

DK0060004950



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef

Aktivfordeling

Sikre statsobligationer:	10 %
Risikable statsobligationer:	19 %
Virksomhedsobligationer:	14 %
Realkreditobligationer:	52 %
Kontant:	5 %

Risikonøgletal

Varighed:	6,6
Konveksitet:	0,2
Gennemsnitlig eff. rente	4,8 %

Valuta

DKK:	65 %
EUR:	10 %
USD:	6 %
MXN:	2 %
NOK:	2 %
ZAR:	2 %
BRL:	2 %
DOP:	2 %
COP:	2 %
JPY:	1 %
GBP:	1 %
INR:	1 %
PEN:	1 %
RON:	1 %
UYU:	0 %
SEK:	0 %
EGP:	0 %
KZT:	0 %
Andet:	2 %

Afdelingen gav i december måned et afkast på -1,3 pct., mens sammenligningsindekset faldt 1,1 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på 3,7 pct., mens sammenligningsindekset er steget 2,9 pct.

Vanen tro vil jeg benytte årets sidste månedsopdatering til at kigge lidt tilbage på året, der er gået, og perspektivere lidt over, hvad 2025 kan byde på for en global obligationsinvestor. Først og fremmest er jeg dog glad for, at afdelingen for sjette år i træk har givet et højere afkast end sammenligningsindekset, hvilket vi naturligvis vil gøre vores bedste for at gentage i 2025. Garantier for afkast gives naturligvis ikke.

De globale obligationsmarkeder kan i det forgangne år bedst beskrives lidt som en blandet landhandel eller rodebutik, hvad angår renteutvikling og afkast. Inden for de forskellige obligationssegmenter var der både aktivklasser med pæne afkast og segmenter med negative afkast. Dette skyldes i høj grad, at forskellige faktorer har påvirket de forskellige markeder på hver sin måde. Den amerikanske økonomi er fortsat meget stærk med jobskabelse og inflation, der ikke falder helt så hurtigt, som centralbanken havde ønsket. Denne effekt blev ydermere forstærket efter valget af Trump som USA's kommende præsident, da hans forventede politik vil byde på lempelig finanspolitik og tiltag, der formentlig vil hæve inflationen en smule. I Europa er billedet noget mere dystert, hvor især den tyske industri fortsat er underdrejet, mens det omvendt går bedre i mange andre europæiske lande. Generelt har 2024 også vist, at forbrugerne overordnet set har det godt i mange lande med reallønsfremgang drevet af stramme arbejdsmarkeder og arbejdsløshed på lave niveauer, selvom renterne generelt har været højere end i mange år. Men nogen væsentlig dæmper på økonomierne har de høje centralbankrenter endnu ikke haft (selv om der selvfølgelig er undtagelser). Verdensindekset for aktier steg mere end 25 pct. målt i danske kroner – igen trukket op af USA – mens europæiske aktier holdede markant efter. I sympati hermed kørte kreditspænd på virksomhedsobligationer og EM-obligationer i dollar eller euro pænt ind, og de ligger nu på meget lave niveauer i forhold til tidligere år.

På markedsniveau i de toneangivende markeder har vi i 2024 set, at de korte obligationsrenter er faldet i både USA og EU som følge af rentenedsættelser fra centralbankerne. Omvendt er de længere obligationsrenter steget markant i USA, mens udviklingen i Europa er ret landespecifik. Eksempelvis er den 10-årige danske statsobligationsrente faldet 0,2 procentpoint, mens den tilsvarende tyske omvendt er steget 0,3 procentpoint. Dermed er danske statsobligationsrenter nu markant lavere end de tyske. I USA er den 10-årige statsobligationsrente steget hele 0,7 procentpoint i 2024 og ligger nu på 4,6 pct. For en dansk investor var korte amerikanske statsobligationer en fantastisk investering, da man ud over en direkte rente på 4 pct. samtidig nød godt af en dollarstyrkelse på 7 pct. og dermed fik et tocifret afkast. Omvendt gav meget lange amerikanske statsobligatio-

Tidligere afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Det, du får, afhænger af, hvordan markedet fungerer, og af, hvor længe du beholder investeringen/produktet. Afkastet kan desuden variere som følge af valutaudsving.

Maj Invest Globale Obligationer

DK0060004950

ner et negativt afkast pga. de store rentestigninger.

Kigger vi på porteføljen, har afdelingens virksomhedsobligationer gjort det fantastisk i 2024 med et afkast på 13 pct. målt i danske kroner og 10 pct. i obligationernes respektive valutaer. Ved indgangen til 2024 udgjorde virksomhedsobligationer 21 pct. af porteføljen. Denne andel er over året nedbragt til 13 pct. som en konsekvens af indsnævringen af kreditspænd. Porteføljens danske realkreditobligationer udgør fortsat ca. halvdelen af porteføljen, og med et afkast på 5 pct. har dette også været et positivt element i porteføljen. Andelen af sikre statsobligationer er øget over året og udgør nu mere end 10 pct. af porteføljen. Her var afkastet positivt på omtrent 2 pct. Dette segment ser meget billigere ud, end det har gjort længe, givet de generelt lave kreditspænd på mere risikofyldte aktiver. Blandt porteføljens EM-obligationer fandt vi både afdelingens højeste og laveste afkast. Generelt har afkast på EM-obligationer i dollar og euro været høje og på niveau med porteføljen af virksomhedsobligationer, mens afkast på EM-obligationer i lokal valuta har været negativt. Dette kommer dog efter et 2023, hvor afkastet på denne del af porteføljen var noget over 20 pct.

Vender vi blikket frem mod 2025, så ser afkastmulighederne relativt gunstige ud for porteføljen. De længere statsobligationsrenter er steget – især de amerikanske – som betyder et betydeligt afkastpotentiale, såfremt inflationen falder, eller økonomien begynder at vise svaghedstegn. Omvendt må jeg dog også konstatere, at risikopræmierne – især i virksomhedsobligationer – er på meget lave niveauer, der ikke giver meget plads til en ændring i investorernes opfattelse. Dette er dog afspejlet i vores nuværende porteføljeallokering, hvor aktivklassen har en betydeligt lavere vægt end tidligere. Samtidig har vi reduceret risikoen blandt de obligationer, vi har i porteføljen. Så løst sagt er vi positioneret til at udnytte en eventuel udvidelse af kreditspænd til at øge allokeringen til virksomhedsobligationer. Blandt EM-obligationerne i lokal valuta ser jeg mange gode muligheder for et rigtigt godt afkast i 2025. På den korte bane er der dog fortsat risici for yderligere rentestigninger, men på længere sigt ser afkast/risiko-forholdet gunstigt ud.

Som beskrevet ovenfor så er de danske obligationsrenter faldet ret betydeligt relativt til de tilsvarende tyske obligationsrenter i 2024. Det har indtil videre haft den konsekvens, at vi har solgt porteføljens sidste danske statsobligationer og i stedet købt tyske. Fortsætter de danske renter med at falde relativt til de europæiske, vil vi formentlig reducere i realkreditobligationer og søge alternativer i euro.

Gustav Bundgaard Smidth, 6. januar 2025.

Tidligere afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Det, du får, afhænger af, hvordan markedet fungerer, og af, hvor længe du beholder investeringen/produktet. Afkastet kan desuden variere som følge af valutaudsving.