

Danske realkreditobligationer uskadt gennem europæisk tumult

I den senere tid har usikkerheden omkring den græske gældssituation skabt uro på mange finansielle markeder, men danske realkreditobligationer opfattes som så sikre, at de er gået helt fri.

I de seneste måneder har de finansielle markeder været præget af nervøsitet og uro med afsæt i den store og voksende statsgæld i mange lande. Særlig situationen i Grækenland har været alvorlig.

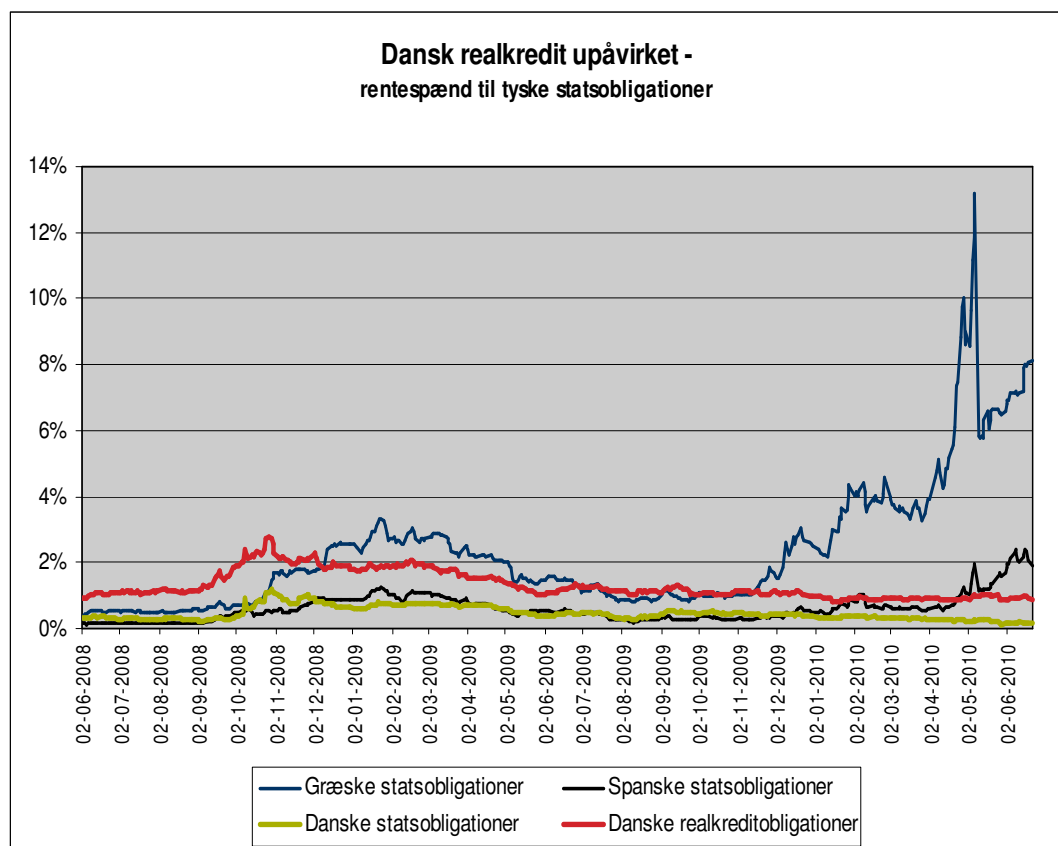
Usikkerheden omkring den europæiske statsgældssituation medførte faldende aktiekurser på grund af frygt for, at tab på statsobligationer ville give fornyede tab og solvensproblemer i den finansielle sektor og måske endnu et økonomisk tilbageslag.

Nogle aktiver var imidlertid helt upåvirkede af den finansielle uro. Dette gjaldt statsobligationer i lande, der ikke har større statsfinansielle problemer, fx Tyskland og Danmark. Det gjaldt desuden danske realkreditobligationer. Selv om investorerne vurderede, at der var risiko for nye problemer i den finansielle sektor i Europa og måske et fornyet tilbageslag, mente investorerne altså, at danske realkreditobligationer er så sikre, at de slet ikke ville blive påvirket af sådanne problemer.

