

DK0060004950



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef

Aktivfordeling

Sikre statsobligationer:	11 %
Risikable statsobligationer:	20 %
Virksomhedsobligationer:	15 %
Realkreditobligationer:	54 %
Kontant:	1 %

Risikonøgletal

Varighed:	7,1
Konveksitet:	0,3
Gennemsnitlig eff. rente	4,2 %

Valuta

DKK:	64 %
EUR:	13 %
USD:	6 %
MXN:	1 %
NOK:	2 %
ZAR:	1 %
BRL:	2 %
DOP:	2 %
COP:	1 %
JPY:	1 %
GBP:	1 %
INR:	1 %
PEN:	1 %
RON:	1 %
UYU:	0 %
SEK:	0 %
EGP:	1 %
KZT:	0 %
Andet:	2 %

Afdelingen gav i januar et afkast på 0,4 pct., mens sammenligningsindekset steg 0,3 pct.

For faste læsere kommer det nok ikke som den store overraskelse, at jeg grundliggende er relativt optimistisk omkring de afkastmuligheder, vi ser i obligationsmarkedet. Denne månedskommentar bliver lidt anderledes end de vanlige, da der ikke vil være så meget fokus på markedsbegivenhederne i januar, men i stedet vil jeg beskrive vores porteføljeallokering og overvejelserne bag denne.

2024 sluttede med relativt pæne stigninger i statsobligationsrenterne, som gør udgangspunktet for 2025 hæderligt. Det interessante er, at man som obligationsinvestor aktuelt får en relativt pæn rente på højtratede statsobligationer (måske med undtagelse af de danske) sammenlignet med merrenten på f.eks. virksomhedsobligationer. Det gør, at vi i porteføljen over de seneste måneder har mindsket både allokering til og risikoen generelt inden for de højere forrentede emerging markets- og virksomhedsobligationer. I stedet har vi øget eksponeringen mod højtratede statsobligationer.

Kreditspænd er generelt på meget lave niveauer, ligesom vi ser relativt høje aktiekurser. Med andre ord er risikopræmierne generelt lave. Det afspejler, at "markedet" som helhed ser relativt gunstigt på den realøkonomiske udvikling i USA og Europa (på trods af Trump), hvilket understøtter risikoaktiver.

Vi deler et langt stykke hen ad vejen denne opfattelse og forventning, men vi eksponerer ikke vores porteføljer ensidigt til ét hovedscenarie. Vi forsøger altid at analysere markedsdynamikken for alternative scenarier og hvilken påvirkning, de vil have. Dels i forhold til vores portefølje, men i lige så høj grad for "markedet".

Lidt forsimplet kan markedsdynamikken på obligationsmarkedet i perioder være styret af ét tema eller én trend. Det kunne f.eks. være "faldende inflation og fortsatte rentesænkninger". Oftest kommer de største "markedschok" og de bedste omlægningsmuligheder, når konsensus og markedet skifter narrativ/forventning.

Et godt eksempel på dette så vi i 2024. Ved indgangen til året var markedet sikker på, at der var vækstafmatning på vej i USA, inflationen ville komme ned, og Fed kunne sænke renten 6-7 gange. Fire måneder senere var obligationsrenterne steget knap 1 procentpoint, og markedsforventningen var da kun en rentesænkning fra Fed i 2024. Derfra vendte det, og markedet tog en tur den anden vej...

Med ovenstående in mente er det værd at hæfte sig ved det aktuelle narrativ, samt markedsprisen af de forskellige aktivklasser, vi kan investere i.

I vores optik er det, vi går glip af ved at have mindre eksponering mod eksempelvis high-yield virksomhedsobligationer og i stedet have flere højtratede statsobligationer, ikke særligt meget på de nuværende niveauer. Renteforskellen er

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.

meget lav i forhold til de historiske niveauer. Det kan dog sagtens vise sig senere, at det havde været bedre at fastholde høj risiko. Ud fra vores risk/reward-betragtning, ser det dog ikke attraktivt ud at have meget risiko i f.eks. high-yield-segmentet. Efter vores vurdering er den bedste allokering at være lidt forsigtig ud fra en samlet vurdering af obligationsmarkedets afkastmuligheder og risiko-scenarier.

For at samle op og illustrere vores pointe, så er markedsforventningen, at den amerikanske økonomi fortsat udvikler sig gunstigt. Arbejdsmarkedet er stramt, finanspolitikken er lempelig, og forbrugeren får en pæn reallønsvækst, der fortsat vil understøtte forbruget. I obligationsmarkedet forventes dog, at Fed får plads til at sænke renten med knap 0,5 procentpoint i år og yderligere 0,25 procentpoint i 2026. Forventningen til ECB, der allerede i løbet af januar sænkede renten 0,25 procentpoint, er, at de sænker renten yderligere 3-4 gange inden årsskiftet.

På trods af at vi generelt deler forventningen om, at økonomien i USA vil klare sig godt, og der ikke vil være store behov for rentenedsættelser fra Fed, så er udfaldsrummet meget asymmetrisk, *hvis* det går anderledes, end markedet forventer.

Hvis Fed i stedet *hæver* renten, så vil risikoaktiver (aktier, virksomheds- samt EM-obligationer) nok få det svært. Her vil vores høje rentefølsomhed trække ned på afkast, men omvendt vil vores lavere eksponering til f.eks. high-yield-segmentet, give os nogle muligheder.

Hvis det omvendt går således, at den amerikanske økonomi udvikler sig dårligere, og der kommer frygt for recession og en vækstnedgang, så vil Fed formentlig *sænke* renten en del *mere*, end forventninger er nu. Markedsreaktionen i dette scenario vil være betydelig for både obligationsrenterne og risikoaktiver. Som udgangspunkt vil dette scenario være positivt for afdelingens nuværende eksponering, da risikoaktiver vil klare sig markant dårligere end højtratede statsobligationer, der vil nyde godt af rentefaldet. I dette scenario får vi mulighed for at rotere porteføljen fra højtratede statsobligationer med pæn varighed til andre højtforrentede obligationer med meget højere risikopræmier end de nuværende niveauer.

Gustav Bundgaard Smidth, 6. februar 2025.