



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Frederiksberg, 2015

KANDIDATAFHANDLING CAND.MERC.(FIR.)

INSTITUT FOR FINANSIERING

Aktuelle risici i dansk realkredit

Contemporary risks in the Danish mortgage credit system

FORFATTERE:
Paw Mønster Becker
Mark Severinsen

Vejleder: Jens Lunde

Antal anslag:
272.998

Afleveringsdato:
02.10.2015

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	2
2. Indledning	4
2.1 Problemformulering.....	5
2.2 Afgrænsninger	5
2.3 Metode.....	5
3. Indretning af det danske realkreditsystem	7
3.1 Balanceprincippet	7
3.2 Funding	8
3.3 Regulering.....	8
3.4 Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter	15
3.5 Låntyper	17
4. Kreditrisiko.....	21
4.1 Redegørelse.....	21
4.2 Håndtering af kreditrisiko	25
4.3 Analyse af kreditrisiko	27
4.4 Analyse af håndteringen af kreditrisiko	35
5. Renterisiko.....	42
5.1 Redegørelse.....	42
5.2 Håndtering af renterisiko.....	47
5.3 Analyse af renterisiko	49
5.4 Analyse af håndteringen af renterisiko.....	57
6. Kursrisiko.....	62
6.1 Redegørelse.....	62
6.2 Håndtering af kursrisiko	66
6.3 Analyse af kursrisiko.....	67
6.4 Analyse af håndteringen af kursrisiko.....	73
7. Indlåsningsrisiko	74
7.1 Redegørelse.....	74
7.2 Håndtering af indlåsningsrisiko.....	76
7.3 Analyse af indlåsningsrisiko	78
7.4 Analyse af håndteringen af indlåsningsrisiko	81
8. Refinansieringsrisiko	83
8.1 Redegørelse.....	83
8.2 Håndtering af refinansieringsrisiko	88
8.3 Analyse af refinansieringsrisiko.....	92
8.4 Analyse af håndteringen af refinansieringsrisiko	102
9. Systemisk Risiko	107
9.1 Redegørelse.....	107
9.2 Håndtering af systemisk risiko	110
9.3 Analyse af systemisk risiko	111
9.4 Analyse af håndtering af systemisk risiko	113
10 Konklusion.....	116
11. Litteraturliste	119

1. Abstract

The main purpose of this thesis is to investigate the contemporary risks of the Danish mortgage credit system as well as the management of these risks. The Danish mortgage credit system has for several years been considered a model mortgage system but with the product development in the latest years, and with the rise of the interest-only loans as well as the adjusted rate mortgages, the system is exposed to new risks, and some suggest that the mortgage system is not as stable as it used to be.

In our analysis of the credit risk we find that the expiry of the interest-only loans could be a severe risk for the MCI's. In the years from 2005-2008 the interest-only loans grew in popularity meaning that in the next years we will see a rise in the expiry of these. Thus, the payment on the loans could rise by up to 600%, meaning that the probability of default of these homeowners will rise.

Furthermore we find that the agricultural mortgage borrowers could be a more risky group of borrowers as these are exposed to a significant correlation risk. As the circumstances are at the moment, the Danish agriculture is in a distressed state, and several borrowers could be in danger of defaulting, as they also tend to have the more risky interest-only and adjusted rate mortgages.

When analysing the interest risk, we find that a lot of borrowers are exposed to a change in the interest rates. We do, however, also find that the average borrowers should be able to handle a raise in the interest rate, and that the risk does not seem as significant as other risks.

As a lot of borrowers tend to choose loans based on a short maturity, the price risk is very limited. Especially considering that the loans with a 30-year maturity are callable at face value, the price risk is limited to the 10 year adjusted rate mortgages.

The lock-in risk is in general limited to a few bond series. We do however find that the product development in Danish mortgages have a tendency to dilute the bond series, and thus increasing the risk of a high ownership concentration and increasing the lock-in risk.

The main risk of the Danish mortgage credit system is the refinancing risk and the connected systemic risk. The ongoing need for available short-term financing has exposed the Danish mortgage credit system to a significant systemic risk as rapid changes in interest rates by financial turmoil or a defence of the pegged exchange rate, could lead to a problematic refinancing of the ARMs and rapidly increasing interest rates on the mortgage loans. This could lead to an increase in defaults for the MCIs and the increasing credit risk could lead to a higher yield requirement and a

Aktuelle risici i dansk realkredit

further increasing of the interest rates. This could again lead to more defaults, until the refinancing of ARMs would be a spiral of increasing rates, higher credit risk and more defaults.

Considering the exposure to the systemic risk we discuss who has the final responsibility for the future of the Danish mortgage credit system. The MCIs do not seem to assess the risk in the same way as the Danish government, and considering that the MCIs probably are too big to fail, it seems that it is up to the government to regulate the system in order to protect itself from being forced into an expensive bailout.

2. Indledning

Det danske realkreditsystem er med sine over 200 år, et af verdens ældste og mest velfungerende systemer, til finansiering af fast ejendom. Dansk realkredit bygger på balanceprincippet, hvor realkreditinstituttet udsteder obligationer når boligejere optager huslån, og al andet end kreditrisiko, påtages af udefrakommende investorer. Balanceprincippet skaber en gennemsigtighed i markedet, og betragtes af mange som forbilledligt for andre lande – og med god grund. Siden vi første gang så den danske model med oprettelsen af Kreditkassen for Husejere i København i 1797, er der ikke et eneste realkreditinstitut, der er gået konkurs. Dette har medført en stor tillid til den danske realkredit, og har gjort obligationerne til en af investorernes foretrukne, blandt lavrisiko investeringer.

Gennem de senere år har man oplevet en større liberalisering af det danske realkreditsystem, der har fungeret som et mindre opgør mod den traditionelle danske realkreditmodel. Nye låntyper er opstået, låntagere kan benytte sig af afdragsfrihed på deres lån, og realkreditinstitutterne er ikke længere bundet af balanceprincippet til en striks en-til-en sammenhæng i udlån og funding, om end de stadig benytter sig af det traditionelle, specifikke balanceprincip. Dette har betydet, at nye former for risiko præger det danske realkreditsystem. Låntagernes lån er ikke længere fastforrentede og forfinansierede, og rente-, indlåsnings- og refinansieringsrisiko er blevet almindelige termer i danske realkredit.

Baggrunden for udviklingen er ønsket om at skabe et fleksibelt realkreditsystem, der tilgodeser de forskellige låntageres behov. Således kan låntagere, der ligeledes finansierer et huskøb med bankgæld, afdrage på den dyrere bankgæld, frem for den billigere realkreditgæld, og låntagere med plads i økonomien kan påtage sig en renterisiko, mod til gengæld at få et afkast i form af en lavere kort rente. Problemet opstår dog i de tilfælde, hvor afdragsfriheden ikke benyttes til afdrag på anden gæld, og kort renter benyttes af låntagere med en presset økonomi, der blot gerne vil have et billigt lån.

Både lån med afdragsfrihed og rentetilpasningslån er blevet relativt populære lån i dansk realkredit, og der spekuleres fra flere sider i, om disse låntyper udgør unødvendige risici, for et ellers så stabilt realkreditsystem. Samtidig er opstået et behov for adgang til kort finansiering, da en stor del af obligationerne ikke forfinansieres, som det er tilfældet med de fastforrentede, og spørgsmålet er om dansk realkredit stadig er så sikkert, som det har været gennem hele dets levetid.

2.1 Problemformulering

Udgangspunktet for vores afhandling er ud fra emnet, Aktuelle risici i dansk realkredit, at belyse ovenstående problemstillinger, beskrevet i indledningen. Dansk realkredit har siden 1990'ernes liberaliseringer ændret sig markant, og flere mener, at dette opgør med den klassiske danske realkreditmodel har betydet, at realkreditsystemet er eksponeret mod markante risici, i forhold til tidligere.

Med udgangspunkt i ovenstående vil vi redegøre for og analysere udvalgte, aktuelle risici i dansk realkredit. Samtidig vil vi belyse håndteringen af disse risici, og analysere i hvilken grad håndteringen dækker de udvalgte risici.

2.2 Afgrænsninger

Hovedfokus i afhandlingen ligger som udgangspunkt på de private låntagere, og vi afgrænser os således fra at analysere på erhvervet som långruppe. Vi ser dog landbruget som en særligt udsat gruppe af låntagere, og vil således inddrage denne i vores analyse.

Vi afgrænser ydermere fra en decideret analyse af de regulatoriske risici. Disse vil blive inddraget, dog udelukkende som en del af øvrige analyser, og der vil ikke være en selvstændig analyse af de regulatoriske risici.

Slutteligt afgrænser vi os fra at inddrage øvrige landes realkreditsystemer. Fokus i afhandlingen er på det danske realkreditsystem, og vil som udgangspunkt kun omhandle dette.

2.3 Metode

En afhandling af denne karakter vil naturligvis kræve forskellige former for analyse og det metodiske udgangspunkt for afhandlingen beror på kvantitative såvel som kvalitative analyser. Der vil blive analyseret statistiske data til beskrivelse af de mere generelle tendenser i dansk realkredit, mens vi i tilfælde, hvor der er behov for analyse på den enkelte låntagers niveau, vil gå ned i konsekvensberegninger, der eksempelvis kan simulere ydelsesændringer i tilfælde af rentestigninger.

Ved benyttelse af data har det været udgangspunktet at finde de mest aktuelle data, samtidig med, at disse stadig skulle have den største relevans. Har det været tilfældet, at vi ikke har kunne finde helt opdateret data, har vi i hvert tilfælde overvejet, hvorvidt benyttelsen af disse data stadig ville

Aktuelle risici i dansk realkredit

bibringe noget relevant til afhandlingen samtidig med, at der har været vurderet forsvarligt og retvisende.

I øvrige tilfælde, vil vi som nævnt gå ned i en mere kvalitativ analyse, og beskrive enkelte forventede udfald, eksempelvis i tilfælde af refinansieringsproblemer. Målet for afhandlingen er således ikke nødvendigvis at kunne kvantificere de enkelte risici, men i højere grad analysere på de mulige konsekvenser forbundet med de forskellige risici.

3. Indretning af det danske realkreditsystem

3.1 Balanceprincippet

Det danske realkreditsystem betegnes af mange som verdens bedste. En betegnelse, der mest af alt skyldes det unikke balanceprincip, som den danske realkreditmodel bygger på. Balanceprincippet er i bund og grund sammenhængen mellem de udlån, som realkreditinstituttet udsteder, samt den måde, hvorpå lånene finansieres (Lea, 2010).

I udgangspunktet siger balanceprincippet, at når et realkreditlån udstedes, skal tilsvarende matchende obligationer for samme beløb sælges til investorer, for at begrænse forskelle mellem instituttets ind- og udbetalinger. Når en låntager eksempelvis optager et 30-årigt fastforrentet lån, skal en 30-årig fastforrentet obligation sælges, for at matche renter og afdrag mellem lån og den bagvedliggende obligation. På denne måde afspejles udlånenes løbetid, afdragsprofil, rente, valuta, konverterbarhed, etc. i de udstedte obligationer, og størstedelen af de tilknyttede finansielle risici minimeres. Realkreditinstituttet fungerer således som formidler mellem låntager og investor, og overlader dermed risikoprofil, samt håndtering af denne til låntager og investor (Bomgaard & Laustsen, 2009).

Det unikke for balanceprincippet er, at man i den danske realkreditmodel beholder udlånene på balancen, således at realkreditinstituttet bærer kreditrisikoen, altså risikoen for, at der er tab på låntager ved at denne ikke betaler renter og afdrag.

I og med, at kreditrisikoen er pålagt realkreditinstituttet, skabes der en fornuftig incitamentsstruktur, hvor realkreditinstituttet har en interesse i at foretage en ordentlig kreditvurdering af låntager, da de rammes af en eventuel misligholdelse hos låntager. Dette betyder, at instituttet i højere grad vil have incitament til at foretage en ordentlig kreditvurdering af låntager, en realistisk langsigtet vurdering af ejendommen samt i højere grad være bedre til at følge op på, at låntager rent faktisk betaler sine ydelser løbende. Dette er med til at gøre systemet gennemsigtigt, og simpelt for investorer, da de ikke behøver foretage kreditvurderinger af de enkelte låntagere, men i stedet kan regne med, at ydelserne altid betales af realkreditinstituttet, hvilket netop har skabt den store tillid, investorer har til dansk realkredit (Østrup, 2011).

De danske realkreditinstitutter har historisk set fulgt det specifikke balanceprincip, men med indførslen af SDO-lovgivningen i 2007 har institutterne nu mulighed for at vælge mellem det specifikke samt det overordnede balanceprincip (Bomgaard & Laustsen, 2009). Her følger en kort beskrivelse af hvert princip:

3.1.1 Det specifikke balanceprincip

Det specifikke balanceprincip bygger på strukturel sammenhæng, hvor udlån til låntagere matches af, at en tilsvarende obligation sælges til en investor. Af den officielle bekendtgørelse (Bekendtgørelse om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter §18, 2012), er der ikke defineret en generel regel for det specifikke balanceprincip. I stedet er lovgivningen baseret på en række konkrete begrænsninger. Begrænsninger omfatter bl.a. at der ikke må udstedes indekslån på grundlag af udstedelse af nominelle obligationer, samt at konverterbare lån ikke må baseres på inkonverterbare obligationer, foruden en lang række (for denne afhandling) mindre relevante bestemmelser. Mange realkreditinstitutter følger dog den traditionelle finansieringsform med én-til-én sammenhæng mellem udlån og obligationer, selvom det rent lovgivningsmæssigt ikke længere er et krav.

3.1.2 Det overordnede balanceprincip

Det overordnede balanceprincip bygger i høj grad på de samme rammer, som ved det specifikke balanceprincip. I modsætning til ved det specifikke balanceprincip, stilles der i det overordnede princip ikke krav om en strukturel sammenhæng mellem udlån og obligationer, hvilket vil sige, at der i princippet kan tilbydes lån med ubalance i fundingen, så længe de overordnede rammer holdes, blandt andet ved afdækning via derivatmarkedet.

3.2 Funding

Funding eller finansiering af realkreditinstitutternes udlån sker med udgangspunkt i udstedelse af bagvedliggende obligationer, der sælges til investorer på regulerede markeder. Rente og kurs på obligationerne vil derfor altid være bestemt af de gældende markedsrenter, vurderet af investorerne. Realkreditinstitutterne formidler kontakten mellem ejendomskøbere, der gerne vil låne penge, med investorer. Jævnfør balanceprincippet, påtager realkreditinstituttet sig kreditrisikoen, således at långiver ikke har behov for at kende til låners økonomiske forhold, da realkreditinstituttet hæfter i tilfælde af misligholdelse.

3.3 Regulering

3.3.1 Belåningsgrader

I forbindelse med udstedelse af realkreditlån har man inden for realkreditlovgivningen begrænsninger på den maksimale belåning af ejendommens værdi. En af grundene til, at man kan opnå så lave renter på realkreditlån er den store sikkerhed, man har i ejendommene. Derfor har

realkreditinstituttet relativt stor sikkerhed for, ved misligholdelse at få dækket hele sit tilgodehavende ved et salg af pantet. Der er forskellige maksimale lånegrænser alt efter hvilken ejendomstype der er tale om. En ejerbolig til helårsbrug kan f.eks. belånes med 80% (75% hvis særligt dækket), mens fritidshuse må belånes med 60% og ubebyggede grunde med 40% (Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. §5 stk 1-3, 2014).

3.3.2 Problematik ved udlån til udkantsområder

Når realkreditinstitutter tilbyder finansiering af ejendomme stiller realkreditlovgivningen krav til værdien af pantet. Danske realkreditinstitutter har gennem flere år været kritiseret for ikke at tilbyde tilstrækkeligt med lån til de danske landområder, og dermed bidrager til en affolkning af det, der i daglig tale kaldes Udkantsdanmark. Dette skyldes, at man fra lovgivningens side har begrænset muligheden for at yde udlån, når vurderingen er at ejendommen kan svær at sælge igen.

Jævnfør Bekendtgørelse om realkreditinstitutters værdiansættelse og låneudmåling, der sætter rammerne for værdiansættelse af ejendomme i forbindelse med pant ved realkreditfinansiering, gælder at:

”Ansættelsen af pantets værdi må ikke overstige ejendommens rimelige kontante handelsværdi, der er opnåelig inden for en salgsperiode på 6 måneder (markedsværdi), uanset om ejendommen netop er handlet til et højere beløb...” (Bekendtgørelse om realkreditinstitutters værdiansættelse og låneudmåling, § 2, 2014).

Dette betyder, at når ejendommens værdi ved salg inden for 6 måneder ikke forventes at kunne dække pantet, skal realkreditinstituttet afvise at belåne boligen.

Ser man på den generelle udvikling, er det naturligvis svært at sige, hvorvidt pantet i en ejendom vil kunne dække gælden inden for en periode på 6 måneder, hvorfor loven i høj grad vil baseres på vurderinger i de enkelte tilfælde. I effektive boligmarkeder i de større byer forventer man, alt andet lige, at en ejendom inden for 6 måneder vil kunne sælges for samme beløb, men når det kommer til landområderne, er det straks en anden sag. I og med, at der mange steder i landet er stor fraflytning og lange liggetider på boliger, er udbuddet i mange tilfælde særligt stort i forhold til efterspørgslen. Af den grund vurderer realkreditinstitutterne i mange tilfælde, at ejendomme ikke kan sælges til samme pris inden for 6 måneder, og man afviser på denne baggrund flere lån, med hjemmel i bekendtgørelsens § 2.

Institutterne kritiseres for at begrænse mulighederne for at flytte til yderområderne (Dengsøe, Minister foreslår lavere belåning i Udkantsdanmark, 2014), og er dermed med til at øge tendensen i den demografiske udvikling, hvor folk i højere grad bor i byerne og yderområderne bliver gradvist affolket. Realkreditinstitutterne afviser kritikken i Realkreditrådets årsberetning fra 2014, og argumenterer for at realkreditinstitutterne giver lån til hele landet, så længe der er sikkerhed for lånene (Realkreditrådet, 2014). Fra et samfundsmæssigt perspektiv er det et problem da bekendtgørelsens § 2 i princippet giver institutterne "carte blanche" til at afvise låntagere, da det i alle tilfælde vil være en subjektiv vurdering af, hvorvidt pantet vil kunne dækkes af et salg inden for 6 måneder. Ønsker man således ikke at låne ud til et køb af en ejendom på Falster, kan instituttet "blot" henvise til § 2, og afvise den potentielle låntager.

3.3.3 CRD IV, CRR og SIFI

Under den globale finanskrisen så man flere store internationale finansielle institutter gå ned, og endnu flere være tæt på. Flere institutter havde ikke den tilstrækkelige solvens til nedgangstider, mens andre havde store likviditetsproblemer, eksempelvis grundet for kort finansiering af deres udlån. Generelt set, blev den finansielle regulerings utilstrækkelighed udstillet, og man besluttede sig efter krisen for at stramme reguleringen af finansielle institutioner. Dette blev udformet i Basel III bankpakken, der havde til formål at styrke institutionernes solvens og likviditet. Basel III implementeres i EU gennem CRD IV, der er et direktiv, der blev implementeret i dansk lovgivning 1. januar 2014, samt CRR forordningen, der er direkte gældende (Realkreditrådet, 2013).

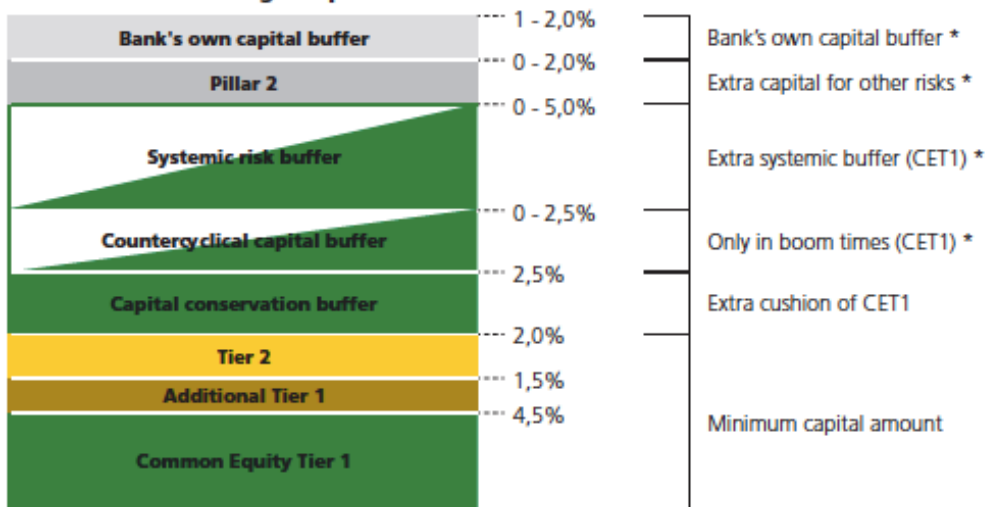
3.3.4 CRD IV

CRD IV er som nævnt EU's revision af de globale kapitalstandarder, der er sat ved Basel III. Udgangspunktet for direktivet er naturligvis taget i Basel III, mens forhandlinger blandt lande internt har influeret på fastlæggelsen af kapitalbuffere. CRD IV kan opledes i krav om solvens og likviditet, hvor likviditetskravene først implementeres i 2018.

Solvenskravene i CRD IV er opdelt i seks kategorier og kan ses i nedestående figur 1.

Aktuelle risici i dansk realkredit

CRD IV: De fremtidige kapitalkrav



Figur 1 - (Grosen, 2012)

Mens man i Basel II udelukkende havde minimumskapitalkravet på 8% af de risikovægtede aktiver, samt Pillar 2 kravet, der fastsættes af det nationale tilsyn, har man altså nu yderligere en kapitalbevaringsbuffer, en kontracyklisk buffer samt den systemiske risikobuffer (SIFI).

Herudover stiller man i CRD IV større krav til kvaliteten af kapitalen, hvor eksempelvis kernekapitalen (common equity) minimum skal udgøre 4,5% af de risikovægtede aktiver. Alt i alt kan kapitalkravet for finansielle institutioner gå fra 8% i 2015, op til 18% i 2019, alt efter om der er tale om SIFI eller ej.

Som nævnt består Basel III også af øgede likviditetskrav til de finansielle institutioner, der er udformet i et kortsigtet likviditetskrav, LCR (Liquidity Coverage Ratio), samt et langsigtet likviditetskrav, NSFR (Net Stable Funding Ratio).

LCR, der er udformet i CRR artikel 414-416 med henvisning til C. 51 i forordning 680/2014 - EU om implementering af tekniske standarder for finansiell rapportering, er som nævnt et kortsigtet likviditetskrav, der stiller krav til den finansielle institutions dækning af de forventede "out flows" inden for de næste 30 dage:

$$LCR = \frac{\text{Beholdning af højkvalitets likvide aktiver}}{\text{Nette cash outflow over de næste 30 dage}} \geq 100\% \text{ (Finanstilsynet, 2013)}$$

Det finansielle institut skal som minimum fuldt ud kunne dække de forventede netto out flows over 30 dage med højkvalitets likvide aktiver. Netop definitionen af højkvalitets likvide aktiver har der været en stor diskussion om i Danmark, da EBA i starten, ved udformningen af reglerne, havde

kategoriseret realkreditobligationer som mindre likvide, hvor man i Danmark, herunder i Realkreditrådet, havde forventet at de ville være betragtet som meget likvide og af høj kvalitet, og dermed klassificeret som level 1 aktiver (Realkreditrådet, 2014, s. 6-8). Dette ville betyde en markant nedgradering af danske realkreditobligationer som en del af det likvide beredskab, hvilket ville betyde, at de ikke ville være nær så attraktive med de nye likviditetsregler. Derfor kæmpede man fra den forhenværende regerings side for at få opgraderet kategoriseringen af danske realkreditobligationer, hvilket også lykkedes i oktober 2014, hvor man kom til enighed med Kommissionen om, at realkreditobligationer kan medregnes med 70% i level 1 aktiver (Finansrådet, 2014).

LCR træder i kraft 1. oktober 2015, og indfases ved et krav om 60, % fra 2016 70%, 80% i 2016 og kravet indfases så endeligt med 100% 1. januar 2018 (Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget 2014-15, 2014).

Det andet likviditetskrav, NSFR, stiller krav til den langsigtede likviditet over et år, hvor det kræves at den tilgængelige stabile finansiering, som minimum er lige så stor som den nødvendige stabile finansiering:

$$\frac{\textit{Tilgængelig stabil finansiering}}{\textit{Nødvendig stabil finansiering}} \geq 1$$

I praksis betyder dette, at de finansielle institutioner skal kunne klare at fortsætte sin almindelige drift med typiske udlån, selv om der eventuelt skulle være perioder, hvor det ikke er let at tilføre ny finansiering. Kravet imødekommer den problematik, der opstod under finanskrisen, hvor mange finansielle institutter havde fundet lange udlån med en kort finansiering, grundet det var så let og billigt at tilføre ny kort finansiering. Da finanskrisen kom, røg tilliden blandt bankerne, og mange banker kunne ikke opnå stabil finansiering, og det er således denne risiko man ønsker at mitigere med kravet om en stabil funding, således at man undgår de uoverensstemmelser mellem et finansielt instituts aktiver og passiver.

Den tilgængelige stabile finansiering i NSFR vægtes efter en vurdering af graden af stabilitet, der synes at være i finansieringen. Eksempelvis vil en kortere løbetid på finansiering have en lavere vægt, end finansiering med længere løbetid, da finansiering med kort løbetid er mindre stabil. Har finansieringen en løbetid på over 1 år, vil finansieringen vægtes med 100%. Samtidig skelnes der mellem typen af finansiering. Indlån betragtes eksempelvis som en mere stabil type finansiering end markedsfølsom finansiering, og vægtes derfor højere, på trods af, at indlån kan hæves uden varsel. Dette skyldes blandt andet at grundet indskydergarantien, får man dækket indskud op til 750.000 kr.

og man forventer således, at i tider med mistillid på markedet, vil der være lavere sandsynlighed for at indlån forsvinder, da eventuelle tab bliver dækket af indskydergarantifonden, og mistilliden vurderes derfor mindre betydende, når det angår indlån i forhold til markedsfinansiering. (Arbejdsgruppen om stabil finansiering, 2015, s. 13)

Nødvendig stabil finansiering afhænger af likviditeten af instituttets aktiver. Des mere likvide aktiver er, desto mindre nødvendig stabil finansiering kræves, hvilket vil sige, at der kræves mindre nødvendig finansiering til likvider end til eksempelvis udlån. Samtidig vægtes der i forhold til udlån til forskellige sektorer, samt typer af udlån. Eksempelvis vægtes ejendomsudlån med pant i fast ejendom, lavere end en kassekredit med sikkerhed i eksempelvis maskiner, da sikkerheden i ejendomsudlånet vurderes større. (Arbejdsgruppen om stabil finansiering, 2015, s. 13) Implementeringen af NSFR er endnu ikke fastlagt, men Baselkomiteen anbefaler en implementering fra 2018 (Nationalbanken, 2015, s. 15).

3.3.5 SIFI

De systemisk vigtige finansielle institutter, eller SIFI'erne, som de benævnes i daglig tale, er som navnet antyder institutter, af Finanstilsynet vurderet til at være en så markant del af den finansielle sektor, at store risici vil knytte sig til, hvis enkelte finansielle virksomheder skulle få økonomiske problemer. På denne baggrund underlægges SIFI'erne skærpede krav, der skal sikre, at SIFI'erne er ekstra polstrede i tilfælde af økonomisk dårlige tider.

Med udgangspunkt i SIFI-udvalgets rapport, udpegede man 3 indikatorer, der beskriver instituttets "systemiskhed", hvor overskridelse af én eller flere af disse indikatorer, var lig med udpegning af instituttet som SIFI. Indikatorerne er som følger:

- Instituttets balance i pct. af BNP $> 6,5\%$
- Instituttets udlån i Danmark i procent af danske penge- og realkreditinstitutters samlede udlån i Danmark $> 5,0\%$
- Instituttets indlån i Danmark i procent af de danske pengeinstitutters samlede indlån i Danmark $> 5,0\%$

Ved udpegningen af SIFI'erne oversteg 6 institutter en eller flere af indikatorerne; Danske Bank, Nykredit, Nordea, Jyske Bank, Sydbank og DLR kredit. Da finansielle institutter, der er datterselskaber af SIFI'er, ligeledes er underlagt de skærpede krav, er alle danske realkreditinstitutter underlagt reglerne på samme måde som SIFI'er.

Mens SIFI'erne underlægges et skærpet tilsyn, har de som nævnt i et tidligere afsnit, også et yderligere kapitalkrav, et SIFI-bufferkrav, der både skal opfyldes på koncernniveau, samt for hvert

penge- og realkreditinstitut, der indgår i koncernen. Erhvervs- og Vækstministeriet fastlagde i 2014 kravene til SIFI-bufferen til at ligge i intervallet 1-3 %, der skal opfyldes med kernekapital, alt efter graden af systemiskhed (vægtet gennemsnit af de tre indikatorer). Kravene er påbegyndt indfaset fra 1. januar 2015, og forventes fuldt indfaset i 2019. (Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutioner i Danmark, 2013).

3.3.6 SDO lovgivning

I 2007 implementerede man i dansk lovgivning EU-direktivet om særligt dækkede obligationer (covered bonds), der udformede sig i SDO-lovgivningen, og trådte i kraft 1. januar 2008. Lovgivningen skabte nye rammer for sikkerheden i udlån med pant i fast ejendom, og introducerede i den forbindelse obligationstyperne; særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO) og særligt dækkede obligationer (SDO).

Indtil implementeringen af lovgivningen udstedte institutterne realkreditobligationer (RO), der havde status som særligt dækkede, så længe de var udstedt med en LTV inden for de maksimale lånegrænser. Hvad der herefter skete med belåningsgraden (ved eksempelvis boligprisfald), var for så vidt ikke relevant hvad RO'erne angik. Dette ønskede man med lovgivningen at ændre, således at de danske realkreditobligationer levede op til kravene i det europæiske regelsæt for særligt dækkede obligationer. (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015)

For at leve op til kravene åbnede man for udstedelse af de særligt dækkede realkreditobligationer og obligationer (herefter omtalt under ét som SDO). I modsætning til de oprindelige realkreditobligationer, kan SDO'er efter 1. januar 2008, udstedes med højeste sikkerhed, som særligt dækkede, så længe de følger kravene, der er udspecificeret i dansk lovgivning, hvor hovedkravene er, at instituttet skal følge et balanceprincip, samt at belåningsgrænser (i modsætning til tidligere) skal overholdes løbende (Grosen & Jakobsen, Det danske realkreditsystem og SDO-lovgivningen, 2009). Statusen som særligt dækket er attraktiv for investorer, da sikkerheden vil vurderes større, men også fordi risikovægten er mindre for finansielle institutter, der har solvenskrav de skal leve op til. Ikke desto mindre, er SDO'erne steget i popularitet, og Nationalbanken estimerer, at op mod 83% af alle nyudstedte realkreditobligationer siden 2008, er med SDO-status (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015).

Kravet om løbende overholdelse af belåningsgrænsen for SDO'er betyder, at realkreditinstitutterne ved større prisfald, skal stille alternativ sikkerhed for obligationen, for at opretholde den lovlige belåningsgrænse. Dette gøres ved, at realkreditinstitutterne udsteder junior covered bonds (JCB), bruger provenuet fra disse til at købe statsobligationer, og benytte disse som supplerende sikkerhed.

Idet renten på en JCB oftest er højere end på en statsobligation, vil der være en omkostning for realkreditinstituttet. Skulle et større generelt boligprisfald opstå, vil institutterne være forpligtet til at stille et markant beløb i sikkerhed, og betale for fundingen af den ekstra sikkerhedsstillelse. Har kreditinstitutterne ikke har mulighed for at stille den ekstra sikkerhed som der kræves, vil obligationerne omklassificeres til RO. Dette vil få negative konsekvenser for særligt de investorer der har solvenskrav at leve op til (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015, s. 5). Ved Finanstilsynets seneste opgørelse fra 3. kvartal 2014, estimerer man, at der lovpligtigt kræves af realkreditinstitutterne, at de stiller 129 mia. kr. i supplerende sikkerhed for de udstedte SDO'er med en dagsværdi på 2.402,1 mia. kr. Institutterne havde på daværende tidspunkt stillet 262,5 mia. kr. i sikkerhed, og der er således en pæn overdækning.

3.4 Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter

Som en del af Rangvid-udvalgets anbefalinger, indførte Finanstilsynet, tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. Denne skal fastlægge nogle pejlemærker, der har til hensigt at begrænse overdreven risikotagning i realkreditinstitutterne, og samtidig give plads til, at institutterne kan drive en rentabel forretning. Realkreditinstitutterne kan i princippet gå uden for pejlemærkerne, da der ikke er faste sanktioner ved overskridelse af pejlemærkerne. I første omgang betyder en overskridelse, at instituttet modtager en offentlig risikooplysning. Skulle offentligt risikooplysninger ikke være straf nok, kan instituttet blive pålagt at udarbejde en redegørelse for overskridelsen og i værste tilfælde, kan instituttet få et påbud om at reducere risikotagningen. Finanstilsynet har i alt opstillet 5 pejlemærker, der adresserer 5 forskellige risikoområder, der direkte eller indirekte influerer på realkreditinstituttets kreditrisiko (Finanstilsynet, 2014).

3.4.1 Udlånsvækst

Det første pejlemærke i tilsynsdiamanten består i en begrænsning af udlånsvæksten i forskellige kundesegmenter, da man tidligere har erfaret at kraftige stigninger i udlån til enkelt segmenter kan føre til signifikant større tab. For at mitigere risikoen for en dårligere kreditkvalitet har man således sat en begrænsning på udlånsvæksten på 15% i 4 forskellige segmenter; Privat, Erhverv med boligformål, landbrug og andet erhverv. Der ses dog bort fra mindre udlån, der udgør mindre end 100% af realkreditinstituttets basiskapital.

3.4.2 Låntagers renterisiko

Pejlemærket adresserer låntagerens renterisiko forbundet med variabelt forrentede lån. Risikoen ved disse består i, at markedsrenten kan stige mellem refinansieringerne af lånet, og låntager således kan blive ramt af en stigende ydelse. Det vurderes fra Finanstilsynet, at renterisikoen er størst ved lån, hvor renten kun er låst fast i op til 2 år, og det er således på disse lån, begrænsningen ligger.

Da realkreditinstituttets kreditrisiko i høj grad afhænger af belåningen, har man valgt, at begrænsningen af de kortforrentede lån skal ske for lån, hvor belåningen er over 75%. Således skal lån hvor renten er låst i op til 2 år og en belåning på over 75%, udgøre under 25% af realkreditinstituttets samlede lån. Ved ejerboliger indtræder begrænsningen ved belåning over 80% og ved fritidshuse over 60%. Bemærk ligeledes, at begrænsningen udelukkende gælder private og erhverv med boligformål.

