

Q1 2025

Danske Obligationer

De korte renter faldt hen over kvartalet. Mellemlange obligationer endte med et nul-afkast, mens lange obligationer blev hårdt ramt af de kraftige rentestigninger i længerelebende obligationer, og endte kvartalet med negative afkast.

Virksomhedsobligationer

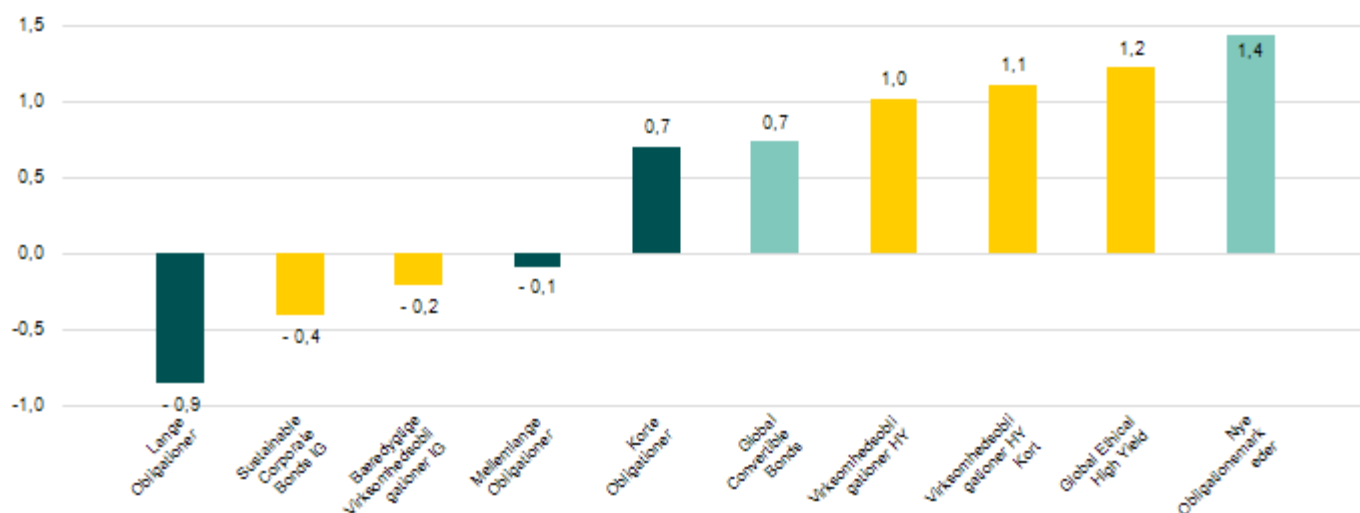
Virksomhedsobligationer HY KL A og HY Kort KL A leverede et afkast på 1,02% og 1,11% efter omkostninger. Det var 0,25 procentpoint og 0,35 procentpoint bedre end deres sammenligningsindeks. Afkastet for Bæredygtige obligationer var under benchmark

