

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 december måned et afkast på 0,9 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks gav et afkast på 0,8 pct. For hele 2019 var afdelingens afkast 9,5 pct. og mens indekset steg 13,2 pct.

December måned var præget af fortsatte pæne stigninger for aktier globalt set, svagt stigende statsrenter i både Europa og USA samt betydelige fald i kreditspænd for både virksomhedsobligationer og emerging markets-obligationer. Baggrunden herfor var formentlig primært en vis opblødning af handelskrigen mellem USA og Kina, hvor der blev indgået en såkaldt fase 1-aftale.

I årets sidste måned gav virksomhedsobligationer på indeksniveau et afkast i størrelsesordenen 1–2 pct. målt i dollar og emerging markets-obligationer et afkast på ca. 2–3 pct. målt i dollar. For en dansk investor blev afkastene dog trukket væsentligt ned af en dollarsvækkelse på ca. 1,9 pct.

Gør vi status over 2019 som helhed, må vi sige, at det har været et år med særdeles gode afkast på tværs af stort set alle aktivkategorier, om end det til dels er på baggrund af kraftige prisfald i slutningen af 2018. De for afdelingen relevante obligationssegmenter gav alle et afkast på mellem 13 og 16 pct. målt i kroner, hvilket for flere segmenter er det bedste afkast i ti år.

Når risikoobligationer kunne give så store afkast i 2019, skyldes det markante rentefald i løbet af året kombineret med markante fald i kreditpræmier. Hovedforklaringen bag rentefaldene er, at centralbankerne vendte rundt i forhold til deres reaktionsmønster i 2018 og gik fra begyndende pengepolitiske stramninger til nye betydelige pengepolitiske lettelser. Mest markant var den amerikanske centralbank med tre nedsættelser af styringsrenten og stop for tilbage salg af tidligere købte obligationer. Men også Den Europæiske Centralbank lempede pengepolitikken med en sænkelse af styringsrenten til det laveste niveau nogensinde på -0,5 pct. og en genopstart af obligationsopkøbsprogrammet. De fleste andre centralbanker i verden var "nødsaget" til at følge trop. Udover at bidrage til stigende obligationskurser i sig selv bidrog de faldende og i mange tilfælde negative statsrenter til udpræget *hunt-for-yield*-adfærd blandt investorer og dermed en indsnævring af kreditpræmier både for virksomheder og emerging markets.

Flere betydelige risikoelementer blev afdæmpet i 2019. Således var der, som nævnt ovenfor, en svag positiv udvikling og mulig deeskalering af handelskrigen mellem USA og Kina, de økonomiske nøgletal i især USA og Kina fortsatte på nogenlunde fornuftige niveauer, og risikoen for et *no-deal*-Brexit blev reduceret. Alt sammen faktorer, der bidrog til at reducere frygten for recession blandt investorer og øge troen på det såkaldte *goldilocks*-scenarie, og med tilstrækkelig vækst til at undgå recession, men stadig så svag vækst, at inflationen samt statsrenterne forbliver lave og centralbankerne understøttende.

Afdelingens portefølje nød i høj grad godt af disse tendenser, og afdelingens afkast i 2019 på 9,7 pct. er det højeste afkast siden afdelingens opstart.

DK0060642809

Fordeling på obligationstyper

Kredit – Euro IG:	10 %
Kredit – US IG:	19 %
Kredit – Euro HY:	18 %
Kredit – US HY:	14 %
Statsobl. lokal valuta:	38 %
Statsobl. i euro og dollar:	0 %
Kontant:	1 %

Risikonøgletal

Varighed:	2,8
Konveksitet:	0,2

Valuta

DKK inkl. afdækning:	31 %
USD:	16 %
NOK:	7 %
UYU:	5 %
IDR:	5 %
DOP:	5 %
MXN:	5 %
INR:	4 %
SEK:	4 %
RUB:	4 %
COP:	4 %
CZK:	3 %
EUR:	3 %
BRL:	3 %
PLN:	1 %

Fordelt på segmenter var afkastet ca. 11,2 pct. for afdelingens portefølje af virksomhedsobligationer og ca. 13,1 pct. for emerging markets-obligationer. Blandt virksomhedsobligationer var det især de amerikanske investment grade-obligationer og subordinerede finansielle obligationer, der trak afkastet op. Blandt emerging markets var det især afdelingens russiske, mexicanske og indonesiske obligationer, der bidrog positivt med afkast i størrelsesordenen 20–35 pct. Omvendt trak obligationer fra Uruguay ned med et afkast på ca. –1,4 pct. Afdelingens afdækning af dollar kostede ca. 1,2 procentpoint i afkast.

Afdelingens underperformance i forhold til indeks skyldes til dels afdelingens lidt forsigtige bias med en meget lav eksponering mod de lavest ratede virksomhedsobligationer (kreditrisiko) samt mod meget langtløbende obligationer (renterisiko). Derudover skyldes det til dels afdelingens afdækning af dollar-eksponering, hvilket kostede relativ performance i år. Vi vil strukturelt have en tendens til at afdække en vis dollareksponering, som følge af at afdelingen er tænkt til en dansk-baseret investor. Investeringsuniverset består af ca. 60–70 pct. dollarobligationer, og dette vil sandsynligvis løbende være en form for omkostning for afdelingen.

Det skal også bemærkes, at afdelingen performede bedre end sit indeks under *sell-off*-perioden i slutningen af 2018, hvilket indikerer, at det hidtil er lykkedes os at lave en mere modstandsdygtig portefølje.

Ser vi frem mod 2020 må vi nok sande, at afkastpotentialet for afdelingen er i den lavere ende historisk set. Således befinder den nuværende gennemsnitlige effektive rente sig i de laveste 5 pct. af observationer over de seneste 30 år for 5 ud af 6 af vores segmenter (baseret på månedlige observationer). Kredit-spænd for virksomhedsobligationer befinder sig generelt i den laveste tredjedel af observationer.

I forhold til risikotagning i porteføljen kan situationen håndteres på flere måder: Hvis man tror på, at renter og spænd ikke kan falde meget yderligere, men at goldilocks fortsætter, taler dette for at gå efter at maksimere *carry* og øge risikoen i porteføljen. Omvendt betyder de meget lave spænd og renter også, at man ikke får særlig meget betaling for risiko ved indgangen til 2020, og at der ikke er meget at stå imod med i tilfælde af faldende aktivpriser. Det taler for at begrænse eller reducere risiko. Her tenderer vi til den sidstnævnte position, idet vi vurderer, at skævheden i udfaldsrummet ikke er særligt fordelagtig her ved udgangen af december måned.

Alt i alt fastholder vi derfor ved indgangen til 2020 en svagt risikoavers bias i porteføljen, og vi ser fortsat emerging markets-obligationer som det mest attraktive segment.

Gustav Bundgaard Smidth, 7. januar 2020