3.4.3 Afdragsfrihed for private

Afdragsfrihed er et populært valg, og lige over 50% af de samlede udestående realkreditlån er med afdragsfrihed, mens 47% af realkreditudlånene til ejerboliger og fritidshuse er afdragsfrie. (Danmarks Statistik, DNRUDDKI, 2015). På trods af, at det kan være en rationel beslutning at vælge et afdragsfrit realkreditlån, øger afdragsfriheden i flere tilfælde realkreditinstitutternes kreditrisiko, såfremt låntagerne ikke formår at spare op under afdragsfriheden. Dette gælder særligt ved højt belånte ejendomme, hvorfor Finanstilsynet i tilsynsdiamanten har lavet et pejlemærke, der begrænser afdragsfriheden ved lån med en belåning på over 75%. Således må andelen af afdragsfrie lån der ligger over 75% belåning, maksimalt udgøre 10% af det samlede udlån. Belåningen opgøres ud fra værdien af ejendommen ved optagelse af lånet.

3.4.4 Lån med kort funding

For at begrænse refinansieringsrisikoen, har man med tilsynsdiamanten indført et pejlemærke, der har til hensigt at begrænse andelen af lån, der årligt skal refinansieres, og på den måde begrænse refinansieringsrisikoen i systemet. Jævnfør tilsynsdiamantens fjerde pejlemærke skal andelen af udlån, der skal refinansieres, udgøre mindre end 12,5% pr. kvartal, og 25% årligt, af de samlede udlån.

3.4.5 Store eksponeringer

Man har med det sidste pejlemærke en hensigt om at begrænse institutternes store eksponeringer, for særligt at reducere koncentrationsrisikoen. Pejlemærket går på, at summen af et realkreditinstituts 20 største eksponeringer ikke må udgøre mere end den egentlige egenkapital, for

at begrænse risikoen ved for store tab på enkelte eksponeringer. Dette er efter fradrag for de store engagementer, som specificeret i bekendtgørelsen om store engagementer, og opgjort eksklusive engagementer med finansielle virksomheder, der er underlagt tilsyn fra offentlige myndigheder.

Realkreditinstitutterne skal fra 1. januar 2018 offentliggøre nøgletalsværdierne i deres årsopgørelser, og det er ligeledes her, Finanstilsynet vil påbegynde systematisk overvågning og opfølgning af pejlemærkerne

3.5 Låntyper

Realkreditmarkedet har siden 1990'erne oplevet en større liberalisering, hvor blandt andet afdragsfrie lån og rentetilpasningslånene så dagens lys. Dette medførte en større palet af låntyper, og dette afsnit har til formål at danne overblik over de mest relevante låntyper, samt egenskaber, de forskellige lån kan have.

3.5.1 Fastforrentede obligationslån

Det fastforrentede obligationslån er et af de "ældre" eksisterende lån, og blev flittigt benyttet, inden markedet blev liberaliseret. Lånet er fastforrentet, hvilket sikrer låntageren en fast ydelse, gennem hele lånets løbetid. Lånet optages ved salg af obligationer i markedet, hvor man ud fra eksisterende kurser på markedet udarbejder et lånetilbud med en hovedstol, der svarer til, der kan tilfredsstille det ønskede provenu fra lånet. Provenuet der udbetales fastlægges dog først ved selve udbetalingen, eller hvis der er foretaget en kurssikring.

Lånet kan indfries ved at købe de bagvedliggende obligationer i markedet, ved at indbetale restgælden eller ved indfrielse til kurs 100.

Mens renterne er fradragsberettigede, er kurstab og kursgevinster ikke skattepligtige, hvorfor man som låntager til hver en tid, kan indfri sit obligationslån uden skattemæssige konsekvenser (Realkredit Danmark, 2015, s. 6) (dog kan der være omkostninger forbundet med lånekonverteringer).

3.5.2 Fastforrentede kontantlån

Kontantlån er som obligationslån fastforrentede, hvorfor låntager ligeledes her kender sin faste ydelse gennem hele løbetiden. I modsætning til obligationslån kender man ikke den effektive rente på lånet, før lånet udbetales. Dette skyldes, at provenuet fra lånet er lig hovedstolen på pantebrevet, mens eventuelle kurstab medregnes i renten på hovedstolen. Således kan man optage et lån med en rente på 5% med en hovedstol på 1 mio. kr. og få udbetalt 1 mio. kr. på trods af, at kursen på lånet

eksempelvis er 90. I stedet for at man tager kurstabet fra provenuet, betales det gennem renterne, hvorfor den effektive rente på lånet bliver højere end de 5%. Fordelen ved kontantlån er, at i stedet for at tage et kurstab ved udstedelse, der ikke er fradragsberettiget, optager man lånet til en højere effektiv rente, og kan derfor nyde rentefradrag på dét, der reelt er kurstabet ved lånet, og man får en lavere nettoydelse end ved obligationslån.

Kontantlån indfries ved opkøb bagvedliggende obligationer i markedet eller, hvis lånet er udstedt på basis af konvertible obligationer, ved indfrielse til kurs 100. Bemærk dog, at der for kontantlån gælder særlige indfrielsesvilkår, hvor man skal indfri obligationsrestgælden, der er baseret på de obligationer, der blev udstedt for at funde provenuet, og ikke blot kontantlåns-gælden. I og med, at kurstabet ved optagelse af lånet er fradragsberettiget, beskattes man af eventuelle kursgevinster ved indfrielse. Kurstab ved konvertering ikke fradragsberettigede, hvorfor en nedkonvertering kan foretages uden skattemæssige konsekvenser, mens en opkonvertering typisk vil udløse en beskatning af kursgevinsten.

3.5.3 Rentetilpasningslån

Rentetilpasningslån er et variabelt kontantlån, der baserer sig på korte underliggende fastforrentede lån, med en løbetid der strækker sig fra 1-10 år. Formålet med dette er at påtage sig en risiko ved at binde renten i en kortere periode, for til gengæld at udnytte, at den korte rente er lavere end den lange.

Når lånet indgås vælges en refinansieringsperiode, der definerer hvor ofte lånet skal refinansieres. Et F3-lån vil eksempelvis baseres på en fast rente i 3 år, hvorefter lånet refinansieres med en ny 3-årig obligation, med en ny fast rente, der ligeledes vil være gældende i 3 år til den næste refinansiering. Låntager kender således sin rente inden for 3-årige perioder, men vil over et 30-årigt lån, opleve 10 forskellige rentesatser.

Rentetilpasningslån finansieres ved kvartalsvise auktioner, hvor markedet byder på obligationerne, og derved fastsætter renterne.

Rentetilpasningslån baseres på inkonverterbare obligationer, hvilket vil sige, at lånet som udgangspunkt kun kan indfries ved købe de bagvedliggende obligationer til markedskurs. Forud for rentetilpasninger kan man opsige lånet der skal refinansieres, til kurs 100. Kursen vil typisk nærme sig 100 i takt med, at obligationen kommer nærmere udløb. Da rentetilpasningslån er kontantlån, vil indfrielse til under kurs 100 udløse en beskatning af kursgevinsten, mens et eventuelt kurstab ikke er fradragsberettiget.

Der findes forskellige typer af rentetilpasningslån i markedet, hvor kun en del af gælden rentetilpasses hvert år, denne type kaldes P, mens man ligeledes kan vælge en type, hvor hele gælden rentetilpasses, der kaldes F. Samtidig kan man vælge låntype K, hvor løbetiden er fast, og ydelsen varierer, samt låntype T, hvor ydelsen er fast og løbetiden ændres, alt efter ændringer i markedsrenten. (Realkredit Danmark, 2015, s. 7)

3.5.4 Variabelt forrentede obligationslån

De variabelt forrentede obligationslån blev indført som alternativ til F1, da man ønskede at begrænse låntagernes benyttelse af dette lån, og på denne måde begrænse refinansieringsrisikoen. Specifikationerne varierer en smule ved de forskellige institutters lån; F-kort (Nykredit/Totalkredit), Kort-Rente(Nordea) og Flexkort (Realkredit Danmark), hvor sidstnævnte udgør grundlaget for denne beskrivelse. Fælles er at lånene baserer sig på korte- og mellemlange obligationer og at renten fastsættes halvårligt med CITA som referencerente.

Låntypens bagvedliggende obligationer varierer i løbetid fra 1-10 år. Obligationerne sælges på auktion til en kurs omkring 100, hvor (i Flexkorts tilfælde) Realkredit Danmark suverænt vælger løbetiden på de bagvedliggende obligationer. Den nuværende serie er eksempelvis 3-årig med udløb i 2016. Obligationen udbydes med CITA som referencerente, samt et rentetillæg/fradrag, der fastsættes ved auktionen, der har til hensigt at gøre obligationen attraktiv for investorer. Realkredit Danmark kan herefter beslutte, hvorvidt renten skal løbe frem til første rentefastsættelse eller i hele obligationens løbetid (Realkredit Danmark, 2015, s. 7). Såfremt den ikke gøres fast, vil man fastsætte renten halvårligt med CITA-renten, samt et rentetillæg der fastsættes af instituttet.

Lånet er baseret på inkonverterbare obligationer, hvorfor lånet kun kan indfries ved køb af de bagvedliggende obligationer til markedskursen. Kursfølsomheden vil dog være begrænset, grundet de korte rentefastsættelser. Lånet kan desuden indfries til pari ved refinansieringen. De variable obligationslån behandles skattemæssigt ens med de fastforrentede obligationslån.

3.5.5 Garantilån

Garantilån minder i høj grad om ovenstående variabelt forrentede obligationslån. Garantilån er baseret på variable obligationslån, en referencerente, et rentetillæg og rentefastsættes hvert halve år. De bagvedliggende obligationer sælges på samme vis på auktioner til omkring kurs 100, men har CIBOR som referencerente og har en fast løbetid på 10 år.

Garantilånet har den fordel, at der til lånet er tilknyttet en såkaldt garantirente, der fungerer som en øvre grænse for, hvor høj rente kan være. Har man således en garantirente på 5%, kan rente ikke

Aktuelle risici i dansk realkredit

blive højere end dette, selvom, at CIBOR + tillægget skulle være 6%. Skulle referencerenten + tillæg falde under garantirenten, vil pålydende rente igen være under garantirenten. Renteloftet er desuden kun fast i op til 10 år af gangen, hvorefter er nyt renteloft fastsættes af realkreditudbyderen (Realkredit Danmark, 2014).

Garantilånet kan til enhver tid indfries ved opkøb af de bagvedliggende obligationer til markedskursen, eller alternativt indfries til kurs 105. Skattemæssigt behandles lånet som de øvrige obligationslån.

4. Kreditrisiko

4.1 Redegørelse

I dansk realkredit sørger balanceprincippet for, at en stor del af risikoen ved realkreditlån overtages af investorer, frem for realkreditinstituttet selv. Når låntager optager lån i realkreditinstituttet, udsteder instituttet obligationer, der sælges til investorer, og således begrænses forskelle mellem instituttets ind- og udbetalinger. På denne måde afspejles udlånenes løbetid, afdragsprofil, rente, valuta, etc. i de udstedte obligationer, og størstedelen af de tilknyttede finansielle risici neutraliseres for instituttet. Realkreditinstituttet fungerer således som formidler mellem låntager og investor, og overlader dermed risikoprofil, samt håndtering af denne til låntager og investor (Bomgaard & Laustsen, 2009).

Realkreditinstituttet beholder som bekendt lånene på balancen, og er på denne måde eksponeret over for kreditrisikoen på udlånene. Kreditrisikoen består i risikoen for, at låntager ikke betaler renter og afdrag på lånet, og i sidste ende misligholder, hvor et eventuelt tab på lånet, er realkreditinstituttets.

4.1.1 Kreditrisiko i forhold til belåningsgrad

Som nævnt tidligere, er der en klar sammenhæng mellem kreditrisiko og belåningsgrad i boligen. Mens belåningsgraden i sig selv ikke har indflydelse på sandsynligheden for ikke at kunne servicere lån og afdrag (udover at en højere belåning alt andet lige betyder højere ydelse), har det en markant betydning, såfremt låntageren misligholder sine lån.

Realkreditlån udstedes med pant i den faste ejendom, hvilket betyder, at i tilfælde af, at en låntager skulle misligholde sine lån, kan realkreditinstituttet sætte ejendommen på tvangsauktion, med henblik på at få dækket sit tilgodehavende. Her er det evident, at belåningsgraden har stor betydning for, hvorvidt instituttet kan få dækket sit udestående eller ej. Alt andet lige, vil der være mindre sandsynlighed for at realkreditinstituttet får dækket sin gæld ved en belåningsgrad på 80% end på 60%, og på den måde vil kreditrisikoen i høj grad afhænge af belåningsgraden. Dette afspejles også i den forskel der er på bidragssatserne på lån, hvor en lavere belåningsgrad betyder lavere kreditrisiko, og dermed mindre behov for økonomisk kompensation for, at realkreditinstituttet påtager sig denne.

4.1.2 Kreditrisiko afhængig af låntype

4.1.2.1 Fastforrentede lån

Som udgangspunkt er realkreditinstituttet ved fastforrentede lån mindre eksponerede over for ændringer i kreditrisikoen end andre typer lån. Fordelen ved det fastforrentede lån er, som navnet antyder, at renten ved indgåelse af lånet, er fastlåst gennem hele lånets løbetid. Låntager kender ved optagelsen af lånet, sin ydelse i hele løbetiden, og behøver ikke at frygte, at en rentestigning medfører, at låntageren ikke kan servicere sin ydelse.

En af de andre fordele ved det fastforrentede lån er, at man i lånet har en ”indbygget” hedge mod prisfald på ejendomsmarkedet. Et prisfald vil ofte være afledt af en rentestigning, og denne rentestigning vil således medføre et kursfald på den fastforrentede gæld, da værdien af lånet bliver lavere, jo højere renten er i markedet. Falder boligprisen, vil kursværdien af gælden ligeledes falde, og man vil derved bedre kunne opretholde sin egenkapital i boligen (betinget af, at prisfaldet vil være afledt af en rentestigning) (Østrup, 2011). Det modsatte kan naturligvis også gøre sig gældende, hvor renten falder, og kursen og gælden dermed stiger. Dog er de fastforrentede lån konverterbare, og kan således altid indfries til kurs 100, hvilket begrænser risikoen for en kursstigning på en låntagers fastforrentede lån.

Der er naturligvis ved fastforrentede lån, som ved alle andre lån, risiko for, at låntagerens økonomi ændres. Eksempelvis vil arbejdsløshed medføre en lavere indtægt, der kan give låntageren problemer med at servicere ydelser, og kan i sidste ende betyde misligholdelse. Som udgangspunkt vil en låntager dog ikke være eksponeret over for ændringer i renten.

4.1.2.2 Rentetilpasnings- og variable lån

I modsætning til de fastforrentede lån, refinansieres rentetilpasnings- og variable lån, hvorfor renten på lånet, ved refinansiering er afhængig af markedsrenten. Rentetilpasningslån refinansieres ved auktioner, og renten låses herefter til næste refinansiering, der kan variere fra 1-10 år. For de variable lån gælder det, at de følger andre renter, som Libor, Cibor, Cita eller andre, hvortil instituttet fastsætter et tillæg.

Fordelen ved de variable lån består i, at de korte renter er lavere end de længere, og låntager har således mulighed for at opnå en økonomisk gevinst, ved at påtage sig større renterisiko.

Ulempen ved de variable lån består i, at man i modsætning til de fastforrentede lån, ikke kender ydelsen på hele lånets løbetid. Dette betyder ikke nødvendigvis en stigende ydelse, da renten og dermed ydelsen i længere perioder også kan være faldende, hvilket netop har været tilfældet de

seneste år. Det betyder dog en større usikkerhed, og dermed større kreditrisiko, netop fordi renten kan stige og udvikle sig til et niveau, hvor låntager ikke kan servicere ydelsen, og dermed vil misligholde lånet. Mange mener desuden, at flere låntagere benytter den lavere variable rente til at kunne finansiere større boligkøb, og således vil have gældssat sig relativt højt i forhold til indtjening, hvilket ligeledes kan være problematisk, hvis den korte rente skulle stige.

En anden ulempe ved de variable lån er, at de i modsætning til de fastforrentede lån, ikke har samme hedge mod rentestigninger, i form af kursfald på gælden. Variable lån, kan på samme vis som fastforrentede lån, indfries ved køb af de bagvedliggende obligationer på markedet. Dog er varigheden markant lavere ved de variable lån, grundet den kortere løbetid, og en eventuel rentestigningseffekt på kursen vil ikke være den samme. Samtidigt vil kursen grundet den kortere løbetid, relativt hurtigere gå mod 100, i takt med, at udløbet nærmer sig, og fordelene af et kursfald vil derfor være begrænset. Derfor er en højere rente og øjensynligt lavere huspris ikke lig med en lavere kursværdi af gælden, hvorfor sandsynligheden for teknisk insolvens alt andet lige, er større ved et rentetilpasningslån. Derudover skal det tages i betragtning, at lånene oftest er inkonverterbare, men dog typisk kan indfries til kurs 100 ved rentetilpasningen.

4.1.2.3 Afdragsfrihed

Valg af afdragsfrihed kan i høj grad påvirke kreditrisikoen ved en låntager. Afdragsfrihed kan for mange låntagere give mening. Har man eksempelvis et dyrt banklån eller lignende til den yderste del af finansieringen, giver det for mange økonomisk mening at afdrage på dette lån, frem for at skulle afdrage på det ”billigere” realkreditlån. Ikke desto mindre er der antageligt flere låntagere, der ikke benytter den ekstra likviditet fra afdragsfriheden, til at afdrage på andre lån, og der kan således komme en større kreditrisiko ved låntageren, når afdragene på lånene begynder.

Det primære aspekt ved afdragsfrie realkreditlån består i, at ydelsen på lånene stiger markant, når afdragsfriheden udløber. Mange boligejere kan typisk omlægge til et nyt afdragsfrit lån, og således holde ydelsen nede på samme niveau med et nyt 30 årigt lån med 10 års afdragsfrihed. Der er dog de boligejere, der har en belåningsgrad på over 80%, der ikke blot kan omlægge til et nyt lån med 10 års afdragsfrihed, grundet de faste belåningsgrænser. Disse må enten omlægge til et nyt 30 årigt lån, hvor lånebehovet, der overskrider belåningsgrænsen, må finansieres ved alternative lån til realkredit, såsom et banklån, eller alternativt fastholde lånet, og begynde at afdrage. Det er her de kan komme i problemer med at betale, da ydelsen vil stige markant.

De manglende afdrag gør, at belåningsgraden ikke falder løbende (udover eventuel inflation), medmindre huspriserne stiger. Dette betyder, alt andet lige, at sandsynligheden for at få dækket

realkreditgælden ved en eventuel misligholdelse, vil falde, og man kan således tale om en større kreditrisiko risiko for tab ved misligholdelse i forhold til ikke afdragsfrie lån.

4.1.3 Kreditrisiko overfor særligt udsatte erhverv

Som beskrevet ovenfor, er der flere forhold, der øger eller ændrer realkreditinstitutternes kreditrisiko på låntagere. Samtidig er der flere risici, der knytter sig til specifikke erhverv, da disses eksponering, er anderledes end de typiske for eksempelvis boligejere.

4.1.3.1 Landbruget

Realkreditsektoren har gennem mange år ydet lån til landbruget, og med sine 11% af de samlede udlån (Finanstilsynet, 2015), er landbruget en markant låntager for realkreditsektoren. Landbruget er som nævnt ikke lig den typiske låner i realkredittektoren, da eksponeringen i høj grad differerer fra de typiske eksponeringer, man oplever i branchen. Mens resten af udlånene i høj grad er eksponeret mod ændringer i makroforhold, såsom udvikling i økonomien og renten, ser man en noget anderledes eksponering i landbruget.

Alt efter hvilket landbrug, der er udlånt til, vil kreditrisikoen som nævnt i høj grad afhænge af flere eksterne faktorer, end de typiske makrofaktorer, som branchens låntagere i almindelighed er eksponeret mod. Det unikke ved landbruget er netop at, alt efter om det er et svinebrug, kvægbrug eller planteavl, så afhænger låntagerens økonomi i høj grad af eksempelvis udviklingen i prisen på mælk, bacon eller vejrforholdene i Danmark, hvorfor et fald i mælkepriserne, som man har set i 2014, betyder en stigende kreditrisiko for realkreditinstitutterne.

En af de større problematikker ved udlån til landbruget, består i, at sektoren i høj grad er korreleret. Dette vil sige, at når f.eks. svinepriserne falder, falder indtjeningen for alle svinebrug. Således vil der være større risiko for at flere kommer i økonomiske problemer samtidigt, og sandsynligheden for markante korrelerede tab øges.

Et andet væsentligt aspekt ved landbrugssektoren, er de seneste års historie, hvor branchen har været presset på indtjeningen, og ikke har formået at skabe en tilstrækkelig egenkapitalforretning. Samtidig har tendensen i markedet været at investere kraftigt i udvidelser af landbrugene, hvor penge- og realkreditinstitutterne på autopilot finansierede udvidelserne, til trods for, at empirien modbeviste positive effekter ved stordrift i landbruget (Jakobsen M. , 2011). Samtidig betød kravet om ejerskab af jorden i forbindelse med husdyrproduktion, at man i forbindelse med udvidelser, var afhængig af at eje jorden, hvorfor priserne på landbrugsjorden steg markant. Årene forinden var

man typisk overgået til, at ejendommene i regnskaberne blev indregnet til en dagsværdi, i stedet for den offentlige vurdering, hvorfor egenkapitalen i mange landbrug steg mærkbart, som følge af de stigende priser på landbrugsjord. Denne kunne bruges som sikkerhed for nye udvidelser, hvor landbrugene, på trods af en tvivlsom rentabilitet, uden problemer kunne skaffe finansiering til udvidelserne (Jakobsen M. , 2011). Således har flere landbrug oparbejdet en relativt stor gældssætning for at finansiere udvidelser af begrænset rentabilitet, investeringen taget i betragtning.

4.2 Håndtering af kreditrisiko

4.2.1 Kreditvurderingen

Den primære håndtering af realkreditinstitutternes kreditrisiko består af den indledende kreditvurdering, der foretages inden en ejendomskøber godkendes til et realkreditlån. Formålet med kreditvurderingen er naturligvis at vurdere, om låntager er i stand til at servicere en given gæld, samt at vurdere, hvor meget en låntager kan låne i forhold til hvad vedkommende tjener. Typisk vil en kreditvurdering ligeledes have til formål at vurdere risiko ved låntager, i forhold til at fastsætte renter på lånet, hvilket dog ikke er nødvendigt med realkreditens markedsbestemte renter.

Langt de fleste realkreditlån bliver i dag indgået med banken som mellemmand mellem realkreditselskabet og låntageren. I praksis sker dette ved at låntageren kontakter sin faste bankforbindelse for at høre til muligheden for at optage et boliglån. Når sagen og økonomien er drøftet, sender bankrådgiveren en forespørgsel på lånetilbud til bankens faste realkreditpartner. Derfor er det ofte, at det er dét realkreditselskab som har en fast samarbejdsaftale hos låntagerens faste bankforbindelse, der ender med at yde lånet.

Traditionelt set blev kreditforeningernes kreditvurdering alene baseret på pantets værdi. I dag er der ligeledes et stort fokus på låntagers økonomiske formåen. Realkreditinstitutionerne sikrer således deres udlån gennem vurdering af både låntagerenes økonomiske forhold såvel som vurdering af den pågældende ejendom (Realkreditrådet, 2009).

I forhold til valg af låntype og afdragsprofil, har dette som udgangspunkt ikke indflydelse på kreditvurderingen. Jævnfør Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheders § 20, kan finansielle virksomheder ikke tilbyde lån med pant i fast ejendom med variabel rente, hvis ikke instituttet mener, at låntager kan godkendes til et lån med fast rente uden afdragsfrihed. Således har låntypen ikke betydning for, hvor stort et lån, man kan godkendes til.

4.2.2 Lånegrænser

Den næst væsentligste begrænsning af kreditrisikoen består i de lånegrænser, der lovgivningsmæssigt begrænser, hvor meget af værdien i en ejendom, man kan belåne. Som nævnt, betyder en lavere belåning alt andet lige, at kreditrisikoen falder, da sandsynligheden for at pantet kan dække gælden, vil være større. Således skal en privatbolig falde næsten 20% i værdi, før pantet ikke kan dække den gæld, der oprindeligt blev taget i ejendommen. Såfremt der har været afdraget på gælden, skal værdien naturligvis falde yderligere, før et eventuelt tab opstår.

Lånegrænserne afspejler alt andet lige den risiko, som man vurderer der er forbundet med pantet. Således kan fritidshue kun belånes med 60%, mens ubebyggede grund kan belånes med 40%, da sandsynligheden for, at værdien af pantet vil ændres, alt andet lige er det større. Dette er med til at begrænse kreditrisikoen, da man imødekommer den større risiko ved pantet, ved at begrænse belåningen, og dermed sikrer en større stødpude til at tage tab, før pantet ikke dækker gælden.

I forbindelse med långrænserne er SDO-lovgivningen med til at skabe incitament for realkreditinstitutterne til at overholde långrænserne, så de ikke behøver stille supplerende sikkerhed. Før lovgivningen blev indført, var det for så vidt ikke det samme problem, hvis lånegrænserne ikke blev overholdt, men med SDO-lovgivningen, rammes realkreditinstitutterne af kravet om den supplerende sikkerhed. Et tiltag, der samtidigt er med til at begrænse kreditrisikoen, idet incitamentet for, at realkreditinstitutterne udsteder lån med lavere lånegrænser øges.

4.2.3 Bidragssatser

Bidragssatsen er blandt andet til for at sikre, at realkreditinstitutterne betales for den kreditrisiko de påtager sig, og dermed sikre, at realkreditinstitutterne har den nødvendige kapital til at kunne tage eventuelle tab. Bidragssatserne er altså med til at begrænse effekten af kreditrisikoen, da de sikrer, at realkreditinstitutterne kan tage relativt store tab, uden at det påvirker sikkerheden ved de udstedte obligationer.

Som nævnt tidligere, afspejler bidragssatsen risiko på lånet. Desto højere belåning, desto større kreditrisiko for realkreditinstituttet, samt større risiko for at skulle stille supplerende sikkerhed, såfremt belåningen overstiger den lovmæssige maksimale belåningsgrad, og dermed en højere bidragssats, som betaling for at realkreditinstituttet påtager sig disse risici. Det samme er gældende ved valget af låntypen, hvor et rentetilpasningslån har en højere bidragssats end fastforrentede lån, og et afdragsfrit lån en højere bidragssats end et lån, der afdrages på.

De højere bidragssatser på de mere risikable lån er naturligvis med til at fjerne en del af incitamentet ved at vælge disse, frem for et af de mere sikre lån, da den økonomiske gevinst ved de

risikable er relativt mindre, og således kan bidragssatsen være med til at flytte låntagere fra de mere risikable til sikre lån.

4.2.4 Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter

Som beskrevet i afsnittet om indretningen af det danske realkreditsystem, har man fra Finanstilsynets side indført en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, der skal begrænse institutternes risikotagning, ved at man opstiller en række pejlemærker, som realkreditinstitutterne skal holde sig indenfor. Således har man begrænset institutternes udlånsvækst i enkelte segmenter, låntagers renterisiko og afdragsfrihed, lån med kort funding samt realkreditinstituttets store eksponeringer – alle tiltag der begrænser realkreditinstituttets kreditrisiko.

4.3 Analyse af kreditrisiko

4.3.1 Kreditrisiko efter låntype

Da der i afsnittet om renterisiko er analyseret og beregnet på konsekvenser af rentestigninger for låntagere, vil dette ikke blive berørt i dette afsnit, og afsnittet vil blive en mere generel analyse af kreditrisikoen ved de forskellige låntyper.

Kreditrisikoen er som udgangspunkt størst ved rentetilpasningslån samt variabelt forrentede lån, idet disse er baseret på kortere, variable renter, og låntager således ikke kender sin faste ydelse gennem hele løbetiden. Kreditrisikoen kommer her i form af en renterisiko hos låntager, der udgør en likviditetsrisiko. Risikoen består i, at renten stiger til et niveau, hvor låntager ikke kan servicere gælden, og misligholder lånet, samt at pantet efterfølgende ikke kan dække restgælden, ved en tvangsauktion.

Den højere standardafvigelse på renten på det variabelt forrentede lån, betyder således, at under uændrede forudsætninger, i forhold til da lånet blev indgået, er kreditrisikoen højere ved disse lån end ved de fastforrentede.

Værd at bemærke er dog, at dette er under uændrede forhold. Ser man på tilfældene, hvor låntagers privatøkonomiske forhold ændrer sig, kan kreditrisikoen være lavere ved de variable lån, idet ydelsen typisk vil være lavere end ved fastforrentede lån, og låntager dermed har større chance for at kunne betale sin ydelse.

Ser man eksempelvis i perioden omkring slutningen af finanskrisen, i 2010 hvor effekten af de kvantitative lempelser var begyndt at slå til, var renten på F1-lånet under 2%. Tilsvarende kom den

faste rente først under 5% i løbet af 2010, og der var således en del at spare på at vælge den korte rente frem for den lange.

Det kan diskuteres, hvor stor kreditrisikoen er på et lån, der ligger inden for lånegrænsen, men alt andet lige, vil risikoen for en misligholdelse på kortere sigt falde, i en periode med faldende renter.

4.3.2 Kreditrisiko ved afdragsfrihed

Risikoen ved de afdragsfrie lån består som tidligere nævnt i, at ydelsen stiger markant ved udløb af afdragsfriheden, og at låntagerne har gearret deres økonomi efter den lave afdragsfrie realkreditydelse. Mange kan refinansiere og optage et nyt 30-årigt lån med 10 års afdragsfrihed, men når belåningen af ejendommen er over 80%, kan hele gælden ikke refinansieres med realkredit, og må således finansieres med anden gæld, eller alternativt må lånet fastholdes, og afdragene påbegyndes.

Tager man udgangspunkt i sidstnævnte mulighed, hvor lånet bibeholdes og afdragene påbegynder, kan man se, at det er en ikke uvæsentlig stigning i ydelsen, der skal til for at afdrage lånet over 20 år. I nedenstående tabel er beregnet hvorledes den månedlige ydelse ændrer sig efter udløb af afdragsfrihed. Der tages udgangspunkt i et F3-lån med pålydende rente på 1,62%.

Restgæld i mio.	1
Månedlig ydelse med afdragsfrihed	1.350,00 kr
Månedlig ydelse efter udløb af afdragsfrihed	4.768,12 kr
Ydelsesstigning i %	253%

Figur 2 – Egen tilvirkning

Ved en hurtig beregning, ses det, at ydelsen ved udløb af afdragsfrihed ved et lån på 1 mio. kr. stiger med 3.418,12 kr. svarende til en stigning på 253%. Det vil naturligvis for nogle låntager være muligt at servicere den nu højere ydelse, men for de låntagere, der ikke har det samme økonomiske råderum, må det betegnes som tvivlsomt, hvorvidt man kan servicere den markante stigning i ydelsen.

Ser man på scenariet, hvor en låntager grundet prisfald på ejendommen ikke kan refinansiere hele lånet, og ikke har økonomien til at afdrage på hele realkreditlånet, er der som nævnt muligheden for at refinansiere den del af lånet, der ligger under belåningsgrænsen, med et nyt afdragsfrit lån, mens den resterende del kan refinansieres ved et boliglån, der typisk vil skulle afdrages over 10 år (Dengsøe, Sådan håndteres udløb af afdragsfrihed, 2013). I nedenstående tabel er der beregnet,

Aktuelle risici i dansk realkredit

hvorledes ydelsen vil ændre sig i tilfælde af, at den yderste del af lånet skal refinansieres med et boliglån. Der tages som før udgangspunkt i et F3-lån med en rente på 1,62%, mens der for banklånet tages udgangspunkt i en rente på 7%.

Restgæld i mio.	1	Ydelsesstigning i %
Ydelse med afdragsfrihed	1.350,00 kr	
Ydelse med bankfinansiering af 5%	1.875,74 kr	39%
Ydelse med bankfinansiering af 10%	2.401,48 kr	78%
Ydelse med bankfinansiering af 15%	2.927,22 kr	117%
Ydelse med bankfinansiering af 20%	3.452,96 kr	156%

Figur 3 – Egen tilvirkning

Ser man på tabellen, er det evident, at det er væsentlige ydelsesstigninger, man kan opleve, såfremt en større del af restgælden skal finansieres med banklån. Ydelsen stiger henholdsvis 39%, 78%, 117% og 156%, alt efter om 5%, 10%, 15% eller 20% af gælden skal finansieres med boliglån, hvorfor der ligeledes i dette scenarie er tale om markante stigninger i ydelsen, og flere låntagere øjensynligt vil få problemer med at servicere ydelsen.

Likviditetsrisikoen ved udløbet af afdragsfriheden er naturligvis med til at øge risikoen for, at låntager ikke kan service sin gæld, og i sidste ende misligholder. Samtidig er der i disse tilfælde tale om højt belånte ejendomme, hvorfor det forventede tab i tilfælde af misligholdelse vil stige, da der alt andet lige vil være en lavere sandsynlighed for, at pantet dækker restgælden.

Det estimeres, at 26.000 boligejeres afdragsfrihed udløber i 2015 (Klejsgaard Hansen & Dalgaard, 2015), og ser man på udviklingen, der var i optagelsen i de afdragsfri lån for 10 år siden, kan der forventes endnu flere udløb af afdragsfrihed de kommende år. I perioden ultimo 2004 til ultimo 2008 gik de afdragsfrie lån fra at udgøre 19% til 49% af de samlede udlån, og man havde således i årene, afdragsfrie udlån svarende til 100-130% af nettoudlånet (Realkreditrådet, 2015). Naturligvis er en stor del af disse lån blevet omlagt, men ikke desto tyder det på en markant stigning i udløb af afdragsfrie lån inden for de kommende år.

Samtidig er det værd at bemærke, at en stor del af disse lån blev optaget i en periode med et overophedet boligmarked, og flere steder i landet ligger huspriserne, på trods af de seneste års opsving, stadig et stykke under toppen i 2006 og 2007¹. Dette betyder i flere tilfælde belåningsgrader over 80%, og i de værste tilfælde teknisk insolvens. En høj belåning, eller endda

¹ Jævnfør Danmarks Statistik, ligger priserne for enfamiliehuse i 2015K1 i prisindeks 87,7 i Region København, 80,2 i Region Sjælland, 97,4 i Syddanmark, 99,6 i Midtjylland og 104,3 i Nordjylland, ud fra et prisindeks 100 i år 2006. Lejlighedspriserne ligger generelt tæt på 2006-priserne, med undtagelse af Region Nordjylland i indeks 116,7 og Region Sjælland i indeks 82,5.

teknisk insolvens, udgør i sig selv ikke et problem for den enkelte låntager, men når udløb af afdragsfrihed kan tvinge boligejere til at refinansiere, bliver det pludselig et problem, idet likviditeten ligeledes bliver presset, som følge af den stærkt stigende ydelse, og det er her, at tvangssalg og tvangsauktioner kan forekomme. Realkredit Danmark estimerer, at andelen af boligejere med udløb af afdragsfrihed med en belåningsgrad på over 80%, på landsbasis er 45% (Klejsgaard Hansen & Dalgaard, 2015), og med 220.000 boligejere med udløb af afdragsfrihed over de næste 5 år, må dette vurderes at udgøre en markant kreditrisiko for realkreditinstitutterne. Såfremt man skulle se en markant ændring i antallet af tvangsauktioner de kommende år, og dette ændrede perceptionen af den risiko, der er i dansk realkredit, vil dette have en sneboldseffekt, hvor de næste låntagere med udløb af afdragsfrihed, vil blive ramt af stigende renter, og en yderligere stigende ydelse ved refinansiering af deres lån.

