

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:	23 %
Kredit – high yield:	36 %
Statsobl. lokal valuta:	31 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	10 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,4
Konveksitet:	0,1

Valuta

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

Maj Invest High Income Obligationer gav i oktober måned et afkast på 0,7 pct. Afdelingens sammenligningsindeks steg i samme periode 0,0 pct. målt i danske kroner. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -0,9 pct., mens sammenligningsindekset er faldet 1,1 pct..

I oktober måned var de flestes øjne rettet mod aktiemarkedet, da det på trods af en forholdsvis pæn afslutning på måneden har været i kraftig modvind. MSCI World endte måneden med et afkast på -7,0 pct. i lokal valuta, hvilket dog blev hjulpet på vej af en stigende dollar, der sluttede måneden på årets indtil videre højeste niveau målt mod kroner. Det er svært at pege på specifikke faktorer, der forårsagede denne kraftige bevægelse, da det formegentlig er en kombination af flere årsager, herunder handelskrigen mellem USA og Kina, budgetforhandlingerne mellem Italien og EU og frygten for de stigende amerikanske renter. De amerikanske renter steg relativt meget i oktober måned, hvor f.eks. den 10-årige rente kortvarigt var oppe på omkring 3,24 pct. for at slutte måneden i 3,15 pct. Sidste gang, vi så renterne på disse niveauer, var i 2011, og ved udgangen af måneden var der intet, der tydede på, at den amerikanske centralbank var færdig med at sætte renten op i denne omgang.

For virksomhedsobligationer var oktober relativt hård, da de ikke længere kunne frakoble sig udviklingen i aktiemarkedet. Således steg kreditspændet for investment grade-obligationer omkring 0,10-0,15 procentpoint, og high yield-obligationer steg ca. 0,55-0,70 procentpoint. Afkastene på indeksniveau endte måneden i størrelsesordenen -1,5 pct. undtagen for europæiske investment grade-obligationer, som blev "reddet" af faldende tyske renter målt i lokal valuta. En styrket dollar i løbet af måneden trak obligationer udstedt i dollar op med ca. 2,5 pct. Selv om faldet på 1,5 pct. markerer en af de dårligste måneder for high yield-obligationer de seneste to år, ser det fra vores synspunkt alligevel ud som om, at virksomhedsobligationer outperformer relativt til, hvor kraftigt aktiemarkedet er faldet, hvilket undrer os lidt. En mulighed er, at mens aktieinvestorerne pt. nedjusterer deres høje forventninger til virksomhedernes resultater, så tror kreditinvestorer (endnu) ikke, at resultaterne vil blive ramt i en sådan grad, at kreditværdigheden for alvor bliver forringet. På trods af de seneste bevægelser ligger kreditspænd for high yield-obligationer dog stadig i den lavere ende historisk set. Vi mener derfor fortsat, at man skal være påpasselig, og foretrækker investment grade-obligationer, hvor kreditspændet efterhånden er nogenlunde i midten af det historiske spektrum.

Når man tænker på den modvind, aktiemarkedet har haft i løbet af måneden, så har emerging markets-obligationer faktisk klaret det ok. I lokal valuta faldt aktivklassen med ca. 1,5-2 pct. (målt på indeksniveau), men det blev opvejet af den stigende dollar. De valutaer, der klarede sig bedst i oktober, var den argentinske peso (+18 pct.), den brasilianske real (+12 pct.) og den tyrkiske lira (+11 pct.). De valutaer, der klarede sig dårligst, var den mexicanske peso (-5 pct.) og den colombianske peso (-5 pct.).

Overordnet set er det stadig handelskrigen mellem USA og Kina, der dominerer over-

Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809

skrifterne indenfor emerging markets-universet, og så længe der er usikkerhed om udfaldet af konflikten, vil dette fortsat være i fokus. Indtil videre lader det til, at der er kommet lidt ro på, men der skal formentlig ikke meget til, før konflikten blusser op igen. USA offentliggjorde i løbet af måneden deres halvårslige valutareport (Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States), hvori netop Kina bliver nævnt som et af de få lande, der holdes ekstra øje med. Dette kommer næppe som den store overraskelse, i og med præsident Trump flere gange har stemplet landet som valutamanipulator. I den kontekst vil det blive interessant at se, hvordan Kina vil reagere, så snart de nuværende handelsafgifter slår igennem i økonomien. Kina har allerede på nuværende tidspunkt lavet en række tiltag i håb om at kunne stimulere væksten, herunder en reduktion af indkomstskatten og yderligere lempelser for private virksomheders låntagning. Spørgsmålet er, om dette på sigt er nok til at opretholde den høje vækst.

Udover den nævnte handelskonflikt mellem USA og Kina har et af de store emner i løbet af måneden været præsidentvalget i Brasilien, som i oktober har været igennem den anden og afgørende valgrunde. Her tog Bolsonaro 55 pct. af stemmene, og han vil derfor overtage præsidentposten i landet pr. 1. januar 2019. Det er dog værd at bemærke, at ca. 30 pct. af landets stemmeberettigede enten stemte blankt eller slet ikke stemte. Ikke desto mindre reagerede de finansielle markeder yderst positivt på valget, hvor bl.a. den brasilianske peso steg med ca. 12 pct., og renterne faldt pænt i løbet af oktober måned. Bolsonaro har en baggrund indenfor militæret og er forholdsvis uerfaren indenfor politik. Derfor vil det blive interessant at se, om det lykkes ham at få vedtaget de reformer, der er yderst nødvendige for at få minimeret budget- og betalingsbalanceunderskud, og dermed stoppe gældsudviklingen i landet. Landet er i forvejen dybt splittet og med den tiltagende sociale ulighed vil det formentlig blive en meget svær opgave for Bolsonaro. Overordnet set vil 2019 være præget meget af politik, da mange emerging markets-lande går til valg næste år.

I løbet af måneden solgte vi to af vores high yield-virksomhedsobligationer, som har klaret sig fornuftigt, og i stedet købt investment grade-obligationer. I emerging markets-universet solgte vi afdelingens 5-årige argentinske statsobligationer og købte i stedet 1-årige obligationer til ca. 50 pct. i rente, da vi mener man bliver bedst betalt i den korte ende. Herudover købte vi for ca. 2 pct. colombianske statsobligationer og øgede beholdningen af uruguayanske stater med 1 pct. Emerging markets-obligationer fylder dermed ved udgangen af måneden lige under 34 pct. af den samlede portefølje.

Peter Mosbæk, 1. november 2018