

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:	18 %
Risikable statsobligationer:	11 %
Virksomhedsobligationer:	17 %
Realkreditobligationer:	50 %
Kontant:	3 %

Risikonøgletal

Varighed:	5,3
Konveksitet:	-0,9

Valuta

DKK:	56 %
EUR:	4 %
USD:	14 %
SEK:	4 %
NOK:	4 %
CHF:	2 %
JPY:	2 %
GBP:	3 %
UYU:	1 %
DOP:	2 %
IDR:	2 %
RUB:	2 %
MXN:	2 %
BRL:	1 %
INR:	2 %

Maj Invest Globale Obligationer gav i marts måned et afkast på -3,9 pct., mens sammenligningsindekset faldt 1,8 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -2,6 pct., mens sammenligningsindekset er faldet 0,1 pct.

De værste anelser fra februar måned blev til virkelighed i løbet af marts, da covid-19 virussen blev en global pandemi. Mange lande har været nødsaget til at lukke store dele af samfundet ned for at få styr på smittespredning, så sundhedsvæsenet ikke vælter fuldstændigt. De økonomiske konsekvenser er et historisk stort efterspørgselschok i realøkonomien, der betyder, at mange lande allerede ved indgangen til april befinder sig i dyb recession. I de mest positive prognoser vil økonomierne *rebounde* kraftigt igen fra tredje kvartal, men mere dystre scenarier er også mulige. Vi lader de økonomiske perspektiver være her, og fokuserer på de finansielle markeder, hvor bevægelserne har været meget voldsomme og på flere måder mere ekstreme end under finanskrisen. Vi fokuserer her på de væsentligste begivenheder for denne portefølje, og de mange tilpasninger af porteføljen vi har foretaget henover måneden.

En af de økonomiske konsekvenser ved nedlukning er, at de forskellige lande har måttet træde til med enorme finanspolitiske hjælpepakker for at holde hånden under virksomheder, som rammes af nedlukning. Det er alt fra transport og flyselskaber til hoteller, restauranter og mange andre virksomheder, som oplever, at omsætningen falder fra indeks 100 til 20, 10 eller 0. De store finanspolitiske pakker skal bl.a. finansieres ved udstedelse af statsobligationer, hvilket for visse lande kan betyde højere renter, da deres statsgæld allerede inden dette var høj.

Den amerikanske centralbank har reageret hurtigt og nedsat renten med 1,5 procentpoint til 0 og yderligere lanceret et gigantisk QE-program for at understøtte obligationsmarkederne. Mens de tidligere QE-programmer fra Fed under finanskrisen havde en størrelse på omkring 100 mia. dollar pr. måned, så har Fed meddelt, at de initialt regnede med at købe statsobligationer og MBS (realkredit) for hhv. 75 mia. og 50 mia. dollar om dagen. Fed har således fundet den helt store pengepolitiske bazooka frem. Yderligere kan de også købe amerikanske investment grade-kreditobligationer. Den Europæiske Centralbank, ECB, har ikke ændret renten, der er fastholdt på -0,5 pct. Men også ECB har måttet holde hånden under det europæiske statsobligationsmarked ved at lancere et massivt opkøbsprogram. Programmet var formentlig primært tiltænkt at skulle sikre, at de italienske obligationsrenter ikke steg yderligere, da de inden ECB's udmelding med faretruende hastighed var på vej mod niveauer, der kunne få en ny statsgældskrise til at blusse op.

Fra at aktier toppede medio februar og en måned frem, faldt de fleste aktieindeks i størrelsesordenen 30-40 pct. for dog at stige lidt mod slutningen af marts. Samlet set faldt aktier ca. 20 pct. alene i marts måned. I obligationsmarkedet faldt high yield og investment grade-kreditobligationer også markant, og vi så spændudvidelser, som vi ikke har set siden finanskrisen. Spændet på high yield kørte ud med ca. 4,00 procentpoint og på investment grade med ca. 1,50 procentpoint henover måneden efter at have været endnu længere ude, før vi så lidt stabilisering mod slutningen af måneden.

