

# Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationsschef



**Tino Henriksen**  
Senior 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 et afkast på -0,1 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 0,4 pct. År-til-dato var afkastet for afdelingen 2,9 pct., mens sammenligningsindekset steg 2,1 pct.

I marts fik finansmarkederne sig en stor forskrækkelse med først et kollaps af den amerikanske Silicon Valley Bank (SVB) og senere den schweiziske storbank Credit Suisse, som gav associationer til begyndelsen på finanskrisen i 2008.

Nedbruddet af SVB, som var en slags bank for startupvirksomheder, skyldtes et hurtigt og kraftigt udtræk af indeståender i banken på grund af bekymring for bankens solvens efter store tab på bankens beholdning af statsobligationer. Det førte til stor risiko for, at frygt og kundeflugt kunne sprede sig til andre små og mellemstore banker og blive til en bredere bankkrise. Det fik statsrenterne til at falde kraftigt og frygten for en recession til at stige væsentligt med negative konsekvenser for risikoaktiver. Via diverse tiltag fik de amerikanske finansmyndigheder dog stabiliseret situationen, dels ved at garantere, at indlånerne i SVB ikke ville lide tab, og dels ved at underlægge banken en restrukturering. Den amerikanske centralbank (Fed) annoncerede også nye likviditetsfaciliteter til banksektoren for at understøtte banksystemet.

Den meget hurtige deroute af Credit Suisse kom også som en overraskelse for markederne, selv om banken har haft sin andel af skandaler og allerede var presset på indtjening og kundeafgang. Kundeafgangen accelererede tilsyneladende meget kraftigt efter bankkollapset i USA, og efter at bankens største investor i et interview udtalte, at de "i hvert fald ikke" ville skyde flere penge ind i Credit Suisse. Her var der ligeledes risiko for, at problemerne kunne sprede sig, hvis Credit Suisse kollapsede, så de schweiziske myndigheder arrangerede med lynhast, at schweiziske UBS kunne overtage Credit Suisse.

Ovenstående begivenheder var naturligvis negative for risikoappetitten i markedet og især negative for banksektoren, men markederne rettede sig delvist og stabiliserede sig sidst på måneden. Derudover kom der også lidt mildere toner fra Fed i forhold til fremtidige renteforhøjelser på grund af uroen i banksystemet, ligesom inflationstal fortsatte med at falde svagt.

Lang historie kort så faldt den toneangivende amerikanske tiårige statsrente fra 3,9 pct. til 3,5 pct. i løbet af måneden, og den tyske tiårige rente faldt fra 2,7 pct. til 2,3 pct. I både USA og Europa faldt de korte renter desuden væsentligt mere, og dette skete, selv om både Fed og ECB hævede styringsrenten i løbet af måneden.

Kreditspænd for virksomhedsobligationer steg væsentligt i løbet af måneden, især drevet af finansielle obligationer. Kreditspændet for globale investment grade-obligationer steg med ca. 0,2 procentpoint til 1,5 pct., og kreditspændet for globale high yield-obligationer steg med ca. 0,5 procentpoint til 4,9 pct. På trods af de stigende kreditspænd gav begge indeks dog positive afkast målt i dollar på henholdsvis 2,8 pct. og 1,2 pct. på grund af faldet i de underliggende statsrenter. Dollaren blev svækket med 2,1 pct. over for kronen, så afkastene for en dansk investor var tilsvarende lavere.

# Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

## Fordeling på obligationstyper

Kredit – Europæisk IG:	7 %
Kredit – US IG:	6 %
Kredit – Europæisk HY:	36 %
Kredit – US HY:	14 %
Statsobl. lokal valuta:	24 %
Statsobl. i euro og dollar:	10 %
Kontant:	3 %

## Risikonøgletal

Varighed:	3,8
Konveksitet:	0,3

## Valuta

DKK inkl. afdækning:	22 %
EUR:	32 %
USD:	11 %
GBP:	6 %
MXN:	5 %
BRL:	5 %
NOK:	4 %
ZAR:	3 %
UYU:	3 %
COP:	3 %
DOP:	2 %
PEN:	2 %
PLN:	1 %
EGP:	1 %

Hvis man ser på undersegmenter, blev især subordinerede finansielle obligationer ramt i løbet af marts, herunder især de såkaldte AT1-obligationer (ansvarlig lånekapital). Årsagen hertil var, at AT1-obligationer udstedt af Credit Suisse blev nedskrevet til nul i forbindelse med UBS' overtagelse af banken, mens aktionærerne i Credit Suisse fik en mindre betaling i UBS-aktier og dermed ikke blev fuldt nedskrevet. Dette er ikke i overensstemmelse med den gængse kreditorrækkefølge og førte til stor usikkerhed i denne del af markedet og meget bratte kursfald på op til 10 kurspoint, idet markedet nu skulle forholde sig til, om AT1-obligationer generelt set ville blive stillet dårligere. De europæiske og engelske finansmyndigheder meldte dog efterfølgende ud, at den normale kreditorrækkefølge ville blive respekteret, hvis en af bankerne under deres tilsyn ville blive restrukturet. Herudover kom der generelt mere ro på markedet i slutningen af måneden, hvilket fik AT1-kurserne til at rette sig delvist.

For emerging markets-obligationer (EM) dominerede rentefald generelt set eventuelle spændvidelser i forhold til de udviklede lande. EM-obligationer i hård valuta gav således et afkast på 1,3 pct. i dollar, mens obligationer i lokal valuta gav et afkast på 4,0 pct. i dollar, hvor sidstnævnte også skyldtes styrkede EM-valutaer over for dollar (eller en svækket dollar om man vil).

I marts gav afdelingens portefølje af virksomhedsobligationer et samlet afkast på -2,1 pct. målt i danske kroner. Porteføljen blev desværre ramt en del af uroen vedrørende banker på grund af sin væsentlige eksponering mod finansielle obligationer både inden for såkaldt Tier 2 og AT1. Derudover hjalp det heller ikke, at både dollar og norske kroner blev svækket over for danske kroner. Afdelingens EM-portefølje gjorde heldigvis op for noget af det tabte med et afkast på 2,6 pct. målt i danske kroner, og afdelingens valutaafdækning var ligeledes en hjælp.

På trods af uroen omkring banker mener vi ikke, at det er starten på en ny finanskrise eller en større bankkrise. Selv om usikkerheden selvfølgelig er høj på grund af begivenhederne i marts, er vi af den opfattelse, at banksektoren samlet set er i en fornuftig forfatning, især de større globale og europæiske banker, som er underlagt et strengere tilsyn og hårdere krav end de mellemstore amerikanske banker og end under finanskrisen i 2008. Vi fastholder derfor samlet set afdelingens positionering med en høj vægt til EM-obligationer og high yield-virksomhedsobligationer, herunder eksponeringen mod finansielle efterstillede obligationer, som i flere tilfælde nu har effektive renter på over 10 pct.

Tino Henriksen, 1. april 2023