

# Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef



**Tino Henriksen**  
Porteføljemanager

Gustav og Tino er ansvarlige for Maj Invest High Income Obligationer

Gustav har 14 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse. Tino har over 10 års erfaring med finansmarkederne.

Maj Invest High Income Obligationer gav i marts måned et afkast på -11,6 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks faldt 9,4 pct. For årets første kvartal blev afkastet -11,2 pct., mens sammenligningsindekset faldt 8,9 pct.

Vi skrev i forrige måned, at vi følte, at covid-19 krisen nok endnu ikke var helt overstået, og det har vist sig at være rigtigt, om end i en meget voldsommere grad end vi havde forestillet os. Det ene land efter det andet blev ramt af nedlukning med deraf følgende massive negative indvirkninger på økonomierne i en stor del af verden. Så massive at det forventes, at BNP-nedgangen for global økonomi i 2020 vil være større end under finanskrisen. Læg dertil udbrud af en oliepriskrig mellem Saudi Arabien og Rusland. Vi havde i marts ingredienserne til en historisk svag måned for "risikoobligationer".

For virksomhedsobligationer betød det, at der udbrød panikstemning og et massivt frasalg af alle typer af obligationer uanset kreditkvalitet af frygt for, hvordan virksomhedernes indtjening, gældsætning og likviditet ville blive ramt. Men også af frygt for at kreditmarkederne simpelthen ville bryde sammen. Bevægelserne skete med højere hastighed end under finanskrisen, og flere gange i løbet af måneden sprængte de daglige stigninger i kreditspænd tidligere historiske rekorder. Det var først, da de toneangivende centralbanker intervererede massivt med obligationsopkøb og rentenedsættelser, kombineret med annonceringen af store finansøkonomiske hjælpepakker fra stort set samtlige udviklede økonomier, at der kom en smule ro på. Både interventioner og hjælpepakker var i flere tilfælde større end under finanskrisen. For virksomhedsobligationer hjalp det især, at den amerikanske centralbank annoncerede et opkøbsprogram for amerikanske virksomhedsobligationer.

Hvad angår kreditpræmier, steg de for globale investment grade-obligationer i løbet af måneden fra et startpunkt på ca. 1,26 pct. til et højdepunkt på 3,26 pct. i løbet af måneden. Efter de massive hjælpepakker og interventioner faldt kreditpræmien tilbage til ca. 2,66 pct. For globale high yield-virksomhedsobligationer var bevægelsen fra 4,02 pct. i starten af måneden til 10,97 pct. i højdepunktet og 8,96 pct. ved udgangen af måneden. For begge indeks gælder, at højdepunkterne i kreditspænd i løbet af måneden kun var overgået af visse måneder under finanskrisen. Afkastene for måneden set med en dansk investors øjne var henholdsvis -6,9 pct. for global investment grade og -11,8 pct. for global high yield, hvilket skriver sig ind i historien som en af de værste måneder nogensinde for begge indeks.

For emerging markets-obligationer (EM) var marts ligeledes en meget dårlig måned. Mange EM-lande døjede i forvejen med relativt lav økonomisk vækst og med at nedbringe deres gældsætning. Derudover er mange EM-landes sundhedssystemer nok svagere end i de udviklede økonomier, og befolkningernes adgang til sundhedspleje er også ringere. Endelig er mange EM-lande råvareeksportører, og priserne på råvarer faldt kraftigt i marts som følge af den forventede efterspørgselsnedgang. Det gælder især olie som i tillæg blev ramt af en priskrig. Disse faktorer i kombination forventes at føre til at mange EM-lande bliver ramt meget hårdt økonomisk, og landene har umiddelbart ikke

DK0060642809

**Fordeling på obligationstyper**

Kredit – Europæisk IG:	8 %
Kredit – US IG:	23 %
Kredit – Europæisk HY:	17 %
Kredit – US HY:	12 %
Statsobl. lokal valuta:	35 %
Statsobl. i euro og dollar:	1 %
Kontant:	4 %

**Risikonøgletal**

Varighed:	3,1
Konveksitet:	0,2

**Valuta**

DKK inkl. afdækning:	31 %
USD:	15 %
EUR:	9 %
NOK:	6 %
IDR:	6 %
INR:	5 %
DOP:	5 %
MXN:	5 %
UYU:	4 %
RUB:	4 %
SEK:	4 %
COP:	4 %
BRL:	2 %

samme mulighed for at lancere store økonomiske hjælpepakker som de udviklede økonomier.

Så også blandt EM-obligationer blev der solgt massivt ud. EM-indekset for obligationer i hård valuta faldt ca. 11,9 pct. målt i danske kroner som følge af kraftigt stigende renter. Renterne steg i gennemsnit 2,8 procentpoint. Indekset for obligationer i lokal valuta faldt med 8,6 pct. målt i danske kroner. Faldet var især drevet af valutakursfald, mens den gennemsnitlige rente for obligationer i lokal valuta kun steg svagt. De tre største fald på valutasiden overfor danske kroner var mexicansk peso (-16,0 pct.), russiske rubler (-14,4 pct.) og brasilianske real (-13,8 pct.), men flere andre af de større EM-lande som Indonesien og Sydafrika blev også ramt af valutavækkelser på over 10 pct.

Afdelingen underperformede desværre sit indeks, hvilket vi selvfølgelig ikke er tilfredse med. Der er mange forskellige elementer i dette, men på virksomhedsobligationssiden kan man pege på afdelingens eksponering mod obligationer i norske kroner, hvor valutavækkelsen overfor danske kroner på over 10 pct. var på niveau med flere EM-valutaer. På EM-siden er en af faktorerne, at afdelingen har en bias mod de større og mere likvide EM-valutaer, som også er de første der bliver solgt i et "sell-off".

Det er svært at vide, hvilken vej "risikobligationer" tager som det næste skridt, og meget vil afhænge af, om økonomierne bliver ramt som "forventet" eller henholdsvis mindre slemt eller værre. Det er i sagens natur nærmest umuligt at forudsige. Når det er sagt, er der pt. priset en hel del dårlighed ind, og alle segmenter og EM-lande er blevet ramt negativt og er nærmest uden skelnen. Vi søger derfor efter "relativ værdi", og forsøger at finde lommer, som vi mener er blevet for hårdt ramt, og som vi vurderer kan give et fornuftigt afkast selv i en recession.

I tråd med dette har vi foretaget en del omlægninger i løbet af måneden. Vi har blandt andet solgt vores tjekkiske og polske statsobligationer og en del af afdelingens korte investment grade-obligationer. For provenuet har vi købt subordinerede finansielle obligationer fra selskaber, vi vurderer kan klare sig igennem en eventuel krise. Derudover har vi deltaget i nogle nyudstedelser, hvor obligationerne blev udstedt med en betydelig merpræmie i forhold til allerede eksisterende obligationer. Endelig har vi købt en smule i mexicanske, russiske og indonesiske obligationer, således at vi kom tættere på vores oprindelige porteføljevægte. Vi har gemt lidt kontanter, således at vi stadig holder noget af "krudtet tørt". Vi vil fortsat løbende søge efter relativ værdi.

Gustav Bundgaard Smidth, 1. april 2020