4.3.3 Landbruget

Landbruget står for en ikke uvæsentlig del af realkreditinstitutternes samlede udlån, hvorfor de naturligvis også udgør en væsentlig del af den kreditrisiko, som realkreditsektoren er eksponeret imod. Landbruget har ret store udfordringer, hvor en faldende pris på svin, faldende mælkepriser og bortfaldet af mælkekvoter, har sat indtjeningen under pres hos størstedelen af landmændene. I en større analyse beskriver Seges (tidligere Videnscenter for Landbrug) hvorledes kun 14% af mælkelandmændene med de nuværende priser har et likviditetsoverskud, mens kun 18-19% af svinelandmændene vurderes at skabe likviditetsoverskud. Kreditvurderingsvirksomheden Bisnode giver sågar en ud af seks landmænd junkstatus, der altså indikerer, at der ikke bør ydes kredit til disse (Bang & Høie, 2015).

Ovenstående indikerer, at en signifikant andel af landmændene er i store problemer, og krisen i dansk landbrug kan udgøre en stor risiko for den danske realkredit.

4.3.3.1 Fordeling af udlån til landbrug

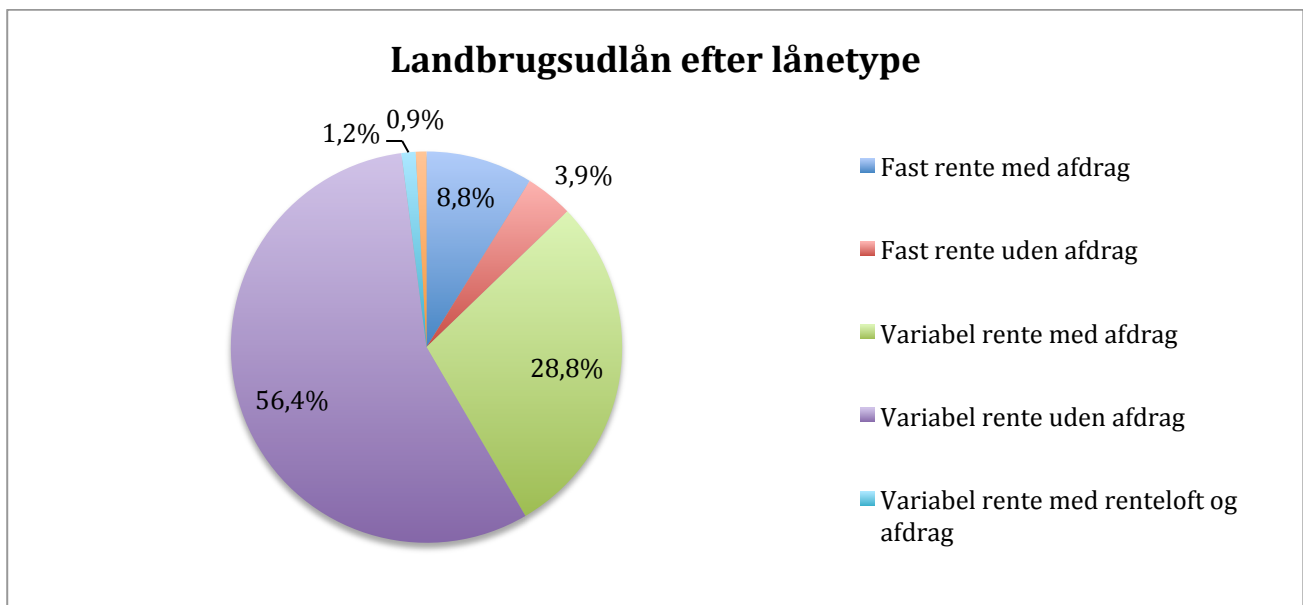
De største realkreditlån til dansk landbrug, er at finde hos Nykredit Realkredit, DLR Kredit, Realkredit Danmark samt Nordea Realkredit, der har udlån for cirka 98 mia. kr., 84,5 mia. kr., 48 mia. kr. og 47,5 mia. kr. Der er tale om markante eksponeringer, og skulle krisen i landbruget fortsætte, er der en kreditrisiko forbundet hermed, der vil kunne lede til store tab for institutterne. For flere af institutterne udgør landbruget en mindre del af institutternes samlede udlån på balancen (hos Nykredit, Realkredit Danmark og Nordea udgør landbruget mellem 7-12,5% af de samlede udlån), hvorfor risikoen for institutterne er relativt mindre betydende, trods den store eksponering.

Undtagelsen her, er dog DLR Kredit, hvor landbruget udgør 64 % af instituttets samlede udlån, hvorfor lånene til dansk landbrug udgør en markant større risiko for DLR, da koncentrationen af landbrugs lån er så høj.

4.3.3 DLR Kredit

Som nævnt har DLR Kredit realkreditsektorens næststørste eksponering mod landbrugssektoren, og i modsætning til de andre realkreditinstitutter, udgør udlånene en stor andel af instituttets samlede udlån, hvilket vil sige, at korrelationsrisikoen ved landbrugs lånene her har en mærkbart større effekt, end hos de øvrige realkreditinstitutter. De aktuelt svære vilkår i landbruget taget i betragtning, er det interessant at se på de landbrugsudlån, som DLR Kredit har, samt værdien af det bagvedliggende pant, der kan gå hen og blive væsentligt, såfremt flere landbrug misligholder, som følge af den nuværende krise i landbruget.

Ser man på fordelingen af udlån til landbruget, er der en markant andel af lånerne, der benytter sig af variable lån uden renteloft.



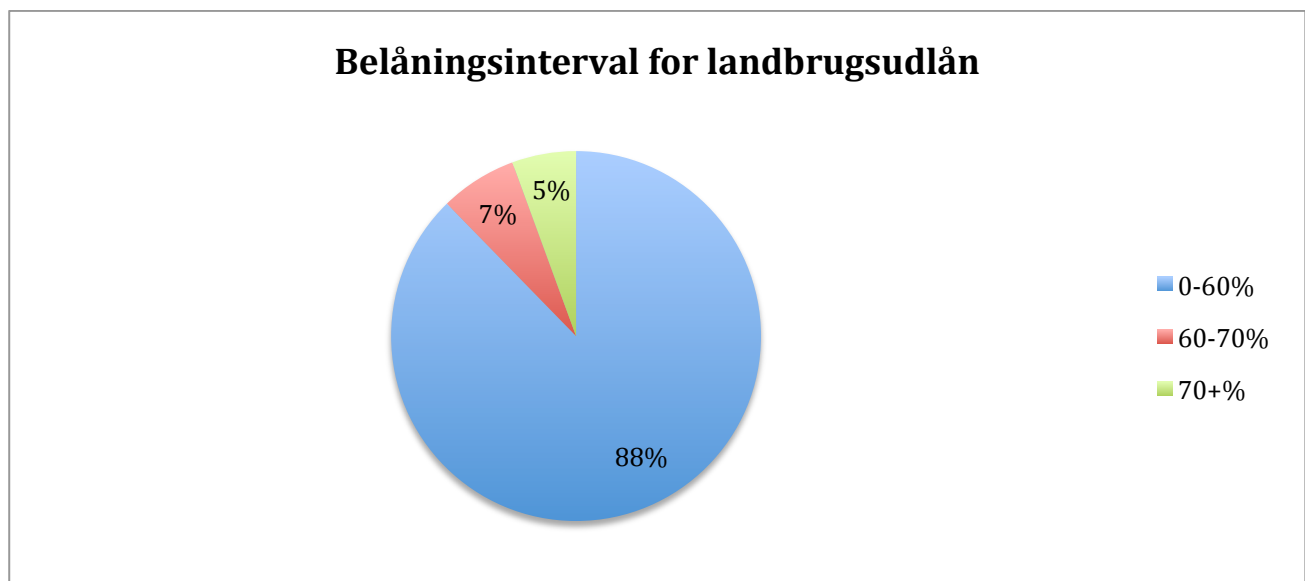
Figur 4 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNRUDDKI, 2015)²

85,2% af landbrugsudlånene udgøres af variable lån, hvoraf 56,4% af disse er uden afdrag, mens kun 12,8% af de samlede udlån er med fast rente. Sammenligner man med eksempelvis udlån til

² Egen tilvirkning. Der skelnes i data ikke mellem variable obligationslån samt rentetilpasningslån, og løbetiden på disse.

Aktuelle risici i dansk realkredit

ejerboliger og fritidshuse, udgør fastforrentede lån 37%, mens 36% af lånene er variabelt forrentede uden afdrag, hvilket vil sige, at der er en relativt stor tilbøjelighed til at vælge disse lån i landbruget. Det interessante ved ovenstående er naturligvis den store andel af variable lån uden renteloft, og specielt den andel uden afdrag, som mange landbrug har belånt deres ejendomme med. På trods af de historisk lave renter, som der er i øjeblikket, vurderes, som tidligere nævnt, kun 14% af mælkelandbrugene og 18-19% af svinelandbrugene at skabe et likviditetsoverskud, hvilket må siges at være et relativt lavt antal, specielt de lave renter og den store andel af afdragsfrie taget i betragtning. Dette gør, den i forvejen likviditetspressede branche, endnu mere følsom over for den renterisiko, der knytter sig til den variable rente, og det må formodes, at en rentestigning vil flytte flere landbrug ud i et likviditetsunderskud. Værre ser det ud for de landbrug, hvor afdragsfriheden udløber og landbrugene enten må genfinansiere lånene eller afdrage over 20 år. Såfremt værdien af ejendommene er faldet, vil man ikke kunne genfinansiere hele gælden, hvilket må formodes at betyde en markant stigning i ydelsen på gælden, og vil utvivlsomt tvinge flere af de kriseramte landbrug i restance, og i værste fald på tvangsauktion.



Figur 5 – Kilde: (DLR Kredit, 2015)

Ser man på belåningen af landbrugsejendomme i DLR Kredit, ligger 87,7% under de 60%, der i princippet er belåningsgrænsen på landbrug ved SDO-lån (Det er dog muligt at belåne op til 70%, såfremt der stilles supplerende sikkerhed for belåningen fra 60-70%).

6,7% af udlånene er belånt i intervallet 60-70%, mens 5,6% er belånt med over 70% (DLR Kredit, 2015).

På trods af, at en stor del af lånene ligger under belåningsgrænsen, er der som udgangspunkt ingen garanti for, at der er tale om gode lånere med råderum i økonomien. Som tidligere nævnt, er dansk landbrug højt forgældet, og på trods af, at belåningen af ejendommen ikke nødvendigvis er højt belånt med realkreditgæld, kan der sagtens være en høj belåning af bankgæld, der tynger låntageren, hvilket også kan blive en stor ulempe for realkreditinstituttet. I tilfælde af, at låntager misligholder ét lån, har låntageren ofte en tendens til ligeledes at stoppe betalingen til øvrige lån (Østrup, 2011), hvilket betyder, at skulle en låntager misligholde sit banklån, er der en relativt større sandsynlighed for, at vedkommende ligeledes misligholder sit realkreditlån.

Det interessante ved ovenstående lånegrænser, er naturligvis at se på, i hvilken grad pantet dækker restgælden, i tilfælde af, at låntager misligholder, og at ejendommen ryger på tvangsauktion. Antager man, at belåningen af en ejendom ligger omkring de 70%, skal prisen falde 30%, før en eventuel manko opstår. Ikke desto mindre, må man antage, at der er risici for, at en landbrugsejendom ikke nødvendigvis sælges til den pris, der blev opgjort ved slutbalancen 2014, hvor lånegrænserne blev beregnet. For det første er en tvangsauktion ikke er den optimale måde at sælge en ejendom. Realkreditinstitutterne har oftest en interesse i ikke at have ejendommene på balancen for længe, og et fremskyndet salg på en tvangsauktion har ikke en positiv påvirkning på prisen³. Samtidig må det antages, at der ikke er den samme omsættelighed for landbrugsejendomme på tvangsauktion, som man typisk ser ved salg af boliger på tvangsauktion. Der må for det andet antages at være et meget begrænset antal ikke-landmænd, der kunne finde på at købe et landbrug som investeringsobjekt, idet det typisk er en mere kapitalkrævende investering, og reelt ikke er sammenligneligt med en typisk ejendomsinvestering. Samtidig må det formodes, med den forfatning det danske landbrug er i, at der er en begrænset overskudslikviditet i markedet til at investere i nye landbrug. Landbrugene er ofte højt belånte, både til ejendom og drift, og det kan være svært at finde det fornødne overskud i driften til at udvide.

Slutteligt må det formodes, at den faldende indtjening i landbrugene er med til at presse prisen på landbrugsjorden ned. Set ud fra den traditionelle afkastmodel må man alt andet lige formode, at de dystre udsigter for landbruget må lede til nogle lavere ejendomsværdiansættelser.

³ Realkreditforeningen har i 2014 udarbejdet en opgørelse af ejendomme på tvangsauktioner, der viser, at de i gennemsnit sælges 50% under ejendomme i fri handel. Det bør dog bemærkes, at der i opgørelsen ikke tages højde for boligareal, stand og beliggenhed, hvorfor en væsentlig del af forskellen kunne udgøres af en forskel i stand og beliggenhed. Ikke desto mindre er det en markant prisforskel, der kunne tyde på, at prisen på tvangsauktioner er lavere end i frit salg. (Halv pris på tvangsauktion, 2014)

Med ovenstående er ikke sagt, at alle landbrugsejendomme, der sælges på tvangsauktion, bliver solgt til 50% af den opgjorte værdi af pantet. Ikke desto mindre er der risiko for, at hele gælden ikke dækkes af pantet, og det udgør en risiko, såfremt mange landbrug skulle misligholde samtidigt.

4.3.4 Bankernes rolle

Et interessant aspekt i udlånene til dansk landbrug er den rolle, som bankerne har i flere af realkreditinstitutternes udlån. Som tidligere nævnt, har mange landbrug både store bank- og realkreditlån, hvilket betyder, at de naturligvis begge har en økonomisk interesse i landbruget. Forskellen på udlånene er dog, at realkreditinstituttet har pant i fast ejendom, mens bankerne typisk har pant i driftsinventar og anden prioritet i ejendomme⁴. Dette betyder, at sikkerheden for bankerne oftest vil være markant ringere end for realkreditinstitutterne, og at bankerne dermed har en større interesse i at holde hånden under landbrugene, i håb om at tilstandene forbedres, og bankerne således kan minimere tab på udlånene.

Således har man i flere lånesager en situation, hvor banker giver øget kredit og gældseftergivelse til landbrug, der ellers kunne formodes at have problemer med at fortsætte driften (Nyholm, Sixhøj, Højgaard Sørensen, & Bojsen Ruskov, 2015). Dette er for så vidt ikke en ulempe for realkreditinstituttet, da det betyder, at landbruget i længere tid kan servicere sin gæld, og dermed betale bidrag til realkreditinstituttet, der dermed fortsætter med at tjene penge på landbruget. Spørgsmålet er naturligvis blot, hvad der sker, hvis landbruget ikke vender den negative udvikling, og har forgældet sig yderligere. Det må antages at være tvivlsomt, hvorvidt banken vil blive ved med at poste penge i, såfremt der ikke er tegn på bedring, og en konkursbegæring er pludselig uundgåelig. Sker dette i flere tilfælde, kan der oparbejdes en ketchupeffekt, hvor flere uundgåelige tvangsauktioner udskydes, til bankerne en dag stopper med at holde hånden under landbrugene, og realkreditinstitutterne rammes dermed af flere tvangsauktioner på en gang – noget der ikke gør det lettere at få pantet til at dække gælden, da priserne antageligt vil falde med det stigende udbud, til en begrænset gruppe aftagere.

4.3.5 Hvor stor er risikoen?

Ser man på DLR Kredits nuværende solvensforhold, har instituttet et kapitalgrundlag på 12,52 mia. kr. svarende til en solvens på 12,3%. Instituttets individuelle solvensbehov er opgjort til 8%, hvilket

⁴ Det bør dog i denne sammenhæng bemærkes at driftsmateriel, inventar, besætning, gødning og afgrøder som udgangspunkt også er omfattet af pantet tinglyst i landejendommen jf. Tinglysningslovens §37. Derved kan ejendoms pantet i princippet overstige ejendommens isolerede værdi, hvilket stiller realkreditinstitutterne bedre ved evt. konkurs.

vil sige, at instituttet har en solvensoverdækning på 4,3 procentpoint eller 4,35 mia. kr. (DLR Kredit, 2015) Dette lyder umiddelbart solidt, og set i perspektivet af instituttets landbrugsudlån, svarer det til, at instituttet skulle lide tab på 5,2% af de samlede udlån, hvilket kan virke som et urealistisk scenarie, taget i betragtning at instituttet i hele 2014 netto nedskrev for 190,6 mio. Samtidig skal det bemærkes, at realkreditinstitutterne er forpligtet til løbende at nedskrive på ejendomme, hvor man forventer tab, hvorfor en del af de potentielle tab på landbrugsudlånene, allerede bør være nedskrevet.

Ikke desto mindre kan det være interessant at holde øje med den kommende tids udvikling i landbruget, da en fortsat negativ udvikling kan lede til et stigende antal tvangsauktioner og øget kreditrisiko, der kan lede til større tab for instituttet. Samtidig må man antage, at indtjeningen i instituttet vil være mærkbart ramt af flere misligholdelser på landbruget, da det alt andet lige, er den sektor, der bidrager med størst indtægter fra bidragene på lånene.

Derudover vil faldende priser på landbrugsjord sætte instituttet under pres for at finde ekstra supplerende sikkerhedsstillelse, i de tilfælde, hvor den maksimale lånegrænse overskrides, idet 86,7% af instituttets udestående obligationer er med SDO-status. Det må derfor antages, at et større prisfald på landbrugsjord vil kræve en ikke ubetydelig supplerende sikkerhedsstillelse fra DLR Kredit - noget der vil presse indtjeningen yderligere, og udsætte instituttet for en likviditetsrisiko, hvis et stort behov for kort finansiering pludselig opstår.

Som tidligere beskrevet er en stor del af lånene i landbruget rentetilpasningslån, og med en stor andel af afdragsfrihed. Den nuværende likviditetssituation taget i betragtning, er det ligeledes interessant at se på, hvorledes landbruget vil håndtere stigende renter, eller endnu værre, udløb af afdragsfrihed, der vil kunne presse likviditeten yderligere. Specielt udløb af afdragsfrihed kan blive et problem for de mange landbrug, der er faldet i værdi, og således kan være begrænset fra at omlægge lånene, og dermed være tvunget til at afdrage. Dette betyder markante stigninger i ydelsen, og det må betegnes som tvivlsomt, hvorvidt alle de kriseramte landbrug vil være i stand til at servicere en så markant stigning i ydelsen.

4.4 Analyse af håndteringen af kreditrisiko

4.4.1 Kreditvurderingen

Kreditvurderingen er det primære redskab til at håndtere realkreditinstitutternes kreditrisiko, idet denne skal identificere ikke-kreditværdige kunder, og samtidig skal kunne vurdere, hvor meget gæld, de kreditværdige kunder kan bære. Netop derfor, er det alfa og omega, at man i

realkreditsektoren har et velfungerende system til kreditvurdering. Tidligere har man set det modsatte, hvor der var en form for ”cruise control” i långivningen, hvor lån mere eller mindre automatisk blev ydet (Jakobsen M. , 2011), og hvor mange udnyttede den lave rente til at optage større boliglån. Blandt andet derfor, er der som nævnt lovgivning der begrænser realkreditinstitutterne i at yde større lån på baggrund af, at låntager finansierer sig med en kort lav rente og afdragsfrihed.

Valget af låntype er naturligvis interessant i kreditvurderingen, da det må vurderes, at låntageren bør have noget råderum i økonomien, således at vedkommende kan klare ændringer i markedsrenten, og dermed ændringer i ydelsen på lånet. Derfor yder realkreditinstitutterne som nævnt ikke større lån på baggrund af valget af låntype. Blandt andet skriver Realkredit Danmark i deres årsrapport, at ” *Ved kreditvurdering forudsættes kundens tilbagebetalingsevne at opfylde krav til servicering af et fastforrentet lån med afdrag, selv om der ydes FlexLån® og uafhængigt af om kunden betaler afdrag*” (Realkredit Danmark, 2015). Dette giver naturligvis mening, i den forstand, at grunden til at de kortere lån er ”billigere”, er at låntager påtager sig en risiko i form af, at renten kan stige imellem refinansieringen. Ser man på afdragsfriheden, er der naturligvis også et rationale i, at man ikke giver større lån på baggrund af dette, da afdragene jo skal betales på et tidspunkt, og man i så fald baserer lånet på, at låntager har et mærkbart større råderum i økonomien, når afdragsfriheden udløber.

Det interessante ved kreditvurderingen er imidlertid, at man ikke skelner mellem variable og fastforrentede lån, men at man som udgangspunkt kan låne det samme, uagtet hvilken låntype man har. Ser man på de to komponenter, der udgør kreditrisikoen, sandsynligheden for en konkurs (PD), samt tabet givet en konkurs (LGD), må man alt andet lige antage, at der er en højere PD ved en låntager, der vælger et variabelt forrentet lån. Mens et fastforrentet lån alene er eksponeret overfor mere menneskelige faktorer, såsom afskedigelse, skilsmisser, etc. er det variable lån også eksponeret over for fluktuationer i markedsrenten. Således er der en større standardafvigelse på ydelsen på et variabelt forrentet lån, og sandsynligheden for, at låntager ikke kan betale ydelsen, er dermed også større. Dette vil sige, at PD ved et variabelt lån er højere end ved et fastforrentet lån, og kreditrisikoen dermed også, som udgangspunkt, større ved et variabelt forrentet lån, end ved et fastforrentet lån. På baggrund af dette, kunne man fra institutternes side overveje, om det ville give mening at adressere denne højere PD, ved at kræve, at låntagere der ønsker variabelt forrentede lån, skal have et større økonomisk råderum, end låntagere der ønsker fastforrentede lån.

4.4.2 Principal-agent problematikken

Ser man på processen, hvor låntager som oftest, skal igennem kreditvurderingen hos et pengeinstitut, inden låntager videresendes til realkreditinstituttet, kan der opstå en markant principal-agent problematik, hvor der ikke altid er overensstemmelse mellem interesserne hos principalen (realkreditinstituttet) og agenten (banken).

For det første opstår der i flere tilfælde asymmetrisk information, idet det er banken der står for den initiale kontakt med kunden. I de fleste tilfælde, er låntageren sandsynligvis kunde i banken i forvejen, hvilket betyder, at banken i forvejen kan have indgående kendskab til kundens privatøkonomi. Dette betyder, at banken får information, der kan have negativ betydning, men som ikke nødvendigvis kan kvantificeres og medtages i kreditvurderingsmodellen, hvorfor det er noget der skal korrigeres for uden for modellen. Oplyser banken ikke om denne information, opstår der asymmetrisk information, hvor realkreditinstituttet kan komme til at handle ud fra et forkert grundlag, og yde lån til ikke-kreditværdige kunder.

Samtidig er det interessant at se på den incitamentsstruktur, der er opbygget, hvor bankerne får provision for at henvise kunder til realkreditinstitutterne og bankrådgivere i mange tilfælde har en lånekvote, de gerne skal opfylde på månedlig basis. Dette betyder, at mens realkreditinstitutterne er interesserede i at få låntagere af god bonitet, er bankerne og bankrådgivere interesserede i en højere volumen.

Et af argumenterne for, at Danmarks realkreditmodel er så velfungerende er, at realkreditinstitutterne får lånene på egen balance, og dermed har incitament til at foretage en ordentlig kreditvurdering og sikre sig, at de dårlige låntagere ikke får bevilget lån. Spørgsmålet er dog, hvor stor en fordel det er, når det er bankerne, der henviser låntagerne til realkreditinstituttet og er med til at facilitere en stor del af lånene, ikke får lånene på balancen, og derfor ikke har samme incitament til at holde de dårligere låntagere ude. Disse kan som nævnt endda have incitamenter til at der også bliver ydet lån til dårligere låntagere, i forsøget på at opnå provision eller opfylde den lånekvote, som der ofte er for rådgivere i flere banker. Naturligvis imødekommes denne risiko i flere tilfælde, i og med, at banker og realkreditinstitutter oftest er koncernforbundne, og dermed burde have samme økonomiske incitamenter. Dette forudsætter dog, at en bankrådgiver i eksempelvis Danske Bank betragter Realkredit Danmark som en naturlig del af Danske Bank, uden at skelne mellem de to. Om dette er tilfældet, kan være svært at sige, men det må antages at være tvivlsomt, hvorvidt dette vil fjerne rådgiverens incitament til at yde lån til dårligere låntagere, for at få opfyldt sin lånekvote.

I tilfælde, hvor bank og realkreditinstitut ikke er koncernforbundne, forsøger man at imødekomme principal-agent problematikken ved, at bankerne, mod at modtage en del af bidraget, stiller garanti for den yderste del af lånet, således at en del af kreditrisikoen overgår til banken (Bencke Fremmen, 2015). Således har banken en interesse i, at låntagerne, der optager realkreditlån gennem den, er af god bonitet, og ikke misligholder, da det kan lede til tab for banken.

4.4.3 Kreditcyklussens effekt på kreditvurderingen

Flere argumenterer for at kreditgivningen, på samme måde som konjunkturerne, har en cyklisk tendens, hvor adgangen til kredit er mere eller mindre lempelig, alt efter hvor i cyklussen man befinder sig. Denne cyklus kan enten påvirkes af pengepolitiske tiltag, såsom kvantitative lempelser, eller alternativt af et opsving, der gør, at mange aktiver stiger i værdi, og hæver egenkapitalen, der giver mulighed for en større gearing.

Ser man på kreditcyklussens påvirkning af kreditvurderingen i forhold til realkreditlån, påvirker den for det første i høj grad den likviditetsmæssige belastning, som lånet påfører låntager. I tider med let adgang til kredit, vil renterne typisk være lave, mens tider hvor der er svært at få adgang til kredit, typisk vil have højere renter. Dette påvirker naturligvis kreditvurderingen, da lave renter alt andet lige betyder, at låntagere kan servicere en større gæld, og vice versa med høje renter. Samtidig betyder den lettere adgang til kredit, at huspriserne stiger, hvilket øger sikkerheden af pantet bag realkreditudlånene. Set ud fra et kreditrisikoperspektiv betyder det, at tabet i tilfælde af misligholdelse falder, hvilket er med til at sænke kreditrisikoen for realkreditinstituttet, der i sidste ende øger muligheden for kreditgivning.

Samtidig er der i realkreditmarkedet et interessant perspektiv i forhold til den konkurrence, der er mellem institutterne på markedet. De låneprodukter, der udbydes, er meget homogene hos de forskellige institutter, hvilket vil sige, at man i bund og grund ikke kan konkurrere på låntyper. Såfremt et institut udbyder en ny låntype, følger de andre realkreditinstitutter typisk efter og udbyder et tilsvarende produkt. Renten på mere eller mindre alle lån er bestemt af markedet, hvorfor bidragssatsen er den eneste pris, der kan konkurreres på. Dog synes konkurrencen på bidragssatsen i flere udlånssektorer begrænset, og i sidste ende vil konkurrencen typisk være på, hvor stort et lån, man ønsker at yde låntageren. Dette betyder, at når man er på vej mod toppen af en kreditcyklus, hvor institutterne gerne vil låne penge ud, konkurreres der på størrelsen af hovedstolen, der er steget grundet den større værdi i pantet, hvilket kan lede til, at der gives for mange og for store lån i opgangstider. Den modsatte effekt er naturligvis også gældende, hvor

kreditrisikoen i tider med faldende priser bliver større, og adgangen til kredit bliver mindre, grundet en strammere kreditvurdering og som følge heraf, strammere kreditgivning.

4.4.4 Bidragssatser

Bidragssatsernes primære funktion er at sikre, at realkreditinstitutterne har den nødvendige kapitalbuffer, til at tage de eventuelle tab, der måtte komme på deres udlån. Kravene til kapitalbufferen er defineret i dansk lovgivning, og med indførslen af de øgede krav til SIFI'erne, som alle realkreditinstitutterne er omfattet af, skal realkreditinstitutterne de kommende år styrke deres kapitalgrundlag.

Udviklingen i bidragssatserne har været støt stigende over de seneste år, og bidragene for den samlede sektor udgjorde i 2014 0,76% af de samlede udlån, svarende til 19,9 mia. kr. Tilsvarende havde man nedskrivninger for 0,19% af de samlede udlån, eller 4,7 mia. kr. (Finanstilsynet, 2015), og man havde således en pæn overdækning, til at øge realkreditinstitutternes kapitalbuffere. Både solvensprocenten, kernekapitalprocenten samt den egentlige kernekapitalprocent (ikke-hybrid kernekapital) er også alle steget over de sidste tre år – noget der indikerer, at realkreditinstitutterne er i færd med at øge deres kapitalgrundlag. Alle realkreditinstitutter kan også med deres kapitalgrundlag ultimo 2014, overholde de fuldt indfasede kapitalkrav fra CRR og CRD IV, men skal dog øge kapitalgrundlaget yderligere frem mod 2019, for blandt andet at have tilstrækkelig overdækning til at leve op til kravene fra ratingbureauerne for at opretholde den gode rating af danske realkreditobligationer (Finanstilsynet, 2015).

I forhold til adfærdsreguleringen, bidragene kunne medføre, kan det naturligvis være svært at bestemme, hvilke faktorer, der er grund til eventuelle ændringer i låntagernes adfærd. Ikke desto mindre, har man over de seneste par år set en mindre stigning i låntagernes valg af fastforrentede lån, og de fastforrentede lån udgør nu 32% af det samlede udlån juli 2015. Samtidig kan man se færre der vælger de helt korte rentetilpasningslån og marginalt færre der vælger afdragsfrie lån, der dog stadig udgør 50% af de samlede udlån.

Netop afdragsfriheden kan som beskrevet udgøre en ikke uvæsentlig risiko for realkreditsystemet, i takt med, at afdragsfriheden for flere lån udløber de kommende år, og med den begrænsede nedtrapning af lånet, kan der spekuleres på, hvorvidt man gør tilstrækkeligt for at begrænse låntypen. OECD havde det som en anbefaling i deres Economic Survey af Danmark i 2014, at man for at opretholde den finansielle stabilitet, tilskyndede låntagere med udløb af afdragsfrihed og belåningsgrad over 80% at påbegynde afvikling af lånene (OECD, 2014).

4.4.5 Tilsynsdiamanten

Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutterne blev præsenteret i december 2014 med fem pejlemærker, der skulle begrænse dem fra at tage unødige risici, og derved begrænse kreditrisikoen og samtidig skabe spillerum for realkreditinstitutterne. Grundet, at tilsynsdiamanten er relativt ny, samt at det tager noget tid, før alle kravene indføres, kan det være svært allerede nu at se, om realkreditinstitutterne har taget den til sig, og tilpasset sin udlånsstrategi til de kommende pejlemærker.

Nationalbanken kommenterede i Finansiell Stabilitet 1. halvår 2015 på tilsynsdiamanten, og havde følgende holdning til det nye tiltag fra Finanstilsynet:

”Tilsynsdiamanten er et godt tilsynsværktøj, som vil bidrage til at mindske risici i realkreditsystemet. Nationalbanken vurderer dog, at der fortsat er for store risici for realkreditinstitutterne ved låntageres mulighed for afdragsfrihed ved høje belåningsniveauer.” (Nationalbanken, 2015).

Man kan således diskutere hvorvidt tilsynsdiamanten, gør tilstrækkeligt for at begrænse de afdragsfrie lån, og om begrænsningen af andelen af afdragsfrie lån med en LTV på over 75% på 10% af de samlede udlån er tilstrækkeligt. Som udgangspunkt vil låntagere kun være sikret mod de store ydelsesstigninger, såfremt belåningen holdes under 80%, så der burde ligge et stort incitament for realkreditinstitutterne i at begrænse lån med afdragsfrihed med en høj belåning.

I forhold til diskussionen af afdragsfriheden ligger dog også en afvejning af, at man stadig ønsker at være fleksible for de låntagere, der godt kan styre at have afdragsfrihed på et realkreditlån. Så længe afdragsfriheden tjener det formål, at der afdrages på øvrige lån, og på den måde skabes plads i økonomien til når afdragsfriheden udløber, så er det som nævnt en rigtig fornuftig løsning. Man kan måske endda argumentere for, at mulighederne for afdragsfrihed er for begrænsede for flere låntagere. I de tilfælde, hvor eksempelvis et ældre ægtepar har realkreditgæld med en belåning på 40%, kan det synes ulogisk, at de kan blive nødt til at afdrage og spare op (eller være tvunget til at omlægge lån, hvert 10. år.), i stedet for blot at have løbende afdragsfrihed. Man har eksempelvis i Schweiz et realkreditlån med uendelig afdragsfrihed (Lea, 2010, s. 26), hvilket i høj grad kan give mening, såfremt behovet for opsparing ikke er der. Naturligvis skal der være en begrænsning på belåningen i sådan et tilfælde, men ikke desto mindre, må der være en forventning om, at pantet kan dække 40% eller 50% et godt stykke ude i fremtiden, og så slipper låntagere for unødvendigt at spare op i en periode, hvor de måske ønsker spare ned i stedet.

Et interessant aspekt ved tilsynsdiamanten er det manglende fokus på eksponering mod sektorer. I modsætning til tilsynsdiamanten for pengeinstitutter, der har en begrænsning af et pengeinstituttets eksponering mod ejendomssektoren, har man i tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter udelukkende en begrænsning af udlånsvæksten i sektorerne for at sikre en høj kreditkvalitet og således ikke en begrænsning på størrelsen af udlånet til de enkelte sektorer. Dette skyldes sandsynligvis realkredittanken, hvor man forventer, at pantet vil dække gælden, såfremt en låntager skulle misligholde, og sektoren bliver således ligegyldig.

Det synes at være en smule naivt, udelukkende at fokusere på pantet, og ikke på låntager, idet risikoen for tab jo netop opstår ved låntagers misligholdelse. Derfor kan det virke som en unødigt risiko at tage, at have en eksponering mod eksempelvis landbruget på 64%, som DLR Kredit har, når indtjeningen i branchen er så højt korreleret som den er. Al investeringsteori strider imod at have en så lav grad af diversifikation, som det er tilfældet her.

Som før beskrevet, er tanken med realkreditsystemet, at den enkeltes låntager i et større perspektiv er ligegyldig, og det synes derfor unødvendigt at påtage sig en så stor korrelationsrisiko, som det er tilfældet med DLR Kredits landbrugseksponering, hvor risikoen for, at flere låntagere misligholder samtidigt, er så meget større. Samtidig viser en beregning på prisudviklingen i landbrug, enfamiliehuse, sommerhuse og ejerlejligheder, at standardafvigelsen i prisen på landbrug er mærkbart større i perioden 1992-2013 (Danmarks Statistik, EJEN6, 2015). Denne beregning vil naturligvis være forbundet med noget usikkerhed, men ikke desto mindre tyder det på en større usikkerhed ved landbruget som pant. Dette er naturligvis noget man imødekommer med den relativt lave belåningsgrænse, der er på landbrugslån.

Instituttets historik taget i mente, er det naturligt med et stort udlån til landbruget. Ikke desto mindre, synes landbruget at være en noget unik, og måske mere risikabel långruppe, og derfor kan det være svært at se ræsonnementet bag den store eksponering, som DLR Kredit har, og den manglende håndtering af risikoen.

