

DK0060005098

**Gustav Bundgaard Smith**Porteføljemanager, ansvarlig for
Maj Invest Danske Obligationer.Gustav har bred erfaring inden for
obligationsområdet med analyse,
forvaltning og rådgivning gennem
10 år.**Aktivfordeling**

Realkreditobl.:	73 %
Statsobl.:	5 %
Øvrige/kreditobl.:	21 %
Kontant	1 %

Risikonøgletal

Varighed:	3,3
Konveksitet:	-1,1

Deltavektor (2 år)	0,9
Deltavektor (5 år)	0,9
Deltavektor (10 år)	1,2
Deltavektor (30 år)	0,2

Afkastet i november blev 0,6 pct., mens sammenligningsindekset EFFAs 1-10 gav et afkast på 0,3 pct. Ved udgangen af november gav afdelingen år-til-dato et afkast på 2,9 pct., mens sammenligningsindekset gav et afkast på -0,5 pct.

Det danske obligationsmarked har i november måned stort set udelukkende haft fokus på én ting – et udspil til en ny realkreditlov fra Erhvervs- og Vækstministeriet. Denne månedsoptatering er derfor en særudgave, da vi vil have fokus på den nye lov, der ventes vedtaget, inden Folketinget går på juleferie. Men først en kort markedsopdatering af den seneste måned på det danske obligationsmarked.

Markedsopdatering

Generelt har danske obligationer haft en god måned i november. Renten på såvel stats- som realkreditobligationer er faldet, hvilket har ført til stigende obligationskurser. Rentefaldet på danske statsobligationer har været større end rentefaldet på tyske statsobligationer med tilsvarende løbetid. Dermed ser de danske statsobligationer ikke længere så billige ud, som vi ellers har advokeret for de seneste måneder.

Det fremlagte udspil til en ny realkreditlov førte til øget usikkerhed om den fremtidige struktur på det danske realkreditmarked. Det fik investorerne til at efterspørge især længere flekslånsobligationer, da disse så ud til at ville blive hårdest ramt af det første udspil fra Erhvervs- og Vækstministeriet. Denne performance i flekslånsobligationer aflejrte sig også i de konverterbare realkreditobligationer, som blev dyrere hen over måneden. Ved indgangen til december ser både danske stats- og realkreditobligationer relativt dyre ud, og vi overvejer at reducere risikoen lidt i porteføljen. Vi mener dog, at den dyre prissætning kan opretholdes i en længere periode, og vi har derfor ikke ageret på det endnu.

Den sidste del af månedsoptateringen har udelukkende fokus på den nye realkreditlov.

Den nye realkreditlov

Vi har i november måned været vidner til et meget specielt forløb i forbindelse med, at Erhvervs- og Vækstministeriet med hjælp fra Nationalbanken lancerede et udspil til en ny realkreditlov. Tredje forslag er netop udkommet. De to første udspil forekom i vores optik ikke gennemtænkte og var efter vores vurdering potentielt skadelige for den finansielle stabilitet i Danmark.

Det tredje forslag, som er fremlagt for Folketinget, bærer kraftigt præg af, at det bygger på de to første udspil. De emner, som vi vurderede kunne bringe den finansielle stabilitet i fare, er udgået men der er stadig tale om et rodet forslag, hvor formålet er lidt uklart, fordi det bygger på det oprindelige udspil.

DK0060005098

For de fleste danske **investorer** er det tredje forslag acceptabelt. Komplexiteten ved realkreditobligationerne er øget, og investor risikerer, at obligationernes løbetid forlænges, hvis renten stiger med fem procentpoint, eller hvis en auktion fejler. Der vil være loft over renten det første år obligationen forlænges, men sker der yderligere forlængelse, kan dette ske til en markedsrente, såfremt instituttet ikke er under rekonstruktion.

Det er rimeligt nok, at investorerne skal være med til at løse refinansieringsproblemstillingen. Det er også i investorernes interesse, at der findes en mekanisme til at håndtere dette. Det virker imidlertid uforståeligt, at en løbetidsforlængelse skal kunne ske som følge af en rentestigning, da det i teorien kan ske, uden markedet er alvorligt stresset.

I stedet ville det være mere oplagt at lade det enkelte realkreditinstitut tage beslutning om en eventuel løbetidsforlængelse til variabel rente, som det er tilfældet på andre europæiske realkreditobligationer. Komplexiteten og ikke mindst usikkerheden omkring obligationernes løbetid vil med stor sandsynlighed betyde, at nogle udenlandske investorer vil holde sig væk. Det vil medføre en højere obligationsrente og dermed højere afkast til danske investorer.

Lovforslaget blev oprindeligt forelagt som en beskyttelse af **låntagerne** mod rentestigninger. Den beskyttelse, der er tilbage i tredje forslag er dog illusorisk. Renten kan således stige fire procentpoint det ene år og fire procentpoint det efterfølgende, uden at låntager får loft over den rente, som skal betales. Vælger man som låntager et F3-lån, gælder beskyttelsen mod rentestigninger kun fra andet til tredje år. Renten kan således stige 10 procentpoint de første to år, hvorefter renten det tredje år kun kan stige med fem procentpoint. Det er meget svært at forestille sig, at der er låntagere, som aktivt ville efterspørge, endsige betale, for den form for beskyttelse mod rentestigninger. Derfor er det meget ærgerligt, at dette renteelement ikke er blevet taget ud af forslaget.

For **Danmark som samfund** er forslaget efter vores opfattelse problematisk. Lige siden første udspil blev sendt ud, har det været omtalt som "F1-redningen". Dermed sender Erhvervs- og Vækstministeriet og Nationalbanken endnu engang et signal om, at man står bag F1-lånene.. Vi har forståelse for, at den enkelte dansker kan have behov for et F1-lån. Kernen i problemstillingen er, at summen af F1-lånene udgør et problem for Danmark. Uanset muligheden for løbetidsforlængelse vil det være kritisk for Danmark, hvis vi ender i en situation, hvor en refinansieringsauktion fejler.

Blåstemplingen vil alt andet lige øge andelen af F1-lån og dermed risikoen for, at noget går galt. Det er især svært at forstå ønsket om at redde F1-lån, når det er muligt at finansiere variabelt forrentede lån med variabelt forrentede obligationer med en løbetid, som er noget længere end et år. Denne løsning ville mindske refinansieringsrisikoen samtidig med, at låntagerne kunne beholde deres variable rente. Hvorfor politikerne ikke har ønsket denne simple, og set med vores øjne, bedre løsning er uklart for os.

Fondsmæglerselskabet Maj Invest, der rådgiver Investeringsforeningen Maj Invest, har aktivt deltaget i debatten om den nye realkreditlov med henblik på at sikre en acceptabel løsning for både investorer, låntagere og den finansielle stabilitet i Danmark. I den forbindelse har vi afgivet høringssvar til det oprindelige lovforslag (andet forsøg). Vores høringssvar kan læses på www.majinvest.com.

Peter Mosbæk, CIO, obligationschef og
Gustav Bundgaard Smidth, porteføljemanager, 4. december 2013.