Danske statsobligationer giver normalt lidt højere rente end tyske, fordi investorerne fortsat mener, der er en lille sandsynlighed for, at kronen falder lidt i værdi over for euroen. Realkreditobligationer har igen en smule højere rente, typisk ca. en halv procent p.a. Sådan har det også været under den seneste tids uro, mens der under finanskrisen i efteråret 2008 skete en udvidelse af spændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer, og i øvrigt også mellem danske og tyske renter. Denne uro var ubetydelig sammenlignet med udviklingen på de fleste andre finansielle markeder, men dog mærkbar.

Den aktuelle uro har slet ikke kunnet ses på markedet for danske realkreditobligationer, jf. figuren. Det skal bl.a. sammenholdes med, at også statsobligationer i fx Spanien blev

påvirket svagt negativt af krisen, selv om statsgælden er mindre end i Tyskland. Mens finanskrisen stort set kunne mærkes på alle markeder, har den seneste uro kun påvirket aktiver, der med rimelighed kunne forventes at blive ramt i tilfælde af en misligholdelse eller statsbankerot i et eller flere lande. Dette gjaldt ikke danske realkreditobligationer, der snarere blev opfattet som en sikker pengeanbringelse i perioder med finansiell uro.



Landbruget låner stadig penge

Udlånet til landbruget er steget med 18 mia. kr. i 2009, hvilket for nogle kan være lidt overraskende, når man ofte hører, at erhvervet ikke låner penge i samme omfang som før finanskrisen.

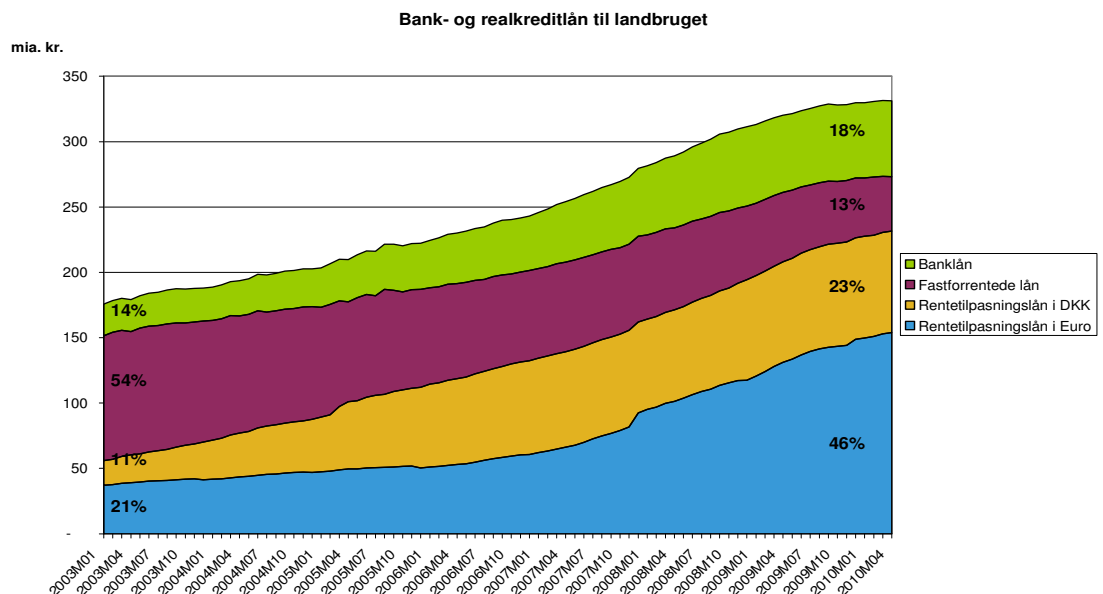
Realkreditudlånet til landbrug har aldrig været større end nu, hvor der er udlån for 331 mia. kr. til landbrugserhvervet. Belåning i landbruget er kendetegnet ved, at hovedparten af landbrugets gæld er variabelt forrentet (ca. 69 pct.), og at denne låneform er vokset meget de senere år på grund af det lave renteniveau.

