

Realkreditobligationer giver det laveste afkast nogensinde – stilhed før storm?

Nykredits OAS Realkreditindeks viser, at danske realkreditobligationer samlet set giver det ringeste afkast nogensinde til investorerne. En forklaring på, at rekordniveauet nås er, at udenlandske investorer på det seneste har købt op i danske realkreditobligationer i den desperate jagt på afkast i en ekstrem lavrenteverden. Det paradoksale er, at det sker på et tidspunkt, hvor både Fed, ECB og Bank of England lægger op til pengepolitiske stramninger i 2017-2018, global synkron vækst indikerer stigende inflation, og banker som Deutsche Bank og BIS advarer mod risikoen for overvurderede aktivpriser i en verden, der er mere forgældet end nogensinde.

Mens Federal Reserve, den amerikanske centralbank, prøver at vænne investorerne til, at renten vil blive hævet flere gange i det kommende års tid, og meget tyder på, at ECB, den europæiske centralbank, vil drosle ned på opkøbene i obligationer næste år, så fortsætter de professionelle investorer ufortrødent med at købe finansielle aktiver til rekordpriser. Ikke blot aktiemarkederne – som fx det amerikanske – sætter nye rekorder. Det gælder i høj grad også obligationsmarkederne.

Deutsche Bank advarede for nylig om, at aktier og obligationer som helhed aldrig har været så dyre. Den implicite volatilitet (MOVE) i amerikanske statsobligationer har aldrig været så lav som i år. For nylig blev europæiske High Yield virksomhedsobligationer handlet til kursniveauer, som indebærer den laveste effektive rente nogensinde. Og i disse dage er det danske realkreditobligationer, der sætter nye rekorder. Således er merrenten (OAS – Option Adjusted Spread) på danske realkreditobligationer ifølge Nykredits Realkreditindeks i forhold til swaprenter aktuelt på det laveste niveau nogensinde med et negativt afkast på 19,9 basispoint. Afkastet for investorerne har altså aldrig været ringere.

- Vi oplever lige nu, at universet af de mest likvide danske realkreditobligationer samlet set handles til kurser, der relativt set giver investorerne et historisk dårligt afkast. Det er især øget efterspørgsel fra udenlandske investorer på det seneste, der lige har givet de danske obligationer det sidste nøk til at nå rekorden, siger Martin Lundholm, chefanalytiker i Spar Nord.

Rekord nås trods varslede pengepolitiske stramninger

Den øgede efterspørgsel kommer på et tidspunkt, hvor alt ellers peger på, at der er rentestigninger og andre pengepolitiske stramninger forude fra både Federal Reserve og ECB - samt Bank of England, der ventes at sætte renten op i november for første gang siden 2007.

Stramninger af pengepolitikken er en naturlig reaktion på, at den økonomiske vækst er i fremgang. Væksten i både USA, Europa og Kina har allerede i år overgået prognoserne fra bl.a. IMF, som netop har opjusteret forventningerne til væksten globalt set i 2018. Lignende opjusteringer foretages over en bred kam af andre institutioner og banker – verden er i en global synkron fremgang, og det er ikke set siden 2007.

Dette opsving er atypisk

Men der er flere forhold, som gør dette opsving atypisk.

For det første er der inflationen. Den er stadig lav, og især i USA giver det hovedbrud blandt økonomerne, fordi ledigheden her ifølge de officielle tal har nået det niveau, man kalder fuld beskæftigelse. Det fører normalt til et stigende lønpres og dermed stigende inflation, men det er endnu ikke set. En af forklaringerne er, at hovedtallet for

ledigheden er lidt misvisende. Deltagelsen på arbejdsmarkedet er den laveste i 40 år, og mange af de nye jobs er kun deltidsjobs. En anden forklaring på den lave inflation er globalisering, automatisering/robotteknologi, digitalisering og deleøkonomi – en strukturel tendens, der muligvis permanent vil holde priser og lønninger på et lavt niveau.

For det andet er der det med den ekspansive pengepolitik. Verden er blevet så vant til billig kredit, at højere renter vil kunne afspore det globale økonomiske opsving, pointerede centralbankernes bank, BIS (Bank for International Settlements), for nylig.

Markedet tror, centralbankerne er alle markeders moder

Ser man på de aktuelle obligationsmarkeder er der intet, der indikerer, at obligationsinvestorer er bekymrede for fremtiden. Og det kan der være en logisk forklaring på.

- Før finanskrisen var centralbankernes vigtigste opgave at sikre en lav, stabil inflation. Men i bestræbelserne på at sparke økonomierne i gang efter krisen har de ført ekstremt lempelige pengepolitikker og dermed påtaget sig en ny rolle. Den ro, som præger obligationsmarkedet selv på disse ekstreme niveauer, hænger formentlig sammen med, at markedsdeltagerne har en overbevisning om, at centralbankerne ikke vil sidde på sidelinjen, hvis der skulle opstå uønskede spændinger på de finansielle markeder – hvad enten det er forårsaget af pengepolitiske stramninger eller andet. Vi har med andre ord vænnet os til, at centralbankerne sørger for ro på markederne, siger Martin Lundholm.

Det store spørgsmål er så, hvordan centralbankerne har tænkt sig at håndtere denne situation, hvor de samtidig har et stort ønske om at normalisere pengepolitikken.

