

Maj Invest Globale Obligationer

DK0060004950



Gustav Bundgaard Smidth

Obligationsschef

Ansvarlig for Maj Invest Globale Obligationer

Gustav har 15 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

Aktivfordeling

Sikre statsobligationer:	19 %
Risikable statsobligationer:	11 %
Virksomhedsobligationer:	19 %
Realkreditobligationer:	48 %
Kontant:	3 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,2
Konveksitet:	-0,4

Valuta

DKK:	55 %
USD:	14 %
SEK:	8 %
NOK:	5 %
CHF:	3 %
GBP:	3 %
UYU:	2 %
DOP:	2 %
IDR:	2 %
RUB:	2 %
ARS:	1 %
INR:	1 %
MXN:	1 %

Maj Invest Globale obligationer gav i juni et afkast på 0,3 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks gav et afkast på 0,6 pct. I årets første seks måneder har porteføljen givet et afkast på ca. 3,0 pct., mens sammenligningsindekset har givet ca. 2,4 pct.

I juni måned stod de globale obligationsmarkeder først og fremmest i centralbankernes tegn. Således signalerede både Federal Reserve (Fed) og Den Europæiske Centralbank (ECB), at de, på trods af de allerede lave niveauer for styringsrenterne, er parate til at sænke dem igen, givet de usikre makroøkonomiske udsigter bl.a. pga. handelskrigen og den udeblivende inflation. ECB signalerede tilmed, at *quantitative easing* i form af nye obligationsopkøb kunne komme på tale igen. Det var for obligationsmarkedet startskuddet til endnu en omgang altomfattende "hunt-for-yield". En "våbenhvile" mellem USA og Kina i handelskrigen og genstart af forhandlinger de to lande imellem bidrog yderligere til risikoappetiten.

Resultatet var nye rekorder på obligationsmarkedet med tyske tiårige renter på et nyt *all-time low* på ca. -0,3 pct. i slutningen af måneden, danske tiårige renter ligeledes på et *all-time low* på ca. -0,3 pct. og amerikanske tiårige renter på ca. 2,0 pct., et niveau vi ikke har set siden 2016, hvor der var en betydelig frygt for recession. I Danmark satte vi også vores egne nye rekorder med 30-årige konverterbare realkreditobligationer med en kupon på blot 1 pct. over kurs 99. Emerging markets- og virksomhedsobligationer nød ligeledes godt af dette globale "hunt-for-yield" med væsentlige spændingsnævninger til følge.

Ser vi på udviklingen for hele første halvår, har der altså været tale om et betydeligt "rally" på obligationsmarkedet globalt set, hvilket vores portefølje også har haft gavn af. Således gav især afdelingens emerging markets-obligationer pæne afkast (+8,8 pct.) efterfulgt af kreditobligationer (+6,0 pct.), men egentligt bidrog alle obligationssegmenter med positive afkast. Blandt de sikre statsobligationer trak især porteføljens eksponering mod faldende statsobligationsrenter i USA og Australien op. Det betyder, at vores valg om primært at tage renterisiko i disse har været fornuftigt. Samlet set har valget om at have en relativt lav samlet renterisiko på porteføljen dog betydet, at afkastet ikke er helt så højt, som det kunne have været ved at påtage sig mere af denne risiko.

Vender vi blikket fremad, mener vi, at udviklingen er lidt til den ekstreme side. Således er der nu på globalt plan for ca. 80.000 mia. kroner obligationer i udestående mængde, der giver en negativ effektiv rente. I USA indpriser futuresmarkedet rentenedsættelser på ca. 0,75-1,0 procentpoint inden for det næste år, som det mest sandsynlige scenarie, og rentekurven er "invers" (10-årsrente lavere end 3-månedersrente), hvilket tidligere ofte har signaleret en kommende recession. Diskrepansen til aktier er slående, hvor aktier globalt set målt ved MSCI World er tæt på *all-time high*, og forventningerne til virksomhedernes indtjeningsvækst er ganske høje.

Markedet ser ud til at forvente et *goldilocks*-scenarie, hvor væksten er svag nok til at retfærdiggøre pengepolitiske lempelser, men ikke så svag, at virksomhederne bliver ramt på indtjeningen, eller at økonomien går i recession. En ret

Maj Invest Globale Obligationer

DK0060004950

tynd knivsæg at balancere på efter vores mening. Derudover kan vi ikke undgå at stille os selv spørgsmålet, hvor stor en vækstfremmende effekt nye rentenedsættelser vil have, især for euro-området? Hvor stor en forskel gør det f.eks. for investeringer, inflation m.m., om renten hedder -0,4 pct. eller -0,6 pct.?

Effekt eller ej, så er prisingen for mange obligationer nu sådan, at man enten *a priori* har et forventet negativt afkast, eller sådan at blot mindre krusninger i goldilocks kan udslette flere års forventet afkast. Vi er af den holdning, at man på nuværende tidspunkt ikke får en særligt god betaling for at påtage sig renterisiko og ej heller for at påtage sig kreditrisiko, om end prisingen af denne ikke er helt så ekstrem. Vi vælger derfor fortsat at have en portefølje med en samlet set begrænset renterisiko og også en lidt forsigtig portefølje af risikoobligationer.

Vi forsøger efter bedste evne at finde den bedste relative værdi inden for de forskellige obligationssegmenter. For segmentet sikre statsobligationer betyder det, at vi fortsat primært tager renterisiko i USA og Australien, hvor statsrenterne stadig er positive (og relativt set høje) og kan falde i tilfælde af tvivl om goldilocks. I realkredit har vi købt op i nogle af de konverterbare obligationer med højere kuponer ud fra, at der efter vores mening er indpriset en *meget* høj konverteringsfrekvens. Hvad angår risikoobligationer, forsøger vi at finde fornuftige enkeltcases inden for virksomhedsobligationer og ser stadig værdi i emerging markets-segmentet, hvor realrenterne fortsat er markant højere end i de vestlige lande, men hvor man dog skal være meget selektiv.

Gustav Bundgaard Smidth, 1. juli 2019.