Maj Invest High Income Obligationer gav i december måned et afkast på -0,5 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks i samme periode faldt 0,3 pct. målt i danske kroner. År-til-dato er afkastet for afdelingen -0,8 pct. hvilket er på niveau med indekset.

Selvom dette primært er en månedsoptdatering, vil vi benytte anledningen til at gøre status for udviklingen igennem 2018. Overordnet set har det været et udfordrende år, og det er ikke mange aktivklasser, der har givet et positivt afkast i 2018. Særligt årets sidste tre måneder gav minusser. Ser man f.eks. på aktiemarkedet, skal vi tilbage til 2008 for at finde et aktieår, der har været dårligere end 2018. Aktierne (målt ved MSCI World i DKK) gav i 2018 et samlet afkast på -4,2 pct. efter de faldt 12,3 pct. i fjerde kvartal. Usikkerheden på de finansielle markeder betød også, at investorerne søgte mod de sikre aktivklasser, og det drev renterne på de sikre statsobligationer ned. I USA endte den 10-årige toneangivende statsobligation på omkring 2,7 pct. efter at været faldet med omkring 0,55 procentpoint siden begyndelsen af oktober. I Europa endte de fleste sikre statsrenter året lavere end ved årets begyndelse.

Det er svært at pege på et enkelt forhold, der har gjort, at vi ser de finansielle markeder slutte året så nervøst. Det er nok snarere en kombination af flere emner, som vi har skrevet om tidligere i månedsoptdateringerne. Her kan nævnes stigende frygt for recession i de udviklede lande, frygt for en hård landing i Kina, handelskrigen mellem USA og Kina, kraftigt faldende oliepriser, Brexit m.fl. Mange af disse emner var ved udgangen af måneden fortsat højst aktuelle og vil formentlig også præge udviklingen på de finansielle markeder i 2019.

Udviklingen i 2018 betød, at risikoobligationer også havde et svært år. Tabellen viser afkastet i afdelingen fordelt på de aktivklasser, der er investeret i.

	Andel primo	Andel ultimo	Afkast, DKK	Afkast, Lokal	Bidrag
EU Investment grade	4%	4%	-1,3%	-1,1%	-0,1
US Investment grade	11%	23%	5,5%	0,3%	1,3
EU High Yield	20%	17%	2,7%	3,3%	0,6
US High Yield	17%	15%	7,6%	2,3%	1,1
Statsobl. lokal valuta	42%	34%	-5,6%	1,7%	-2,0
Statsobl. i euro og dollar	0%	0%	-	-	-
Valutaafdækning					-1,1

Begynder vi med virksomhedsobligationer, så har disse frem til og med slutningen af tredje kvartal klaret sig ok, men fjerde kvartal—særligt november—påvirkede afkastet i negativ retning. På trods af at de faldende renter hjalp lidt på de absolutte niveauer, udviklede kreditspændende sig mere i tråd med udviklingen på aktiemarkedet, og det kostede på afkastet. På trods af den svære afslutning på året gav porteføljens virksomhedsobligationer overordnet set et afkast på omkring 5 pct. Godt hjulpet af en styrket dollar bidrog især de amerikanske virksomhedsobligationer med 2,4 procentpoint til porteføljens samlede afkast. De europæiske virksomhedsobligationer bidrog også positivt til porteføljens samlede afkast med 0,5 procentpoint.

Som følge af styrkelsen af dollar (+5 pct. målt mod kroner år-til-dato) bidrog afdækningen i dollar negativt med 1,1 procentpoint til porteføljens samlede afkast. Dollarafdækningen skal ses i lyset af den overordnede porteføljestrategi,

Maj Invest High Income Obligationer

hvor afdelingen i perioder kan have en højere andel af amerikanske obligationer samtidigt med, at der aktivt tages stilling til den samlede dollareksponering efter afdækning.

Vender man blikket mod emerging markets-obligationer, var 2018 en rutsjebanetur for både obligationer i hård og lokal valuta. Aktivklassen var den første, der fik det hårdt i 2018, da der allerede i løbet af april og maj blev registreret pæne outflows. Som dansk investor blev man dog hjulpet godt på vej af en stærkere dollar, da den på lidt over en måned steg med ca. 7 pct. målt mod kroner. Aktivklassen fik det igen hårdt i løbet af august og september, men denne gang faldt dollar også en anelse tilbage, hvilket blev afspejlet i det afkast, man fik set med danske briller. Årsagen til udviklingen i de to perioder skyldes formentlig primært frygten for en eskalerende handelskrig mellem USA og Kina samt frygten for stigende renter. Afslutningen på 2018 endte dog med at blive ret god for emerging markets-obligationer, hvor disse især i løbet af fjerde kvartal overordnet fik indhentet det tabte. Måler man det på indeksniveau endte både obligationer i hård valuta og lokal valuta med at give marginalt positive afkast for året på mellem 0–1 pct. målt i kroner.

	Andel primo	Andel ultimo	Afkast, DKK	Afkast, Lokal	Bidrag
Statsobl. i euro og dollar	0%	0%	-	-	-
Argentina	3%	3%	-45,6%	3,3%	-1,7
Colombia	4%	2%	6,3%	2,9%	0,2
Dominikanske Rep.	4%	2%	2,2%	0,3%	-0,1
Mexico	6%	2%	9,3%	4,2%	0,6
Indien	5%	5%	-1,0%	2,9%	-0,1
Indonesien	6%	5%	2,2%	2,8%	0,1
Rusland	5%	5%	-9,9%	3,1%	-0,5
Tjekkiet	3%	4%	-2,4%	-1,8%	-0,1
Uruguay	6%	7%	-8,2%	-1,8%	-0,4
TOTAL EM	42%	34%	-5,6%	1,7%	-2,0

Ser man på udviklingen i porteføljen, er historien desværre ikke helt den samme, da aktivklassen endte med et afkast på -5,5 pct. målt mod kroner. Argentina havde et meget udfordrende 2018, der bl.a. betød, at landet måtte modtage en hjælpepakke fra IMF. Ud af de -2,0 pct., som emerging markets bidrog med til årets afkast, bidrog afdelingens investering i argentinske statsobligationer med -1,7 pct. Herudover havde Rusland det svært som følge af risiko for yderligere sanktioner fra vesten samt en kraftigt faldende oliepris. På positivsiden finder man Mexico og Colombia, der bl.a. var positivt påvirket af markedsvenlige valgresultater.

Vi har i løbet af 2018 haft fokus på at reducere og begrænse porteføljens overordnede risiko, da vi ikke har vurderet, at man er blevet godt nok betalt for at påtage sig yderligere risiko. Det var fortsat vores vurdering ved udgangen af året, men udviklingen i især slutningen af 2018 betød, at der ved årsskiftet er flere ting, der så småt er begyndt at se lidt mere interessante ud. Man skal dog huske på, at de absolutte renteniveauer fortsat er meget lave, især når man ser på Europa, og derfor er det også primært de amerikanske virksomhedsobligationer og emerging markets-obligationer, der er mest interessante.

Gustav Bundgaard Smidth, 3. januar 2019