

DK0060004950



**Gustav Bundgaard Smidth**  
Obligationschef

#### Aktivfordeling

Sikre statsobligationer:	7 %
Risikable statsobligationer:	18 %
Virksomhedsobligationer:	22 %
Realkreditobligationer:	51 %
Kontant:	2 %

#### Risikonøgletal

Varighed:	6,5
Konveksitet:	0,5

#### Valuta

DKK:	59 %
EUR:	14 %
USD:	7 %
NOK:	3 %
MXN:	3 %
ZAR:	3 %
BRL:	2 %
GBP:	2 %
COP:	2 %
JPY:	2 %
CHF:	1 %
UYU:	1 %
PEN:	1 %
PLN:	0 %
SEK:	1 %
EGP:	0 %
INR:	0 %
Andre:	0 %

Maj Invest Globale Obligationer gav i august måned et afkast på -0,7 pct., mens sammenligningsindekset steg 0,4 pct. Siden årsskiftet har afdelingen givet et afkast på 3,8 pct., mens sammenligningsindekset er steget 2,0 pct.

I august måned har vi samlet set kun set mindre ændringer i obligationsrenterne i Europa, mens de længere obligationsrenter i USA er steget en smule. Både i USA og Europa er de længere obligationsrenter steget mere end de kortere. Ved udgangen af august er den 10-årige amerikanske statsobligationsrente 4,1 pct. mod 3,95 pct. ultimo juli. Den tilsvarende 2-årige amerikanske statsobligationsrente er stort set uændret og fortsat knap 4,9 pct. Den 10-årige tyske statsobligationsrente viste et marginalt fald og er fortsat omkring 2,5 pct., mens den tilsvarende 2-årige statsobligationsrente faldt 0,1 procentpoint til 3,0 pct. Blandt andet på grund af en udvidet renteforskel mellem USA og Europa er den amerikanske dollar blevet styrket med mindre end 1,5 pct. hen over august.

Vi har reduceret risikoen i porteføljen en smule i august. Det er primært sket ved at reducere andelen af kredit- og EM-obligationer med et par procentpoint, hvor provenuet i stedet er investeret i primært danske flekslånsobligationer samt en inflationsindekseret amerikansk statsobligation. Inden for porteføljen af EM-obligationer har vi solgt helt ud af en obligation udstedt i polske zloty og en statsobligation fra Ungarn, reduceret i en statsobligation fra Uruguay. Omvendt har vi foretaget et par mindre køb i statsobligationer i sydafrikanske rand, mexicanske peso og colombianske peso. Samlet set er andelen af kredit- og emerging markets-obligationer mindsket.

Grundlæggende set mener vi fortsat, at obligationsrenterne generelt er på et attraktivt niveau. Hvis man sammenligner amerikanske statsobligationsrenter med earnings yield på aktieindekset S&P 500, så er risikopræmien på aktier på det laveste niveau siden før finanskrisen. I det lys synes obligationer mere interessante end længe, men en del af forklaringen skyldes dog nok prissætningen af store teknologiselskaber i S&P 500. Men kigger man mere bredt på globale aktier, ser man samme billede. Obligationsrenterne synes høje relativt til aktiers prissætning. Om det så er et udtryk for, at aktiekurserne skal ned, obligationsrenterne skal ned, eller at vi bare er i en ny ligevægt, må fremtiden vise. I årene op til dot.com-krisen var prissætningen på aktier relativt til obligationer mere ekstrem end p.t. i en længere årrække. Så selv om obligationsrenterne synes relativt høje, er der ingen garanti for, at en tilpasning sker inden for kort tid.

På trods af vores forventning om højere obligationsrenter på længere sigt vil vejen derhen ikke foregå uden udsving i begge retninger. Vi forventer hverken recession i USA eller Europa, men risikoen for en svækkelse er fortsat til stede, og det giver risiko for, at markedet vil indprise sådan et scenario i højere grad, end det gør aktuelt. I lyset af at både renteniveau og kreditspænd er i den høje ende i forhold til de seneste 10-15 år, så mener vi, at man som obligationsinvestor bliver kompenseret godt for at påtage sig risiko.

Gustav Bundgaard Smidth, 4. september 2023.