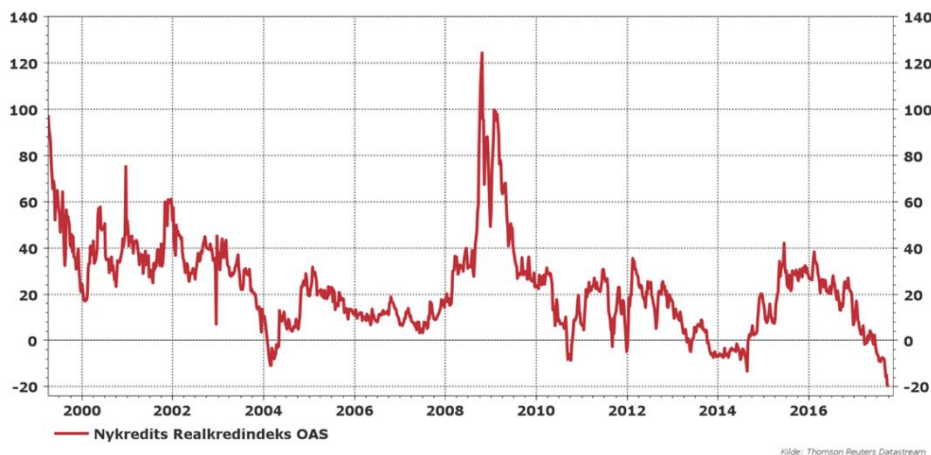
- Hvis inflationen vender tilbage, så giver det sig selv. Så vil obligationskurserne falde, renterne stige og centralbankerne har en åbenlys grund til at stramme pengepolitikken. Centralbankerne vil jo gerne stramme og normalisere pengepolitikken, så de har noget at gøre godt med, når der med tiden opstår en ny recession, men det bliver svært for dem, hvis inflationen forbliver på et lavt niveau. Og det er åbenbart den overbevisning, der præger markedet lige nu – der er ikke nogen større tro på, at inflationen vil stige. Og med den rolle, som centralbankerne har indtaget efter finanskrisen med stor fokus på at sikre økonomisk vækst og stabile markeder, så er der åbenbart heller ikke den store tro på, at de tør risikere noget ved at stramme særlig meget, siger Martin Lundholm og fortsætter:

- Vi tror som udgangspunkt på, at det vil lykkes for både Federal Reserve og ECB gradvist at stramme pengepolitikken i de nærmeste år uden at skabe uro på de finansielle markeder eller afspore det økonomiske opsving. Men det er en vanskelig balancegang, fordi vi er i en situation, vi ikke har været i før, siger Martin Lundholm.

Unik situation for låntagere

Han anbefaler, at låntagere i realkredit bør udnytte den specielle situation.

- Låntagere i realkredit bør udnytte situationen til at fastlåse renten i den nye serie 2% 2050, som har fået en enestående medvind af investorernes købsinteresse på det seneste. Investorer bør derimod holde sig langt væk fra de lange realkreditobligationer og i stedet holde sig til obligationer med kort løbetid, som trods meget lave renter er en god måde at bevare kapital på for en del af porteføljen.



Forklaring til figuren:

Grafen viser, hvor stor merrente (OAS) et vægtet univers af de mest likvide danske realkreditobligationer giver i forhold til swaprenter. Aktuelt er efterspørgslen så stor, at merrenten er negativ – og på det laveste niveau nogensinde. Bemærk, at i perioder med uro – fx finanskrisen i 2008 og eurokrisen i 2012 – så stiger merafkastet, dvs. obligationerne falder i kurs.

Bemærk også:

Hvis Nykredits OAS Realkreditindeks steg til nul, og renterne i øvrigt var uændrede, estimerer Martin Lundholm, at 2% 2050 med afdrag vil falde fra nuværende 98,54 til 95,6 (set fra et sælgende synspunkt) – altså ca. 3 kurspoint.

Hvis Nykredits OAS Realkreditindeks steg til det historiske gennemsnit på 22,6, og renterne i øvrigt var uændrede, estimerer chefanalytikeren, at 2% 2050 med afdrag vil falde fra nuværende 98,54 til 93 (set fra et sælgende synspunkt) – altså ca. 5,5 kurspoint.

Forklaring til Nykredits Realkreditindeks:

Nykredit Realkreditindeks var det første indeks med danske realkreditobligationer i porteføljen, og indekset har basis den 1. januar 1993. Indekset tager udgangspunkt i de mest likvide realkreditobligationer noteret på NASDAQ OMX Copenhagen.

Indekset består af de 10 største obligations-grupper på det danske realkreditmarked. I indekset kan der indgå konverterbare, RTL- og CF-obligationer. Grupperne er defineret ud fra kupon/renteloft og amortiserings-/udløbsprofil, og restløbetiden skal minimum være 1 år. Udvælgelsen sker efter cirkulerende mængde, og en obligation skal normalt have en cirkulerende mængde på 5 mia. kr. for at komme i betragtning til indekset.

Læs evt. mere [her](#)

For yderligere oplysninger kontakt venligst:

Martin Lundholm, chefanalytiker i Spar Nord. Tlf. 9634 4055. mlu@sparnord.dk

Flemming Østergaard, Presse & Content Manager i Spar Nord. Tlf. 2527 6957. flo@sparnord.dk