



### 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:	78 %
Statsobligationer:	2 %
Øvrige/kreditobligationer:	18 %
Kontant:	2 %

#### Risikonøgletal

Varighed:	1,9
Konveksitet:	-0,4

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

Afkastet i november måned blev på 0,0 pct., mens sammenligningsindekset EFFAs 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 5,5 pct.

Med fare for at gentage sig selv så bød november på en fortsættelse fra tendensen fra hver eneste måned i år, da renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt yderligere. Rentefaldet tog endda yderligere fart, og den 10-årige danske statsobligationsrente er faldet ca. 0,18 procentpoint til 0,92 pct. Det er det laveste niveau nogensinde.

Det vedvarende rentefald har betydet en yderligere re-prisning af de konverterbare danske realkreditobligationer. Stort set alle konverterbare realkreditobligationer med en kuponrente over 3 pct. har givet et negativt afkast i november, da markedet i stigende grad er blevet nervøse for ekstraordinære indfrielse i segmentet. Den 30-årige 2½ pct. konverterbare realkreditobligation handler over kurs 99, og renten skal således ikke falde meget mere, før en åbning af et nyt "superlån" kan komme på tale: En 30-årig fastforrentet 2 pct. obligation. Yderligere er åbningen af en 20-årig fastforrentet obligation med en kuponrente på 1,5 pct. heller ikke langt væk. Såfremt dette sker, vil konverteringsbølgen i fastforrentede obligationer med en rente på 3 pct. eller mere formentlig slå alle tidligere rekorder.

Ydermere er årets sidste flexlånsauktion løbet af stablen. Det blev en auktionensperiode, der forløb markant anderledes, end hvad vi tidligere har set. På auktionernes første dag gik alt egentlig planmæssigt, da obligationerne blev solgt tæt på de renteniveauer obligationerne havde forud for auktionensperiode. Men de næste dage blev meget interessante og var præget af stigende renter og lave bid-to-covers. Altså at det samlede beløb, der var bud for på auktionerne, ikke var væsentlig højere end de beløb, der skulle sælges. Det betød, at obligationsrenterne steg op imod 0,10-0,15 procentpoint for stort set alle løbetider. Efterfølgende faldt de dog lidt igen. Resultatet blev, at på trods af at (især statsobligations-) renterne er faldet i november, så steg renten på flexlånsobligationer med løbetid op til fire år i november måned.

Vi må desværre konstatere, at vores porteføljesammensætning ikke har været optimal på det seneste, hvor rentefaldet ikke bare er fortsat men også har taget yderligere fart. Vi mener dog fortsat, at det er den rigtige beslutning på længere sigt. På den helt korte bane er vi, sammen med mange andre investorer i konverterbare realkreditobligationer, fanget på det gale ben.

På trods af malurt i bægeret, så klarer porteføljens kreditobligationer sig ganske glimrende og har været den primære bidragsyder til månedens afkast. Fremadrettet fastholder vi en defensiv porteføljesammensætning, da vi fortsat mener, at de aktuelle renteniveauer er markant lavere end den underliggende makroøkonomiske udvikling ellers burde tilsige.

Gustav Bundgaard Smidth, 2. december 2014.