5. Renterisiko

5.1 Redegørelse

Renterisiko er defineret som risikoen for tab, som følge af enten rentestigning eller rentefald. For at være eksponeret over for renterisiko kræves det, at man har en åben renteposition af den ene eller anden form. Dette kan både være en spekulativ position i form af et finansielt instrument, eller noget så simpelt som et realkreditlån.

Realkreditlån findes imidlertid i mange forskellige typer, og det er derfor vidt forskelligt hvordan, og hvor meget, de forskellige låntyper er eksponeret over for renterisiko. Realkreditlån baseret på korte renter er generelt eksponeret overfor størst renterisiko. Med korte renter menes, at rentefastsættelsen på en obligation er baseret på renter, som er fastlåst i kortere tidsintervaller af gangen.

I dette kapitel vil vi koncentrere os omkring realkreditlån baseret på korte renter, da disse er eksponeret over for den største renterisiko, og derfor mest relevante i dette perspektiv. Realkreditlån- og obligationer baseret på lange renter, er imidlertid ikke uinteressante i renterisiko perspektiv. Forskellen er blot den, at renteændringer for et forfinansieret fastforrentet obligationslån, alene aflejres i obligationskursen, hvorefter der reelt er tale om en risiko for øget gæld, mens renterisikoen for variabelt forrentede lån er en likviditetsrisiko (Campell & Cocco, 2003).

5.1.1 Rentestruktur

Begrebet rentestruktur forstås som sammenhængen mellem renteniveau og fordringers løbetid (Christensen, 2014). Der er tre forskellige grundformer af rentestruktur. Disse består af normal rentestruktur, flad rentestruktur og invers rentestruktur.

Den normale rentestruktur er den mest udbredte rentestruktur, da denne forekommer størstedelen af tiden. Ved normal rentestruktur er renten på rentetilpasningslån altid lavere end renten på lange fastforrentede lån på optagelsestidspunktet. Dette skyldes, at investorerne under ”normale” forhold tager sig bedre betalt for at udlåne sin kapital, jo længere udlånet strækker sig over. Logikken er, at jo længere man låner sin penge ud desto større er risikoen for tab, hvorfor renten er højere på de lange renter. Flad rentestruktur er relativt sjælden. Den flade rentestruktur er karakteriseret ved, at renten er konstant uanset fordringens løbetid. Den tredje og sidste rentestruktur er invers rentestruktur, som kun forekommer yderst sjældent. Denne rentestruktur er karakteriseret ved at de

korte rente er højere end de lange renter. Ligesom den flade rentestruktur forekommer denne rentestruktur også alene under særlige økonomiske klimaer, som typisk skyldes valutakriser eller generel politisk uro. Da ”normal rentestruktur” er langt den hyppigst forekomne rentestruktur, vil vi i dette kapitel belyse renterisikoen under normal rentestruktur.

5.1.2 Renterisiko afhængig af låntype

Når man taler om variable låntyper, skelnes der typisk mellem variabelt forrentede obligationslån og rentetilpasningslån. Mens variabelt forrentede obligationslån er baseret på variabelt forrentede obligationer, er rentetilpasningslån baseret på serier af oftest helt korte fastforrentede obligationer. Det betyder i praksis, at variabelt forrentede obligationslån oftest er baseret på 4-5 årige obligationer, hvor renten følger en fast referencerente og typisk rentetilpasses hvert halve år.

De variabelt forrentede obligationslån kan yderligere deles op i to kategorier, der benævnes ”Garantilån” og ”Ikke-garantilån”. Dette skyldes, at en væsentlig andel af de variabelt forrentede obligationer er udstedt med et garanteret renteloft for låntagerne, der er med til at begrænse renterisikoen. Kategorien ”Ikke-garantilån” er med andre ord normale variabelt forrentede obligationslån, som er udstedt uden renteloft, og af den grund er disse lån eksponeret overfor større renterisiko end garantilånene.

På den anden side er rentetilpasningslånene, som er baseret på korte fastforrentede obligationer, karakteriseret ved at have forskellige rentetilpasningsintervaller, alt efter låntagers appetit på renterisiko. Inden for rentetilpasningslån har låntagere således mulighed for at vælge rentetilpasningsintervaller fra 1-10 års løbetid. Denne låntype adskiller sig fra de variabelt forrentede obligationslån ved, at de bagvedliggende obligationer udskiftes i forbindelse med rentetilpasningen. Da rentetilpasningslånene har længere mellem rentetilpasningerne end de variabelt forrentede obligationslån, er renterisikoen naturligvis også størst for de variabelt forrentede obligationslån.

5.1.2.1 Rentetilpasningslån - låntager

Rentetilpasningslån er som bekendt realkreditlån med rentetilpasning med faste intervaller over hele lånets løbetid. Rentetilpasningen på disse lån sker typisk med 1, 3, 5 eller 10 års mellemrum, og hver gang denne rentetilpasning finder sted, bliver eksisterende obligationer også erstattet af nye. Et rentetilpasningslån bør ansues som en række af korte fastforrentede lån, end et enkeltstående lån med flydende rente.

Aktuelle risici i dansk realkredit

Låntagere vælger oftest rentetilpasningslån grundet de relativt lave renter som disse oftest er forbundet med, sammenlignet med lån baseret på lange renter. Finansiering med rentetilpasningslån vil oftest være forbundet med en væsentlig besparelse i ydelsen i forhold til lån baseret på lange renter. Som låntager er det vigtigt være opmærksom på hvorfor renten er lavere på låntypen, da de lave renter ikke må betragtes som en ”free lunch”. Prisen for de lave renter og deraf lavere ydelse på rentetilpasningslåne, er at låntagere påtager sig en større risiko overfor fremtidige renteudsving. Da der ingen ” free lunch” er på det frie marked, er det vigtigt at låntagerne afvejer ydelsesbesparelsen med den forøgede renterisiko.

Inden for rentetilpasningslån er renterisikoen størst og renten (typisk) lavest ved de helt korte etårige rentetilpasningslån (F1 i daglig tale), mens den effektive rente stiger og renterisikoen falder, jo længere der er mellem lånets rentetilpasninger. Renterisikoen reduceres jo længere tid låntager fastlåser renten, og låntageren vil dermed for den givne periode være uden renterisiko. Historisk ved vi, at korte renter er mere volatile end lange, og man vil derved kunne reducere renterisiko, ved eksempelvis at vælge et tiårigt- frem for et etårigt rentetilpasningslån. På trods af stor renterisiko forbundet med korte rentetilpasningslån, vælger stadig en stor del af danskerne af finansiere sig med disse jf. figur 6:

Tabel 2: Fordeling af udlån til ejerboliger og fritidshuse fordelt på lånetype

<i>Andel (pct. point ved kvrt./kvrt. ændring)</i>	K2 2014	K3 2014	K4 2014	K1 2015	K2 2015	Ændring kvrt./kvrt.
F1	26%	26%	23%	21%	20%	-1%
F2-F5	27%	27%	29%	29%	29%	0%
F6-F10	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Fast rente	32%	33%	33%	35%	37%	1%
Var.forr. med renteloft	12%	12%	11%	10%	10%	-1%
Var.forr. uden renteloft	2%	2%	3%	3%	4%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	

Kilder: Realkreditrådet og Realkreditforeningen

Figur 6 – Kilde: (Realkreditrådet, 2015)

Med hensyn til rentetilpasningslån ses det ud fra ovenstående figur 6, at 50% af de samlede udlån til ejerboliger og fritidshuse udgøres af rentetilpasningslån. Fordelingen heraf viser at mellemlange rentetilpasningslån med løbetiderne 2-5 år, udgør den største andel, mens det etårige

rentetilpasningslån F1, udgør næststørste andel, og mindste andel udgøres af de lange rentetilpasningslån. Af fordelingen kan det udledes, at låntager foretrækker de korte og mellemlange rentetilpasningslån, og at låntagerne i stigende grad skifter de korte rentetilpasningslån ud med de mellemlange. Sidst men ikke mindst kan det også udledes at rentetilpasningslånet stadig er populært hos låntagerne trods stigende bidragssatser og tidens historisk lave lange renter.

Det kan ligeledes udledes af figur 6, at F1-lånet fortsat er et af de mest populære enkeltstående rentetilpasningslån, da denne låntype udgør cirka 40% af det samlede udlån til ejerboliger gennem rentetilpasningslån. Danske boligejere er altså eksponeret markant overfor særlig den etårige rente, og en pludselig stigning i renten ville kunne få store konsekvenser for den enkelte låntager.

5.1.2.2 Rentetilpasningslån - investor

Bag ethvert rentetilpasningslån står en investor, der køber obligationen som matcher lånet.

Rentetilpasningslånets renterisiko er i investorperspektiv forskellig fra låntagernes perspektiv. Eksempelvis er det naturligt at låntagere ønsker lave renter, for at opnå den størst mulige besparelse. Investorerne påvirkes således først af rentestigninger i forbindelse med opkøb af nye rentetilpasningsobligationer. Således er der en væsentlig forskel på låntagernes og investorernes opfattelse af rentetilpasningslånene. Låntagerne opfatter i praksis lånet som ét langt lån med variabel rente, mens investorerne anskuer obligationerne som en række selvstændige korte obligationsinvesteringer.

Det er vanskeligt generalisere på investorernes motiver, da investorer har meget forskellige investeringsstrategier, tidshorisonter og porteføljer. Grunden til at investorerne vælger at investere i korte- og mellemlange rentetilpasningsobligationer, er sjældent et ønske om at slå markedet og tjene overnormal profit. Særligt korte realkreditobligationer, bliver i højere grad anvendt til at placere særligt risikoaverse porteføljer. Derudover anvendes korte- og mellemlange obligationer ofte til at matche udbetalinger fra investorernes aktivside med den relativt korte varighed på deres passivside, således at man med en investering i en kort realkreditobligation, kan lukke en åbentstående renteposition (Østrup, 2011). Desuden er rentetilpasningslånet et godt produkt til at "tracke" markedsrenten, hvis det er investorens ønske

Som udgangspunkt er der ikke grund til være bekymret for investorerne med hensyn til renterisikoen på obligationerne bag rentetilpasningslånet. Investorerne er modsat låntagere ofte professionelle, og har antageligt en baggrund som gør, at de har væsentlige lettere ved at gennemskue de forbundne risici.

5.1.2.3 Variabelt forrentede obligationslån – låntager

I forhold til renterisiko adskiller denne låntype sig ikke markant fra rentetilpasningslånet. I et renterisiko perspektiv adskiller låntyperne sig alene ved tiden mellem rentetilpasningerne. Renterisikoen for variabelt forrentede lån er således den låntype i dansk realkredit med den højeste renterisiko. Renterisikoen forbundet med låntypen afhænger også af om der er tale om et variabelt forrentet lån med renteloft eller ej. Vi vil belyse begge variationer ud fra et renterisiko perspektiv.

5.1.2.4 Uden renteloft

Variabelt forrentede obligationslån uden renteloft er variabelt forrentede obligationslån i sin reneste form. Lånevariationen kan bl.a. karakteriseres ved at den har de hyppigste rentetilpasninger og dermed højeste renterisiko i dansk realkredit. Låntypen udgør pt. ca. 4% af det samlede udlån til ejerboliger og fritidshuse, men er formentligt en låntype som kommer til at opleve en stigende popularitet i de kommende år, da realkreditinstitutterne som følge af et ønske om at reducere refinansieringsrisikoen, anbefaler låntagerne af vælge variabelt forrentede obligationslån. Som det ses af figur 6 er der sket en fordobling af anvendelsen af låntypen fra 2. kvartal 2014 til 2. kvartal 2015, hvilket må betragtes som en væsentlig stigning.

5.1.2.5 Garantilån

Garantilån adskiller sig som nævnt alene fra de normale variabelt forrentede obligationslån ved, at der er et indbygget renteloft. Ideen med låntypen er at kombinere det bedste fra forskellige realkreditlån, som giver låntagerne mulighed for lav kort rente samtidig med en sikkerhed mod store rentestigninger. Låntypen har opnået anerkendelse af økonomer som mener, at låntypen indeholder en god kombination de bedste karakteristika fra hhv. variabelt- og fastforrentede boliglån (Svenstrup, 2002).

Hos Realkredit Danmark er det nuværende renteloft på 5%, hvilket betyder at renten indtil næste refinansiering ikke kan overstige 5%. Det nuværende renteloft er gældende indtil 2021, og den effektive lånerente for låntypen ligger omkring 1%. Altså skal renten ca. femdobles før, at renteloftet får en betydning, hvilket gør at man kan stille sig kritisk ved den reelle effekt af renteloftet. Som det ses af figur 6 udgør denne låntype 10% af det samlede udlån til ejer- og fritidsboliger, hvilket svarer til ca. to tredjedele af alle variabelt forrentede obligationslån.

Samlet set er der ikke tvivl om at låntypen er forbundet med en betragtelig renterisiko – renteloft eller ej. Det lader desuden til, at låntypen kommer til at få stigende popularitet i de kommende år på

bekostning af de helt korte rentetilpasningslån, som flere realkreditinstitutter har fjernet fra deres sortiment (Rimer Hansen, 2014). Eftersom der fortsat forventeligt vil være en væsentligt efterspørgsel efter lån baseret på korte renter, kan dette komme til at resultere i øget popularitet for variabelt forrentede obligationslån som er udråbt af medierne til at være F1-lånets afløser (Nielsen, 2013). På den baggrund kunne det tyde på, at denne låntype i fremtiden kommer til at udgøre en væsentlig del af renterisikoen i dansk realkredit. Dette kan således resultere i en stigning af renterisikoen generelt i realkreditsystemet, hvilket måske ikke er så hensigtsmæssigt på sigt.

5.1.2.6 Renterisiko ved lån med variabel rente – investor

Renterisikoen fra en investorperspektiv er marginalt forøget ved lån med variabel rente i sammenligning med rentetilpasningslån, da der er 6 måneder mellem rentetilpasningerne på lånet. Ved at der er kortere mellem rentetilpasningerne, vil denne obligationstype være et endnu bedre produkt end rentetilpasningslånene, hvis målet er at følge markedsrenten. Det vurderes ligeledes her, at den relativt høje renterisiko forbundet med denne obligationstype ikke bør betragtes som et problem for investorerne, da disse forventeligt har medtaget denne risiko i deres investeringsovervejelse.

5.2 Håndtering af renterisiko

I den offentlige debat har der gennem længere tid været stort fokus på risiciene forbundet med F1-lånene, lånets store popularitet og den trussel, låntypen udgør over for både låntager og samfundet som helhed. Både offentligheden og realkreditinstitutterne, har taget truslen fra renterisikoen seriøst, hvilket har ført at der er taget flere initiativer for at begrænse risikoen. I de følgende afsnit vil vi gennemgå alle relevante tiltag fra både de lovgivende instanser og realkreditinstitutterne selv.

5.2.1 Offentlig regulering

Der er fra flere offentlige institutioner gennemført tiltag som har til formål at reducere renterisikoen i dansk realkredit. Som en del af Rangvid-rapportens anbefalinger fra 2013, har Finanstilsynet udformet tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, hvor et af pejlemærkerne adresserer risikoen ved "Låntagers renterisiko". Finanstilsynet formulerer deres pejlemærke til realkreditinstitutterne i rapporten som følger:

"Andelen af lån, hvor LTV overstiger 75 pct. af lånegrænsen, og hvor renten kun er låst op til 2 år < 25 pct." (Finanstilsynet, 2014)

Af formuleringen af pejlemærket, kan det udledes at Finanstilsynet særligt er opmærksomme på yderligt beliggende lån, hvor renten rentetilpasses i intervaller op til 2 år. Pejlemærkets funktion er at realkreditinstitutterne opfordres til at holde andelen af de omtalte udlån under 25% af instituttets samlede udlånsportefølje, hvorfor udlånet af disse risikable udlån blot må forventes reduceres i et mindre omfang.

1. maj 2013 blev der indført nye regler for real- og pengeinstitutternes udbud af realkreditlån med variabel rente og afdragsfrihed (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013). Reglerne betød at både penge- og realkreditinstitutter efter indførelsen kun kan udstede realkreditlån med afdragsfrihed eller variabel rente til låntagere, som ville være i stand til at betale ydelsen på et fastforrentet lån med afdrag. Dette tvang realkreditinstitutterne til at stramme deres kreditpolitik. Samtidig indførtes et krav om risikoklassificering af alle boliglån. Risikoklassificeringen har til formål at øge låntagernes opmærksomhed omkring de mest grundlæggende risici forbundet med deres boliglån (Bekendtgørelse om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter §18, 2012). Reglen kræver, at alle boliglån opdeles i kategorierne grøn, gul og rød. Hvor den grønne kategori omfatter de mindst risikable lån, den røde kategori de mest risikable lån og den gule kategori som en mellemting. Indførslen er kravet om risikoklassificering er sket med ønsket om at gøre låntagerne yderligere opmærksom på risikoen på deres realkreditlån.

5.2.2 Realkreditinstitutternes håndtering

Realkreditinstitutterne har ligeledes gennemført flere initiativer for at nedbringe låntagernes renterisiko. Flere realkreditinstitutter har indført differentierede bidragssatser, som bestemmes ud fra risikoen forbundet med den enkelte låntype (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013). Anvendelsen af differentierede bidragssatser, har til formål at lade låntagere med de mest risikable låntyper betale et ”strafgebyr”, for den ekstra kreditrisiko som de påfører realkreditinstituttet. I praksis kan differentierede bidragssatser bruges til at adfærdsregulere, da institutterne ved at hæve bidragssatsen, kan mindske den økonomiske fordel ved udvalgte låntyper. Dette tiltag mener Realkreditinstitutterne har været stærkt medvirkende til de seneste års fald i anvendelsen af de helt korte renter (Lønstrup, 2013).

Tidligere har udvalgte realkreditinstitutter⁵ forsøgt sig med indførslen af tolagsbelåning (Hjorthøj-Nielsen & Kyhl, 2012). Ideen var, at realkreditinstitutterne delte alle udlån op i to særskilte lån, hvor der ved 0-60% af LTV kunne anvendes samtlige låntyper, mens låntagerne ved 60-80% af

⁵ Nykredit og Totalkredit anvendte tolagsbelåning i perioden 2012-2014.

LTV var afgrænset fra at kunne benytte afdragsfrihed og korte variable renter (under 5 år). Modellen blev anbefalet af Finn Østrup og Peter Møgelvang Hansen, i forbindelse med Rangvid-rapporten (Rangvid, 2013). Uenighed i udvalget gjorde imidlertid, at modellen aldrig blev til en samlet anbefaling fra udvalget.

Nykredit og Totalkredit anvendte modellen som standard for alle lånesager i årene 2012-2014, men blev i 2014 opgivet grundet bedre konjunkturer i ejendomsmarkedet (Valentin, 2014). Uofficielt kan man dog forestille sig, at det var konkurrencehensyn som fik institutterne til at opgive tolagsmodellen. I et renterisikoperspektiv er det beklageligt, at modellen ikke blev fastholdt, da den kunne have sænket renterisikoen i realkreditsystemet væsentligt.

5.3 Analyse af renterisiko

For at give et retvisende billede af renterisikoen i dansk realkredit, vil vi i dette afsnit forsøge at identificere danske realkreditlåntageres følsomhed over for renteændringer i realkreditsystemet.

Den reelle renterisiko estimeres ved at udarbejde en række konsekvensberegninger for danske låntagere, afhængig af deres restgæld, resterende lånetid og låntype.

Den største trussel for låntagerne er, at komme i en situation, hvor de er tvunget til at misligholde deres gæld, og derved sender deres hus på tvangsauktion. Det er oftest utilstrækkelig likviditet som kan tvinge låntagere ud i en sådan situation at de må misligholde, hvorfor beregningerne i analysen vil være baseret på ydelsen efter skat, da denne giver det bedste udtryk for den reelle likviditetspåvirkning. Vi vil ligeledes sammenligne de forskellige låntyper, og analysere deres følsomhed over for renteudsving, og hvordan disse i sidste ende vil påvirke låntagerne. Vi vil ydermere se på renteudviklingen siden 1998, og beregne på konsekvenserne for de forskellige låntyper, hvis de var optaget i hhv. år 1998 og 2000 og beholdt i uændret stand siden.

5.3.1 Historisk performance af eksisterende låntyper

Der findes mange forskellige låntyper i dansk realkredit. Rentetilpasningslån og fastforrentede obligationslån er de klart mest populære. Nedenfor er beregnet den historiske renterisiko på disse lån og foretaget en sammenligning i figur 9.

Aktuelle risici i dansk realkredit

Sammenligning: Ydelser efter skat (1998-2015)							
	F1	F2	F3	F4	F5	F10	OBL 6%
1998	47.388	48.273	49.524	49.568	50.807	(Ingen data)	54.649
1999	46.409	48.495	49.749	49.793	51.034	(Ingen data)	54.877
2000	47.833	49.374	49.985	50.029	51.273	53.890	55.118
2001	52.961	49.619	53.275	50.277	51.523	54.117	55.374
2002	46.900	48.712	53.542	50.807	51.787	54.359	55.645
2003	44.497	48.975	53.824	51.081	48.319	54.614	55.932
2004	43.144	44.222	45.942	51.368	48.589	54.884	56.237
2005	42.949	44.448	46.190	51.669	48.869	55.170	56.560
2006	44.316	45.065	46.447	46.398	49.161	55.473	56.902
2007	47.891	45.312	48.873	46.659	49.465	55.793	57.265
2008	49.951	50.302	49.183	46.927	51.416	56.132	57.650
2009	51.617	50.648	49.505	47.205	51.769	56.491	58.058
2010	43.819	45.259	46.885	47.256	52.139	56.871	58.490
2011	43.507	45.494	47.157	47.544	52.526	51.334	58.948
2012	43.178	43.889	47.436	47.841	52.932	51.675	59.434
2013	42.116	44.044	44.055	48.148	46.310	52.030	59.948
2014	42.145	42.806	44.147	44.885	46.459	52.399	60.494
2015	42.268	42.863	44.239	45.004	46.611	52.782	61.072
Gns. ydelse	45.716	46.544	48.331	48.470	50.055	54.251	57.370
Std. Afvigelse	3.338	2.689	3.077	2.153	2.145	1.761	-
Sharpe Ratio	13,70	17,31	15,71	22,51	23,34	30,81	-

Figur 9 – Egen tilvirkning

I ovenstående tabel (figur 9) har vi fundet frem til ydelsesrækken for de seks mest anvendte rentetilpasningslån samt ét 30-årigt fastforrentet obligationslån i årrække 1998-2015. Samtlige lån er optaget primo år 1998 og har en oprindelig hovedstol på 1 mio. kr. Vi har beregnet en gennemsnitlig ydelse for hver låntype, for at undersøge om der er en langsigtet økonomisk fordel ved at vælge korte renter. Den gennemsnitlige ydelse bekræfter, at der er en langsigtet økonomisk gevinst ved at påtage sig renterisiko⁶. Eksempelvis kan det beregnes at den gennemsnitlige ydelse ved at have valgt et 6% fastforrentet obligationslån er 26% højere end den gennemsnitlige ydelse for et F1-lån i samme periode.

Med udgangspunkt i ovenstående tabel, kan det næsten fremstå som uklogt at vælge andet end realkreditlån baserede på korte renter. Det er dog vigtigt at overveje den renterisiko man påtager sig når man vælger de korte rentetilpasningslån. I tider med faldende renter vil det typisk være rentabelt med et kort rentetilpasningslån, mens det i tider med stigende renter vil være mere rentabelt med et fastforrentet lån. Fastforrentede lån bør således i højere grad ansues som en likviditetsforsikring som betales via en højere månedlig ydelse. På trods af det ikke kan måles økonomisk set, kan det

⁶ Det bør i denne sammenhæng noteres at undersøgelsen er forbundet med væsentlig statistisk usikkerhed, da undersøgelsen af for kort til at danne et statistisk robust resultat.

for mange låntagerne give en stor ro i sindet at vide, at ens ydelse ikke ændrer sig på sigt, hvilket ligeledes kan give en værdi for låntageren.

Vi har i skemaet fundet frem til standardafvigelsen på ydelsen efter skat. Resultaterne tyder, ikke overraskende, på at standardafvigelsen og dermed renterisikoen stiger, jo kortere renter der er tale om. I den forbindelse skal det bemærkes at ydelserne i tabellen er angivet efter 30% skattefradrag. Skattefradraget har en udlignende effekt på ydelserne, idet besparelsen på rentefradragene er større, jo større en andel af ydelsen som udgøres af renteomkostningerne. Rentefradrag eller ej, resultaterne viser tydeligt at ydelsesudsvingene i løbet af den 17-årige undersøgelsesperiode, har en markant større standardafvigelse, jo kortere rente lånene er baseret på.

For at kunne sætte resultaterne i perspektiv, afvejes valg af risiko i forhold til det afkast man modtager, i form af en lavere ydelse. På baggrund heraf, er udarbejdet en lettere modificeret Sharpe Ratio formel⁷. Ved anvendelsen af formlen har vi fundet den gennemsnitlige ydelse efter skat, per risikoenhed. Sharpe Ratio benyttes typisk til at beregne risikojusterede afkast, men da vi i denne sammenhæng ønsker at få en så lav ydelse som muligt, vil den laveste Sharpe Ratio være et udtryk for det optimale lånevalg ud fra et ydelses-/risikoperspektiv.

Resultaterne (se figur 9) viser en tendens til, at Sharpe Ratioen falder, jo kortere interval er der imellem rentetilpasningerne. Dermed kan det aflæses at F1-lånet ud fra denne beregning være det optimale lånevalg, da det giver det bedste risikojusterede afkast. Skulle man således i dag alene basere lånevalg af realkreditfinansiering på Sharpe Ratio, ville man vælge F1-lånet, da belønningen i form af lave gennemsnitlige ydelser i forhold til standardafvigelsen, er højst (Se figur 9). Inden resultaterne tillægges for stor værdi, skal man være opmærksom på usikkerhederne forbundet med beregningerne. Modellen er relativt simpel, baserer sig alene på historiske data og begrænset datagrundlag, da der kun op til 17 års datamateriale at basere undersøgelsen på, hvilket vurderes at være i underkanten i forhold til at danne statistisk signifikans.

Det er naturligvis interessant, at besparelsen i løbende ydelser er relativt større end den ekstra risiko som låntageren påtager sig. Teorien kan dog sommetider være vanskelig at anvende på den virkelige verden. I den virkelige verden er der mange andre variabler som tæller, når den enkelte husholdning skal vælge realkreditfinansiering, herunder en god nattesøvn, generel risikovillighed etc. Med udgangspunkt i forskelligheden af den enkeltes lyst til at påtage sig risiko, risikoaversion, kan der således være forskelle i, hvilke låntyper som har den højeste nytteværdi for den enkelte. For at beregne det teoretisk mest robuste resultat, burde man således inddrage den enkelte husstands

⁷ Sharpe Ratio = $\frac{\text{Gennemsnitlig ydelse}}{\text{Standardafvigelse}}$

risikoaversion som en konstant. Det er imidlertid meget vanskeligt at koge en husstand risikovillighed ned til en konstant, hvorfor det i praksis ikke giver meget mening at lave nytteberegninger.

5.3.2 Konsekvens af fremtidige rentestigninger

I dette afsnit vil vi forsøge at danne overblik over den økonomiske påvirkning af den enkelte låntagers økonomi ved rentestigninger. Resultatet fra dette afsnit skal sammenlignes med rådighedsbeløbet hos låntagerne, for således at finde frem til hvor meget renten kan stige før det for alvor bliver kritisk ude i den enkelte danske husholdning.

Regnestykket er relativt simpelt, og en rentestigning på 1%, vil per lånte million, koste låntager årligt 10.000 kr. svarende til en stigning på 833 kr. månedligt. Skulle man således have et realkreditlån på 5.000.000 kr. og renten stiger med 2% vil ens månedlige ydelse stige med 8.333 kr.

Ydelsesændring afhængig af restgæld og rentestigning (månedlig)						
Rente- stigning	Restgæld					
	1.000.000	2.000.000	3.000.000	4.000.000	5.000.000	
	0,50%	417	833	1.250	1.667	2.083
	1,00%	833	1.667	2.500	3.333	4.167
	1,50%	1.250	2.500	3.750	5.000	6.250
	2,00%	1.667	3.333	5.000	6.667	8.333
	2,50%	2.083	4.167	6.250	8.333	10.417
	3,00%	2.500	5.000	7.500	10.000	12.500
	3,50%	2.917	5.833	8.750	11.667	14.583
	4,00%	3.333	6.667	10.000	13.333	16.667
	4,50%	3.750	7.500	11.250	15.000	18.750
	5,00%	4.167	8.333	12.500	16.667	20.833

Figur 10 – Egen tilvirkning

I ovenstående tabel (se figur 10) vises hvor meget den månedlige ydelse vil blive påvirket af en given rentestigning i intervallet 0,5-5% ved en restgæld i intervallet. 1-5 mio. kr. Vi har fundet frem til hhv. den gennemsnitlige obligationsrestgæld pr. husstand (1.100.898 kr.⁸) og den gennemsnitlige disponible indkomst for alle danske husstande (387.035 kr.⁹). Ud fra disse tal har vi fundet forholdet mellem realkreditgæld og disponibel indkomst for en gennemsnitlig dansk husstand til at

⁸ (1440 mia. / 1.308.023 = 1.100.898) (Realkreditrådet, 2015) (Danmarks Statistik, 2015)

⁹ (Danmarks Statistik, 2015)

være 284%¹⁰. Realkreditrestgælden udgør således i gennemsnit 284% af den disponible husstandsindkomst.

Erhvervs- og Vækstministeriet vurderer, at når gældsserviceringsbrøken (andel af den disponible indkomst der går til renter, afdrag og bidrag på lån) er over 50%, kan låntageren være økonomisk udsat, og det er således interessant at se på, hvor meget renten må stige, før den gennemsnitlige låntager kategoriseres som udsat. Vi kender den gennemsnitlige disponible indkomst (387.035 kr.) og den gennemsnitlige restgæld i dansk realkredit (1.100.898 kr.), således kan vi ved at regne baglæns finde ud af hvor meget renten maksimalt må være for at den gennemsnitlige låntager anvender 50% af sin disponible indkomst på servicering af boliggæld.

Hovedstol	1.100.898,00
Rente	24,91%
Terminer	30
50% af gns. disponibel indkomst	193.517,00 kr
Ydelse (Beregning)	193.517,00 kr <i>Beregnet med PMT-funktion</i>

Figur 11 – Egen tilvirkning

I udregningen finder vi frem til at renten skal stige til hele 24%, for at den 30 årige ydelse skulle stige så meget, at den udgør 50% af den gennemsnitlige husstands disponible indkomst. Derved er der altså, i en gennemsnitsbetragtning, ingen grund til bekymring for renterisiko i et likviditetsperspektiv, da en lånerente i dansk realkredit på over 24% må anses som sandsynligvis på nuværende tidspunkt¹¹. På den baggrund kan det fastslås, at det alene er de låntagere som står svagere end den gennemsnitlige låntager, som er særligt eksponeret over for renterisiko. Dette kan enten være i form af væsentlig større gældsætning, lavere disponibel indkomst eller en kombination af begge forhold.

5.3.3 Renterisiko i danske husholdninger

Renterisikoen hænger i høj grad sammen med størrelsen på låntagerne gæld, relativt til deres indkomst, hvorfor det er naturligt at større gæld giver større beløbsmæssige udsving ved

¹⁰ $\frac{\text{Gns.obl.restgæld}}{\text{Gns.disponibel indkomst}} = \frac{1.100.898}{387.035} = 2,84 = 284\%$

¹¹ Det bør dog bemærkes, at gældsserviceringsbrøken typisk udregnes fra hele husholdningsgælden, og ikke blot boliglån, hvorfor rentestigningen skulle være noget lavere. Dog vurderes det ikke at ændre på konklusionen, at den gennemsnitlige låntager har et stort økonomisk råderum.

renteændringer. Det er således essentielt i et renterisikoperspektiv at undersøge boligejernes relative gældsætning.

Danmark blev i en rapport fra 2006 udarbejdet af OECD (Girouard, Kennedy, & André, 2007), kritiseret for en høj husholdningsgæld, der vurderedes at udgøre en stor risiko for den finansielle stabilitet. I sammenligningen blev Danmark udpeget som landet med den højeste husholdningsgæld, målt i forhold til blandt andet BNP, disponibel indkomst og formue. I OECDs nyeste måling fra 2012 er situationen den samme, og Danmark har stadig den største husholdningsgæld, på 315% af den disponible indkomst. I international sammenhæng er danskerne uden tvivl højt gældsat. Spørgsmålet er nu hvordan denne høje gældsætning kan forklares.

I fremstillingen af de danske forbrugere, er det ikke uvæsentligt at nævne, at Danmark har verdens mest velfungerende realkreditsystem, hvilket sikrer låntagerne relativt lave renter. Dette giver danskerne mulighed for at optage relativt større gæld, og stadig sidde med samme månedlige ydelse, sammenlignet med låntagere i andre lande. Dette kunne give en del af forklaringen på en del af den høje gældsætning i Danmark sammenlignet med andre OECD lande. Man skal generelt man være opmærksom på hvordan kulturelle forskelle påvirker landenes gældsætning (Campbell J. Y., 2012).

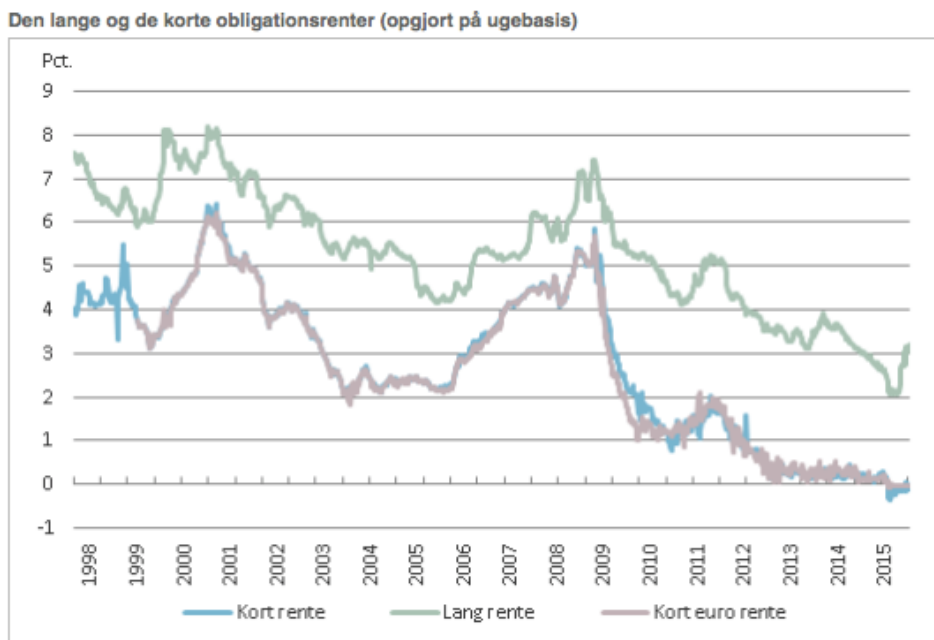
Flere danske kilder er enige om at økonomien i de danske husholdninger er fornuftig og stabil. Herunder nævnes Realkredit Danmark som udtalte følgende (Hilligsøe, 2011):

”Samlet set har den gennemsnitlige danske boligejer altså en solid privatøkonomi. Alt er selvfølgelig ikke rosenrødt for boligejerne – der er betydelige forskelle omkring gennemsnittet, og der er også boligejere, der hurtigere kan risikere at komme i klemme i tilfælde af rentestigninger eller fornyet negativt pres på arbejdsmarkedet. ”

I publikationen påpeges desuden, at den gennemsnitlige børnefamilie (to voksne og to børn) har væsentlig større rådighedsbeløb, end de 15.250 kr. månedligt, som er hvad realkreditinstituttet normalt anbefaler i forbindelse med kreditvurdering til udlån.

