

30. januar 2018



Ulven kommer... eller hvad? Kan indlåsnings-effekt blive en realitet?

Hver gang en ny obligation bliver åbnet og tilbudt til vores låntagere, dukker den samme advarsel op: Pas på indlåsnings-effekt!

For mange synes denne advarsel måske ligegyldigt, for vi har jo ikke oplevet nogen indlåsnings-effekt i mange år. Eller har vi?

I denne analyse ser vi på, hvad de økonomiske konsekvenser er for låntager af indlåsnings-effekter på realkreditobligationer. Skal man tage advarslerne om indlåsnings-effekter seriøst, eller har det så lidt betydning for det endelige boligregnskab, at man kan se bort fra advarslerne? Problematikken omkring indlåsnings-effekter blev særlig aktuel igen i starten af december, hvor realkreditinstitutterne åbnede en 30-årig 1,5 % obligation for at imødegå det rentefald, der skubbede kursen på den 30-årige 2 % obligation med afdrag over kurs 100 i en periode.

Hovedkonklusionerne i vores analyse er:

- For mange er argumentet for valget af et fastforrentet lån, at de ønsker at beskytte deres friværdi ved rentestigninger. Denne beskyttelse kan i værste tilfælde gå fuldstændig tabt, hvis de udstedte obligationer ligger på en eller få investorers hænder, hvorved mismatch imellem udbud og efterspørgsel på obligationerne kan resultere i en højere kurs, end hvad låntager havde forventet at indfri sit lån til.
- Den nye 30-årige 1,5 % obligation og en række andre obligationer har risiko for at opleve indlåsnings-effekter, når låntagerne gerne vil indfri deres lån, hvis ikke der kommer tilstrækkelig likviditet i obligationerne – eller hvis likviditeten udvandes over tid pga. løbende indfrielse eller en konverteringsbølge.
- Indlåsnings-effekter kan koste titusinder af kroner på et lån på 1 mio. kroner og forringe en evt. konverteringscase for en kunde, der ønsker at omlægge sit lån.
- Da renterne de senere år er faldet, er indlåsnings-effekt endnu ikke blevet aktuel på den stribe af fastforrentede obligationer, der er blevet åbnet for at imødegå de lavere renter. Men når renterne for alvor begynder at stige, kan indlåsnings-effekten blive reel for mange låntagere med lån i obligationer med lav eller middel likviditet.
- Indlåsningsrisikoen er årsagen til, at vi anbefaler 2 % 2050 med afdrag frem for 1,5 % 2050 – også selvom 1,5 % lånet er marginalt billigere for låntager her og nu.
- Ældre obligationer som RD Cibor6® Extra og RenteDyk®, som begge blev tilbudt i årene 2007/2008 - og hvor der på begge ikke er en indbygget option på indfrielse til maksimalt kurs 100 som på de fastforrentede lån – ses der i øjeblikket indlåsnings-effekter. Konsekvensen heraf er, at en låntager med en restgæld på 1 mio. kroner, som ønsker at indfri sit lån, skal tilbagebetale 10.000-30.000 kroner mere end restgælden.

Redaktion

Senior Økonom

Sonia Khan

soah@rd.dk

Udgiver

Realkredit Danmark

Lersø Parkallé 100

2100 København Ø

Risikostyring

Ansvarshavende

Cheføkonom

Christian Hilligsøe Heinig

chei@rd.dk

Hvad er indlåsningseffekt?

Indlåsningseffekt er, når den cirkulerende mængde i en obligation er lille nok til, at en enkelt eller få investorer sidder med alle eller hovedparten af obligationerne. Dermed kan der opstå mismatch imellem udbud og efterspørgsel på givne obligationer, der kan resultere i en højere kurs på obligationen, end hvad en låntager havde forventet at indfri sit lån til.

En indlåsningseffekt kan også forekomme i en obligation, som til start har haft en fin likviditet, men som over tid er blevet udvandet grundet indfrielse. Den resterende pulje af låntagere kan dermed opleve, at de tilbageværende obligationer ligger på relativt få hænder og derfor prises højt, når der opstår et behov for tilbagekøb grundet en indfrielse.

Indlåsning koster penge – og kan forringe en evt. konverteringscase

I starten af december 2017 åbnede realkreditinstitutterne en 30-årige 1,5 % obligation med udløb i 2050 fordi kursen på 2 % 2050 med afdrag dansede limbo omkring kurs 100 over en periode på et par uger. Siden 20. december har kursen på 2 % obligationen hos RD dog holdt sig under eller lige præcis på 100.

1,5 % 2050 er et eksempel på en obligation, der kan komme til at opleve indlåsningseffekt. Hos RD er der indtil nu kun udbetalt lån for godt 215 mio. kroner i denne – og såfremt der ikke kommer mere likviditet i den, er der stor sandsynlighed for, at man som låntager med et 1,5 % lån i årgang 2050 vil opleve indlåsning, hvis lånet skal indfries inden udløb.