Øvrige

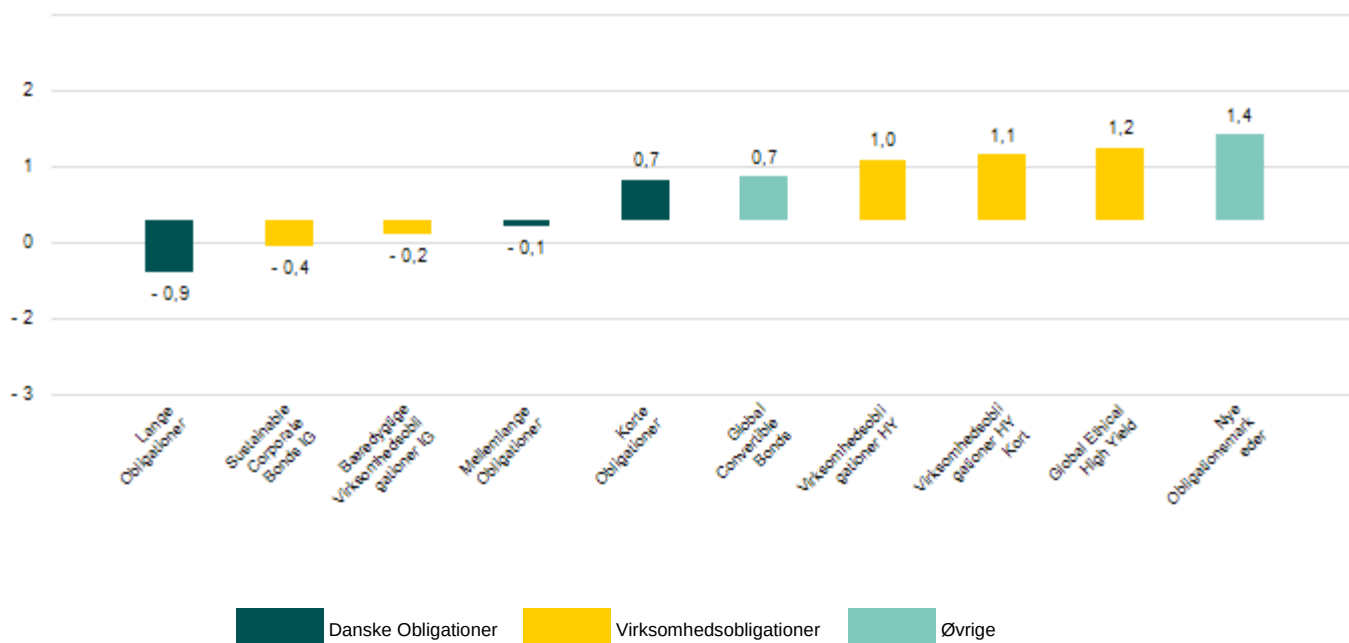
I urolige tider kan konvertible obligationer vise sig allermest værdifuld. Og i årets 1. kvartal har vi haft glæde af et positivt marked i Europa og Asien, hvor især Kina har fået en ganske positiv start. Vi positionerede os netop ift. Kina i starten af året, og det har bidraget positivt.

Afkastoverblik (A/R-klasser)

1. kvartal 2025



År til dato



Danske Obligationer

Den helt store begivenhed var Tysklands forslag om at undtage forsvarsudgifter over 1% af BNP fra de offentlige udgiftsgrænser (de facto fjernelse af gældsbremsen) og oprettelsen af en infrastrukturfond på 500 mia. euro. Det samlede udgiftsniveau svarer til cirka 20% af Tysklands BNP, hvilket fik renterne til at stige markant i starten af marts, givet udsigten til massive udstedelser af tyske statsobligationer over de kommende år. De 10-årige tyske statsrenter steg med 30 basispunkter, hvilket var den største intradag-stigning siden 1990.

De korte renter er fortsat faldet hen over kvartalet. Den europæiske centralbank, samt Danmarks Nationalbank, fortsatte som forventet nedsættelsen af de ledende renter på møderne i januar og marts, mens der omvendt har været et opadgående pres på korte pengemarkedsrenter, efter at likviditeten i det danske pengemarked for en tid faldt kraftigt, bl.a. som følge af ekstraordinært store selskabs- og pensionsskattebetalinger, der trak likviditet ud af det finansielle system. Det pressede kortvarigt helt korte obligationer, der dog sluttede med såvel lavere renter samt lavere realkreditspænd, og sammen med 5%-konverterbare obligationer, opnåede de højeste afkast. Mellemlange obligationer endte med et nul-afkast, mens lange obligationer blev hårdest ramt af de kraftige rentestigninger i længereløbende obligationer, og endte kvartalet med negative afkast.

Generelt blev afkastet på danske realkreditobligationer dog understøttet af fortsat lav udstedelse, i mangel af nye attraktive lånealternativer. Endvidere bidrog de konverterbare obligationer fortsat med en høj løbende rente til porteføljerne. Med årets store refinansieringsauktioner på variabelt forrentede obligationer i maj, samt markedsuro pga. af Trumps told-trusler, er der dog lagt op til større volatilitet.

