



**Gustav Bundgaard Smidth**

Porteføljemanager

Ansvarlig for Maj Invest Danske Obligationer.

Gustav har 11 års erfaring inden for obligationsområdet, herunder forvaltning, rådgivning og analyse.

#### Aktivfordeling

Realkreditobligationer:	79 %
Statsobligationer:	2 %
Øvrige/kreditobligationer:	18 %
Kontant:	1 %

#### Risikonøgletal

Varighed:	1,9
Konveksitet:	-0,5

Deltavektor (2 år):	0,8
Deltavektor (5 år):	0,5
Deltavektor (10 år):	0,5
Deltavektor (30 år):	0,0

Afkastet i december måned blev på 0,0 pct., mens sammenligningsindekset EF-FAS 1-10 gav et afkast på 0,4 pct. For hele 2014 har afdelingen givet et afkast på 4,8 pct., mens sammenligningsindekset har givet et afkast på 5,9 pct.

Når finansåret 2014 skal evalueres, er en af de ting, der springer mest i øjnene, det meget markante og vedvarende rentefald året har budt på. Det er bemærkelsesværdigt, at hver eneste måned i 2014 bød på et rentefald på den 10-årige danske statsobligation. Vi kan ikke huske et år, hvor noget tilsvarende er sket. Normalt vil selv en længere periode med rentefald byde på kortere perioder med stigende renter, men i 2014 blev disse rentestigningsperioder meget kortvarige. Renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation (DGB 1,5% 2023) faldt fra et niveau lige under 2 pct. ultimo 2013 til 0,54 pct. ved indgangen til 2015.

Det er et bemærkelsesmæssigt stort rentefald, vi har set i 2014. Faktisk betyder det store rentefald, at langt størstedelen af afkastpotentialet i lange obligationer på nuværende tidspunkt er realiseret, og det fremtidige afkast på de nuværende renteniveauer kun kan blive beskedent. For at illustrere dette kan vi lave et simplificeret regneeksempel på førnævnte 10-årige danske statsobligation. For et år siden kunne man som investor omtrent få 2 pct. pro anno i rente over 10 år ved at have DGB 1,5% 2023, svarende til ca. 20 pct. akkumuleret over den 10-årige periode. Men da renten på denne obligation nu er ca. 0,5 pct., svarer det reelt til, at man i løbet af 2014 har fået ca. 75 pct. af det samlede afkast, man ville have fået ved at beholde obligationen til udløb over den 10-årige periode. Det er meget få scenarier, i hvilke det på længere sigt vil være attraktivt at eje så lange obligationer med en så lav rente.

Det vedvarende rentefald har betydet endnu en reprisering af de konverterbare danske realkreditobligationer. Stort set alle konverterbare realkreditobligationer med en kuponrente over 3 pct. har givet et negativt afkast i december måned, da markedet i stigende grad er blevet nervøse for ekstraordinære indfrielse i segmentet. På årets sidste handelsdag annoncerede flere realkreditinstitutter, at de ville åbne for et nyt *superlån*: en 30-årig fastforrentet obligation med 2 pct. i kuponrente. Såfremt renteniveauet fastholdes på det nuværende niveau eller falder yderligere, står vi potentielt over for en kæmpe konverteringsbølge i fastforrentede obligationer med en rente på 3 pct. eller derover.

Det bedste, der kan ske for investorer i danske obligationer, er egentligt, at renteniveauet stiger. Godt nok kan dette resultere i faldende kurser, men det betyder omvendt, at det fremtidige forventede afkast vil være højere. Givet de meget lave renteniveauer er porteføljen primært investeret i obligationer med en beskedent rentefølsomhed (varighed). Dermed beskyttes formuen mod rentestigninger, men det betyder også, at afdelingen ikke fik så meget ud af rentefaldet i 2014, som man kunne have ønsket.

Gustav Bundgaard Smidth, porteføljemanager, 5. januar 2015