Maj Invest Globale Obligationer

DK0060004950

Også de traditionelt sikre statsobligationer viste voldsomme udsving. Eksempelvis faldt den 10-årige amerikanske statsobligationsrente fra ca. 1,2 pct. ultimo februar til under 0,4 pct. for efterfølgende at stige til 1,2 pct. og slutte måneden omkring 0,7 pct. I det danske obligationsmarked steg de danske statsobligationsrenter, hvilket er en meget atypisk bevægelse i en måned med store aktiefald. Den 10-årige danske statsobligationsrente steg fra ca. -0,6 pct. til ca. -0,2 pct. i marts. I det danske realkreditmarked så vi henover marts mere voldsomme bevægelser end under finanskrisen. Således steg risikopræmierne på konverterbare realkreditobligationer ca. 1,0 procentpoint på en uge for så efterfølgende at køre ca. 0,6 procentpoint ind igen. Normalt er bevægelser på 0,1-0,2 procentpoint på kort tid store bevægelser. Kombinationen af rentestigninger og spændudvidelser betød, at kursen på 0,5 pct. 2050 faldt fra over kurs 98 til omkring 88 på seks handelsdage, og den primære åbne realkreditobligation blev 2 pct. 2050. Mod slutningen af måneden betød faldende renter og faldende risikopræmier, at 0,5 pct. 2050 sluttede måneden omkring kurs 93,25.

I marts måned ændrede vi markant på porteføljens sammensætning i lyset af de store bevægelser. Selv om mange obligationer tabte voldsomt i kurs, og porteføljen tabte mere, end vi er tilfredse med, så opstod der også nogle interessante muligheder undervejs i forløbet. Vi er således ganske komfortable med, at det nuværende tab over året vil kunne indhentes med mindre obligationsrenterne fortsætter med at stige. Vi har ændret inden for alle segmenter i porteføljen i større eller mindre grad. I realkreditporteføljen, der udgør ca. halvdelen af porteføljen, købte vi massivt op i 30-årige 1 pct. konverterbare, da de var faldet markant. For at finansiere købene solgte vi stort set alle variabelt forrentede realkreditobligationer, der lå i porteføljen, samt 2 pct. konverterbare, der ikke var faldet lige så meget som 1 pct.'erne.

Inden for porteføljen af kreditobligationer begyndte vi medio måneden at købe subordinere finansielle udstedelser fra nordiske banker og supplerede med emerging markets-obligationer fra Mexico, Rusland og Indonesien. Vi købte også nye investment grade-obligationer, der kom på interessante renter efter de store spændudvidelser. Vi har ikke øget den overordnede eksponering (endnu), men mere suppleret op i porteføljen. Vores forventning er, at vi over den kommende periode vil øge eksponeringen yderligere inden for disse segmenter.

Også blandt de sikre statsobligationer ændrede vi i porteføljen. Vi købte blandt andet 10-årige japanske statsobligationer, en 15-årig obligation udstedt i schweizerfranc samt øget porteføljens eksponering mod 10-årige australske statsobligationer. Alle sammen positioner, der skulle kunne bidrage til positive afkast, såfremt markedsuroen forstærkes over den kommende periode. For at opsummere, så har vi altså dels øget eksponeringen inden for traditionelt "sikre havne" og øget eksponeringen lidt inden for risikosegmenterne. Som nævnt forventer vi at øge risikoen yderligere i porteføljen over den kommende tid, da risikopræmierne og afkastpotentiale er markant forbedret. Dog er risikoen og usikkerheden også høj. Varigheden er forøget henover måneden, dels fra højere renter og risikopræmier i realkredit, dels fra de købte statsobligationer.

Gustav Bundgaard Smidth, 1. april 2020