I 2013 kom der en rapport fra Erhvervs- og Vækstministeriet. I deres rapport (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013) udtaler de, at danske boligejere generelt er godt rustet til at håndtere rentestigninger. Rapporten henviser blandt andet til, at 95% af husholdningerne i Danmark bruger mindre end halvdelen af deres disponible indkomst på at servicere deres gæld. Et andet beroligende faktum er, at 90% af det samlede udlån til ejer- og fritidsboliger er optaget af de 50% rigeste husholdninger. Rapporten og simuleringerne af rentestigninger tager udgangspunkt i renteniveauet for 2010.

Aktuelle risici i dansk realkredit



Figur 12 – Kilde: (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013)

Af figur 12 ses udviklingen i renterne siden 1998. Det kan aflæses, at renten i 2010 var cirka 1,5% og 4,5% for henholdsvis den korte og den lange rente. Til sammenligning er renteniveauet i dag lidt lavere. Det kan, lidt groft, siges at renten er faldet med ca. 1,5% siden 2010. Således vil en rentestigning på hhv. 1% og 5% i rapporten, i nutidige termer nærmere svare til en 2,5% og en 6,5% stigning. Analysen når frem til at en rentestigning på 1%-point, vil resultere i, at andelen af husholdninger der bruger mere end 50% af sin disponible indkomst på servicering af gæld, stiger fra 5% til 6% (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013). Ligeledes vil en stigning i lånerenten på 5%-point, resultere i at 12% vil bruge mere end 50% af din disponible indkomst på at servicere gæld. Således er det ”kun” henholdsvis 6% og 12% af låntagerne som vil blive økonomisk hårdt presset ved rentestigninger på henholdsvis 1 og 5 procentpoint. I analysen tager Erhvervs- og Vækstministeriets rapport udgangspunkt i gældsserviceringsbrøken, for at kunne sammenligne husholdningernes omkostninger til gældsservicering relativt til den disponible indkomst.

I forbindelse med rapportens konklusion er det værd at bemærke, at en anvendelse af mere end 50% af disponible indkomst på gældsservicering, for hustande med de højeste lønninger ikke nødvendigvis behøver være kritisk. Dette skyldes, at der er en naturlig grænse for, hvor meget større almindelige leveomkostninger er hos højtlønnede låntagere. Der må imidlertid også være reelt økonomisk pressede boligejere blandt de 6-12% procent af boligejerne (afhængig af størrelsen på evt. rentestigning), men da privatøkonomiske forhold kan være svære at generalisere på, er det

vanskeligt ud fra denne analyse at sige hvor mange boligejere som reelt vil blive så økonomisk pressede, at de ikke vil være i stand til at servicere deres realkreditgæld.

En spørgeundersøgelse foretaget af Voxmeter i 2011 for Realkreditrådet (Realkreditrådet, 2011), viser at ni ud af ti danske boligejere følte sig forberedte på rentestigninger, og at hele syv ud af ti forventede rentestigninger på deres realkreditlån. Kun én ud af ti svarede i undersøgelsen, at de "slet ikke" eller "i mindre grad" var klar på rentestigninger. Såfremt at boligejernes økonomiske situation skulle være uændret siden 2010/2011 burde boligejerne (efter egne meninger) være økonomisk polstrede og forberedte på rentestigninger, da renteniveauet faldet med cirka 1,5% siden ultimo 2010. Dette skal ses i lyset af, at boligejerne i mellemtiden, som konsekvens af de seneste års ekstremt lave renteniveau, har haft mulighed for at polstre deres økonomi yderligere. På den baggrund kunne man forvente at en tilsvarende spørgeundersøgelse udarbejdet i dag, ville have en endnu mere positiv konklusion, og at mere end ni ud af ti af boligejerne ville være forberedte på rentestigninger.

Samlet set er hverken Erhvervs- og Vækstministeriet i 2010 eller Realkredit Danmark bekymret for gældsætningen i de danske husholdninger, på trods af at internationale undersøgelser, udgivet af blandt andet OECD, udtrykker en markant større nervøsitet. Forskellen kan skyldes flere forhold. For det første anskuer OECDs rapport primært danskernes gældsætning ud fra et internationalt perspektiv og sammenligner danskernes gældsætning med andre OECD landes. Ud fra denne analyse, er der ingen tvivl om at Danmark er blandt de lande med den største husholdningsgæld. Rapporten fra Erhvervs- og Vækstministeriet har et mere nuanceret fokus på låntagerne og deres privatøkonomiske situation.

Så længe indkomstandelen som anvendes til gældsserviceringen ikke er alarmerende høj, lader der ikke til at være stor grund til bekymring over den, i international sammenhæng, store gældsætning.

5.3.4 Samlet vurdering af renterisikoen:

De enkelte husstandes eksponering over for renterisiko, afhænger i høj grad af valget af realkreditlån. Forskellige låntyper i dansk realkredit varierer markant i deres eksponering over for renterisiko, da det både er muligt at optage lån, der likviditetsmæssigt er upåvirkelige over for renterisiko, samt låntyper som rentetilpasses hver 6. måned og er markant mere eksponeret over for renterisikoen. Danskerne har gennem de seneste årtier haft stor forkærlighed for realkreditlån baseret på korte renter, da låntyperne har fristet låntagere med store ydelsesbesparelser. Denne udvikling har medført en stigende renterisiko i dansk realkredit. Det er ikke uforståeligt, hvorfor låntagerne har været tiltrukket af disse lån, da analysen ligeledes viser, at de helt korte låntyper i et

risiko/afkast perspektiv, faktisk er det optimale lånevalg ud fra de seneste 15 års historik. Således kan det ikke komme som en overraskelse hvorfor låntagerne, i så stort et omfang som det har været tilfældet, har valgt lån baseret på korte renter.

På trods af denne teoretiske beregning, kan det stadig være risikabelt at vælge lån baseret på korte renter for låntagere med relativt lave og ustabile indkomstforhold. Campbell og Cocco (Campbell & Cocco, 2003, s. 1489) udtrykker følgende i deres rapport fra 2003:

".. we can draw general conclusions about the types of households that should be more likely to use ARMs (adjustable-rate mortgages). Households with smaller houses relative to income, more stable income, lower risk aversion, more lenient treatment in bankruptcy, and a higher probability of moving should be the households that find ARMs most attractive."

Forfatterne af rapporten "Household Risk Management" mener at det kun bør være økonomisk robuste husstande som bør vælge variabelt forrentede lån, da disse er i bedre stand til at modstå renterisikoen forbundet med disse.

Samlet indikerer analysen, at danske låntagere generelt er robuste privatøkonomisk og derved forventes at være i stand til at modstå eventuelle fremtidige rentestigninger. Danske familier i ejerboliger er altså relativt fornuftigt polstret mod rentestigninger, da likviditetseffekten ved mindre rentestigninger er relativt beskeden i forhold til deres rådighedsbeløb. Desuden ved vi også at realkreditgælden er koncentreret omkring husstandene med de højeste indkomster, hvilket yderligere reducerer risikoen for økonomiske problemer i de danske husholdninger som følge af stigende renter. Skulle boligejerne komme i reelle likviditetsproblemer som følge af rentestigninger, er mulighederne for konvertering til mindre likviditetskrævende låntyper, også gode, hvorfor vi ikke samlet set ser renterisikoen som en stor trussel for låntagerne, realkreditinstitutterne eller samfundet som helhed.

5.4 Analyse af håndteringen af renterisiko

Der er forventeligt en mindre gruppe af låntagere (5-10%) som vil blive økonomisk hårdt presset på likviditeten ved større stigninger i lånerenterne i dansk realkredit (1-5 %-point) i løbet af de næste par år. Det er i høj grad denne gruppe af låntagere, man fra realkreditinstitutternes side bør være opmærksom på, for at undgå store tab ved større rentestigninger.

Der er flere måder at hjælpe disse. En metode er at gennemføre tiltag som ville kunne redde de truede låntagere. En anden metode kunne også være at forebygge og gennemføre tiltag som skulle

have til formål at sørge for at gruppen af låntagere ikke kom ud i de ”farlige” situationer i fremtiden. Det er såvel låntagernes, realkreditinstitutternes og samfundets interesse at undgå store tab i dansk realkredit, hvorfor det er oplagt at samtlige interessenter gør deres for at undgå fremtidige tab som følge af renterisiko.

5.4.1 Offentlig regulering

Som nævnt er det i hele samfundets interesse at vi har et robust realkreditsystem, og derfor er det også vigtigt, at de lovgivende instanser tager ansvar for tilstanden i realkreditsystemet. I den forbindelse er der fra den lovgivende instans gennemført flere tiltag i de seneste år, som har begrænset renterisikoen i det danske realkreditsystem. Tiltagene omfatter blandt andet tilsynsdiamantens anbefaling om reduktion af yderligt beliggende lån baseret på korte renter og afdragsfrihed, indførelsen af risikoklassificering af alle boliglån og en hårdere praksis for kreditvurdering af låntagere med variabelt forrentede lån. Førstnævnte tiltag har til formål at undgå uhensigtsmæssig høj risikotagning i de enkelte realkreditinstitutter, hvilket naturligt vil få en stabiliserende effekt på udlånet af risikable yderligt beliggende lån. Pejlemærket vil alene ramme udlån som ligger udover 75% af LTV og rentetilpasses op til hvert andet år, da disse af Finanstilsynet er blevet vurderet til at udgøre den største trussel. Det betyder altså at samtlige variabelt forrentede obligationslån og rentetilpasningslånene F1 og F2 er omfattet af pejlemærket.

Der kan stilles spørgsmål ved, hvorfor grænsen er fastsat ved netop op til 2 år mellem rentetilpasningerne. Skillelinjen skyldes formentlig i højere grad F1-lånets popularitet end det skyldes den reelle renterisiko på den enkelte låntype inden for rentetilpasningslån og lån med variabel rente. Det synes i hvert fald svært at argumentere for, at låntagere med eksempelvis F3-lån ikke vil blive påvirket af en større ændring af renteniveauet, selvom det vil ske med større forsinkelse.

Yderligere er der gennemført tiltag fra Finanstilsynet som vil begrænse renterisikoen mærkbart på sigt. Idéen med initiativet er efter vores vurdering god, selvom det er vanskeligt at finde ud af hvorvidt andelen på 25% af realkreditinstitutternes samlede udlån er passende. Indførslen af risikoklassificering af samtlige boliglån er indført for at skabe større gennemsigtighed i låneudbuddet og for at skabe større fokus på de risici, der er forbundet med de forskellige låntyper. Vi mener, at idéen bag initiativet er god, da tiltaget bidrager til at give låntagerne en større forståelse af den risiko de eksponerer deres privatøkonomier overfor. Eftersom realkreditlån bliver givet til alle samfundslag, er det naturligt at låntagernes forudsætninger for at gennemskue lånekonstruktioner og risici varierer. Derfor er det et godt initiativ at hjælpe låntagerne til at forstå

risici forbundet med deres realkreditlån. Sidstnævnte initiativ som kræver at realkreditkunder som minimum skal kreditvurderes ud fra ydelsen på et fastforrentet lån, vil forventeligt få den effekt, at der vil blive strammet op på kreditvurderingerne, hvilket er fornuftigt i lyset af at man ønsker at mere sikkert realkreditsystem. Som nævnt i afsnittet om kreditrisiko, kan det virke ulogisk at låntagere med særligt risikable lån, alene skal kreditvurderes ud fra at de kan betale et sikkert fastforrentet lån. Alt andet lige burde en låntager som er villig til at udsætte sin økonomi over for større risici, have en bedre kreditvurdering, end en låntager som går med livrem og seler, og sikrer sin likviditetsmæssige påvirkning op til 30 år frem. Det kan således forekomme ulogisk at låntagere med korte rentetilpasningslån ikke har skal have en bedre kreditvurdering, end låntageren med det fastforrentede lån.

Samlet set har det offentlige gennemført nogle fornuftige tiltag, som alle har til hensigt er sikre realkreditsystemet mod tab i fremtiden, fra særligt renterisiko. Samtlige tiltag er imidlertid relativt små, hvorfor der ikke må forventes en revolution af realkreditsystemet. Det er også vanskeligt at vurdere den reelle effekt af disse tiltag samlet, og hvorvidt den er passende. En mere omfattende og effektiv løsning havde nok været at forbyde udstedelsen af de variabelt forrentede lån baserede på helt korte renter. Denne løsning ville imidlertid fjerne nogle velfungerende lån, for de låntagere som reelt kan administrere risikoen forbundet med dem, hvilket må være en stor del af årsagen til, at man ikke blot vælge at fjerne de udskældte låntyper baserede på korte renter (Campell & Cocco, 2003).

5.4.2 Realkreditinstitutterne egne initiativer

Tiden har udviklet realkreditsystemet til at være baseret på profitmaksimerende aktieselskaber, fremfor tidligere tiders foreninger af låntagere som navnet ”Kreditforening” antydede, hvilket har medført nye problemstillinger. En af de relativt nye udfordringer i dansk realkredit, er, at der er større konkurrence realkreditinstitutterne imellem. Konkurrenceaspektet har ført til, at det kan være vanskeligere for institutterne at afveje hensynet til en robust realkreditsektor i fremtiden, mod større udlån og øget bundlinje på kort sigt. Det er formentlig netop den problemstilling, der har været skyld i at tolagsbelåningsmodellen ikke blev en succes, da kunderne ikke efterspurgte den. For at tolagsmodellen skulle have blevet en succes ville det således enten have krævet en samlet front fra samtlige realkreditinstitutter eller, at modellen var blevet indført i lovgivningen. Daværende direktør for ATP, Lars Rohde, beskrev i 2011 problematikken som følgende: *”Markedet er karakteriseret ved få udbydere og stor gennemsigtighed. Det fører ofte til identiske priser og betingelser. Ændringer i det enkelte instituts adfærd vil derfor ofte have 0/1 karakter:*

Enten må man agere på de betingelser (kreditvillighed, renter, låneprodukter, priser), som de øvrige aktører har defineret, eller også må man melde sig ud af markedet (Andersen, 8 perspektiver på realkredit, 2011)''.

Ovenstående beskriver ret godt, det problem, konkurrencen på realkreditmarkedet udgør. På trods af, at man antageligt kunne have været med til at fremtidssikre systemet, blev tiltaget tilbageført, da de andre realkreditinstitutter ikke fulgte trop. Problemstillingen kan således synes at være, at offentlig regulering er en nødvendighed for at sikre sundhedstilstanden i realkreditsektoren.

På trods af at det aldrig lykkedes realkreditinstitutterne at gøre tolagsmodellen til en succes, er det lykkedes samtlige realkreditinstitutter at blive enige om at hæve bidragsniveauet markant. Det kan undre, at hvis blot gevinsten er stor nok for alle, så kan realkreditinstitutterne godt finde enighed, og gennemføre tiltag, der kunne påvirke konkurrencesituationen.

Ud over det generelle løft i bidragssatserne, har samtlige realkreditinstitutter indført differentierede bidragssatser ud fra de enkelte låntypers risiko. Derved har realkreditinstitutterne fået et værktøj til at adfærdsregulere låntagerne. De differentierede bidragssatser, har indtil videre haft den effekt at særligt de korte variabelt forrentede lån, lån med afdragsfrihed samt den yderligt beliggende del (i forhold til boligens værdi) af lånene, har fået markant højere bidrag. Ideen bag differentierede bidragssatser giver god mening, da risikoen forbundet med låntyperne varierer væsentligt. Realkreditinstitutternes kapitalkrav fastsættes med udgangspunkt i en risikovægtning af aktiverne på realkreditinstitutternes balance, hvilket betyder at kapitalkravet til det enkelte instituts kapitalgrundlag afgøres af den samlede risiko på instituttets udlånsportefølje. Derfor er det ikke ulogisk at realkreditinstitutterne er begyndt at anvende differentierede bidragssatser til at dække de højere kapitalomkostninger, som der er forbundet med lån baseret på korte renter og afdragsfrihed. I forhold til samfundet som helhed, kan man håbe på at realkreditinstitutterne ikke ser det som en fribillet til at øge deres bundlinje alene for at udbetale overskuddet til deres aktionærer. Så længe der hverken er tale om fuldkommen konkurrence på realkreditmarkedet eller offentlig ejerskab, er dette set fra et samfundsperspektiv desværre nok uundgåeligt.

5.4.3 Samlet

Renterisikoen i dansk realkredit er ikke uvæsentlig, da den har stor indflydelse på store dele af de danske realkreditlåntagere. Eftersom renterisikoen udgør en stor del af det samlede risikobillede i dansk realkredit, er det nødvendigt at risikoen bliver håndteret hensigtsmæssigt. Staten og realkreditinstitutterne har begge interesse i at vi har et sundt og velfungerende realkreditsystem, hvorfor begge interessenter konstant søger at holde realkreditsystemet sundt, ved løbende at

Aktuelle risici i dansk realkredit

gennemføre målrettede tiltag. Statens interesse er, at vi har et velfungerende dynamisk samfund, for hvilket et effektivt realkreditsystem har en stor betydning. Realkreditinstitutterne er private profitmaksimerende virksomheder, som søger at maksimere afkastet til deres aktionærer. For at de kan give deres aktionærer et godt og langsigtet afkast, er det imidlertid også essentielt at realkreditinstitutterne drives med et langsigtet fokus. Selvom realkreditinstitutterne og statens interesser burde være ens, lader det alligevel til at det er nødvendigt med statslige indgreb for at gennemføre de svære tiltag (Rangvid, 2013). Den indbyrdes kamp mellem realkreditinstitutterne om markedsandele, gør det næsten utænkeligt at et realkreditinstitut vil kunne gennemføre tiltag som kortsigtet kan komme til at koste dem markedsandele. Af den grund kan det synes nødvendigt, at staten tager ansvar på realkreditinstitutternes vegne og gennemfører de nødvendige tiltag, således at der ikke sker forskydninger i konkurrencesituationen realkreditinstitutterne imellem. Således virker ideen om selvregulerende markeder på nuværende tidspunkt, ikke til at være en realistisk løsning for realkreditsystemet.

6. Kursrisiko

6.1 Redegørelse

Kursrisikoen består i den risiko, der er forbundet med udsving i kursen på et givent værdipapir, og i dette tilfælde altså risikoen for kursudsving på realkreditobligationer. Kursrisikoen er som udgangspunkt et produkt af renterisikoen, da det er renteniveauet, der bestemmer kursen på obligationer. Reelt er rente- og kursrisiko to sider af samme sag, da driverne bag udviklingen i både rente- og kursudsving er de samme. Forskellen er blot, at kursrisiko alene er et udtryk for formueforskydninger, mens renterisikoen (ud fra afhandlingens fokus) kommer til udtryk i en likviditetsrisiko. Obligationsteoretisk vil kursændringer ske som følge af ændringer i markedsrenten, hvor en obligationskurs stiger som følge af rentefald, da renten på obligationen relativt set vil være højere i forhold til markedsrenten, og vice versa ved rentestigninger. I dette afsnit vil vi alene fokusere på formueforskydninger i forbindelse med renteændringer, der omtales som kursrisiko.

Kursrisiko er relevant for både låntagere og långivere, da obligationskursen altid vil være et udtryk for låntagers aktuelle pris for gældindfrielse. Det betyder at låntagere, alt andet lige, i forbindelse med indfrielse vil ønske en så lav obligationskurs som muligt, hvorimod at obligationsejeren ønsker en høj obligationskurs ved indfrielse.

Dansk realkredit adskiller sig fra andre realkreditsystemer i verden, ved at låntagerne har mulighed for indfrielse gennem opkøb af tilsvarende obligationer i markedet. Systemet gør det derved mere interessant for låntagere at følge kursudviklingen på obligationen, da det kan være økonomisk rentabelt.

6.1.1 Kursrisiko afhængig af låntype

I forhold til at afgøre kursrisikoen på de enkelte låntyper i dansk realkredit, er det nødvendigt at vurdere følgende variablerne; konverterbarhed, rentefastsættelse og varighed.

I forhold til konverterbarhed skal der skelnes mellem inkonverterbare og konverterbare obligationer. Inkonverterbare er en obligation i sin reneste form. En inkonverterbar obligation har således ubegrænsede kursudsving, hvorfor de også er de mest risikable obligationer set ud fra et låntagerperspektiv, da kurstabet i princippet kan være uendeligt stort.

Konverterbare obligationer adskiller sig ved, at de har indbygget en call option, som giver låntagerne en mulighed for på hvilket som helst tidspunkt at indfri et lån til en på forhånd aftalt kurs (typisk kurs 100 eller 105). Konverterbare obligationer lader låntagerne indfri uden merpris ved rentefald og skære af restgælden når renten stiger – dette er helt unikt for det danske realkreditsystem (Lea, 2010). Afhængig af om en obligation er omfattet af konverteringsret eller ej, varierer kursrisikoen væsentligt. Rentefastsættelsen af realkreditobligationer har ligeledes stor påvirkning på kursrisikoen. Dette skyldes, at en flydende rente gør, at kursen holdes fast omkring kurs 100, mens lån baserede på fastforrentede obligationer giver anledning til store kursudsving. Såfremt man ønsker eksponering over for kursændringer bør man vælge fastforrentede obligationslån, og vælge variabelt forrentede lån hvis man foretrækker konstant kurs og likviditetsrisiko. Begrebet varighed bestemmes ud fra et vægtet gennemsnit af obligationens enkelte betalingers løbetid. I praksis bruges varighedsapproksimationer blandt andet til at vurdere risikoen for kursudsving på en given obligation eller obligationsportefølje (Astrup Jensen, 2013). Jo længere varigheden er, jo større er kursfølsomheden. Derudover kan begrebet også anvendes til immunisering af obligationsporteføljer. Betalingerne bliver således vægtet ud fra deres bidrag til betalingsrækkens samlede nutidsværdi. De primære drivere bag varigheden er obligationens løbetid og lånets betalingsprofil (herunder afdragsprofil, låntype, etc.). Jo længere ude i fremtiden, obligationens cash flows ligger, desto større vil varigheden være.

Samlet kan det fastslås, at kursrisikoen i høj grad bestemmes ud fra variablerne konverterbarhed, rentefastsættelse og varighed. Lange fastforrentede realkreditobligationer er som udgangspunkt de mest kursfølsomme, da varigheden typisk er lang og renten fast. Variabelt forrentede lån er derimod markant mindre eksponeret for kursrisiko, hvilket primært skyldes, den variable rente og den relativt korte løbetid på obligationerne bag.

I dette afsnit vil vi forsøge at belyse kursrisikoen forbundet med de mest populære låntyper i dansk realkredit ud fra de nævnte tre variabler. Vi vil belyse kursrisikoen ud fra låntagernes såvel som investorernes perspektiv. Slutteligt vil vi forsøge at fremlægge et nuanceret billede af den samlede kursrisiko i dansk realkredit, og konsekvenserne ved denne.

6.1.1.1 Fastforrentede konverterbare obligationslån

I et kursrisikoperspektiv er det karakteristisk at denne låntype ikke er eksponeret over for likviditetsrisiko, men alene formuerisiko, da renteændringer afspejles i ændringer i obligationskursen (Campell & Cocco, 2003). At låntypen er konverterbar begrænser kursrisikoen fra låntagernes perspektiv, og øger den fra et investorperspektiv. Dette skyldes, at såfremt renten

skulle falde markant, og kursen, og dermed låntagers gæld, skulle stige, kan låntager blot indfri til den aftalte kurs, hvorfor låntagers kursrisiko, og investors upside ved kurstigninger, begrænses. Til sidst er løbetiden på obligationerne lang, da lånene er forfinansierede, og varigheden og dermed kursfølsomheden er høj.

6.1.1.1.1 Låntagerperspektiv

De fastforrentede lån har som nævnt typisk en løbetid på 30 år, mens løbetider på hhv. 10 og 20 år dog heller ikke er unormale. Under hele lånets løbetid er renten såvel som ydelsen fast. Den faste rente giver en stor sikkerhed for både låntager og investor, da man allerede ved lånets optagelse kender lånets ydelser i hele dets løbetid (såfremt lånet ikke indfries før tid). Selvom at renten og ydelserne på lånet er fast, er kursen på de bagvedliggende obligationer relativt volatil. Det skyldes, at obligationerne løbende bliver vurderet i markedet ud fra et dagsværdiperspektiv, og bliver derfor kursfastsat efter gældende renteniveau og rentestruktur. Det vil sige, at såfremt renten er steget, vil kursen på obligationer alt andet lige falde, og omvendt hvis renten er faldet vil kursen stige.

Låntagere er beskyttelse mod store kurstigninger. Dette skyldes, at låntagerene altid har muligheden for at indfri deres konverterbare fastforrentede obligationslån til maksimalt kurs 100. Med andre ord har låntagere som har finansieret sig med konverterbare obligationer en asymmetrisk risikoprofil, da låntagere aldrig risikerer at skulle betale mere end pari ved indfrielse af lån. Den asymmetriske risikoprofil betyder, at låntagers potentielle upside ved kursfald er større end deres downside ved kurstigninger. Det betyder, at en enorm rentestigning, i princippet kan gøre boligejere finansieret med disse lån så godt som gældfrie. Boligejerne kan således bruge obligationslånet til at lave en effektiv hedge mod boligprisfald forårsaget af rentestigninger.

Overordnet set har låntagere med konverterbare fastforrentede obligationslån en begrænset eksponering over for kursrisikoen. Samtidig yder låntypen en stor beskyttelse af låntageren, gennem muligheden for førtidig indfrielse til maksimalt kurs 100.

6.1.1.1.2 Investorperspektiv

Realkreditsystemets høje kreditværdighed og likviditet, har været medvirkende til at danske låntagere har kunne nyde godt af nogle af verdens laveste renter på boligfinansiering. Fra et investorperspektiv udgør låntagernes konverteringsret en begrænsning af investorernes afkast, da låntagernes konverteringsret, begrænser investorernes afkast ved rentefald. Denne call option bliver værdiansat af investorerne, og indregnet i deres afkastkrav og resulterer dermed umiddelbart i

lavere obligationskurser. På den måde tager investorerne sig således betalt for at låntagerne får en konverteringsret.

På trods af de beskudne muligheder for kursstigninger er obligationerne meget efterspurgt af investorer i hele verden. Obligationernes popularitet skyldes at de bliver betragtet som værende blandt nogle af de sikreste værdipapir i markedet. Et andet argument er at køberne til danske fastforrentede realkredit obligationer reelt anskuer obligationerne som sikker pengeanbringelse og at afkastet er af mindre vigtighed. Dette vil også samtidig forklare hvordan man i 2015 kunne ”få” negative renter, og hvorfor investorerne køber obligationerne, selvom det reelt koster penge at placere kapitalen (Elkjær, 2015).

6.1.2 Rentetilpasningslån

Rentetilpasningslånene er baseret på en serie af korte, fastforrentede, inkonverterbare obligationer. Kursrisiko har ingen direkte kobling til lånet, men til obligationen, hvorfor denne må betragtes som fastforrentet. Løbetiden på obligationerne varierer ud fra valget af rentetilpasningsinterval, hvilket vil sige at løbetid ligger i intervallet 1-10 år. Ligesom løbetiden på obligationerne varierer varighed og kursfølsomheden med længden på obligationens løbetid. Størstedelen af rentetilpasningslånene er udstedt med refinansiering i intervallet 1-5 år, hvorfor det generelt kan udledes at varigheden på obligationerne bag rentetilpasningslånene er relativt kort, og kursfølsomheden relativt lille. Optager man derimod et lån med refinansiering hvert 10. år, er kursfølsomheden højere, og lånet eksponerer låntager mod en ikke uvæsentlig kursrisiko.

Kursfølsomheden på rentetilpasningslån generelt afhænger af obligationernes løbetider. Vi har fundet data som viser at det samlede udlån i dansk realkredit er 735 mia. kr. gennem rentetilpasningslån. Heraf er 40% baseret på et-årige obligationer, 57% 2-5 årige obligationer og 3% 5-10 årige obligationer (Realkreditrådet, 2015). Således er 97% af rentetilpasningslånene er baseret på obligationer med løbetider ≤ 5 år. Det faktum at de korteste rentetilpasningslån er de mest efterspurgte, betyder at kursrisikoen forbundet med disse er begrænset.

6.1.2.1 Låntagerperspektiv

Rentetilpasningslån er, modsat fastforrentede obligationslån, som udgangspunkt ikke særligt kursfølsomme. Dette skyldes først og fremmest den løbende rentetilpasning, som finder sted i intervaller af 1-10 års mellemrum. Løbetiden er ligeledes relativt kort, hvorfor varigheden på obligationerne er lav. Inkonverterbarheden betyder ubegrænsede kursudsving, hvilket medvirker til en større kursrisiko for låntagerne.

Ved alle rentetilpasningerne kan indfrielse foretages til kurs 100, på alle rentetilpasningslån, hvorfor kursrisikoen på trods af inkonverterbarhed alligevel er relativt begrænset, hvorfor der kun er kursrisiko i perioderne mellem rentetilpasningerne. I den mellemliggende periode er renten på lånet fast, og kurserne varierer i denne periode med renteudviklingen.

I praksis kan låntagere i forbindelse med salg af bolig være eksponeret over for kursrisiko. Dette skyldes, at det i praksis være vanskeligt at planlægge et boligsalg. Det er imidlertid værd at huske på at kursrisikoen lige så vel kan være positiv som negativ for låntageren, da låntageren som indfrier sit rentetilpasningslån uden for rentetilpasningstidspunktet vil realisere en kursgevinst hvis markedsrenten er steget siden seneste rentetilpasning.

Ønsker man at minimere kursrisikoen forbundet med et rentetilpasningslån er det optimale valg det korte etårige rentetilpasningslån. Har man en længere tidshorisont og forventning om at beholde sit rentetilpasningslån i en længere periode, kan det stadig godt være et fornuftigt valg at vælge et af de længere rentetilpasningslån, da man derved mindsker renterisikoen. Optimalt bør valget af rentetilpasningslån bestå af en overvejelse af den forventede tid til indfrielse samt låntagerens appetit på kursrisiko, og ikke blot renterisiko, som de fleste låntagere har tendens til.

6.1.2.2 Investorperspektiv

Den største kursrisiko inden for rentetilpasningslån findes ved de længste løbetider som f.eks. F5 og F10, da disse har den længste varighed. Risikoen for kurstab til investorerne på rentetilpasningslån opstår når markedsrenten er steget, således at låntager har muligheden for at indfri lånet til under kurs 100 inden rentetilpasningstidspunktet ved at købe de bagvedliggende obligationer i markedet. Er renten omvendt faldet, vil obligationsejerne stå til en kursgevinst.

Det forventes at størstedelen af investorerne til rentetilpasningsobligationer, ikke nødvendigvis forventer en høj forretning, men i højere grad en sikker anbringelse. Institutionelle investorer bruger ofte disse obligationer til at afdække deres helt kortsigtede kapitalbehov som en del af en varighedshedge (Astrup Jensen, 2013).

6.2 Håndtering af kursrisiko

Kursrisikoen synes ikke at være blandt de største bekymringer hos realkreditinstitutterne, Finanstilsynet eller Nationalbanken. Forklaringen findes i, at kursrisikoens størrelse relativt til andre risici som renterisiko og refinansieringsrisiko.

Det næsten ikke-eksisterende fokus på kursrisiko betyder, at rådgivningen om risikoen hos banker og realkreditinstitutterne som faciliterer og udsteder realkreditlånene, formentligt er meget begrænset. I stedet for at rådgive om kursrisiko lader det til, at realkreditinstitutterne fokuserer mere på at reducere renterisiko og refinansieringsrisiko på deres balancer. Det betyder, at mange låntagere kan risikere at blive slemt overraskede den dag de skal indfri deres lange rentetilpasningslån, da de finder ud af at de bliver tvunget til at betale en væsentlig overkurs for at indfri deres lån. Mange låntagere som befinder sig i denne situation føler ikke at de er blevet rådgivet ordentligt, hvilket har ført til en række sager i Pengeinstitutsankenævnet (Nielsen, Overset fælde truer flekslånerne, 2013). Dette tyder umiddelbart på, at nuværende håndtering af kursrisiko i forbindelse med særligt de lange rentetilpasningslån, ikke har været velfungerende. Det forhold vil vi senere i dette afsnit belyse yderligere.

6.3 Analyse af kursrisiko

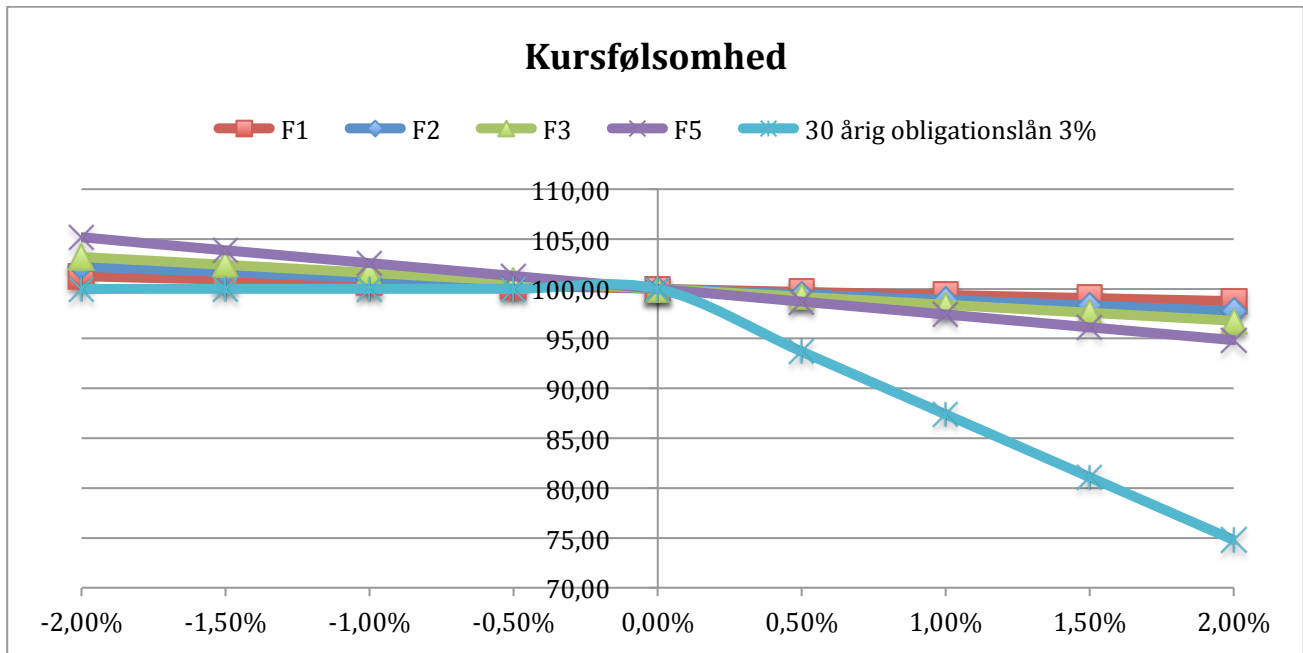
Ud fra et låntagerperspektiv kan kursrisiko let blive negligeret i sammenligning med andre risici forbundet med realkreditfinansiering, herunder særligt renterisiko. Kursrisikoen har som udgangspunkt kun indflydelse på private låntagere ved låneoptagelse og førtidige indfrielse, da ydelsen som udgangspunkt er upåvirket af kursændringer i løbet af lånet løbetid.

