

Maj Invest High Income Obligationer

DK0060642809



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef



Tino Henriksen
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 august måned et afkast på 0,3 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks i samme periode steg 0,5 pct. målt i danske kroner. År-til-dato er afkastet 7,4 pct. mod indeksets 11,2 pct.

I august måned tog renterne på stort set alle segmenter i obligationsmarkederne endnu et stort dyk nedad ført an af renterne på statsobligationer. En af årsagerne er sandsynligvis, at handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede yderligere i starten af måneden, ved at Trump lidt uventet annoncerede yderligere told på kinesiske varer, og at Kina svarede igen med samme mønt. Dermed er det næsten givet, at Fed vil sætte renten ned for at dæmpe op for risikoen for realøkonomien.

Samtidigt forventes ECB også at komme med nye rentenedsættelser og andre pengepolitiske lempelser på baggrund af den fortsat meget lave inflation og de relativt svage nøgletal i euro-området. F.eks. var den seneste BNP-vækst i Tyskland negativ.

De amerikanske tiårige renter endte måneden på ca. 1,50 pct., det laveste niveau siden 2016, mens de tyske tiårige renter endte på endnu et nyt lavpunkt på ca. -0,7 pct. August blev også måneden, hvor den effektive rente på *samtlig*e tyske statsobligationer på 1-30 år endte i negativt territorie.

De toneangivende centralbanker har end ikke nået reelt at begynde at reducere deres massive kvantitative lempelser, før de igen vender om. Det forventes, at resten af verdens centralbanker vil følge trop. Obligationsmarkedet ser efterhånden ud til at gå fra at prise "lavere i længere tid" til "lavere *for al tid*".

De massive rentefald skaber også en ny situation for risikoobligationer. Hvor man før kunne tale om et såkaldt "hunt-for-yield" på obligationsmarkedet, kan man nu, med næsten 17 trillioner dollar udestående obligationer med negative renter, begynde at tale om, at risikoobligationer er "the only game in town", såfremt man vil undgå at betale for at låne penge ud. Dette burde alt andet lige være med til at understøtte priserne på risikoobligationer i højere grad end ellers.

Ser man på virksomhedsobligationer og deres kreditspænd ligger disse da for flere segmenter også kun svagt under deres langsigtede gennemsnit, så i den forstand er virksomhedsobligationer relativt set ikke lige så dyrt priset som andre segmenter i obligationsmarkedet. Derudover er der potentiale for at kreditspændene fortsat kan indsnævres, såfremt tingene fortsætter med meget lave renter, svag men positiv økonomisk vækst og pengepolitisk understøttelse. Endelig kan kreditspænd give en vis "buffer" i et scenarie, hvor forventningerne til økonomisk vækst og/eller inflation retter sig og fører til rentestigninger, idet kreditspændene så typisk vil indsnævres og afbøde noget af den negative effekt fra stigende renter.

I et egentligt recessionsscenario vil virksomhedsobligationer naturligvis være et skidt alternativ, men vi vurderer sandsynligheden for en egentlig recession som lavere end den samlede sandsynlighed for de to skitserede scenarier ovenfor.

DK0060642809

Fordeling på obligationstyper

Kredit – Euro IG:	8 %
Kredit – US IG:	23 %
Kredit – Euro HY:	16 %
Kredit – US HY:	14 %
Statsobl. lokal valuta:	38 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	1 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,9
Konveksitet:	0,2

Valuta

DKK inkl. afdækning:	37 %
USD:	14 %
NOK:	6 %
UYU:	6 %
IDR:	5 %
INR:	5 %
MXN:	5 %
CZK:	4 %
DOP:	4 %
RUB:	4 %
SEK:	3 %
COP:	3 %
BRL:	2 %
PLN:	1 %
EUR:	1 %

Samlet får ovenstående situation os til at vurdere, at det er på sin plads at tage lidt mere risiko i kreditporteføljen og opgradere high yield til "neutral" samt nedgradere investment grade til "neutral". Det vil stadig være sådan, at vi undgår de allermest risikable segmenter og reelt nødlidende virksomheder. Samtidigt vurderer vi også stadig, at det ikke er attraktivt at tage meget lang rente- eller kreditrisiko, dels fordi betalingen er historisk lav, og dels fordi selv mindre "snap-backs" ville eliminere mange års forventet afkast.

Emerging markets-obligationer er lige som virksomhedsobligationer et af de få områder tilbage på obligationsmarkedet med positive gennemsnitlige renter og i flere landes tilfælde endda ret høje positive realrenter sammenlignet med "sikre" obligationer. Det er naturligvis umiddelbart også det mest volatile segment på obligationsmarkedet, men samlet set vurderer vi, at segmentet er attraktivt i den nuværende situation.

Derudover er en af de store udfordringer for segmentet, en stramning af pengepolitikken i USA, nu også et overstået kapitel. Især hvis dollaren over tid ikke styrkes yderligere eller ligefrem svækkes kan det være positivt for segmentet. Igen vil en egentlig recession gå hårdt ud over aktivklassen, men i de andre scenarier burde den klare sig ok.

Udover at EM ser fornuftigt ud relativt til andre obligationssegmenter, er emerging markets i lokal valuta også blevet billigere at entrere i løbet af august måned, idet flere af de toneangivende EM-valutaer er faldet overfor dollar. Formodentlig som følge af eskalering i handelskrigen.

Vi mener fortsat, at man skal udvise omhu, og vi foretrækker fortsat kun udvalgte lande. Samlet set mener vi, at det er på sin plads at hæve obligationer i lokal valuta til "overvægt" og obligationer i hård valuta til "neutral".

Af konkrete porteføljebevægelser i løbet af august måned er de mest interessante sket på EM-siden. Her havde vi en kort obligation i argentinske peso udstedt af EBRD, der havde udløb en uge før primærvalget i Argentina. Som det måske er nogle læsere bekendt, vandt udfordreren til præsident Macri, den selvudnævnte peronist Fernandez og hans "running mate", den korruptionsanklagede ekspræsident Cristina Fernandez de Kirchner, meget stort, hvilket har ført til massive fald i den argentinske peso (-25 pct.), aktiemarkedet (-40 pct.) og statsobligationer (-40 pct.). Vores obligation blev dog indfriet som planlagt til tiden og bidrog positivt til afkastet med ca. 7,3 pct. målt i danske kroner.

Derudover tog vi en mindre position i brasilianske real, efter at disse faldt med ca. 10 pct. overfor dollar og lå på et historisk set billigt niveau.

Tino Henriksen, 2. september 2019