

# 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 december et afkast på 1,2 pct., mens afdelingens sammenligningsindeks steg 0,4 pct. År-til-dato er afkastet for afdelingen 6,0 pct. og mens sammenligningsindekset er steget 2,4 pct.

I december aftog frygten for corona-varianten Omikron, i hvert fald på finansmarkederne, alt imens der verden over blev genindført restriktioner for at bremse spredningen af denne variant. Årsagen er nok primært, at selv om varianten er mere smitsom, ser den også ud til i lavere grad at føre til alvorlige sygdomsforløb. Derudover ser det ud til at smittebølgen i Sydafrika, som var arnestedet for varianten, allerede er ved at bøje af og ikke har ført til overbelastning af sundhedsvæsenet. Finansmarkederne har tolket ovenstående som positivt og kombineret med fortsat gode regnskabsresultater, har dette ført til stigende aktiemarkeder, et lille "jule-rally" i high-yield virksomhedsobligationer samt stigende amerikanske og tyske renter.

Ser vi på 2021 som helhed, har verden igen stået i corona-virusens tegn, men udrulning af vacciner globalt i løbet af året samt penge- og finanspolitisk understøttelse gjorde, at først Delta-varianten og nu Omikron-varianten ikke kunne rykke ved finansmarkedernes optimisme med hensyn til at komme igennem pandemien og ved troen på et økonomisk opsving. Aktier havde således et særdeles positivt år med stigninger i MSCI World-indekset på ca. 20 pct. målt i dollar og ca. 30 pct. målt i danske kroner. High-yield virksomhedsobligationer havde ligeledes et godt år, hvor kreditspændet faldt med 0,54 procentpoint og afkastet var 9,6 pct. målt i danske kroner (2 pct. i dollar).

Hele håndteringen af corona-pandemien har også ført til en meget væsentlig sideeffekt, som vi ikke har set i mange år: kraftigt stigende inflation, med inflationsrater i f.eks. USA på 5–6 pct. Det viser sig, at nedlukninger og nedskaleringer af kapacitet kombineret med en massiv udpumpning af likviditet og finanspolitisk understøttelse har ført til en giftig cocktail af en væsentlig stigning i forbruget og flaskehalse i forsynings-, produktions- og leveringskæder.

Inflationen er nu så høj, og problemerne ser ud til at være så vedvarende, at centralbankerne er begyndt at være bekymrede. Den amerikanske centralbank, Fed, som er den mest betydningsfulde, kastede sidst på året håndklædet i ringen og opgav at betegne den høje inflation som "midlertidig". Fed annoncerede derudover, at dens obligationsopkøbsprogram vil blive udfaset noget hurtigere end først planlagt.

Effekten har været til at føle i den "sikre" del af obligationsmarkedet, især på statsobligationer. Den toneangivende amerikanske ti-årige rente steg 0,6 procentpoint i 2021, og den tyske ti-årige rente steg med 0,4 procentpoint. Futures-markedet indpriser nu den første renteforhøjelse fra Fed allerede i år samt ca. 3 renteforhøjelser i både 2022 og 2023.

Investment grade-virksomhedsobligationer blev også ramt negativt af denne udvikling. Således leverede de på indeksniveau et negativt afkast på -2,9 pct. for året målt i dollar, og kreditspændet forblev uforandret på trods af de gode

DK0060642809

**Fordeling på obligationstyper**

Kredit – Europæisk IG:	2 %
Kredit – US IG:	6 %
Kredit – Europæisk HY:	35 %
Kredit – US HY:	12 %
Statsobl. lokal valuta:	31 %
Statsobl. i euro og dollar:	9 %
Kontant:	5 %

**Risikonøgletal**

Varighed:	3,8
Konveksitet:	0,3

**Valuta**

DKK inkl. afdækning:	27 %
EUR:	20 %
USD:	12 %
NOK:	6 %
MXN:	5 %
RUB:	5 %
IDR:	4 %
UYU:	4 %
BRL:	4 %
INR:	3 %
SEK:	2 %
COP:	2 %
PEN:	2 %
PLN:	1 %
GBP:	1 %
ZAR:	1 %
DOP:	1 %

regnskabsresultater. I danske kroner var afkastet dog ca. 4,3 pct. som følge af en styrket dollar.

Den del af obligationsmarkedet, hvor stigende renter nok ramte hårdest, var emerging markets-obligationer. Disse blev dels ramt af stigende amerikanske renter, hvilket styrker dollaren og omvendt svækker EM-valutaer, og dels af en større stigning i inflation end for de udviklede lande, hvilket øger frygten for en såkaldt inflationsspiral. Derudover vil højere renter i de udviklede lande alt andet lige reducere EM-landenes merrente og dermed føre til pengestrømme ud af aktivklassen samt en yderligere svækkelse af EM-valutaer. For at modgå denne udvikling valgte flere af de store EM-lande at hæve deres styringsrenter væsentligt, f.eks. Brasilien, Mexico og Rusland. Ovenstående kunne ses på afkastene, hvor EM-obligationer i lokal valuta i 2021 gav et afkast på -7,8 pct. målt i dollar, (-1,0 pct. i danske kroner).

I vores portefølje leverede virksomhedsobligationerne samlet set i 2021 et afkast på 10,2 pct. målt i danske kroner. Her var det især vores high-yield obligationer i dollar, der trak op i afkastet med afkast på 20 pct. målt i danske kroner. Europæiske high yield-obligationer og investment grade-obligationer i dollar bidrog også med høje et-cifrede afkast. Førstnævnte blev delvist hjulpet af en styrket norsk krone. På EM-siden var det samlede afkast i 2021 på vores portefølje 5,7 pct. målt i danske kroner, hvor bl.a. obligationer fra Den Dominikanske Republik, Uruguay, Indien og obligationer i afdelingens "hard currency"-portefølje bidrog med to-cifrede afkast. Til gengæld trak russiske, mexicanske og brasilianske obligationer ned i afkastet. Desværre trak vores valuta-afdækning væsentligt ned i afkastet for porteføljen som helhed på grund af den styrkede dollar i 2021.

Hvad angår vores strategi for 2022, ser vi EM-obligationer som mest attraktive. En række EM-landes obligationer er i en vis forstand "på forkant" i forhold til stigende globale renter, idet deres centralbanker allerede har hævet styringsrenterne væsentligt og deres valutaer allerede er faldet mod dollar. Derudover er de nominelle renter høje i flere lande, og realrenterne er positive (mod markant negative i USA og Tyskland). Vi vil derfor fastholde en relativt høj allokering mod dette segment.

I modsætning hertil anser vi generelt ikke investment grade-virksomhedsobligationer for attraktive idet den nominelle effektive rente fortsat er meget lav og kreditspændet ligeledes er i den lave ende. Her vurderer vi ikke, at man bliver tilstrækkelig kompenseret i forhold til risikoen for stigende renter, og vi vil fastholde en lav allokering. I stedet vil vi indenfor virksomhedsobligationer allokere den største andel til high yield-segmentet, dog primært i den højere ratede del indenfor high-yield.

Tino Henriksen, 3. januar 2022