6.3.1 Fastforrentede obligationslån:

6.3.1.1 Låntagerperspektiv

Kursfølsomheden er størst på de obligationer hvor renterisikoen i et likviditetsmæssigt perspektiv er mindst. Dette ses tydeligt af nedenstående illustration (figur 13). Af denne ses det tydeligt at kursfølsomheden på de 30 årige fastforrentede obligationslån, er markant større end kursfølsomheden på rentetilpasningslån med rentetilpasninger i intervaller af 1-5 år. Det kan ligeledes aflæses af figur 13, at kursfølsomheden er størst for de rentetilpasningslån med de længste perioder mellem rentetilpasningerne¹².

¹² Bemærk at figuren er baseret på nyudstedte obligationer, hvor løbetiden er angivet i hele år. Obligationernes kursfølsomhed er beregnet ud fra en varighedsapproksimation. Varigheden er en lineær funktion, hvilket betyder at funktionen antager lineær sammenhæng mellem renteændringer og kursændringer. I praksis er sammenhængen mellem disse ikke helt lineær, hvorfor beregningerne naturligt er forbundet med en vis usikkerhed. For at øge beregningernes troværdighed kunne man evt. inkludere konveksitet, som er et udtryk for afvigelsen fra varighedsapproksimationen.



14 13 – Egen tilvirkning

Hvad angår kursfølsomhed er den 30-årige fastforrentede konverterbare obligation i en kategori for sig selv. Dette skyldes obligationens lange løbetid og faste rente, som gør obligationen særligt kursfølsom. Var obligationen inkonverterbar ville kursen kunne stige til over kurs 100¹³, og låntager ville være eksponeret over for kurstab. Samtlige obligationer bag rentetilpasningslåne er inkonverterbare, hvorfor disse som det kan ses på figur 13, reelt godt kan stige til langt over pari. Løbetiden på disse lån er imidlertid så kort, så kursfølsomheden er relativt lille.

I forbindelse med det 30-årige fastforrentede obligationslån er der gode muligheder for låntager for at spekulere i rentestigninger og kursfald. Det aktuelle renteniveau for 30-årige konverterbare fastforrentede obligationer ligger omkring 3-3,5%, og alene inden for det seneste kalenderår, har der været udstedt tilsvarende obligationslån med kuponrenter helt ned til 1,5%. Det betyder, at låntagerne med 1,5% obligationer, allerede nu ville kunne realisere væsentligt kursgevinster ved at indfri eller opkonvertere. Den gennemsnitlige dagskurs på 1,5% obligationerne er 87,4¹⁴. Det betyder, såfremt obligationerne er optaget tæt på kurs 100, at låntagerne vil kunne skære ca. 13% af sin restgæld. Denne kursgevinst havde formentlig været en smule større, hvis likviditeten i obligationsserierne var større.

¹³ I praksis handles konverterbare obligationer jævnligt over kurs 100. Dette skyldes primært forventningen om at store dele af låntagerne ikke vælger at konvertere selvom, det måske ville være økonomisk fordelagtigt.

¹⁴ Gennemsnitskursen er baseret hhv. ”1,5 % Nykredit med afdrag 2047” og ”1,5 % Realkredit Danmark med afdrag 2047” hentet fra Børsen.dk d. 29.09.2015.

Som nævnt tidligere i afsnittet, er låntagere med konverterbare obligationslån begunstiget med en ”call option” på førtidig gældsindfrielse til kurs 100, således at de ikke behøver frygte for stigninger i deres restgæld ved rentefald. Man kan på den baggrund udlede, at der er tale om en lånemulighed med en meget begrænset risiko. For at reducere sin restgæld ved rentestigninger, koster det på tidspunktet for låneoptagelsen en højere rente sammenlignet med eksempelvis rentetilpasningslån (ved normal rentestruktur), men til gengæld er fastforrentet. Ergo, må låntager finde sig i at skulle betale en højere ydelse ved at tage et fastforrentet lån, for til gengæld at have muligheden for at kunne reducere sin restgæld. Det virker som en relativt lav pris for et potentielt stort afkast, og man kan derfor spørge sig om, hvorfor ikke flere låntagere fristes til at anvende lange konverterbare fastforrentede obligationslån. Det spørgsmål kan formentligt besvares med følgende forhold:

1. Låntagere har tendens til at vælge de låntyper med den billigste startydelse.
2. Det er umuligt at forudsige renteudviklingen.
3. Størstedelen af de private låntagere kender ikke til muligheden for kursgevinst, og medtager derfor ikke forholdet i deres beslutningsproces.

Flere videnskabelige undersøgelser viser, at boligejere har tendens til at vælge realkreditlån ud fra startydelse, og derfor vælger kortere variable lån som umiddelbart virker ”billigere” (Svenstrup, 2002). Desuden er det helt evident, at ingen kan forudse fremtiden, så hvordan skulle de enkelte låntagere være i stand til det. Det sidste forhold går primært ud på, at den gennemsnitlige låntager ikke kan/vil involvere sig i relativt komplekse finansielle spekulationer som disse.

I et nyere studie, beskrives det, hvorledes en stor del af de danske låntagere ikke er opmærksomme på de konverteringsmuligheder, der kan være ved renteændringer, og på trods af økonomiske incitamenter til at konvertere, har denne del af låntagerne en tendens til blot at fortsætte med samme lån (Campbell, Andersen, Meisner Nielsen, & Ramadorai, 2015).

6.3.1.2 Investorperspektiv

For investorerne er låntagernes konverterbarhed, ensbetydende med at de har begrænset deres mulighed for kursgevinster, samtidig med at de er eksponeret over for risikoen for store kurstab, hvorfor risikoprofilen må siges at være stærkt asymmetrisk for investorerne. Konverteringsret til låntagerne, vil umiddelbart betyde højere renter og lavere kurser, da investorerne vil tage sig betalt ved at hæve deres afkastkrav.

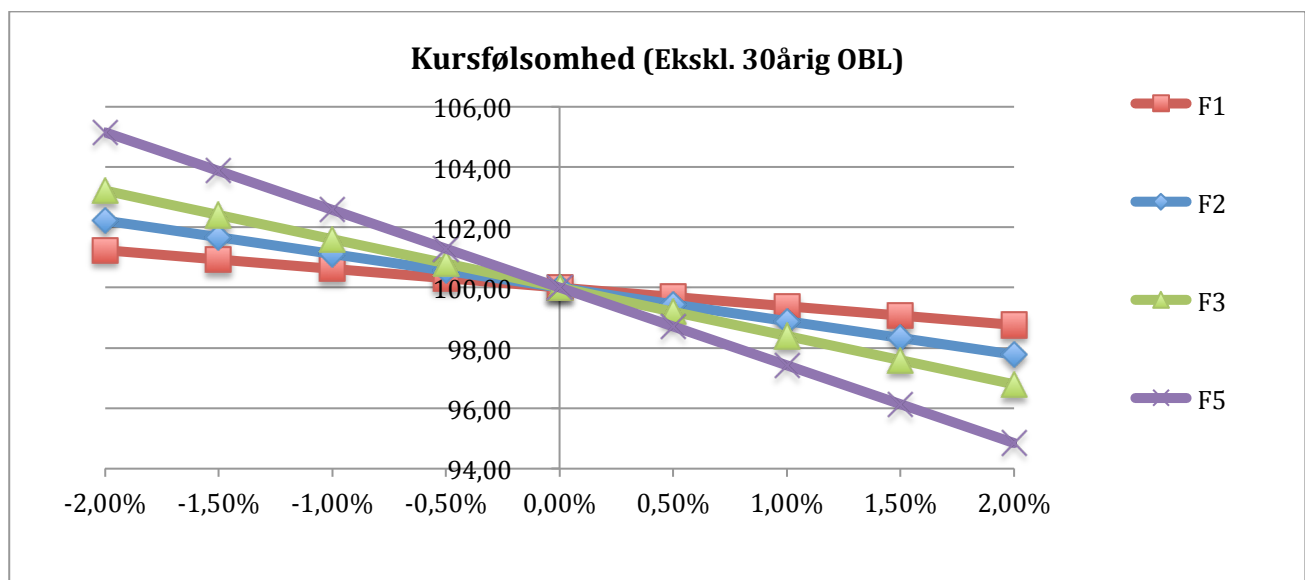
Ud fra den logik, kan det udledes, at hvis ikke der var ydet beskyttelse af låntagernes kursrisiko, ville danske låntagere have endnu billigere realkreditlån. Konsekvensen ved at fjerne låntagernes konverteringsret på obligationerne, kunne dog være, at flere danskere bliver tvunget til at

misligholde deres gæld. Såfremt renterne skulle falde voldsomt, og kurserne stige, ville det for mange låntagere være svært at komme ud af deres hjem, såfremt realkreditlånet eksempelvis skulle indfries til kurs 130. Dette vil fjerne en stor del af den fleksibilitet og mobilitet, der er i det danske realkreditsystem, og vil kunne tvinge folk til enten at blive siddende i en bolig, de ikke har råd til, eller alternativt tvinge folk til at sælge deres bolig med tab. Dette vil kunne lede til stigende tab, og resultere i en generelt øget kreditrisiko som ville forplante sig i hele realkreditsystemet. Den højere kreditrisiko vil efterfølgende føre til større risiko for tab hos obligationsejerne, som i sidste ende vil resultere i lavere kurser og højere renter til låntagerne.

På denne baggrund, er det et spørgsmål om hvorledes en afskaffelse af låntagernes call option til førtidig indfrielse, reelt vil føre til billigere renter eller om rentebesparelsen blot vil "blive spist" af den forøgede risiko. Argumentet for at yde denne beskyttelse af låntagerne kunne således være at de professionelle investorer alt andet lige bedre ville kunne håndtere kursrisikoen, end den gennemsnitlige låntager, og at beskyttelsen således i sidste ende har ført til et sikrere, billigere og mere velfungerende marked for boligfinansiering.

6.3.2 Rentetilpasningslån

Rentetilpasningslån er som nævnt ikke så interessante ud fra et kursrisiko perspektiv. Dette understreges blandt andet af figur 14, hvor kursfølsomheden for rentetilpasningslån er afbilledet.



Figur 14 – Egen tilvirkning

Af figur 14 kan først og fremmest aflæses at kursfølsomheden vokser i takst med at intervallet mellem rentetilpasningerne vokser, og således er F5 lånet f.eks. eksponeret overfor større kursrisiko

sammenlignet med F1-lånet. På den baggrund kan det fastslås, at de lange rentetilpasningslån F5- og F10-lån er de mest kursfølsomme. Det kan således være bekosteligt for disse låntagere, at renterne på realkreditlån falder, såfremt låntager skulle være nødsaget til at indfri uden for tidspunktet for rentetilpasning. I praksis ville et rentefald på 2 procentpoint, betyde at en låntager med F5 lån ville skulle betale ca. kurs 105 for at indfri sin restgæld (se figur 14). Denne effekt havde naturligvis været større hvis der havde været tale om enten større rentefald eller længere løbetid som ved et F10-lån. Tab i denne størrelsesorden kunne potentielt tvinge grupper af boligejere til at blive boende, selvom de skulle ønske at flytte. Dette vil på et samfundsmæssigt niveau bl.a. kunne føre til lavere arbejdsmobilitet, og i nogle tilfælde kunne begrænse boligejere i at tilpasse deres boligsituation til eksempelvis familieforøgelse eller reduktion. Aktuelt er dette ikke et væsentligt problem, da det på nuværende tidspunkt kun er ca. 1% af låntagerne som har rentetilpasningslån med løbetid i intervallet 6-10 år. På trods af den manglende aktualitet er problematikken værd at belyse, da den potentielt kan vokse i omfang, hvis ikke problemets kerne begrænses. Christian Hilligsøe fra Realkredit Danmark udtaler følgende om kursrisikoen:

"I vores rådgivning tager vi højde for det. Hvis en boligejer har planer om at sælge sit hus i løbet af et år, er det ikke en god idé at vælge et F5-lån. Så er det måske en bedre idé at vælge et F1-lån. For uanset hvordan man vender og drejer det, så giver F1-lånet den største fleksibilitet for låntageren. Men det indebærer også en større risiko". (Nielsen, 2013)

Ifølge Christian Hilligsøe lader det således til at man forsøger sig med at yde en nuanceret rådgivning, om de relaterede risici og hvordan disse bør afvejes. Den umiddelbare skepsis kunne så hvile på to forhold. Er rådgiverne i banker og realkreditselskaberne kompetente til at yde denne rådgivning hensigtsmæssigt og hvor stor en andel af låntagerne kan i virkeligheden forstå og gennemskue risikosituationen alligevel?

Samlet set kan det fastslås at rentetilpasningslånene ikke er ret kursfølsomme. Låntypens inkonverterbarhed øger dog kursrisikoen. Inkonverterbarheden eksponerer som tidligere nævnt, låntagerne over for kurstab ved rentestigningerne. Denne risiko kan potentielt resultere i ikke uvæsentlige kurstab, dog til et relativt begrænset antal låntagere med lange rentetilpasningslån.

6.3.3 Høj likviditet giver færre kursudsving

Danske realkreditobligationer har tidligere været omtalt som "guldrandede værdipapirer", da obligationerne opfattes som nogle af de mest sikre værdipapirer i verden (Realkreditrådet, 2015).

Den høje status kan tilskrives mange forskellige faktorer. Herunder er det særligt den enorme størrelse og store likviditet som udmærker sig. Den høje likviditet har en stærk stabiliserende effekt på både renter og kurser, og minimerer således både rente- og kursrisiko i dansk realkredit. I praksis betyder den høje aktivitet, at der altid er købere til en fair markedspris, hvilket er meget afgørende for at holde stabile kurser.

En selvforstærkende effekt på likviditet, har forholdet at danske banker kan anvende danske realkreditobligationer som reservelikviditet. Dette skyldes at forskning (Dick-Jensen, Gyntelberg, & Sangill, 2012) har vist at realkreditobligationer er lige så likvide som statsobligationer. Faktisk var det under seneste finanskrisen endnu lettere at handle realkreditobligationer end statsobligationer, og realkreditobligationer kan således i dag nyde godt af at de bliver betragtet som "superlikvide". Refererede rapport og dennes opdagelser er faktisk skyld i at bankerne i dag kan bruge danske realkredit som likviditetsreserve, hvilket har givet et yderligere pres mod lavere renter til danske realkreditlånere.

6.3.4 Det optimale lånevalg

Af analysen må det konkluderes at låntagers kursrisiko i høj grad, anghænger af lånevalget. Derfor bør kursrisiko også være et forhold som låntagere bør inddrage i deres beslutningsgrundlag ved lånevalg. Det er særligt vigtigt for låntagere at identificere hvor længe de realistisk forventer at blive i boligen, da dette har stor betydning for valget af realkreditlån. Forventer en boligejer f.eks. kun at beholde en bolig i 3 år, vil det for de flestes vedkommende, ikke give mening af at tage et lån med fastlåst rente i mere end 3 år. Ved eksempelvis at vælge et 5-årigt lån, vil en given låntager ved salg efter 3 år således være eksponeret over for kursrisiko. Dette havde låntagere kunne undgå ved enten at optage et maksimalt treårigt rentetilpasningslån eller et traditionelt konverterbart obligationslån. Ud fra antagelsen om, at den gennemsnitlige låntager ønske mindst mulig kursrisiko, må det anbefales at låntagere ikke vælger rentetilpasningslån med længere tid til næste refinansiering end den forventede resterende ejerskabstid. Holder antagelsen ikke, fordi låntagere ønsker at spekulere i kursudsving, vil lange rentetilpasningslån stadig næppe være det optimale valg, da et 30 årig fastforrentet konverterbart obligationslån på grund af sin lange løbetid har en markant højere kursfølsomhed. Således kan det udledes at låntagere uanset om de ønsker at spekulere i kursrisiko eller ej, aldrig (ud fra et kursrisikoperspektiv) vil være optimalt tjent ved at vælge et rentetilpasningslån med længere tid til næste rentetilpasning end den forventede resterende ejerskabstid.

6.4 Analyse af håndteringen af kursrisiko

På baggrund af ovenstående analyse lader kursrisikoen ikke til at udgøre nogen mærkbar risiko for hverken realkreditinstitutterne eller investorerne. Da kursrisikoen ikke har likviditetsvirkning for låntagerne, vil det ikke være kursrisikoen som kan udløse store tab hos låntagerne i nær fremtid. Kursrisiko kan dog potentielt udgøre et helt andet problem for låntagerne og samfundet generelt. Låntagere med inkonverterbare lån, kan potentielt se en øget pris for indfrielsen af restgæld, og derved reelt bliver låst til deres eksisterende boliger i længere perioder. Dette kan føre til reduceret arbejdsmobilitet i samfundet, da danskere i højere grad vil være tvunget til at blive i eksisterende bolig, da de kan komme i en situation hvor de ikke har råd til at indfri deres restgæld til gældende kurser.

Som nævnt er ovenstående problemstilling kun et problem for netop de låntagere, som har finansieret sig med længere inkonverterbare lån. Det oplagte at gøre på samfunds niveau kunne være at sørge for at færre låntagere benytter sig af disse lån. Således ville det være nærtliggende at sørge for, at der bliver intensiveret på rådgivningen om netop kursrisiko, hos banker og realkreditinstitutter, i forbindelse med optagelse af nye boliglån. I praksis lader det dog i stedet til at være større fokus på at flytte låntagerne fra korte rentetilpasningslån, f.eks. F1-lån, og over til de længere rentetilpasningslån F3- og F5-lån (Nielsen, 2013), for at sænke låntagernes eksponering over for renterisiko. Dette kan formentligt forklares ved at realkreditinstitutterne fokuserer mere på at mindske både refinansierings- og renterisiko. Således gør realkreditinstitutterne rigtig meget for at "tvinge" deres lånere væk fra både korte variable lån og afdragsfrie lån. Dette vil således i et kursrisikoperspektiv komme til at koste låntagerne dyrt. Uanset hvad må realkreditinstitutterne prioritere sine indsatsområder for at sikre systemets samlede sundhed, selvom dette uundgåeligt vil være forbundet med "bivirkninger".

7. Indlåsningsrisiko

7.1 Redegørelse

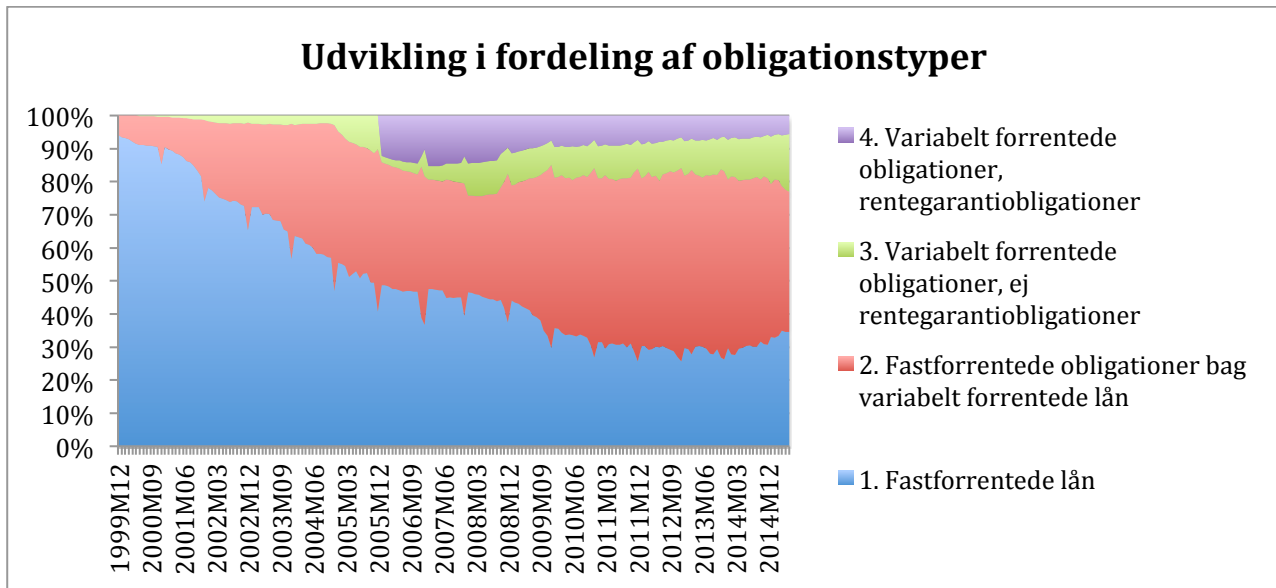
Indlåsningsrisikoen er et udtryk for risikoen for, at obligationsserier ikke bliver tilstrækkeligt store, og hele eller store dele af obligationsserierne opkøbes af få investorer, hvorfor det effektive marked sættes ud af spil, og de kan udnytte deres position til at kræve en overkurs fra de låntagere, som måtte ønske at indfri deres lån (Jakobsen S. , 2007). I praksis betyder indlåsningseffekten, at låntager vil opleve større usikkerhed i forbindelse med enten konvertering eller indfrielse.

Gennem realkreditsektorens mere end 200 år lange historie, har der været tendens til konsolidering blandt realkreditinstitutterne. Konsolideringen har bidraget til at skabe koncentration og høj likviditet i obligationsserierne. I de senere år har produktinnovation øget fremkomsten af nye låneprodukter (Johansen & Nielsen, 2008). Indførelsen af rentetilpasningslån i 1996 har haft stor betydning, da udbredelsen af denne låntype har været særligt stor. Indførelsen af afdragsfrihed og garantilån, har ligeledes udgjort en væsentlige påvirkning. Samlet har indførelsen af alle disse låneprodukter forøget antallet af obligationsserier væsentligt.

Indførslen af rentetilpasningslåne som finansieres med korte fastforrentede inkonverterbare obligationer har medført et større antal korte obligationer, som i dag udgør en større andel af realkreditsystemets samlede udestående. Variabelt forrentede obligationslån er ligeledes en relativt ny obligationstype, som også udgør en væsentlig del af det samlede udestående i dansk realkredit.

7.1.1 Låntager

Samlet udgør alene rentetilpasningsobligationerne og de variabelt forrentede obligationer i dag næsten 60% af det samlede udestående i dansk realkredit, hvilket vidner om deres store popularitet, jævnfør figur 15.



Figur 15 – Kilde: (Danmark Statistik, 2015)

Jo mindre obligationsserier der fremkommer, jo større mulighed er der ligeledes for at det lykkedes en eller få investorer at købe en hel eller en stor del af en obligationsserie. Indlåsningseffekten kommer således i takt med, at det effektive marked og den effektive prisfastsættelse bliver sat ud af spil.

Det er værd at bemærke at for en stor andel af alle danske låntagere, hvis lån er baseret på konverterbare realkreditobligationer, vil indlåsningsrisikoen kun være til stede i perioder med stigende renter. Dette skyldes, at det kun vil være profitabelt at indfri via opkøb af obligationer til markedskurs, såfremt at denne pris af lavere end ved anvendelse af konverteringsretten til typisk pari.

Inkonverterbare obligationer, herunder obligationerne bag rentetilpasningslånene, vil altid være påvirket af indlåsningseffekten uanset renteutviklingen i lånets løbetid, da indfrielse af denne obligationstype per definition kun kan ske ved opkøb af bagvedliggende obligationer til markedskurs. Der er flere måder hvorpå man som låntager kan ende i en lille illikvid obligationsserie. Den første og nok mest typiske er, at låntager vælger en låntype, som af forskellige årsager aldrig bliver en særligt stor obligationsserie. Dette kan skyldes manglende popularitet, eller alternativt, at serien kun er åben i en meget kort periode, grundet ændringer i renterne, som eksemplet var med den fastforrentede 1,5%-obligation. Det andet scenarie er, at en obligationsserie løbende bliver mindre og mindre, efterhånden som flere låntagere indfrier eller konverterer deres lån. Derved kan det forekomme, at de resterende låntagere som ikke har fået

indfriet i tide, pludselig sidder tilbage med et lån i en meget lille serie og dermed en øget indlåsningsrisiko. Dette kunne eksempelvis være låntagere med afdragsfrie lån, som i forbindelse med, at afdragsfriheden ophører typisk vil vælge at konvertere til et nyt 30 årigt lån. Derved vil de låntagere som affinder sig med den nye høje ydelse og bliver i lånet, sandsynligvis blive en del af en mindre serie, som kan blive dyr at komme ud af.

7.1.2 Investor

Et effektivt obligationsmarked med stor omsættelighed, vil alt andet lige være at foretrække for de fleste investorer. Dette skyldes, at investorer med lange positioner i serier med lav likviditet, kan risikere ikke at få en fair markedspris for deres obligationer, hvis der skulle opstå behov for salg. Således kan det i mange tilfælde være en fordel for investorerne at investere i likvide obligationsserier.

På trods af at investorer må forventes at have interesse i at betale en merpris for at undgå illikvide obligationsserier, har det været muligt at observere en tendens til at mindre serier har højere prissætning i markedet end større serier (Johansen & Nielsen, 2008). Denne tendens har baggrund i at investorer anser investeringer i illikvide obligationsserier, som en mulighed for at øge deres profit. Dette skyldes, at nogle investorer vil udnytte obligationsseriernes illikviditet til at opkræve en merpris fra låntagere, der ønsker at konvertere eller indfri deres realkreditlån. Altså kunne der i praksis synes at være en større tendens til, at der betales knaphedspræmie i illikvide obligationsserier, end det omvendte som er likviditetspræmie i likvide serier.

Det er vigtigt at huske på, at indlåsningseffekten er et nulsumsspil, hvilket betyder, at alle de penge den ene part måtte tabe, vil være en gevinst på den anden side. Skulle investorerne således give afkald på deres mulighed for at tjene en ekstra profit som potentielt kan tjenes i forbindelse med indlåsningseffekten, ville det kunne forventes at investorerne sandsynligvis vil hæve deres afkastkrav en smule og dermed ville kurserne på obligationerne falde.

7.2 Håndtering af indlåsningsrisiko

Der er ikke gennemført væsentlige foranstaltninger for at begrænse indlåsningsrisikoen. Nykredit har taget initiativ til at begrænse indlåsningsrisikoen for sine låntagere, ved at de vil sørge for at deres låntagere altid får en fair kurs når de skal indfri deres lån. Nykredit lover at indfri kundernes lån til en fair kurs og indsætte sig selv som debitor, og indfri obligationen når kursen retter sig, eller

tage tabet (differencen mellem fair kurs og mulig indfrielseskurs) på egne bøger (Jakobsen S. , 2007).

Nordea Kredit er ligeledes bevidste om problemstillingen, og sørger derfor løbende for at identificere hvor der kunne være risiko for indlåsning. Cheføkonom Lise Nytoft Bergmann udtaler følgende (Nielsen, Hver fjerde boliglån truet af "indlåsning", 2013):

"Vi holder nøje øje med dem. Opdager vi, at serierne er ved at blive tynde, køber vi op. Dermed har vi nogle obligationer på lager, så boligejerne kan agere, hvis de har brug for det. Det kræver, at man er oppe på tæerne."

Nordea Kredits håndtering af indlåsningseffekten adskiller sig således fra Nykredits, da Nordea mere proaktivt forsøger at begrænse indlåsningseffekten inden den reelt opstår.

Nationalbanken har ligeledes været ude med en anbefaling, som går på at realkreditinstitutterne skal begrænse produktudviklingen. Ved at begrænse produktudviklingen vil der blive oprettet færre obligationsserier og flere investorer vil blive samlet omkring færre obligationsserier. Dette vil føre til lavere ejerkoncentration, hvilket alt andet lige vil minimere risikoen for indlåsning. Nationalbankens ønske er, at produktinnovationer i højere grad afvejes mod låntagernes værdi af likviditet i realkredit obligationerne (Nielsen, Hver fjerde boliglån truet af "indlåsning", 2013).

Realkreditinstitutterne har en lang række risici som de løbende bør være opmærksomme på, og som de må prioritere. Særligt refinansieringsrisiko og i mindre grad renterisiko har institutternes opmærksomhed, da disse bliver betragtet som de mest væsentlige trusler mod institutterne. Realkreditudbydernes prioritering af refinansieringsrisikoen, kan potentielt give bagslag ved at øge indlåsningsrisikoen markant. Det skyldes realkreditinstitutternes forsøg på spredning af refinansieringsauktionerne. Denne spredning vil imidlertid resultere i et øget antal obligationsserier i dansk realkredit, som i sidste ende vil resultere i øget risiko for indlåsning.

For at skabe større fokus og gennemsigtighed omkring obligationsserier med høj ejerkoncentration og den deraf følgende risiko for indlåsningseffekt, har Nationalbanken fra januar 2009 udvidet deres værdipapirstatistik på fondskodeniveau med variabelen "ejerkoncentration" (Johansen & Nielsen, 2008). Denne variabels funktion har således været tiltænkt at gøre realkreditmarkedet mere gennemsigtigt for markedsdeltagerne, således at de i højere grad bliver bevidste omkring denne risiko.

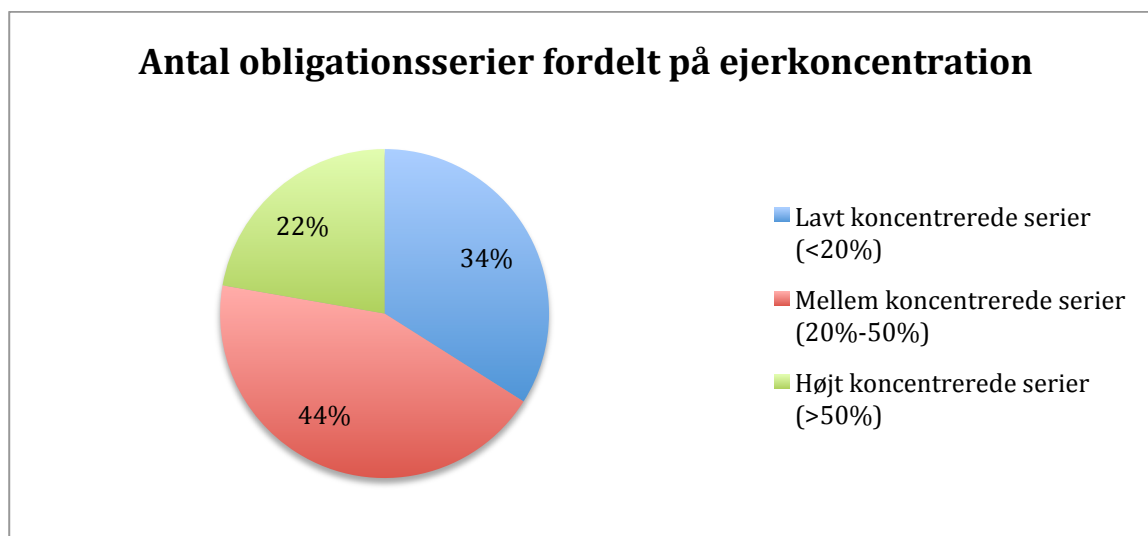
Samlet set kan det fastslås at håndteringen af indlåsningsrisiko i dag primært er baseret på de enkelte realkreditinstitutters egne tiltag samt anbefalinger fra Nationalbanken. Hvorvidt det vil være

hensigtsmæssigt med yderligere tiltag og regulering at indlåsningsrisiko i dansk realkredit, vil vi forsøge at finde svaret på i de følgende afsnit.

7.3 Analyse af indlåsningsrisiko

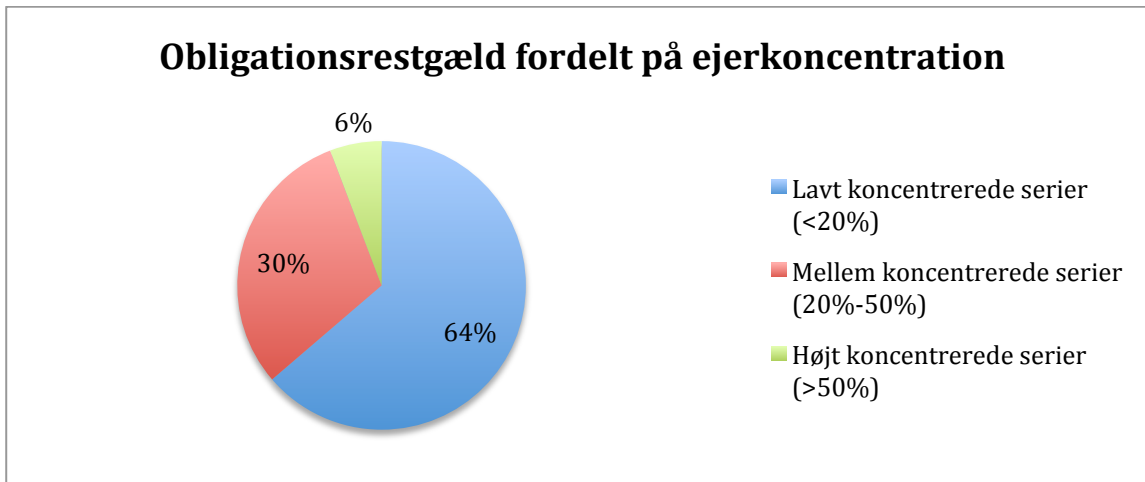
Ønsket om udvikling af nye og interessant låntyper står i stærk kontrast til ønsket om at minimere risikoen for indlåsning. Holder man den samlede obligationsrestgæld i systemet konstant, er det naturligt at et øget antal af låntyper, fører til flere obligationsserier, som i sidste ende resulterer i øget indlåsningsrisiko.

Der er i dag ca. 1.500 aktive obligationsserier i det danske realkreditsystem. I nedenstående figur har vi illustreret fordelingen af obligationsserier ud fra ejerkoncentration



Figur 16 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPEJER, 2015)

Af figur 16 ses at 22% af alle obligationsserier kategoriseret som højt koncentreret obligationsserier, hvorfor de risikerer at blive ramt af indlåsning. Højt koncentreret obligationer er defineret som obligationsserier hvor én obligationsejer ejer mere end 50% af en obligationsserie. Dette betyder, at lige under en fjerdedel af alle obligationsserier risikerer at blive ramt af indlåsning. Ser man på størrelsen af obligationsrestgælden, der udgøres af højt koncentreret serier, er billedet noget anderledes:



Figur 17 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPEJER, 2015)

Den, i denne kontekst, mest væsentlige forskel er, at højt koncentrerede obligationer nu kun udgør cirka 6%, når der tages udgangspunkt i obligationsrestgæld frem for antallet af obligationsserier. Således kan det udledes, at det kun er 6% af den nuværende obligationsrestgæld som ligger i obligationsserier, med høj ejerkoncentration og deraf følgende store risiko for indlåsning.

