

# 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 september måned et afkast på -0,4 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks faldt 0,6 pct. År-til-dato var afkastet for afdelingen 8,7 pct., mens indekset steg 3,2 pct.

I september fortsatte obligationsrenterne med at stige, og obligationsmarkederne indprisede i højere og højere grad et såkaldt "higher for longer"-scenarie, altså at styringsrenterne skal forblive relativt høje i længere tid. Inflationsdata var ellers i både USA og Europa som forventet eller en anelse under forventningerne. Når renterne alligevel steg, skyldtes det nok primært en fortsat "hawkish" retorik fra medlemmer af både den amerikanske og europæiske centralbank, som indikerede, at selv om der p.t. holdes "pause" med renteforhøjelser, tenderer centralbankerne nok til at hæve styringsrenterne yderligere og holde dem på et højt niveau, så længe kerneinflationen er væsentligt over målsætningen på 2 pct. Derudover fortsatte arbejdsmarkedstal i USA med at være gode, hvilket understøtter mange investorers tro på, at økonomien ikke bryder sammen under de høje renter. Aktiemarkedet klarede sig da også nogenlunde på trods af relativt markante rentestigninger, f.eks. faldt MSCI World kun med 4,5 pct. målt i dollar.

Forventningen om "higher for longer" afspejlede sig i obligationsmarkedet på den måde, at det i september især var de lange renter, der steg, hvor det tidligere primært har været de korte renter. Implicit indpriser markedet altså, at styringsrenterne ikke skal sænkes i fremtiden i det tidligere forventede omfang. Den toneangivende tiårige amerikanske statsrente steg ret markant med 0,46 procentpoint til 4,57 pct., og den 30-årige statsrente steg også markant med 0,49 procentpoint til 4,70 pct. For den tiårige rente er der tale om et nyt højdepunkt for de seneste 15 år. Renterne i Europa fulgte samme mønster, om end de steg lidt mindre end de amerikanske. Den tiårige tyske statsrente endte måneden på 2,84 pct., hvilket er en stigning på 0,37 procentpoint. og det højeste niveau i de seneste 12 år.

De betydelige rentestigninger medførte negative afkast for virksomhedsobligationer, og kreditspænd steg ligeledes. Ligesom aktiemarkedet klarede kreditspænd sig dog relativt godt og udviste kun svage stigninger i løbet af måneden. For globale investment grade-virksomhedsobligationer var afkastet -2,7 pct. målt i dollar, og globale high yield-obligationer gav et afkast på -1,3 pct. målt i dollar. Danske investorer blev hjulpet af en dollarstyrkelse på 2,6 pct. over for danske kroner i løbet af september.

For emerging markets var "higher for longer"-narrativet en negativ faktor, idet disse lande alt andet lige ikke forventes at kunne sænke deres styringsrenter i samme omfang som tidligere. Dette har ellers været relativt aggressivt indpriset. Indekset for obligationer i hård valuta gav et afkast på -3,3 pct., og indekset for obligationer i lokal valuta gav et afkast på -3,2 pct., begge målt i dollar. For indekset i lokal valuta kom ca. halvdelen af det negative afkast fra valutavækkelser over for dollar og ca. halvdelen fra lokale rentestigninger. Generelt var det de lande, der tidligere havde udvist stigninger, som blev ramt, dvs. især lande i Latinamerika og Østeuropa. Hårdest ramt på valutafronten

## Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

**Fordeling på obligationstyper**

Kredit – Europæisk IG:	12 %
Kredit – US IG:	12 %
Kredit – Europæisk HY:	27 %
Kredit – US HY:	12 %
Statsobl. lokal valuta:	26 %
Statsobl. i euro og dollar:	10 %
Kontant:	2 %

**Risikonøgletal**

Varighed:	4,4
Konveksitet:	0,4

**Valuta**

DKK inkl. afdækning:	21 %
EUR:	29 %
USD:	17 %
MXN:	5 %
BRL:	5 %
ZAR:	4 %
NOK:	4 %
COP:	4 %
GBP:	3 %
UYU:	2 %
PEN:	2 %
DOP:	1 %
EGP:	1 %
SEK:	1 %

over for dollar var Polen (-5,8 pct.), Ungarn (-4,5 pct.) og Chile (-4,4 pct.). En af de få valutaer, der steg over for dollar, var colombianske pesos (+0,7 pct.).

Porteføljens virksomhedsobligationer gav et afkast på 1,0 pct. målt i danske kroner. På trods af rentestigningerne lykkedes det at få positive afkast på en stor del af obligationerne (også i lokal valuta). Det bedste afkast kom fra porteføljens high yield-obligationer i dollar, som blev trukket op af dollarstyrkelsen. Dernæst kom europæiske high yield-obligationer efterfulgt af amerikanske investment grade-obligationer og til sidst europæiske investment grade-obligationer.

Porteføljens emerging markets-obligationer gav et samlet afkast på -2,1 pct. målt i danske kroner. Som nævnt ovenfor skete der en vis reprising af emerging markets-segmentet, og dette blev vi ramt af, ligesom vi har en væsentlig eksponering mod Latinamerika, som var en af de regioner, der blev hårdst ramt.

I løbet af september købte vi yderligere op i en af de Volkswagen-hybrid-obligationer, som vi købte ved nyudstedelsen i forrige måned. Derudover deltog vi i en hybridudstedelse fra tyske Bayer AG, som kom med en høj kuponrente og en merrente i forhold til deres eksisterende obligationer. Til gengæld solgte vi vores positioner i tyske Momox og spanske Repsol. På emerging markets-fronten solgte vi i både Rumænien og Den Dominikanske Republik nogle af vores kortere statsobligationer mod køb af obligationer med en længere løbetid. Derudover supplerede vi op i Colombia og Sydafrika.

Overordnet set fastholder vi vores positionering med størst vægt til emerging markets og high yield-virksomhedsobligationer. Emerging markets har haft en lidt udfordrende måned, men vi vurderer stadig, at forholdet mellem potentielt afkast og risiko er fornuftigt. Hvis det generelle renteniveau forbliver på de nuværende relativt høje niveauer, bliver man "betalt" ret fornuftigt i en række emerging markets-lande med statsrenter i størrelsesordenen 11-12 pct., hvilket giver et fornuftigt forventet afkast ved uændrede renter, og samtidig giver en god buffer, hvis renteniveauet skulle stige yderligere (eller emerging markets-valutaer blive svækket). Samme argument gør sig i bund og grund gældende for high yield-virksomhedsobligationer med en gennemsnitlig effektiv rente på indekset på 9,0 pct. I takt med at renterne i USA og Europa stiger, vil vi dog nok stadig diversificere porteføljen yderligere over mod investment grade-virksomhedsobligationer.

Tino Henriksen, 2. oktober 2023.