Helt konkret kan regnestykket for en kunde, som har taget 1,5 %-lånet for at beskytte friværdien mod rentestigninger og evt. opnå en kursgevinst, når den faste rente er på fx 2,5 %, se ud som i eksempel 1:

Eksempel 1: Omlægning fra 1,5 % til 2,5 % lån – ingen indlåsningseffekt

Lån med afdrag	Kurs	Ydelse efter skat, kr.	Restgæld, kr.
Fastforrentet 1,5 %	89,0	3.715	1.000.000
Fastforrentet 2,5 %	99,5	3.565	906.000
Ændring		- 150	- 94.000

Denne konvertering vil altid kunne betale sig for kunden, da man både opnår restgældsreduktion og en lavere ydelse efter skat. Det er dog forudsat, at obligationen har opnået så god en likviditet, at der ikke opstår indlåsning, og kursfølsomheden ved 1 %-point rentestigning er på godt 10 kurspoint.

Ved fortsat lav likviditet vil kursfølsomheden på 1,5 % obligationen risikere at være lavere – eller måske slet ikke eksisterende – og et tænkt scenarie kan være, at ovenstående kunde ikke skal indfri sit lån til kurs 89, men i stedet kurs 93. Dermed vil regnestykket se ud som i eksempel 2.

Eksempel 2: Omlægning fra 1,5 % til 2,5 % lån – tænkt eksempel med indlåsningseffekt

Lån med afdrag	Kurs	Ydelse efter skat, kr.	Restgæld, kr.
Fastforrentet 1,5 %	93,0	3.715	1.000.000
Fastforrentet 2,5 %	99,5	3.720	946.000
Ændring		+ 5	- 54.000

Konverteringen vil i dette tilfælde give en mindre gevinst, da restgældsreduktionen er 40.000 kroner lavere, og ydelsen på lånet stiger marginalt. Kunden skal forvente at indfri sit lån indenfor

11 år – og jo tidligere, des mere fordelagtigt – for ellers vil restgældsreduktionen gradvist blive spist op af den højere ydelse.

Ovenstående to eksempler illustrerer med andre ord, hvordan indlåsning kan forringe en opkonverteringscase for en kunde med et 1,5 % lån. Det kan dog gå værre til endnu, for kunden kan også risikere, at lånet skal indfries til en højere kurs end optagelseskursen, og i sådan et tilfælde vil der ikke blot være tale om en forringelse af kursgevinsten til kunden, men et reelt kurstab som skal indfries.

I eksempel 3 illustreres et tilfælde, hvor en kunde har optaget lån i 1,5 % 2050 til kurs 95 og skal indfri til kurs 100 – altså det værste tænkelige scenarie.

Eksempel 3: Indfrielse af kurstab på 1,5 % lån – tænkt eksempel med indlåsningseffekt

	Kurs	Beløb, kr. (ekskl. omkostninger)
Lånebehov		1.000.000
Kursværdi på optagelsestidspunkt	95,0	1.053.000
Kursværdi på indfrielsestidspunkt	100,0	1.053.000
Indfriet kurstab ift. lånebehov		- 53.000

Hvis denne kunde skal indfri sit lån før tid – enten pga. flytning eller omlægning – og likviditeten fortsat er lav, kan en eller få investorer kræve en indfrielsekurs helt op til kurs 100, og det vil betyde, at en kunde, som oprindeligt havde et lånebehov på 1 mio. kroner, skal tilbagebetale helt op til 1.053.000 kroner i det værste tænkelige scenarie. Kurstabet på op til 53.000 kroner svarer til, at man får en meromkostning på op mod 5,3 % af sit oprindelige lånebehov.

Tommelfingerregler er ikke en helgardering mod indlåsning

En populær tommelfingerregel siger, at risikoen for indlåsningseffekt mindskes, når den cirkulerende mængde kommer op over 5 mia.

Denne tommelfingerregel skal dog ikke tolkes således, at låntager skal se sig sikker på, at der ikke længere kan opstå indlåsningseffekt i en obligation, der har en udestående mængde på f.eks. 6 mia. kroner. Som nævnt tidligere kan løbende indfrielse eller f.eks. en konverteringsbølge udvande likviditeten i en obligation over tid, hvormed der kan opstå indlåsning.

Med stigende renter kan risikoen blive reel for flere obligationer...

De senere år har renterne været faldende, og derfor har vi endnu ikke oplevet en reel indlåsningseffekt på de mange fastforrentede obligationer, der er blevet åbnet for at imødekomme et lavere renteniveau. Det kunne dog være sket allerede nu, hvis ikke der var en indbygget option om indfrielse til maksimalt kurs 100 på de fastforrentede obligationer.