Virksomhedsobligationer

Sparinvest High Yield virksomhedsobligationer

Markedet gav et positivt afkast, selvom kreditspændene steg 48 basispoint (bp) til 372 bp med fald i januar og betydelig udvidelse i marts. Volatiliteten afspejlede andre risikoaktiver, som startede stærkt drevet af positive vækstdata, solide regnskaber og inflationsudviklingen, men som senere mødte modvind fra usikkerhed om handelspolitik og vækstudsigter, særligt i USA. Europæiske markeder klarede sig bedre end de amerikanske, understøttet af finanspolitiske udmeldinger og robusthed midt i den globale usikkerhed. Amerikanske statsrenter faldt i takt med usikkerheden, og det positive bidrag fra faldende statsrenter var sammen med rentetilskrivninger med til at holde HY-markedet i positivt territorie. Amerikanske HY-kreditspænd udvidede sig 45bp mere end de europæiske. Europæiske CCC-ratede kreditter klarede sig bedst. Markedet for nyudstedelser forblev robust, især BB-kategorien med 7-10 år i løbetid.

Virksomhedsobligationer HY KL A og HY Kort KL A leverede et afkast på 1,02% og 1,11% efter omkostninger. Det var 0,25 procentpoint og 0,35 procentpoint foran deres respektive sammenligningsindeks. Afdelingernes positive afkastudvikling var drevet af høj løbende renteindtjening fra afdelingernes obligationer forstærket af faldende statsrenter. Det positive merafkast relativt til benchmark kom især fra de største sektorovervægte, hvilket var Finans og Materialer samt positiv selektion i størstedelen af sektorerne. Det positive bidrag fra finanssektoren var bredt funderet og kom fra obligationer udstedt af banker, forsikringsselskaber, gældsinddrivelsesselskaber og investeringsselskaber. For Materialer kom bidraget især fra en Ukrainsk stålproducent, som nu kan betale sin gæld tilbage ved udløb i juni trods krigen. Yderligere har positionerne i guldmineselskaber, som nyder godt af stigende guldpris, bidraget positivt.

Bæredygtige virksomhedsobligationer

Afkastet var under niveau i forhold til forventningerne primo året, og lavere end benchmark. Kvartalet har været præget af tiltagende usikkerhed om den makroøkonomiske udvikling. Januar bød på solide nøgletal, positiv risikostemning og et kreditmarked med indsnævring af kreditspænd. Senere blev stemningen mere negativ, drevet af eskalerende handelskonflikter og stigende inflationsforventninger. Kreditmarkedet fulgte med, ved at kreditspænd udvidede sig. Afdelingens negativt merafkast i forhold til benchmark kan primært tilskrives en overvægt til Telekommunikation og Industri. Overvægten til finansielle virksomheder og generelt kapitalobligationer har bidraget positivt, men kunne ikke opveje det negative bidrag.

Øvrige

Konvertible obligationer

I et marked med stor usikkerhed kan konvertible vise sig værdifulde pga. af især to forhold: 1) Tail risk beskyttelse mod ekstreme hændelser (beskyttelsen i konvertible obligationer med kuponrente og afvikling i forhold til aktier) og 2) Diversificering (spredningen) i det konvertible univers. Tail risk beskyttelsen er værdifuld, når der er stor usikkerhed i markedet. Diversificering er vigtig i en tid, hvor US Mega Caps har outperformat alt andet i nogle år, og hvor konvertible tilbyder et selskabsunivers med et Small Cap tilt fri for Mag7. Vi har også højere eksponering mod Kina og Europa end de global aktieindeks. Det konvertible univers er derfor væsentlig anderledes end fx MSCI World. I årets 1. kvartal har vi haft glæde af et positivt marked i Europa og Asien, hvor især Kina har fået en ganske positiv start. Vi positionerede os netop ift. Kina i starten af året, og det har bidraget positivt. Vi øgede eksponeringen mod Construction og Engineering i Europa i starten af året - for at få glæde af øgede budgetter til infrastruktur. Derudover øgede vi vores eksponering mod stål, men med lavere aktiefølsomhed pga. told-trusler for at have en beskyttet eksponering mod både infrastruktur og våben, som vi ikke investerer i og for at være positioneret til en eventuel genopbygning af Ukraine.