Ud fra disse tal virker truslen fra indlåsningsrisiko markant mindre, sammenlignet med undersøgelsen baseret på obligationsserier. Forklaringen her er at, der er et stort antal små højt koncentrerede obligationsserier. Disse lån omfatter gamle serier som er blevet mindre med tiden. Disse kunne eksempelvis omfatte gamle fastforrentede obligationslån med høje kuponrenter, som låntagere ikke har konverteret i tide.

Det eneste man generelt kan konkludere ud fra ejerkoncentration er, at sandsynligheden for indlåsning alt andet lige vil stige med ejerkoncentrationen. Således kan vi, ligeledes ud fra ovenstående figur 17, udlede, at der er en generelt højere ejerkoncentration for de 20 årige obligationer, sammenlignet med de 30 årige, og at den teoretiske sandsynlighed for indlåsning derfor må være størst for den 20 årige. Således vil det heller ikke være muligt at udpege om der er indlåsning på specifikke obligationsserier, alene ud fra antallet af ejere i serien.

7.3.1 Inkonverterbare obligationer

Inkonverterbare obligationer er uden tvivl de obligationer som er mest eksponeret overfor indlåsningsrisiko. Dette skyldes at obligationstypen ikke har en indbygget call-option som beskytter låntagere imod kursstigninger. Det betyder, at investorer potentielt set har et større område inden for hvilket, de kan presse indfrielseskurserne på. Låntagere som har finansieret sig med

inkonverterbare obligationer bør i hele lånets løbetid være opmærksomme på risikoen for indlåsning, da de netop ikke kan kræve at indfri obligationen til en aftalt kurs.

Størstedelen af inkonverterbare obligationer i dansk realkredit bruges til at funde rentetilpasningslån. Den korte løbetid på disse obligationer, reducerer problemet forbundet med indlåsningsrisiko. Endnu en beroligende faktor, ud fra låntagernes perspektiv, er at rentetilpasningslån kan altid indfries til kurs 100 på tidspunktet for rentetilpasning. Derved har låntagere med særligt korte rentetilpasningslån den fordel, at de i værste fald blot kan vente indtil næste rentetilpasningstidspunkt med at foretage deres indfrielse, i tilfælde af indlåsnings effekt.

En mindre del af rentetilpasningslånene bliver dog udstedt med en løbetid på 10 år. Disse lån er generelt meget eksponeret over for kursrisiko, og deraf også i høj grad følsom overfor indlåsning. Dette skyldes først og fremmest den ubegrænsede kursudvikling som obligationstypen er udsat for. Det betyder, at låntagere som bliver ramt af indlåsnings effekten potentielt kan blive ”låst” til deres bolig i flere år, hvis de vil undgå at betale en overpris for indfrielsen af deres lån. Anvendelsen af denne låntype er dog ganske begrænset, hvilket gør den samfundsmæssige trussel for indlåsning af netop denne låntype minimal. På individniveau er problemet naturligvis stort, da den enkelte husstand kan blive hårdt ramt hvis de er uheldige og bliver ramt af indlåsning.

Sammenfattende om indlåsnings effekten på inkonverterbare obligationer, kan det udledes at obligationstypen som udgangspunkt er meget eksponeret over for risikoen for indlåsning. Det forholder sig imidlertid sådan, at rentetilpasningslån oftest er baseret på korte obligationer, og at dette forhold markant mindsker risikoen for at låntagere er nødsaget til at vælge at indfri til overkurs. De 10-årige rentetilpasningslån står dog over for en større trussel for indlåsning som følge af en større kursrisiko og den længere løbetid. I dette perspektiv er det imidlertid godt, at låntypen er meget lidt udbredt. Selvom låntypen potentielt er farlig i et indlåsningsrisikoperspektiv, gør sammensætningen af henholdsvis løbetiderne og udbredelse truslen relativt lille på samfundsniveau.

7.3.2 Samlet

Samlet set er det kun cirka 6 % af den samlede restgæld i danske realkredit som er i risikozonen for at blive ramt af indlåsning. Derudover har vi også fundet, at det kan være svært at sige noget generelt om, hvad der afgør om der er risiko for indlåsning i en given obligationsserie. Hverken høj ejerkoncentration eller lille størrelse på den givne obligationsserie er ensbetydende der er indlåsning. Dette kommer i høj grad også an på, hvilken investor, som besidder store dele af en given serie. Selvom indlåsningsrisikoen på nuværende tidspunkt ikke lader til at være blandt de største problemer i dansk realkredit, er det dog alligevel vigtigt at være opmærksom på at risikoen

for indlåsning ikke stiger yderligere. For at undgå at indlåsningsrisikoen eskalerer i den nærmeste fremtid, er det vigtigt at sørge for, at institutterne begrænser det antal af obligationsserier som de udsteder. Vælger realkreditinstitutterne at se stort på dette og forsætter deres hidtidige jagt på markedsandele ved at komme først med de nyeste produktinnovationer, vil vi snart opleve en eskalerende indlåsningsrisiko.

7.4 Analyse af håndteringen af indlåsningsrisiko

Som nævnt tidligere er risikoen for indlåsning, ikke blandt de mest omtalte problemstillinger i dansk realkredit. Ikke desto mindre er det vores, såvel som Nationalbankens, vurdering at indlåsningsrisikoen potentielt kan blive en stort problem, hvis ikke der sættes en stopper for den nuværende produktudviklingstrang. Trangen til at produktudvikle skyldes i høj grad en kamp om markedsandele realkreditinstitutterne imellem. Således ser man at realkreditinstitutterne af frygt for at miste markedsandele hurtigt adapterer til de konkurrerende institutters produktinnovationer. Bliver bare én ny låntype/låntypevariation oprettet, vil der hurtigt blive oprettet nye tilsvarende obligationsserier hos samtlige udstedende institutter. Man kan frygte for konsekvensen, hvis denne tendens fortsætter eller i værste fald intensiveres, således at det vil resultere i en markant forøgelse af små illikvide obligationsserier. Det vil potentielt gøre indlåsningsrisikoen til en væsentlig risiko i realkreditsystemet, som vil have store konsekvenser for store andele af låntagerne.

For at sikre at indlåsningsrisikoen ikke eskalerer i omfang, kan det være nødvendigt med konkrete modifikationer af det nuværende system. Denne ændring kunne komme fra de statslige instanser, Finanstilsynet eller Nationalbanken, hvilket alt andet lige vil være negativt for realkreditinstitutterne, hvorfor de selv skal tage ansvar og begrænse problemet.

I dag findes der forskellig praksis for hvordan de enkelte realkreditinstitutter behandler problemstillingen, hvilket gør det svært at gennemskue, hvor alvorligt de enkelte institutterne tager truslen. Optimalt set burde de nok danne samlet front og udarbejde en fælles plan for, hvordan man håndterer indlåsningsrisikoen i fremtiden, så den ikke eskalerer unødigt. På den måde vil de sandsynligvis kunne forøge deres chancer for at undgå indblanding fra de lovgivende instanser. Samtidig kunne det tænkes, at realkreditinstitutter, der ikke tager risikoen seriøst, på længere sigt kan miste markedsandele, såfremt indlåsningsrisikoen i deres serier vurderes højere end i de øvrige realkreditinstitutters serier.

Nationalbanken tager risikoen for indlåsning meget seriøst, og opfordrer derfor realkreditinstitutter til i højere grad at opveje incitamentet til produktudvikling med hensynet til låntagernes værdi af et

store og likvide obligationsserier. Indirekte opfordrer Nationalbanken altså realkreditinstitutterne til at prioritere likviditeten i realkreditsystemet højere, fremfor alene at fokusere på at komme først med nye låntypevariationer.

Man også forestille sig at realkreditinstitutterne i virkeligheden er opmærksomme på problemstillingen, men ganske enkelt vurderer, at sandsynligheden for et samarbejde, de udstedende institutter imellem er urealistisk, og derfor venter på, at der fra lovgivende instanser bliver taget stilling til risikoen og reguleret. Fordelen for de enkelte realkreditinstitutter, kunne umiddelbart være, at en given regulering vil ramme alle institutter lige, og derved ikke have indflydelse på den konkurrencemæssige situation. Meget tyder på at den intense konkurrence realkreditinstitutterne imellem gør det så godt som umuligt for de enkelte institutter, at gennemføre reelle ændringer, der reducerer instituttets risiko, grundet frygten for, at det på sigt kan komme til at koste instituttet markedsandele.

8. Refinansieringsrisiko

8.1 Redegørelse

Refinansieringsrisiko er et udtryk for risikoen for manglende likviditet i markedet til refinansiering af eksisterende realkreditlån, der kan medføre store renteudsving i forbindelse med den løbende refinansiering. Realkreditinstitutter er alene eksponeret over for refinansieringsrisiko i og med, at deres udlån er udstedt som lån med lange løbetider, som er baseret på korte obligationer, hvorved der introduceres et mismatch mellem indlån og udlån i dansk realkredit. Ulempen ved disse lån, omtalt som ikke-forfinansierede lån, er, at der forekommer dette mismatch mellem lånets løbetid, hvor realkreditinstituttet har forpligtet sig til at yde lån til låntager i op til 30 år, og den bagvedliggende obligations kortere løbetid.

Størst af alle låntyper i dansk realkredit er rentetilpasningslånene, der udgør størstedelen af de ikke-forfinansierede udlån. Ud over rentetilpasningslånene omfatter de ikke-forfinansierede lån også rentegarantilån og andre variabelt forrentede obligationslån.

Fælles for alle ikke-forfinansierede lån er, at de er baseret på kortere funding end lånets løbetid og er derved eksponeret over for refinansieringsrisikoen. Dette betyder i praksis, at realkreditinstitutterne er forpligtet til at yde finansiering gennem typisk 30 år, selvom de egentlig kun har tilsagn fra investorer 1-5 år, og mindre omfang 10 år. Hidtil har man ikke haft problemer med at afsætte obligationerne, men skulle der mod forventning en dag ikke være investorer klar til at købe obligationerne til en fair pris, opstår refinansieringsproblematikken. Dette kan skyldes uro på de finansielle markeder, pengepolitiske ændringer eller en kreditvurderingsmæssig nedgradering, der gør at der er uvillighed til at investere, hvilket kan lede til mangel på kort finansiering der i sidste ende gør, at den korte rente på realkreditobligationer, der fastlægges ved refinansieringsauktionerne, stiger. Konsekvensen kan her være, at ingen investorer ønsker at købe danske realkreditobligationer, eller alternativt at obligationerne kun kan afsættes til ekstremt lave kurser, hvilket vil resultere i en markant rentestigning. Begge nævnte scenarier kan være fatale for både låntagerne og realkreditinstitutterne, da begge scenarier vil resultere i markante ydelsesstigninger hos låntagerne, og udgør således en kreditrisiko for realkreditinstitutterne. Refinansieringsrisikoen er størst for de rentetilpasningslån med hyppigst rentetilpasning, da det øger sandsynligheden for, at tidspunktet for rentetilpasning falder sammen med en periode med finansiell ubalance.

8.1.1 Baggrund

Den danske realkreditobligation var oprindeligt kendt for, at der var overensstemmelse mellem løbetiden på obligationerne udstedt af realkreditinstitutterne og de bagvedliggende lån, således at alle lån var forfinansierede. Med lanceringen af rentetilpasningslånet i 1996, ændrede dette forhold sig. Den nye låntype har siden stået bag en stor udbredelse af lån med længere løbetid end lånets bagvedliggende realkreditobligationer. Rentetilpasningslånet med den største udbredelse er F1-lånet, der er et 30-årigt lån, der er baseret på 1-årige fastforrentede obligationer. Fra låntagernes perspektiv er der tale om ét 30-årigt variabelt lån med 30 årlige rentetilpasninger, mens der for investorerne er tale om en serie af 30 1-årige fastforrentede obligationer.

Udbredelsen af de ikke-forfinansierede lån medførte et krav om løbende refinansiering af lånene, da realkreditselskaberne ved hvert rentetilpasningstidspunkt er tvunget til at skaffe ny finansiering til rentetilpasningslånene på en auktion. Denne auktion er endnu ikke fejlet, hvorfor der aldrig har været problemer med at hente finansiering til de ikke-forfinansierede lån. Det kan imidlertid ikke udelukkes at auktionen på et fremtidigt tidspunkt af forskellige årsager kan fejle, selvom risikoen formentlig er ganske lille (Nationalbanken, 2014). Konsekvensen kan dog være vital, hvorfor refinansieringsrisikoen bør tages seriøst hos alle involverede.

8.1.2 Det kan gå galt

Forretningsmodellen med lange illikvide lån baseret på kort finansiering kendes allerede fra bankverdenen. Hos bankerne har det gennem mange år ikke været unaturligt, at der forekommer indlånsunderskud. Dette indlånsunderskud har bankerne så finansieret ved at hente finansiering fra andre banker nationalt og internationalt. På trods af at bankerne gennem mange år har været vant til at arbejde med indlånsunderskud, har tiden vist at forretningsmodellen er langt fra skudsikker. Bedste eksempel på dette er den britiske bank, Northern Rock, der opbyggede en forretningsmodel, hvor lange boliglån blev finansieret med meget kort markedsfinansiering, og man kunne således kræve en lang høj rente for boliglånene, og finansiere med en kortere, lav rente. Da villigheden til at placere kort finansiering i markedet faldt, blev mismatchet mellem lånet og finansiering realiseret, og Northern Rock kunne således ikke finansiere de allerede ydede boliglån. Ydermere opstod der et run på banken, der endte med at blive tilført likviditet fra den britiske stat, og Northern Rock endte med at blive nationaliseret (Arbejdsgruppen om stabil finansiering, 2015).

I Danmark oplevede man dette med finanskrisens pludselige fremkomst, der betød at bankerne en dag i oktober 2008 ikke længere kunne skaffe finansiering til deres indlånsunderskud på de internationale kapitalmarkeder (Grosen & Raaballe, Dansk realkredit – nu med systemisk risiko,

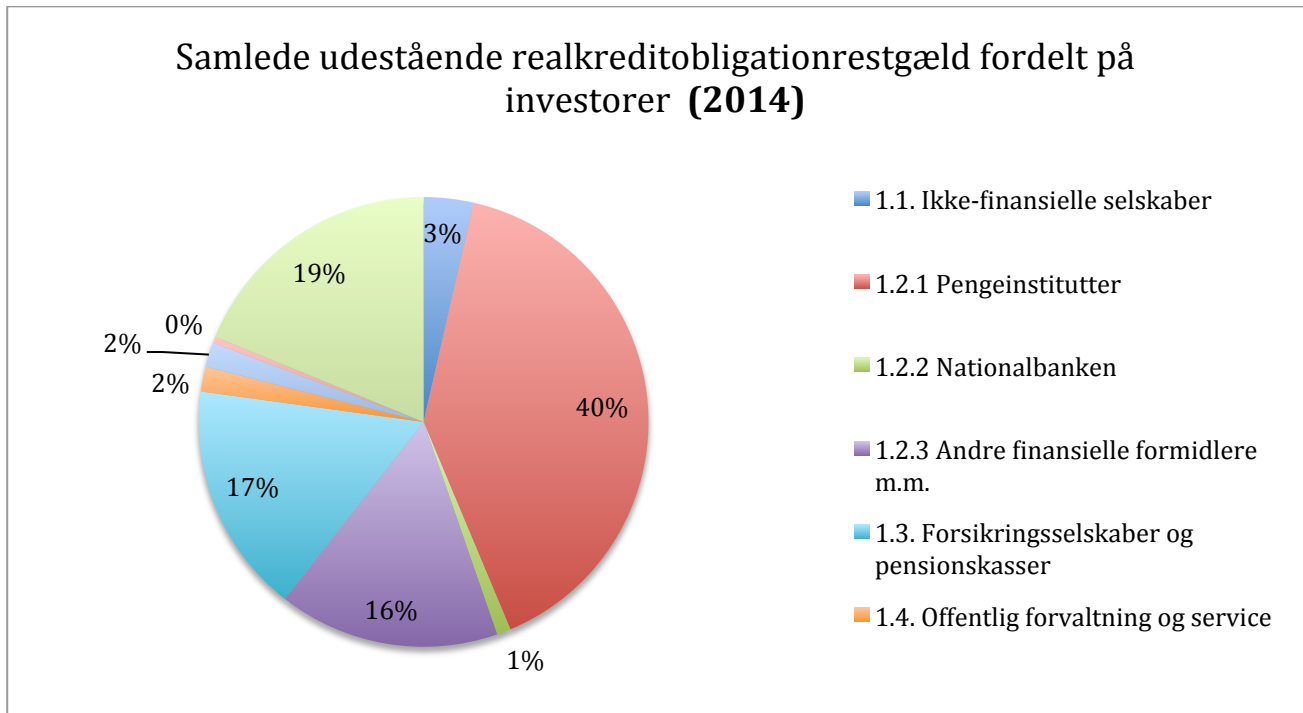
2011). Løsningen på dette blev, at den danske stat midlertidigt garanterede for alle udenlandske indskud i alle danske banker, og på den måde genoprettede troværdigheden til det danske banksystem, så internationale långivere atter turde låne penge til danske banker.

Da bankerne blev reddet af staten, blev konsekvensen af det store indlånsunderskud aldrig så fatalt, som det ville have været tilfældet, hvis staten ikke var trådt ind. Det var imidlertid meget dyrt for staten at gennemføre hele redningsaktionen for bankerne, så det er ikke sikkert at landets offentlige kasser kan klare endnu en omgang (Grosen & Raaballe, Dansk realkredit – nu med systemisk risiko, 2011). Dette understreger yderligere vigtigheden af, at realkreditinstitutterne har taget ved lære af bankernes fejltagelse.

Til realkreditinstitutternes fordel er det imidlertid, at danske realkreditobligationer internationalt er meget velrenommerede, og det er derfor ikke usandsynligt, at internationale investorer netop vil søge mod danske realkreditobligationer under turbulente tider på de internationale finansmarkeder, da danske realkreditobligationer har ry for at være sikker havn. Dette er dog langt fra sikkert, da det ikke er givet, at danske realkreditobligationer bevarer deres høje bonitet i fremtiden.

For dansk realkredit kan konsekvensen ved manglende eller dyr refinansiering være vital og potentielt udløse en lavine af store tab til låntagere og realkreditinstitutterne. Såfremt tabene bliver så store, at realkreditinstitutternes egenkapital ikke kan dække samtlige tab, kan dette i sidste ende resultere i konkurser blandt realkreditinstitutterne, hvorefter investorerne vil lide store tab på deres obligationsinvesteringer. Det der reelt skal til for at starte denne lavine er en pludseligt markant stigning i de korte renter, som vil resultere i markant højere ydelser til låntagerne, som vil afføde et større antal misligholdelser af lån. Som tidligere nævnt, kunne triggeren for en markant rentestigning være uro på de finansielle markeder, eller alternativt komme fra et forsvar af fastkurspolitikken over for euroen. Således vil et markant kursfald i forhold til euroen kunne resultere i, at den danske udlånsrente sættes op, hvorefter den korte rente på realkreditobligationer ligeledes vil stige, og resultere i en væsentlig forøgelse af refinansieringsrisikoen. Hvis ikke realkreditinstitutterne reagerer på denne trussel, kan konsekvensen blive at, realkreditinstitutterne bringer sig selv i en position, hvor låntagere og staten vil blive endnu hårdere ramt, end i den situation som de danske banker havde bragt sig selv i under bankkrisen i 2008 (Grosen & Raaballe, Dansk realkredit – nu med systemisk risiko, 2011).

8.1.3 Problematisk afhængighed af banksektoren



Figur 18 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

Af figur 18 ses fordelingen af ejerskabet af alle udestående realkreditobligationer. Heraf kan det blandt andet ses, at hele 40% af det samlede udestående i dansk realkredit er ejet af danske pengeinstitutter. Baggrunden for bankernes store efterspørgsel efter realkreditobligationer, skyldes primært at bankerne kan bruge de helt korte realkreditobligationer til at matche den korte varighed på pengeinstitutternes passivside. Således er det særligt obligationerne bag rentetilpasningslånene, som pengeinstitutterne opkøber, hvorfor bankerne formentlig ikke havde aftaget nær så mange realkreditobligationer hvis realkreditfinansieringen stadig primært bestod af lange fastforrentede lån (Østrup, 2011). Netop denne store anbringelse i realkreditpapirer var medvirkende årsag til at pengeinstitutterne havde brug for yderligere gældsfinansiering i udlandet i årene frem til finanskrisens udbrud i 2008. Den store gældsfinansiering fra udlandet gjorde bankerne ekstra sårbare da interbankmarkedet midlertidigt frøs til i 2008, og staten således var nødt til at lancere bankpakke 1.

Danske pengeinstitutter har således en væsentlig påvirkning på realkreditmarkedet, da de står for en betydelig del af den samlede efterspørgsel på danske realkreditobligationer, og deres store ejerskabsandel af danske realkreditobligationer kan potentielt få stor indflydelse på risikoen for manglende refinansiering. Dette skyldes at realkreditinstitutterne i høj grad er afhængige af en sund

Aktuelle risici i dansk realkredit

banksektor, da en banksektor i krise ikke vil efterspørge nær så mange danske realkreditobligationer. En reduceret efterspørgsel vil resultere i lavere kurser på realkreditobligationerne og deraf følgende højere renter.

Set ud fra et diversifikationsperspektiv, vil det alt andet lige altid vil være en fordel af have sin funding fordelt på flest mulige aktører og brancher. Ved at have en større diversitet, vil risikoen for manglende fremtidig funding alt andet lige reduceres, hvorfor det kan virke problematisk at den danske banksektor besidder en stor andel af danske realkreditobligationer.

For at opnå stabil finansiering vil det ligeledes være en fordel, at ejerskabet er fordelt på flere brancher med lav risiko eller negativt korrelerede risikoprofiler. I denne sammenhæng har banksektoren en forholdsvis risikabel forretningsmodel, hvis man eksempelvis sammenligner dem med forsikringsselskaber og pensionskasser, der ejer 17% af danske realkreditobligationer. Samtidig har banksektoren og realkreditsektoren antageligvis også relativt højt korrelerede forretningsmodeller, da banker generelt har en stor del af deres engagement i boligfinansiering. Dette betyder, at de udstedende realkreditinstitutter i højere grad vil blive sårbare over for boligprisfald, rentestigninger og bankernes mulighed for hente finansiering i udlandet (Østrup, 2011). Risikoen for boligprisfald eller rentestigninger har altid været væsentlige risici i realkreditselskabernes forretningsmodel. Den store afhængighed af bankerne som obligationskøbere, forøger imidlertid disse risici betragteligt.

Den forøgede risiko for boligprisfald og rentestigninger på realkreditfinansiering vil kunne udløse en større systemisk påvirkning på både banker og realkreditinstitutter. Alt andet lige vil banker rammes først, da har den mest risikable og yderligt beliggende boligfinansiering. Det vil forventeligt resultere i større tab i hos bankerne, som således får brug for mere kapital til at dække deres tab, hvorfor de vil investere markant mindre i realkreditobligationer. Den reducerede efterspørgsel på realkreditobligationer hos bankerne, vil derefter afføde lavere kurser og højere renter på realkreditudlånet

På trods af, at det populært har været fremført, at dansk realkredit har været næsten upåvirket under seneste finanskrisen, da det gennem de mest kritiske perioder aldrig har været et problem at få afsat realkreditobligationer, kan dette sagtens være en sandhed med modifikationer. Kritikken fra Finn Østrup lyder på at det ikke havde været muligt for realkreditinstitutterne at undgå sammenbrud, hvis det ikke havde været for bankpakke 1. Dette begrundes ved, at pengeinstitutternes erhvervelser af realkreditobligationer under finanskrisen blev muliggjort af kort finansiering fra internationale finansmarkeder. Som nævnt adskillige gange tidligere standsede pengeinstitutternes mulighed for

finansiering fra udlandet i 2008, hvilket også havde været tilfældet for markedet for danske realkreditinstitutter, hvis ikke staten var trådt til med en statsgaranti gennem bankpakke 1.

Således kan der stilles spørgsmålstegn ved, hvorvidt markedet for realkreditobligationer var kommet igennem finanskrisen uden mén, uden den indirekte støtte markedet fik i 2008 gennem bankpakke 1 (Østrup, 2011).

Sammenfattende kan det om bankerne og realkrediten nævnes at der ikke længere er tale om adskilte systemer (Østrup, 2011). Der er derimod stor korrelation, forretningsmodellerne imellem, hvorfor det i krisesituationer kan være særligt uhensigtsmæssigt, at bankerne ejer en så stor andel af danske realkreditobligationer.

8.1.4 Låntagernes adfærd

Et stort antal låntagere har valgt at finansiere deres bolig med variabelt forrentede realkreditlån, for at spare på den månedlige ydelse til realkreditudbyderne mod at påtage sig en større risiko for renteudsving. Det er ikke unaturligt at låntagere ønsker et ”billigt” lån, der nu og her har en lav ydelse. Lånet kan dog senere vise sig at være langt fra billigt hvis renten stiger, da prisen er bestemt af markedet ud fra blandt andet en afvejning af ydelsens størrelse og renterisikoen.

Det kan dog alligevel fremføres, med både empirisk og teoretisk belæg, at den korte rente i en gennemsnitsbetragtning er lavere end den lange rente. Prisen for at vælge lån baseret på korte renter er, at man vil opleve en større usikkerhed omkring tidspunkterne for renteændring. Således kan der argumenteres for, at rentetilpasningslånet er et godt redskab for låntagere med stort økonomisk overskud og overblik, som er villige til at leve med højere renterisiko, mod at få en gennemsnitlig lavere renteomkostning (Østrup, 2011). Havde det bare været tilfældet, at alle danske låntagere som har valgt rentetilpasningslån, repræsenterede den gruppe af låntagere med de højeste indkomster og største formuer, var udbredelsen af rentetilpasningslånet aldrig blevet så stor, hvilket ligeledes ville betyde en markant mindre refinansieringsrisiko. Imidlertid synes det dog at være alle indkomstgrupper, der er tiltrukket af den lave rente og ydelse på deres lån, hvilket har skabt den refinansieringsrisiko, der er i dag.

8.2 Håndtering af refinansieringsrisiko

Refinansieringsproblematikken har de seneste år gentagne gange været genstand for offentlig debat. Nationalbanken har ligeledes gennem nyere tid flere gange anbefalet realkreditinstitutterne, at tage

ansvar og sørge for at håndtere refinansieringsrisikoen. Ud over Nationalbanken er flere internationale kreditvurderingsbureauer begyndt at skærpe kravene til institutterne, som følge af refinansieringsrisikoen (Nationalbanken, 2014). I 2011 reagerede realkreditinstitutterne på Nationalbankens anbefalinger, da man efterhånden var blevet bevidst om at auktioner på de 1-årige realkreditobligationer havde nået en kritisk størrelse, da man indså, at refinansieringsrisikoen ved at finansiere samtlige 1-årige obligationer samtidig ville blive for stor (Nyholm, Nationalbanken er sikkerhed for F1-lån, 2011). Den umiddelbare reaktion fra realkreditinstitutterne var et forsøg på at sprede auktioner og ligeledes forsøge at lokke låntagerne over i fastforrentede lån.

Situationen på daværende tidspunkt var dog, at der var en særdeles stejl rentestruktur, og altså en stor forskel mellem den korte og lange rente, hvilket bevirkede, at det viste sig vanskeligt at få låntagere til at opgive deres ”billige” rentetilpasningslån. Det synes dog lettere at tilskynde F1-lånerne til at rykke over i 3- og 5-årige rentetilpasningslån, samt de variabelt forrentede obligationslån. Fordelen ved et skifte til 3- og 5-årige rentetilpasningslån var knap så stor som hvis låntagerne havde rykket over i de forfinansierede låntyper, men effekten var dog stadig en betragtelig reduktion af presset på de store F1-auktioner. I samme omgang igangsatte realkreditinstitutterne rentetilpasningstidspunktet den 1. april, således at alle auktioner ikke længere skulle foregå 1. januar. Klaus Kristensen, Vicedirektør i Realkredit udtalte i 2011 til Jyllands-Posten:

“Et første skridt er at sprede auktioner, men slår en auktion fejl, bliver den næste nok ikke nemmere, men det reducerer i hvert fald risikoen for, at vi bliver ramt af et eller andet udefra i en længere periode. Alle nye F1-lån er siden sidste år blevet rentetilpasset hos os den 1. april i stedet for den 1. januar”.

Hos Realkredit Danmark var de således overbeviste om at spredningen af rentetilpasningsauktioner, alene kunne fungere som et værn mod kortvarige udefrakommende forstyrrelser, mens spredningen naturligvis ingen virkning har, under længerevarende udsving.

Ydermere indførte realkreditinstitutterne en ny låntype, som er blevet til for at erstatte de omdiskuterede etårige rentetilpasningslån. Lånet bliver hos Realkredit Danmark kaldt ”Flexkort”, og lånet skulle efter instituttets eget udsagn kunne reducere refinansieringsrisikoen markant (Nielsen, Nu kommer F1-lånets afløser, 2013). Reduktionen i refinansieringsrisikoen skulle ske i form af, at lånet vil blive baseret på længere obligationer, hvor renten tilpasses hvert halve år. Renten på lånet hos Realkredit Danmark er baseret på CITA-rentesatsen, og løbetiden på

obligationerne er ikke fast. På trods af at låntypen Flexkort har en længere løbetid end F1-lånet er låntypen ikke-forfinansieret, hvorfor der stadig er refinansieringsrisiko forbundet med disse udlån. Ved at der ikke er fast løbetid på obligationerne bag lånet, har realkreditinstituttet mulighed for at vælge de obligationer som på rentetilpasningstidspunktet, der giver de bedste vilkår for investorerne. Christian Hilligsøe fra Realkredit Danmark udtaler følgende om låntypen til Finanswatch:

”... Dermed overtager realkreditinstituttet i stigende grad selv styretøjet på refinansieringsrisikoen i forhold til F1-lånet, hvor vores handlefrihed er deponeret. Samlet set er dette essensen, når vi kalder FlexKort et mere fremtidssikret alternativ til F1-lånet”. (Nielsen, 2013)

Som alternativ til F1-lånet kan det således siges om Flexkort lånet, at låntagerne beholder de helt lave renter (hvis ikke lavere), får større eksponering over for renterisiko grundet de halvårslige rentetilpasninger, mindre refinansieringsrisiko og større afhængighed af realkreditinstituttets beslutningstagen.

8.2.1 Løbetidsforlængelse

Fra den lovgivende instans er der ligeledes blevet taget handling, for at begrænse den potentielle refinansieringsrisiko. I første omgang var det alene de enkelte realkreditinstitutters eget initiativ, at der blev taget hånd om refinansieringsrisikoen. På initiativ fra Erhvervs- og Vækstministeriet og Nationalbanken, vedtog Folketinget 11. marts 2014 Loven om regulering af refinansieringsrisiko, hvis formål alene skulle være at begrænse refinansieringsrisikoen i dansk realkredit (Mikkelsen Bloch, Leander Krarup, & Kilde Krath, 2014). Loven stiller blandt andet krav om forlængelse af eksisterende obligationer med løbetid op til 24 måneder ved fejlet refinansiering, for at sørge for, at realkreditsystemet fremover kan håndtere refinansieringsrisikoen hensigtsmæssigt. En del af refinansieringsrisikoen flyttes således over på investorer, der risikerer at få tvangsforlænget deres obligationer, frem for de udstedende institutter, som tidligere bar risikoen sammen med låntagerne. Loven om regulering af refinansieringsrisiko har fået tilføjet to nye vilkår, der gælder for alle realkreditobligationer udstedt efter 1. april 2014. De to vilkår omfatter vilkåret om, at obligationers løbetid forlænges i tilfælde af fejlet refinansiering (herefter omtalt som fejlet auktion) og vilkåret om at korte obligationers løbetid forlænges hvis renten stiger mere end 5%-point på en auktion (herefter omtalt som rentetrigger).

8.2.1.1 Fejlet auktion

Med vilkåret omtalt som ”fejlet auktion” indføres et krav om, at obligationer hvis løbetid er kortere end lånet som finansieres’ løbetid, men dog maksimalt 24 måneder, så kan obligationer forlænges med et år ad gangen, hvis en auktion skulle fejle. Auktionen betragtes som ”fejlet” når obligationerne ikke kan refinansieres på markedsvilkår når de udløber. Skulle auktionen fejle, vil obligationer forlænges i ét år til en rente 5 %-point højere end markedsrenten året forinden.

8.2.1.2 Rentetrigger

Som det andet vilkår, indføres en rentetrigger, der skal begrænse store pludselige renteændringer for korte obligationer og variabelt forrentede obligationer. Omfattet af loven er alene fast- og variabelt forrentede obligationer som har en løbetid til og med 24 måneder målt fra refinansieringstidspunktet. For at udløse rentetriggeren kræves det at renten skal være steget med mere end 5%-point fra lånerenten året forinden. Ved udløsning af rentetriggeren får låntager tillagt 5%-point oveni i renten fra året forinden. Det er værd at bemærke at den høje renterisiko forbundet med de, af loven omfattede obligationer, ikke reduceres nævneværdigt. Dette skyldes at loven alene yder en beskyttelse ved pludselige rentestigninger på mere end 5%-point, og derved ingen effekt har på længerevarende glidende renteændringer. Ligesom det er tilfældet med fejlet auktion, må sandsynligheden for rentestigninger på over 5%-point også anses for at relativt lille.

I forbindelse med indførelse af loven om regulering af refinansieringsrisiko, er investorernes vilkår blevet forringet, da begge tilføjede vilkår har til formål at begrænse låntagernes tab i ekstreme situationer, og dermed investorernes afkast. Forringelsen af investorernes afkastmuligheder vil investorerne naturligvis modsvare med en merpris, da det potentielle afkast er lavere. Nationalbanken estimerer merprisen til at have affødt en rentestigning på ca. 0,1%-point (Realkredit Danmark, 2014).

