

Maj Invest Danske Obligationer

DK0060005098



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationsschef



Simon Buch
Porteføljemanager

Aktivfordeling

Realkreditobligationer:	74 %
Statsobligationer:	1 %
Øvrige/kreditobligationer:	23 %
Kontant:	2 %

Risikonøgletal

Varighed:	5,9
Konveksitet:	0,2

Maj Invest Danske Obligationer gav i december et afkast på -1,5 pct., mens sammenligningsindekset faldt 2,8 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -10,5 pct., mens sammenligningsindekset er faldet 12,9 pct. Til perspektiv har Nykredit Realkreditindeks og Morningstars kategori for indenlandske obligationer i 2022 givet et afkast på henholdsvis -19,3 pct. og -12,7 pct.

2022 er uden tvivl et år, som vil gå over i historiebøgerne. Høj inflation har fået centralbankerne til at hæve styringsrenterne markant, og obligationsrenterne er fulgt med op. I starten af året handlede en dansk 10-årig statsobligation til en rente på 0,06 pct., mens den ved udgangen af 2022 handlede til 2,79 pct. I samme periode startede ECB's styringsrente i -0,50 pct. og endte i 2,00 pct.

Når renterne stiger, falder obligationerne alt andet lige i kurs. Konverterbare realkreditobligationer er ingen undtagelse, og segmentet har lidt store kurstab i en historisk kontekst. Disse store kurstab har gjort det attraktivt for låntagerne at købe deres fastforrentede konverterbare obligationer tilbage til godt under kurs 100 for derved at reducere deres restgæld. Dette har låntagerne været flittige til, og eftersom de primært har refinansieret i variabelt forrentede lån, er det konverterbare marked i 2022 skrumpet med 180-200 mia. kr. Disse skrå konverteringer har formentlig været en medvirkende faktor til, at mange lavkuponer, som stadig fylder mest i det konverterbare segment, i rentespændstermer ligger på omtrent samme niveau, som de startede året i. Dengang vurderede vi, at risk/reward var attraktiv på disse niveauer. Vi står dog i en anden situation i dag. Der er risiko for, at den hjælpende hånd fra låntagerne vil forsvinde, i takt med at de skrå konverteringer aftager, som følge af at obligationerne bliver udbrændte, og renterne på de variabelt forrentede obligationer stiger, når centralbankerne hæver styringsrenterne. Derudover har udlandet solgt konverterbare, og interessen fra særligt japanske investorer kan være vigende, da den japanske centralbank nu fører en mindre lempelig pengepolitik end tidligere, hvilket gør japanske obligationer mere attraktive relativt til danske obligationer.

Ud fra disse betragtninger mener vi at kunne finde bedre risk/reward i flekssegmentet, som på 1-års sigt forventes at give et risikojusteret afkast på linje med konverterbare obligationer. Risikoen er, at de fortsat mange og høje rentestigninger, som markedet p.t. har indpriset, realiserer sig. Derfor foretrækker vi også længere fleksobligationer, som ser billige ud i forhold til sammenlignelige statsobligationer og er mindre følsomme over for stigninger i den korte ende af rentekurven.

Gustav Bundgaard Smidth, 3. januar 2023.

