

Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

**Peter Mosbæk**

CIO, obligationschef
Ansvarlig for Maj Invest High
Income Obligationer

Peter har en bred erfaring inden
for obligationsområdet gennem
20 års arbejde med handel og
rådgivning.

Fordeling på obligationstyper

Kredit – investment grade:	22 %
Kredit – high yield:	37 %
Statsobl. lokal valuta:	31 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	11 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,3
Konveksitet:	0,1

Valuta

DKK inkl. afdækning:	36 %
USD:	22 %
NOK:	8 %
CZK:	6 %
UYU:	5 %
RUB:	5 %
INR:	5 %
IDR:	5 %
SEK:	3 %
MXN:	2 %
ARS:	2 %
DOP:	2 %
ERU:	1 %

Maj Invest High Income Obligationer gav i september måned et afkast på 0,6 pct. Afdelingens sammenligningsindeks gav i samme periode et afkast på 0,8 pct. målt i danske kroner. År-til-dato er afkastet for afdelingen -1,6 pct. mod -1,2 pct. for indekset.

I september var markederne samlet set præget af en tilbagevendende risikoappetit. I USA fortsatte Fed sin normaliseringskurs og satte styringsrenten op med 0,25 procentpoint til 2-2,25 pct., mens det såkaldte "dot-plot" indikerede yderligere 4-5 renteforhøjelser de næste år. Den amerikanske 10-årige rente endte igen med at stige til over de "magiske" 3 pct. I Tyskland steg renten en anelse til ca. 0,47 pct. trukket op af de amerikanske renter og kommentarer fra Mario Draghi om, at inflationen i Europa er ved at komme op i et højere gear. Dollaren var stort set uforandret overfor kronen i løbet af måneden, mens norske og svenske kroner blev styrket pænt. En fortsat eskalering af handelskrigen, hvor USA aktiverede endnu flere toldsatser overfor Kina og truede med at indføre told på nærmest den samlede vareimport fra Kina (ca. 500 mia. dollar) påvirkede ikke markederne væsentligt.

Virksomhedsobligationer nød godt af den tilbagevendende risikoappetit og kreditspænd blev indsnævret på samtlige segmenter med amerikanske high yield-obligationer i førerposition skarpt efterfulgt af europæiske high yield-obligationer. Amerikansk high yield endte måneden med et kreditspænd, der kun er en hårspids fra niveauet i januar 2018, der er det laveste punkt siden finanskrisen. Afkastmæssigt gav begge high yield-segmenter et mindre positivt afkast, mens begge investment grade-segmenter blev trukket i negativ retning af rentestigningerne. Afdelingens portefølje af virksomhedsobligationer gav samlet mere eller mindre et nulafkast målt i lokal valuta, men afkastet blev trukket lidt op af vores svenske og norske virksomhedsobligationer som følge af styrkelsen af disse valutaer.

Ellers er der ikke meget at berette bortset fra, at nyudstedelser af både obligationer og syndikerede lån igen kører på fulde drøn, lige så snart risikovilligheden vender tilbage i markedet. I løbet af måneden blev der udstedt nye virksomhedsobligationer for ca. 165 mia. dollar på tværs af de fire segmenter, og år-til-dato er mængden ca. 1.075 mia. dollar (rekordåret er pt. 2017 med ca. 1.630 mia. dollar). Den samlede udestående mængde af virksomhedsobligationer i de fire segmenter var ved udgangen af måneden ca. 10.300 mia. dollar (!) svarende til ca. 37 pct. af amerikansk BNP for så vidt angår obligationer i dollar og ca. 21 pct. af eurozonens BNP for obligationer udstedt i euro. Dette kan f.eks. sammenlignes med september 2008, hvor Lehman Brothers' konkurs for alvor eskalerede finanskrisen, og procenterne var på henholdsvis 22 pct. og 13 pct.

Efter en august måned med kraftig modvind var september måned lidt mere rolig for emerging markets-obligationer, og vi så som helhed et mindre *rebound* i løbet af måneden. EM-delen af afdelingens sammenligningsindeks steg med 1,5 pct. målt i dollar. Målt i danske kroner var afkastet 1,4 pct.

Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

Det er fortsat frygten for stigende amerikanske renter, den stigende dollar samt den meget omtalte handelskrig mellem USA og Kina, der driver aktivklassen. Ved udgangen af måneden var det svært at spå om, hvor handelskonflikten mellem USA og Kina lander. Såfremt vi skulle ende i det værste scenarie, hvor USA indfører afgifter for op til 25 pct. på samtlige kinesiske varer, vil det uden tvivl have en konsekvens for væksten i både emerging markets-landene, men også for væksten på globalt plan. Væksten i emerging markets-landene har i forvejen været presset de seneste par kvartaler (bl.a. som følge af pengepolitiske stramninger), og derfor vil en eskalering af handelskrigen mellem de to lande uden tvivl give et yderligere skub i den negative retning. Udover de nævnte globale emner er det fortsat Argentina og Tyrkiet, der trækker de fleste overskrifter. Det er også de to lande, der har klaret sig hhv. bedst og værst i løbet af måneden. Den tyrkiske lira steg med omkring 8 pct., og den argentinske peso faldt med ca. 11 pct.

Argentina har i løbet af måneden fået forhøjet hjælpepakken fra IMF med 7,1 mia. dollar, hvilket betyder, at landet nu har sikret sig finansiering frem til slutningen af 2019. I samme ombæring har centralbanken fået ny chef og har besluttet at styre pengepolitikken efter en nulvækst i den udestående pengemængde mod tidligere at have en decideret inflationsmålsætning. Landet har i samme ombæring indført en såkaldt non-interventionzone på valutaen på 34-44 ARS/USD, der betyder, at centralbanken kun intervenserer i valutamarkedet, når den argentinske peso handler uden for det nævnte bånd. De nævnte tiltag er et skridt i den rigtige retning for et land, der har været presset det seneste års tid, men der er stadigvæk lang vej for præsident Macri. Skal det lykkes, kræver det fortsat, at der vedtages vigtige reformer i landet. Et præsidentvalg i 2019 kan dog midlertidigt sætte en stopper for dette.

Vender vi blikket mod Tyrkiet har det også været en begivenhedsrig måned. I midten af måneden forhøjede centralbanken den ledende rente med hele 6,25 pct., og det på trods af at præsident Erdogan få timer forinden havde meldt ud, at han ikke så det for nødvendigt at hæve renterne. Henimod slutningen af måneden blev der præsenteret en ny økonomisk plan, og på trods af at den var forholdsvist udetaljeret, blev den positivt modtaget i markedet. De to begivenheder viser trods alt, at landet bevæger sig i den rigtige retning, men Tyrkiet har fortsat et enormt gældsproblem, hvor især landets banker og virksomheder har en stor andel af kortfristet dollargæld, som skal forlænges inden for de næste par år.

I løbet af måneden blev to af vores subordinerede obligationer kaldt, og vi har købt en ny. Vi har dog overordnet set stadig mest tiltro til den lidt mere sikre del af virksomhedsobligationssegmentet i form af kortere investment grade-obligationer. Der er ikke lavet ændringer i emerging markets-aktivklassen i løbet af måneden.

Peter Mosbæk, 1. oktober 2018