"Realkreditte og bankerne låner samlet set flere penge til landbrugssektoren end nogensinde før. Der har været et lille fald på ca. 3 mia. kr. for banksektoren, men det er mere end opvejet af stigninger i realkreditudlån i de seneste år," siger Karsten Beltoft, direktør i Realkreditforeningen.

"Det er værd at understrege, at landbruget er inde i en brydningstid, hvor erhvervet oplever lavere indtjening, men det er alligevel positivt, at der findes projekter og landbrug, som fortsat investerer og låner penge. Nogle landbrug har også fortsat friværdi, for de købte, da jordpriserne var lave, og netop de landmænd er i den gunstige situation, at de har mulighed for at låne med pant i ejendommen," konstaterer Karsten Beltoft.

En stor andel af landbrugets belåning er i rentetilpasningslån i euro, der udgør ca. 46 pct. af den samlede belåning (både bank- og realkreditbelåning). Rentetilpasningslån i danske kroner udgør 23 pct., mens kun 13 pct. er placeret i fastforrentede lån. Banklånene udgør hen ved 18 pct. af den samlede lånemasse til landbruget. Udviklingen i rentetilpasningslån i euro, danske kroner, fastforrentede lån og banklån kan ses i figur 1.

Figur 1:



"I perioden fra 2003 til 2010 har udlånet til landbruget ændret karakter. For små syv år siden var 54 pct. af landbrugets lån fastforrentede lån, men i dag er der fuldstændig vendt op og ned på det, da de færreste landmænd har et fastforrentet lån," fortæller Karsten Beltoft.

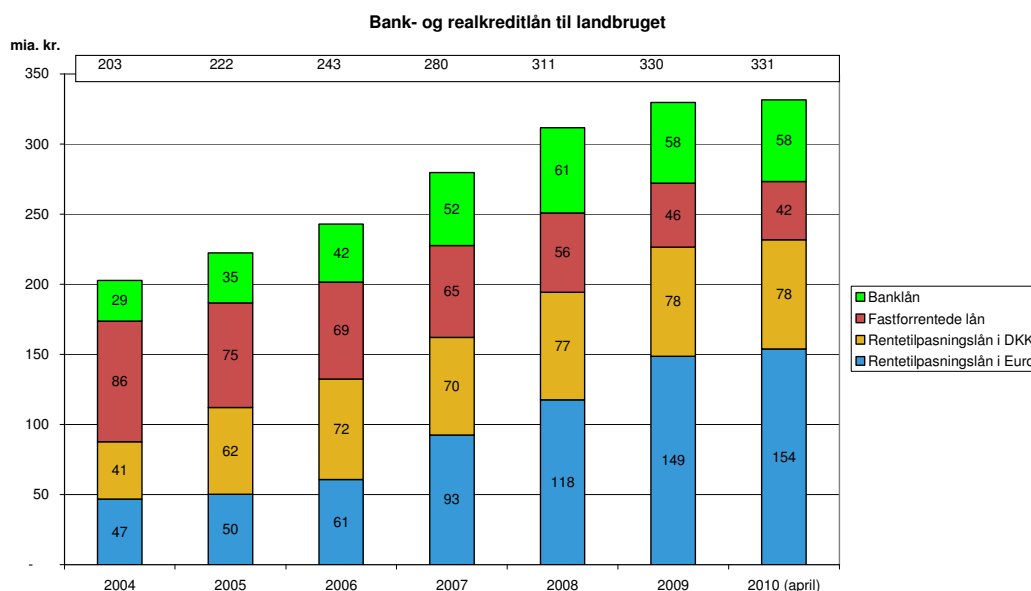
"Den korte rente er historisk lav i Danmark og nærmer sig 1 pct., som er væsentligt under den lange rente på lige knap 5 pct. Den lave korte rente giver en håndsrekning til et trængt landbrug, som har været igennem et par magre år. Det er dog vigtigt, at driften i landbruget indrettes efter en noget højere rente, da den nuværende lave korte rente ikke varer evigt, men vil stige igen til et mere normalt leje," siger Karsten Beltoft.