Der er dog risiko for, at flere af obligationerne med en lav eller middel likviditet vil opleve indlåsning, når renterne begynder at stige. Det kan særligt være 1,5 % 2050, som aktuelt har en cirkulerende mængde på godt 215 mio. kroner, eller 3,5 % 2047, hvor de to obligationer hhv. med og uden afdrag kun nåede at være aktuelle i en meget kort periode i 2015 og pt. har en cirkulerende mængde på 110 mio. kroner tilsammen.

I figur 1 illustrerer vi nogle af de fastforrentede obligationer, der har været åbnet siden 2014, og hvor der er en reel risiko for indlåsning grundet lav eller middel likviditet.

Figur 1: Låntagere med lån i flere obligationer kan komme til at opleve indlåsnings effekter



Anm.: Der er udelukkende set på fastforrentede obligationer, der er åbnet efter årgangsskiftet i hhv. 2014 og 2017. Listen er derfor ikke udtømmende, og flere andre obligationer kan være i risiko for indlåsnings effekter, når renterne stiger igen.

Når renterne stiger, kan der i disse årgange dog sagtens være flere end de i figuren illustreret obligationer, der oplever indlåsning, da der som nævnt også kan opstå indlåsning i en højlikvid obligation, hvis den over tid udvandes grundet løbende indfrielse.

I forhold til de førnævnte 3,5 % lån i årgang 2047 er vores anbefaling derfor også, at disse låntagere får indfriet deres lån og omlagt til f.eks. 2 % 2050, som er en mere likvid serie, og hvor man – foruden at få glæde af en lavere rente – har udsigt til at kunne få glæde af en høj kursfølsomhed og indfri sit lån til en lav kurs, når renterne stiger igen.

... derfor anbefaler vi 2 % 2050 frem for 1,5 % 2050

Risiko for indlåsning er årsagen til, at vi generelt anbefaler 2 % 2050 med afdrag frem for 1,5 % 2050, hvis begge er under kurs 100. Selvom 1,5 % lånet vil være marginalt billigere over tid, kan låntager ved en evt. førtidig indfrielse af lånet opleve, at kursen på obligationen er højere end hvad man måtte forvente ud fra det aktuelle renteniveau.

Denne tilgang er også årsagen til, at Realkredit Danmark ikke har valgt at åbne en 20-årig 1 % obligation, da 1,5 % 2040 fortsat befinder sig under kurs 100 og derfor vil være vores anbefaling til låntagerne.

RD Cibor6® Extra og RenteDyk® oplever indlåsning

Vi indledte med, at ulven kommer, og som skrevet har udfordringer omkring indlåsnings effekter ikke fyldt det store de senere år, da renterne har været faldende. Når det er sagt, er der faktisk obligationer, der allerede nu er ramt af indlåsnings effekter.

Kunder med f.eks. RD Cibor6® Extra eller RenteDyk® (begge blev tilbudt i 2007/2008) ser ud til at være offer for indlåsnings effekt i øjeblikket, da disse obligationer prises højere, end hvad der umiddelbart forventes af renteniveauet og varigheden på obligationen. På disse variabelt forrentede obligationer har låntager ikke en option på at kunne indfri lånet til kurs 100 ved hver

termin – ligesom på fastforrentede obligationer – hvorfor enhver kurs over 100 gør ekstra ondt på låntager.

Aktuelt handler RD Cibor6® Extra (med udløb i 2038) omkring kurs 103, hvor en pris i underkanten af 101 vil flugte bedre med det aktuelle renteniveau, hvis ikke der havde været mismatch imellem udbud og efterspørgsel. Og det er på trods af, at den cirkulerende mængde i denne obligation er på godt 6 mia. kroner. For en låntager betyder den højere kurs, at denne ved indfrielse af et lån på 1 mio. kroner vil skulle tilbagebetale 1.030.000 kroner, hvor beløbet, hvis prisen havde været knap 101, ville være under 1.010.000 kroner.

RenteDyk® handles over kurs 106, hvilket ikke er overraskende, når den cirkulerende mængde kun er på 173 mio. kroner. Havde der ikke været indlåsning, ville RenteDyk®-obligationerne nærmere handle 1-3 kurspoint under nuværende niveau. Det betyder, at en låntager ved en indfrielse skal tilbagebetale mellem 10.000 og 30.000 kroner mere for hver million kroner, der er lånt.

Realkredit Danmark har udarbejdet publikationen alene til orientering. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge obligationer eller i øvrigt optage realkreditlån. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens egen vurdering af, hvorledes der skal disponeres. Efter Realkredit Danmarks opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Realkredit Danmark påtager sig dog ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed eller for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.