

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:	8 %
Kredit – US IG:	21 %
Kredit – Euro HY:	17 %
Kredit – US HY:	14 %
Statsobl. lokal valuta:	39 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	1 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,8
Konveksitet:	0,2

Valuta

DKK inkl. afdækning:	36 %
USD:	14 %
NOK:	7 %
UYU:	6 %
IDR:	5 %
INR:	5 %
CZK:	4 %
DOP:	4 %
RUB:	4 %
MXN:	4 %
SEK:	3 %
COP:	3 %
ARS:	2 %
PLN:	2 %
EUR:	1 %

Maj Invest High Income Obligationer gav i juni måned et afkast på 1,3 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks i samme periode steg ca. 1,7 pct. målt i danske kroner. Afdelingen har i årets seks første måneder givet et afkast på 5,7 pct., mens sammenligningsindekset er steget 8,2 pct.

I juni måned vendte aktiemarkedene endnu en gang rundt, og tilsyneladende var maj måneds aktiefald i investorernes øjne blot en mulighed for *buy-the-dip*. Årsagen skal nok findes i, at både Fed og ECB åbnede op for mulige rentenedsættelser på grund af de fortsat relativt svage makroøkonomiske nøgletal og den udeblivende inflation. Derudover var der også en positiv udvikling i handelskrigen med en "våbenhvile" mellem USA og Kina og en genstart af forhandlinger de to lande imellem.

Bemærkelsesværdigt førte dette til et rally i både aktier og obligationer i juni måned, hvilket er symptomatisk for udviklingen i hele første halvår. Her ligger vi nu med et globalt aktiemarked, MSCI World, der i første halvår er steget 17,5 pct. målt i danske kroner og ligger meget tæt på at bryde igennem *all-time high*. Samtidigt er de amerikanske tiårige renter faldet ca. 0,8 procentpoint til 2,0 pct., et niveau ikke set siden 2016. De tyske tiårige renter er faldet ca. 0,6 procentpoint til et nyt *all-time-low* på -0,3 pct.

I USA er udviklingen kommet så vidt, at der nu er indpriset rentenedsættelser på ca. 0,75–1,0 procentpoint indenfor det næste år som det mest sandsynlige scenarie, og rentekurven er invers, hvilket betyder, at 10-årsrenten er lavere end 3-månedersrenten. Det har tidligere ofte signaleret en kommende recession. Alligevel ser markederne samlet set ud til at indprise et såkaldt *goldilocks*-scenarie, hvor væksten er tilpas god til, at virksomhederne kan opretholde eller øge indtjeningen, og at der ikke kommer en egentlig recession, men alligevel tilpas svag til, at centralbankerne igen vil lempe pengepolitikken. Det bliver spændende at se, om økonomien og centralbankerne formår at balancere på denne knivsnæg.

Risikoobligationer har naturligvis nydt godt af denne udvikling med *risk on*-stemning kombineret med kraftigt faldende statsrenter. For virksomhedsobligationer har dette betydet, at kreditspændet år-til-dato er faldet med ca. 37 basispoint for globale investment grade-obligationer og ca. 149 basispoint for globale high yield-obligationer. Afkastene på henholdsvis ca. 8,9 pct. og ca. 9,9 pct. målt i danske kroner er de bedste halvårslige afkast for virksomhedsobligationer siden "reboundet" fra finanskrisen i 2009.

Afdelingens portefølje af virksomhedsobligationer gav i perioden et samlet afkast på ca. 6,4 pct., hvor de amerikanske investment grade- og high yield-obligationer gav de bedste afkast. Afkastet blev dog ramt af vores lidt forsigtige tilgang til virksomhedsobligationer, hvor vi undgår de kreditmæssigt mest risikable segmenter og meget langt løbende obligationer. I et rally med kraftige fald i både renter og kreditspænd er det lige netop de obligationer, der udviser en høj kombination af kreditspænd og varighed, der har de største stigninger.

Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

Vi henter en smule trøst i det faktum, at hvis vi ser på de seneste 12 måneder og inkluderer *sell-off'et* i fjerde kvartal 2018 i perioden, klarer den forsigtige kreditportefølje sig relativt set bedre end kreditdelen af sammenligningsindekset.

Vender man blikket mod emerging markets-obligationer, så nød de også godt af udviklingen i årets første seks måneder. Den positive udvikling inden for emerging markets-obligationer begyndte allerede tilbage i september måned sidste år, på trods af at mange andre risikoaktiver i samme periode havde det noget svært. År-til-dato har obligationer i hård valuta givet et afkast på ca. 11,7 pct., og obligationer i lokal valuta har givet et afkast på ca. 8,4 pct. målt i danske kroner. Inkluderer man de sidste tre måneder af 2018, så er afkastene hhv. 14,7 pct. og 13,9 pct. Til sammenligning gav disse segmenter afkast på hhv. 0,5 pct. og -0,1 pct. for hele 2018.

I afdelingen gav emerging markets-obligationer et afkast på ca. 7,8 pct. i første halvår, hvoraf det primære afkastbidrag kom fra obligationer i lokal valuta. Andelen af obligationer i hård valuta har været relativt begrænset og bidrog ikke væsentligt til det samlede afkast. Lande som Rusland (+18,2 pct.), Mexico (+17,4 pct.) og Indonesien (+12,3 pct.) gav de højeste afkast i porteføljen og bidrog samlet med ca. 1,8 procentpoint til porteføljens samlede afkast. Uruguay (-1,2 pct.) og de lidt mere sikre lande Tjekkiet (+1,6 pct.) og Polen (+1,7 pct.) klarede sig mindre godt. Tilsammen bidrog de beskedent (+0,1 pct.) til porteføljens samlede afkast.

Udover ovennævnte forhold reducerede valutaafdækningen af fortrinsvis dollar afkastet i første halvår. Det samlede resultat for første halvår blev et afkast på 5,7 pct. efter omkostninger.

Vender vi blikket fremad, kan vi ikke undgå at sidde med fornemmelsen af, at markederne muligvis har spist af det langsigtede potentielle afkast for obligationer. Således er der nu en rekordstor mængde af obligationer globalt på ca. 80.000 mia. kroner, der har en negativ effektiv rente. Risikoobligationer er heller ikke gået ram forbi. F.eks. har europæiske investment grade-obligationer nu en gennemsnitlig effektiv rente på blot 0,5 pct. Selv om risikoobligationer måske er et af de få områder på obligationsmarkedet, hvor man stadig kan samle en risikopræmie op og få en positiv effektiv rente, er der også her flere og flere segmenter, hvor blot mindre fald i priser vil udslutte flere års forventet afkast.

Dermed ikke sagt, at det nuværende rally ikke kan fortsætte yderligere, men vi mener ikke, at betalingen for at påtage sig kredit- eller renterisiko er fordelagtig i øjeblikket. Derudover mener vi ikke, at vi er helt fri af de overordnede risici som handelskrig, svage makroøkonomiske nøgletal og geopolitiske stridigheder. Så samlet set vælger vi at fastholde en relativt forsigtig positionering, hvor vi bl.a. undgår de mest risikable segmenter inden for virksomhedsobligationer og kun tager eksponering mod udvalgte emerging markets-lande.

Gustav Bundgaard Smidth, 1. juli 2019