Forklaringer på fremgang i euro-udlån er bl.a.:

- I 2007 lancerede institutterne en række Euribor-produkter, hvor specielt landbruget udnyttede muligheden for lavere rente ved at optage lån i euro.
- Landbruget har tilpasset sig hurtigt, og renten har været lavere ved euro-lån end ved lån i danske kroner.
- Landbruget får landbrugsstøtte i euro og har stor samhandel med eurolande. Risikoen ved lån i udenlandsk valuta er minimeret for landbrugserhvervet, da en stor del af erhvervets aktiviteter er i euro-landene.

Landbrugets fordeling af lån i euro, danske kroner, fastforrentede lån og banklån ultimo 2004 til april 2010 ses i figur 2, der viser, at realkreditudlånet i euro stort set altid har haft fremgang – og man kan se, at det begyndte at tage fart i 2007. Fra 2007 og frem er euro-lån steget med knap 100 mia. kr. i alt.

Figur 2:



OECD-analyse: Likviditetsregler er symptombehandling

Økonomerne Adrian Blundell-Wignall og Paul Atkinson skriver i seneste udgave af *OECD Journal* bl.a., at Basel komitéens forslag til likviditetsregler er overflødige¹. Reglerne har ved flere lejligheder været omtalt i *Nyt fra Realkreditforeningen*, idet de i deres nuværende form er særdeles problematiske for Danmark.

Hovedsynspunktet er, at hvis man sikrer solvensen i den finansielle sektor, så behøver man ikke særskilte regler for likviditeten. I så fald vil der nemlig kun meget sjældent opstå likviditetsproblemer. Særskilte likviditetsregler risikerer at gøre mere skade end gavn, fordi de er overflødige, og fordi forsøget på at definere og regulere et vanskeligt definerbart begreb med paragraffer og skemaer kan have utilsigtede og uheldige virkninger.

¹ Der er ikke tale om et officielt OECD-synspunkt. I så fald skulle alle medlemslandene være enige, og her er OECD næppe det rette forum, idet reglerne forhandles andetsteds.

Under finanskrisen løb mange banker ind i likviditetsproblemer, selv om de var solvente. Dele af de finansielle markeder stoppede helt med at fungere, og det skabte vanskeligheder mange steder. OECD-økonomerne påpeger imidlertid, at disse problemer skyldtes, at der opstod tvivl om bankernes solvens. Er der tvivl om en banks solvens, medfører det meget nemt vanskeligheder med likviditeten.

Når egenkapitalen i en finansiell institution er relativt lille sammenholdt med aktivsiden, betyder selv et beskedent eller et moderat fald i aktivernes samlede værdi, at den bliver insolvent. På samme måde indebærer usikkerhed om værdien af aktiverne også usikkerhed om dens samlede solvens. I en situation med stor generel usikkerhed om aktivpriserne, og om hvem, der ejer hvilke aktiver, kan en sådan usikkerhed også ramme finansielle institutioner, hvis solvens der ellers ikke har været tvivl om. Endda selv hvis faktiske tab er af en størrelse, der slet ikke truer solvensen.

At opstille regler for likviditeten ville, hævder Blundell-Wignall og Atkinson, være at forveksle årsag og virkning – symptombehandling, populært sagt. Den egentlige årsag til de observerede likviditetsproblemer har været underkapitalisering. Dette problem er ikke længere så udpræget, og styrkelsen af kapitalen vil forsætte i takt med, at de internationale regler på området strammes, som der lægges op til. Hvis disse regler udformes hensigtsmæssigt, vil der ikke være behov for særskilte likviditetsregler.

Blundell-Wignall og Atkinson hævder, at det også kan være meget vanskeligt at definere, præcis hvilke aktiver der er likvide, og hvilke der ikke er likvide. En opstilling af skarpe kriterier kan føre til prisforvridninger og skabe pludselige skift i investorinteressen og dermed ustabilitet, når et aktiv ændrer status i relation til reglerne.

Udgiver:

Realkreditforeningen

Redaktion:Martin Kjeldsen-Kragh
Flemming Dingsø Nielsen**Ansvarshavende redaktør:**

Karsten Beltoft

kab@realkreditforeningen.dk

tlf. 33 70 11 11