



Gustav Bundgaard Smidth
Porteføljemanager
Ansvarlig for Maj Invest Danske
Obligationer.

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

Aktivfordeling

Realkreditobl.:	73 %
Statsobl.:	2 %
Øvrige/kreditobl.:	18 %
Kontant:	7 %

Risikonøgletal

Varighed:	1,6
Konveksitet:	-0,6

Deltavektor (2 år):	0,7
Deltavektor (5 år):	0,4
Deltavektor (10 år):	0,4
Deltavektor (30 år):	0,0

Afkastet i oktober blev på 0,2 pct., mens sammenligningsindekset EFFAS 1-10 gav et afkast på 0,2 pct. For hele 2014 har afdelingen givet et afkast på 4,8 pct., mens sammenligningsindekset har givet et afkast på 5,0 pct.

I sidste måned skrev vi, at september blev den niende måned i træk, hvor renten på den toneangivende 10-årige danske statsobligation faldt. Tenden- sen er fortsat i oktober måned, hvor renten også er faldet. Denne gang med ca. 10 bp. til 1,10 pct.

Oktober måned blev den store konverteringsmåned. Ved opsigelsesfristen den 31. oktober var der opsagt for ca. 90 mia. kroner i konverterbare real- kreditlån. Det er den største termin siden 2005, og dengang var den cirku- lerende mængde endda større. Denne gang er det specielt 4 pct. obligatio- nerne, der med et gennemsnitligt træk på 25 pct. er blevet hårdest ramt. 5 pct. obligationerne har trukket ca. 20 pct. Her er den cirkulerende mængde dog begrænset. Endelig har selv 3½ pct. obligationerne trukket ca. 12 pct. I afdelingen udgør 3½, 4 og 5 procentobligationer tilsammen ca. 15 pct. af formuen, så skaden er begrænset. Det er lidt sjovt at tænke på, at mange af de låntagere, som tog 3½ og 4 pct. lån gjorde det med henblik på at speku- lere i en højere rente og muligheden for at købe deres lån tilbage til en lavere kurs. Det blev ikke i denne omgang.

Konverteringerne skaber glæde hos låntagerne, som får endnu billigere bo- liglån. Hos banker og realkreditinstitutter er glæden også stor, da de tjener fint på gebyrer på kundernes omlægning. Til gengæld er glæden hos in- vestorerne til at overse. De udtrukne obligationer skal investeres til lavere rente, hvilket endnu engang forlænger den trend, vi har set siden finanskri- sen i 2008. Gælden er stadig så høj, at det ikke er muligt at skabe vækst ved et normalt renteniveau. Derfor presses renten helt i bund i håb om, at det vil skabe vækst. Samtidig medfører det en omfordeling fra dem, som har været fornuftige og har sparet op, til dem, som har taget stort store lån og gælds- at sig. Det kan virke urimeligt. Det værste er dog, at man i flere områder og lande begynder at kunne se tendenser til, at de nuværende lave renteniveau- er endnu engang øger efterspørgslen på gæld og puster boligpriserne op.

Konverteringerne betyder, at der samtidig skal udstedes en masse nye konverterbare obligationer, i dette tilfælde primært 2½ pct. 2047. Normalt betyder massive udstedelser, at kreditspændet kører lidt ud. Denne gang har spændene dog holdt sig relativt godt, og obligationerne er ikke blevet nævneværdigt billigere som følge af de store udstedelser. Det viser, at in- vestorerne er sultne efter dansk realkredit selv på disse lave renteniveauer. Spørgsmålet er imidlertid, om investorerne vil være sultne, når renten stiger. Vi tvivler og opretholder en defensiv positionering af porteføljen. Med den nuværende prisfastsættelse er det vores vurdering, at man ikke på de nuvæ- rende niveauer bliver betalt nok for lange obligationer til at have en betydelig renterisiko i porteføljen.

Gustav Bundgaard Smidth, 4. november 2014