8.2.2 Tilsynsdiamant

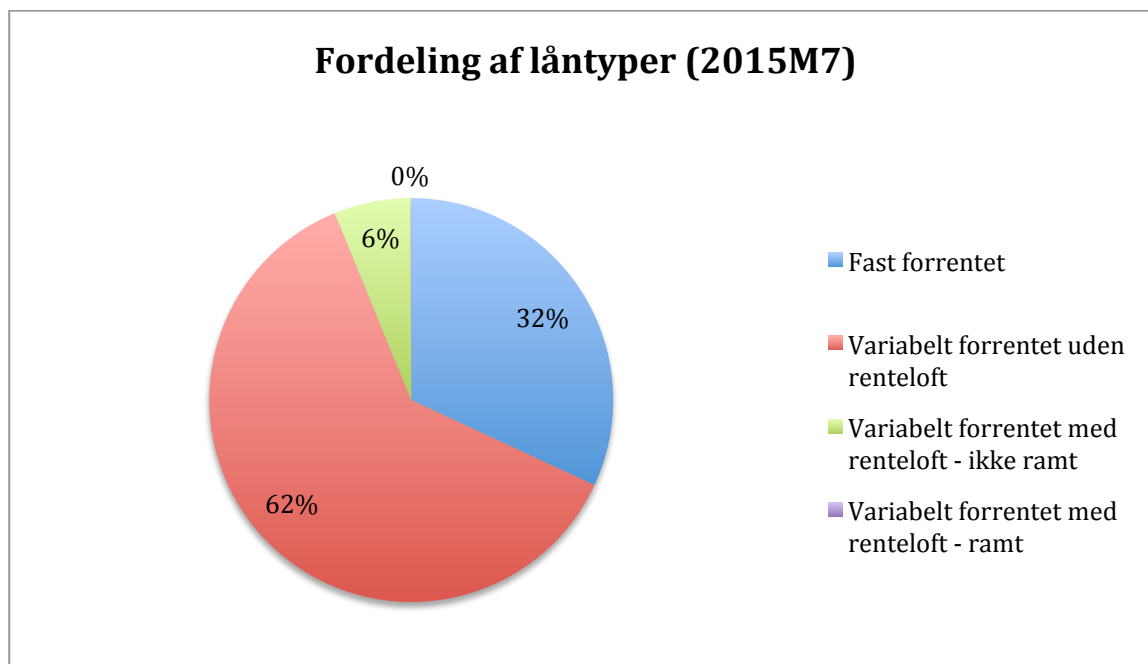
Tilsynsdiamanten er tiltænkt som et supplement for den gældende lovgivning og eksisterende solvensregler. Tilsynsdiamanter er opbygget omkring fem centrale pejlemærker som realkreditinstitutterne skal rette sig efter for at undgå at påtage sig unødige risici, således at der bliver drevet realkreditvirksomhed baseret på en holdbar forretningsmodel. Af de fem pejlemærker går et på, at refinansieringsrisikoen skal kontrolleres ved at begrænse lån med kort funding, således at andelen af udlån, der refinansieres, er mindre end 12,5 % pr. kvartal og mindre end 25 pct. årligt af det samlede udlån (Finanstilsynet, 2014). Således er der fra Finanstilsynets side taget stilling til at

refinansieringsrisikoen bør minimeres, og det er blevet påbudt realkreditinstitutterne at handle indenfor, de i rapporten angivne pejlemærker og anbefalinger.

8.3 Analyse af refinansieringsrisiko

8.3.1 Truslens omfang

Virkeligheden omkring låntagerne bag de populære rentetilpasningslån, er at låntyperne har været en bestseller hos låntagerne, hvorfor rentetilpasningslånet må siges at være repræsenteret i alle samfundslag. Den attraktive, men kortsigtede ydelsesbesparelse har således ført til, at 62% af det samlede udstående i dansk realkredit i dag udgøres af variabelt forrentede lån uden renteloft. Derudover er cirka 6% af låntagerne finansieret med rentegarantilån, der heller ikke er forfinansierede obligationer. Således udgør de ikke-forfinansierede obligationer altså hele 68% af det samlede udlån i dansk realkredit, hvilket vil sige, at over to tredjedele af alle låntagere er eksponeret over for refinansieringsrisiko.

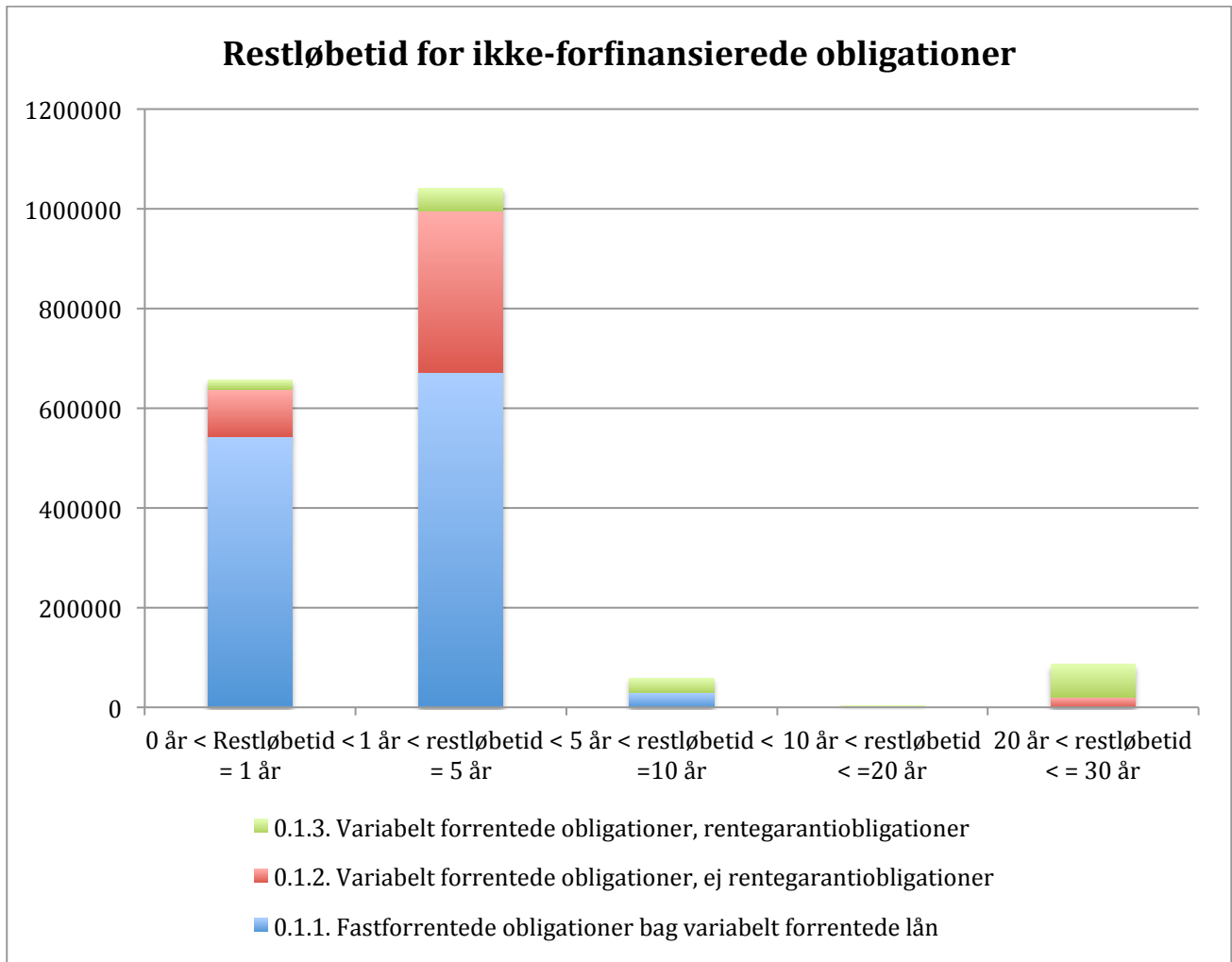


Figur 19 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNRUDDKI, 2015)

Siden en så betragtelig andel af låntagerne har finansieret sig med rentetilpasningslån, er det klart at truslen vil være af en betragtelig karakter, hvis refinansieringsproblematikken skulle indtræde, og

en given statsligt redningsauktion vil blive bekostelig. I denne forbindelse er det dog værd at bemærke, at de ikke-forfinansierede udlån fordeler sig på flere låntyper, med vidt forskellige intervaller for rentetilpasninger og refinansiering. Låntyperne omfatter som nævnt rentetilpasningslån, rentegarantilån og øvrige variabelt forrentede lån. Rentegarantilånene og øvrige variabelt forrentede lån har ingen faste refinansieringsintervaller, da realkreditinstitutterne har taget sig friheden til ved hver refinansiering at bestemme løbetiden til låntypernes bagvedliggende obligationer. Længden på obligationerne afhænger således af realkreditinstituttets vurdering af de aktuelle markedsforhold (Realkredit Danmark, 2015). Typisk har obligationerne bag både rentegarantilån og de øvrige variabelt forrentede obligationslån indtil nu haft en løbetid på omkring fem år, hvilket betyder at de ikke er blandt de låntyper, der er mest eksponerede mod refinansieringsrisikoen.

Blandt de mange forskellige ikke-forfinansierede låntyper, er de 1-årige rentetilpasningslån de oftest refinansierede lån, som dermed både er den mest udbredte låntype og den låntype forbundet med størst refinansieringsrisiko. Af rentetilpasningslånene udgør særligt de 3- og 5-årige obligationer også en væsentlig andel. Det er således en fordel, at rentetilpasningslånene har forskellige rentetilpasningsintervaller, og bliver rentetilpasset flere gange i løbet af året, så det ikke bliver tilfældet, at samtlige refinansieringseksponerede bliver ramt af et midlertidigt sammenbrud på finansmarkederne. På trods af, at lånene som er i risikozonen for at blive ramt af refinansieringsproblemer reelt udgør hele 68% af det samlede udestående i dansk realkredit, er dette ikke et udtryk for mængden af påvirkede obligationer ved et kortvarigt finansieringsstop. Virkeligheden er, at det kun vil være en mindre andel af disse lån som vil blive berørt, såfremt at refinansieringsproblematikken skulle indtræffe midlertidigt. Et sammenbrud for finansieringen af omtalte låntyperne, vil således skulle vare 10 år før samtlige lån bliver ramt, grundet den store forskel, der er på løbetiden på lånene og intervallerne, hvori de skal refinansieres.



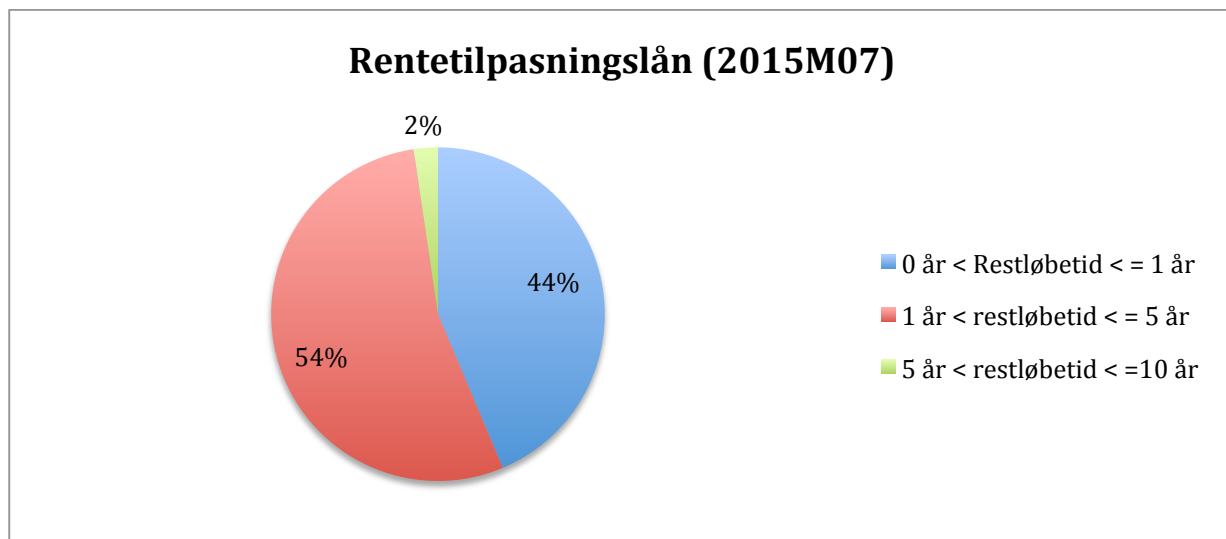
Figur 20 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

Figur 20 viser en fordeling af variabelt forrentede lån efter længden af restløbetiden på obligationerne. Figuren giver et billede af det konkrete trusselsbillede for dansk realkredit, da den viser markedsværdien for realkreditobligationer som ville blive berørt, såfremt finansmarkederne skulle standse for alt funding til dansk realkredit i et år. Dette er naturligvis en meget forenklet tilgang, men ikke desto mindre giver det en fornemmelse af truslens størrelse, hvis refinansieringsproblemerne skulle indtræde inden for den nærmeste fremtid. Skulle nævnte scenarie imidlertid blive til virkelighed ville realkreditinstitutterne være tvunget til at finde ca. 650 mia. kr. for at undgå kollaps, svarende til cirka en tredjedel af værdien af alle obligationer bag variabelt forrentede realkreditlån, eller omkring en fjerdedel af det samlede udlån i dansk realkredit.

Hovedparten af de resterende rentetilpasningslån har refinansiering om over et år og til og med fem år. Variabelt forrentede obligationer med en restløbetid på over fem år viser sig imidlertid ikke at være ret populære, da disse alene udgør en ubetydelig del af obligationerne. Ud fra fordelingen af

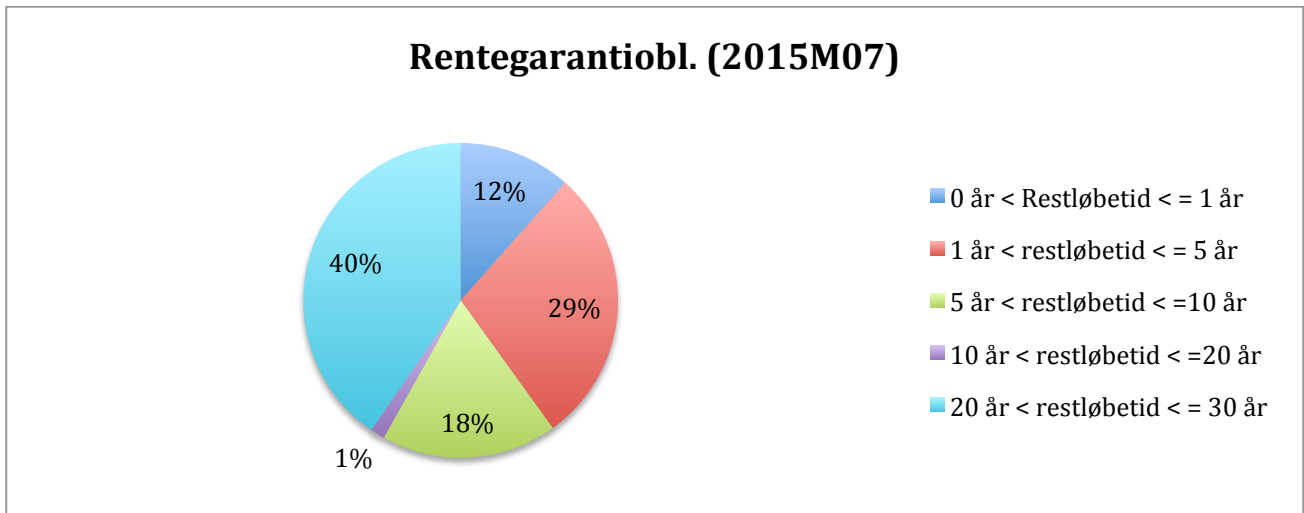
de variabelt forrentede obligationer, kan det udledes af langt størstedelen af de variable låntyper har rentetilpasning hvert femte år eller hyppigere. Det kan ligeledes udledes, at rentetilpasningslånene, stadig udgør hovedparten af det samlede variabelt forrentede udlån i dansk realkredit.

Figur 21 viser restløbetiden på rentetilpasningslånenes bagvedliggende obligationer. Figuren viser, at der er en ligelig fordeling mellem lån som henholdsvis skal refinansieres indenfor til og med 1 år, og efter 1 år og til og med 5 år. Obligationer med restløbetid fra 5 år op til og med 10 år, udgør dog alene 2% af de samlede udstående rentetilpasningsobligationer, hvilket betyder at det er en meget lille del af låntagerne som vælger at finansiere sig med rentetilpasningslån med længere rentetilpasningsintervaller.



Figur 21 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

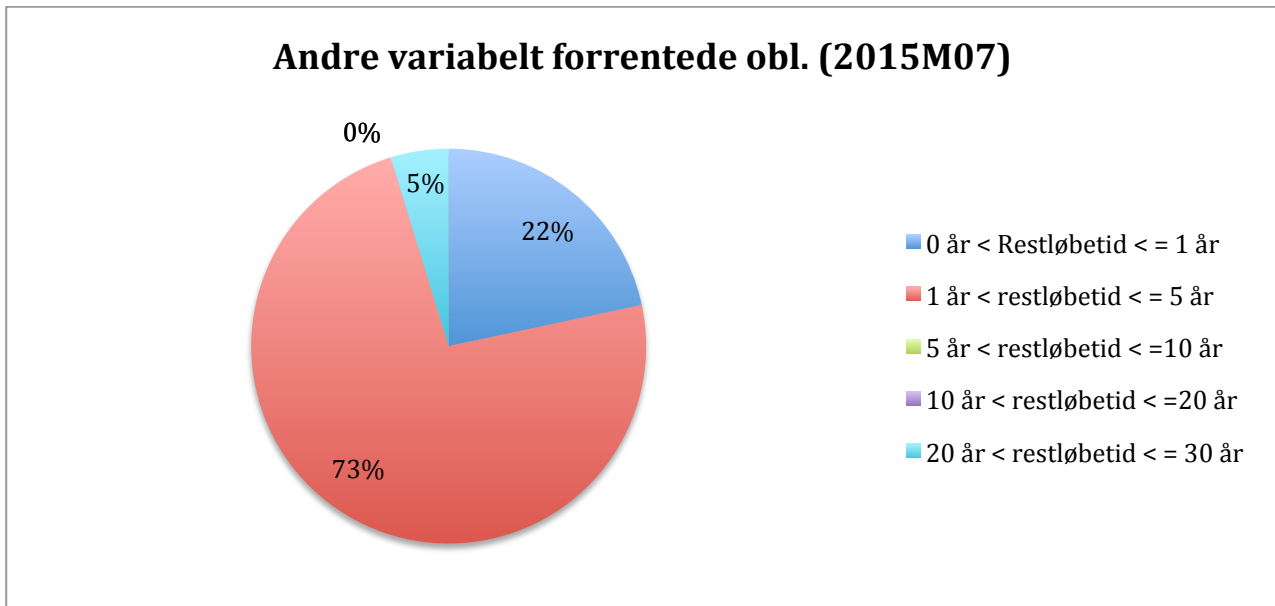
Rentegarantilånene som adskiller sig fra de øvrige variable låntyper ved at omfatte et renteloft, er en relativt lille låntype i dansk realkredit. Ikke desto mindre vil vi alligevel belyse denne i refinansieringsperspektiv. I figur 22 vises en fordeling af de eksisterende rentegarantiobligationer efter deres restløbetid.



Figur 22 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

Figur 22 viser blandt andet, at den mest hyppigste restløbetid (40%) for rentegarantiobligationerne formentlig er forfinansierede, da deres restløbetid er i intervallet 20-30 år, hvorfor refinansieringsrisikoen er ikke eksisterende. Hvad der imidlertid er mere interessant i dette perspektiv, at hele 41% af rentegarantiobligationer har en restløbetid mindre eller lig med 5 år. Når en så substantiel del af obligationerne her udgøres af de helt korte restløbetider, er det således vigtigt at være opmærksom på refinansieringsrisikoen forbundet med disse, for derved at sørge for at problemet ikke eskalerer. Aktuelt udgør garantilånene dog ikke en markant refinansieringsrisiko for det samlede system, da udbredelsen af lånet er relativt lille.

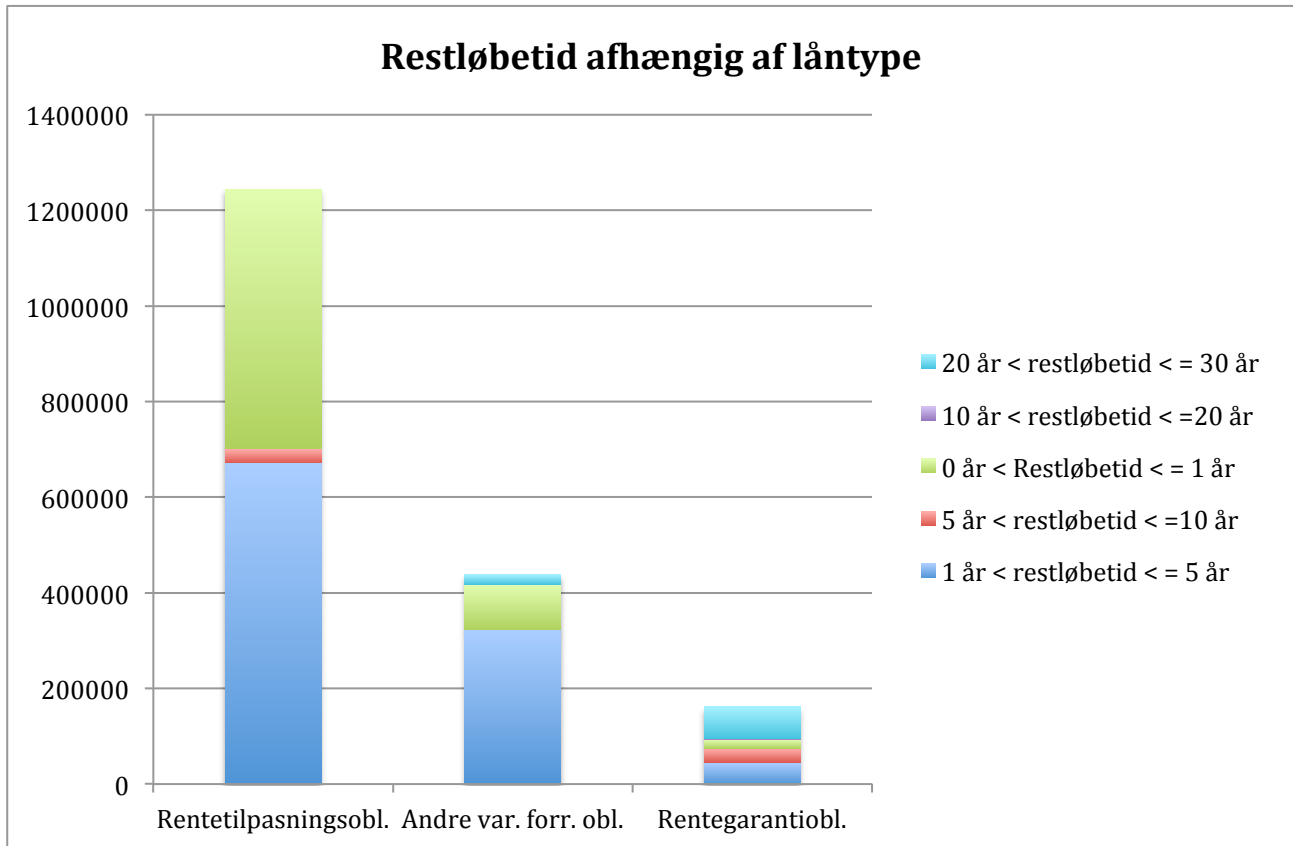
De øvrige variabelt forrentede obligationslån er magen til garantilånene, bortset fra at disse ikke har et renteloft. Her er der således tale om et lån, der rentetilpasses hvert halve år, og som typisk er baseret på 4-5 årige obligationer (variationer i løbetiden forekommer). I sammenligning med eksempelvis F1-lånet, er disse lån forbundet med en højere renterisiko, og en væsentlig mindre refinansieringsrisiko. I figur 23 vises variabelt forrentede obligationer fordelt ud fra restløbetid.



Figur 23 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

Af figur 23 ses det, at næsten tre fjerdedele ligger i restløbetidsintervallet 1-5 år. Derudover viser figur 23 også, at det er en mindre andel (5%) af låntypen som baseres på helt lange obligationer og dermed er forfinansierede. Det væsentligste forhold som kan trækkes ud af ovenstående fordeling, er at låntypen hovedsagligt er baseret på relativt kort funding, hvorfor der også i forbindelse med denne låntype er en refinansieringsrisiko.

Samlet set kan der ikke sås tvivl om at rentetilpasningslånene udgør en ikke uvæsentlig trussel for det danske realkreditsystem. Dette skyldes som nævnt både låntypens store udbredelse og den dermed forbundne refinansieringsrisiko. De resterende låntyper inden for variabelt forrentede realkreditlån er oftest baserede på 4-5 årige obligationer, hvilket betyder at de kun er eksponeret over for refinansieringsrisiko hvert 4-5 år. Nedenstående figur 24 simplificerer forklaringen og illustrerer samtidig låntypernes indbyrdes forhold.



Figur 24 – Kilde: (Danmarks Statistik, DNVPDKR, 2015)

Figur 24 tydeliggør hvor stor en andel af lånene rentetilpasningslånene udgør, og understreger dermed lånenes bidrag til refinansieringsrisikoen, i forhold de øvrige ikke-forfinansierede låntyper, hvor rentetilpasningslånenes markedsværdi er dobbelt så stor som de to andre låntypers markedsværdi tilsammen. Derfor synes der ikke den store tvivl om, at det primære fokus i håndteringen af refinansieringsrisikoen, bør være på de korte rentetilpasningslån.

I forhold til refinansieringsrisikoen kan man argumentere for, at den optimale løsning vil være at fjerne de korteste rentetilpasningslån, da disse udgør den klart største risiko. Ikke desto mindre, er lånet stadig efterspurgt hos låntagerne, og det må derfor være tvivlsomt, hvorvidt det er noget der vil finde sted inden for de kommende år. Som tidligere nævnt, kan lånet være et fornuftigt valg for låntagere med plads i økonomien, der kan satse på en kort lav rente. Samtidig er lånet meget simpelt bygget op, letforståeligt og bygger på en markedsbestemt rente – i modsætning til eksempelvis flexkort, der har en mere kompliceret opbygning, og i højere grad bygger på beslutninger, taget af realkreditinstituttet, om eksempelvis lånets løbetid og rentetillægget til referencerenten. Samtidig

ligger der en tryghed for låntageren i, at renten er markedsbestemt, og ikke baseret på en referencerente, da disse kan manipuleres, som det var tilfældet med LIBOR-renten.

Praksis er imidlertid, at de helt korte rentetilpasningslån, F1, er ved at blive udfaset, og flere realkreditinstitutter udbyder dem ikke længere.

8.3.2 Potentiel konsekvens af refinansieringsrisikoen

Skulle refinansieringsproblematikken indtræffe vil det øjensynligt påvirke hele samfundet, hvis ikke det skulle lykkes realkreditinstitutterne at finde finansiering. Som nævnt i foregående afsnit ville et pludseligt stop for alt funding til dansk realkredit, udløse et finansieringsbehov på op til omkring 650 mia. kr., hvis det skulle ske inden for den nærmeste fremtid. Det ville i første omgang være realkreditinstitutterne som vil blive ramt, hvis alt ekstern finansiering stoppede. I dette tilfælde vil realkreditinstitutterne forventeligt i første omgang gå til pengeinstitutterne for at hente finansiering. Hos pengeinstitutterne vil de forsøge at hente finansiering, med sikkerhed i realkreditobligationerne, således at realkreditinstituttet selv ville være i stand til at opkøbe samtlige realkreditobligationer. Herefter kan realkreditinstituttet beholde obligationerne på balancen indtil der kommer ro på markedet, og det igen er muligt at omsætte realkreditobligationer til investorerne til fornuftige priser. Dette var næsten hvad DLR Kredit gjorde, da de i 2008 oplevede, at det kneb med at få afsat deres obligationer. DLR gennemførte det det man kalder en repo-forretning, i og med at de solgte obligationerne til banken, mod at de aftalte at købe dem tilbage senere til en højere kurs. Derefter solgte de obligationerne, da markedet igen blev normaliseret (Nyholm, 2011).

Skulle det ikke være muligt at indhente finansiering hos de øvrige aktører på de finansielle markeder, og alle andre alternativer er udtømt, vil det være realkreditinstitutterne sidste udvej at gå til Nationalbanken for at få hjælp. Klaus Kristiansen, Vicedirektør hos Realkredit Danmark, udtaler til Jyllands-Posten, følgende om refinansieringsrisiko forbundet med den store udbredelse af blandt andet F1-lånet:

”Ja, det er rigtigt, men det er svært at kvantificere den risiko, for i princippet kan disse obligationer belånes i Nationalbanken. Så ultimativt kan vi refinansiere ved at gå til Nationalbanken og sige: Her er obligationerne. Det vil vi så ikke i praksis, for det er kun en adgang, der skal bruges i begrænset omfang. Men gælder det liv eller død, har vi en ”lender of last resort” i Nationalbanken, der så i princippet kan trykke nogle penge i sidste ende. ” (Nyholm, 2011)

Ud fra Klaus Kristiansen udmelding lader der ikke til at være tvivl at spore omkring, hvorvidt Nationalbanken står bag realkreditinstitutterne, såfremt at der skulle være problemer med dem kortsigtede finansiering, og alle andre muligheder skulle være udtømte. Nationalbanken bliver altså omtalt som ”lender of last resort”, hvorfor realkreditinstitutterne kun vil anvende muligheden når ”det gælder liv og død”.

Såfremt at det på trods af fastfrosne finansmarkeder, alligevel lykkedes institutterne at hente finansiering fra andre private aktører eller i Nationalbanken, vil konsekvensen for låntagerne og realkreditinstitutterne nok være begrænsede, da det sandsynligvis alene vil resultere i mindre rentestigninger til låntagerne. Omvendt kan konsekvenserne for samfundet potentielt blive, at det kan blive vanskeligt at fastholde fastkurspolitikken med Euroen, i tilfælde af, at Nationalbanken må træde til med finansieringen. Bliver Nationalbanken nødsaget til at trykke nye penge for at opkøbe realkreditobligationerne, vil det svække valutakursen over for euroen, hvilket kan resultere i at Danmark bliver nødt til at udgå af fastkursaftalen med eurolandene. Det bør dog bemærkes, at Nationalbanksdirektør, Lars Rohde, tidligere har vist, at han vil gå langt for at opretholde fastkurssamarbejdet, som man så ved angrebet på kronen i starten af året.

8.3.3 Kritik af refinansieringsrisikoen

Flere højtstående medarbejdere fra landets realkreditinstitutter omtaler refinansieringsrisikoen som en ren teoretisk risiko, hvilket er tilfældet hos både Realkredit Danmark og DLR Kredit. Hos Realkredit Danmark udtaler vicedirektør Klaus Kristiansen, at det alene er et teoretisk scenarie at Nationalbanken skulle nægte realkreditinstituttet finansiering, og at det ikke skulle være muligt at finde købere eller finansiering til realkreditobligationerne (Nyholm, Nationalbanken er sikkerhed for F1-lån, 2011). På den baggrund blev det udmeldt at Realkredit Danmark ikke anskuede refinansieringsrisikoen som én af de mest væsentlige risici. Ligeledes udtalte den administrerende direktør i DLR følgende (Nyholm, F1-auktion truer dansk realkredit, 2011):

”Jeg kan godt følge pointen ud fra en rent teoretisk betragtning, men i virkelighedens verden er det mere sandsynligt, at man kan komme til at sælge obligationerne til en uforholdsmæssigt høj rente. Det er objektivt rigtigt, at det i en periode kan påvirke den finansielle stabilitet. Det er også derfor, realkreditinstitutterne har spredt og fortsat prøver at sprede rentetilpasningsauktionerne på flere tidspunkter over året”.

Udtalelsen siger således at DLR er på niveau med Realkredit Danmark, og at refinansiering af eksisterende obligationer alene vil udeblive ud fra en række teoretiske forudsætninger, og at det i praksis formentlig blot vil resultere i en mindre rentestigning til låntagerne.

Disse udmeldinger ændrer naturligvis ikke på risikoen for, at finansmarkederne stopper finansieringen af dansk realkredit, men indikerer, at der er en begrænsning af konsekvenserne, det ville få, da Nationalbanken vil kunne redde realkreditinstitutterne fra konkurs. Således er en markant del af risikoen blevet flyttet over på samfundet, i form af Nationalbanken, i stedet for realkreditinstitutterne som private aktører. Grunden til, at Nationalbanken ikke har noget andet valg end at redde et nødlidende realkreditinstitut, er at de formentlig alle udgør en så væsentlig del af økonomien, at de må betragtes som ”Too big to fail”, hvorfor konsekvenserne ved at lade et realkreditinstitut gå konkurs, formodentlig vil være større end prisen for at redde instituttet. Noget der tidligere, har kunnet lede til moral hazard hos pengeinstitutter, er at en stat har stået klar med finansiering, såfremt en pludselig krise skulle opstå hos pengeinstituttet.

For at begrænse risikoen hos realkreditinstitutterne, har Finanstilsynet i 2014 lanceret SIFI-pakke, som stiller særlige krav til systemisk vigtige finansielle institutter. Ved hjælp af SIFI-reguleringen som blandt andet omfatter alle realkreditinstitutter, stilles der blandt andet krav til, at de udpegede SIFI-institutter skal have en ekstra kapitalbuffer som til dække fremtidige tab. Dette forhold vil blive belyst yderligere, senere i dette afsnit.

8.3.4 Sammenfatning

Sammenfattende kan det siges, at rentetilpasningslånene er blandt de største risici i dansk realkredit, hvad angår deres påvirkning af refinansieringsrisikoen. Rentetilpasningslånene adskiller sig både ved at have de hyppigste refinansieringer samt ved at udgøre størstedelen af de variabelt forrentede lån. Det er særligt de helt korte rentetilpasningslån som F1-lånene, som udgør en stor trussel, hvilket betyder, at alene bortskaffelsen af denne låntype, kunne minimere refinansieringsrisikoen markant. Der er imidlertid en række andre forhold som eksempelvis den store efterspørgsel, som gør at realkreditinstitutterne ikke ønsker at fjerne dem fra deres sortiment. På trods af, at F1-lånet stadig er en del af sortimentet hos flere realkreditinstitutter, er efterspørgslen efter lånet dog dalende. Dette skyldes både nye låntyper, som giver låntagerne mulighed for at få tilsvarende billige renter på obligationer med længere løbetider som eksempelvis Realkredit Danmarks Flexkort, samt de højere bidragssatser på de korte rentetilpasningslån, der begrænser fordelene ved de helt korte renter, i forhold til eksempelvis en 3- eller 5-årig rente. Derudover tyder det også på, at den aktuelt mindre stejle rentestruktur har medført at flere låntagere foretrækker lange fastforrentede obligationslån frem for deres korte variable alternativer. Dette forhold vil, hvis det varer ved, reducere risikoen ved refinansiering i dansk realkredit på sigt.

Lytter man til flere af realkreditinstitutterne, bliver der peget på at refinansieringsrisikoen er stærkt opblæst, da en situation hvor finansieringen af realkreditinstitutterne udebliver, efter deres overbevisning blot er en teoretisk risiko, som aldrig ville fremkomme i den virkelige verden. Det skyldes, at der blandt realkreditinstitutterne er en stærk forventning om at Nationalbanken altid vil stå bag, og yde den nødvendige finansiering til realkreditinstitutterne hvis det skulle vise sig at være strengt nødvendigt. Nationalbanken har naturligvis ikke selv indikeret, at den skulle stå klar med en redningsplan i tilfælde af, at der skulle opstå et problem med realkreditinstitutternes refinansiering. For det første kan Nationalbanken ikke garantere, at den kan redde alle nødlidende realkreditinstitutter på et hvilket som helst tidspunkt, og for det andet skaber det en ekstremt skæv incitaments- og konkurrencestruktur, såfremt en centralbank garanterer, at hjælpe realkreditinstitutterne, hvis den forretningsmodel, de selv har bygget op, skulle bryde sammen.

8.4 Analyse af håndteringen af refinansieringsrisiko

Generelt om håndteringen af refinansieringsrisikoen kan det siges, at det særligt fra myndighedernes side er en risiko som bliver taget seriøst. Staten har gennem Finanstilsynet gennemført tilsynsdiamanten der blandt andet adresserer refinansieringsproblematikken og samtidig indført lovændringer som har til formål at begrænse effekten af en eventuel indtruffen refinansieringsproblematik i fremtiden. Realkreditinstitutterne har også frivilligt gennemført en række mindre ændringer, som har til formål at reducere refinansieringsrisikoen.

8.4.1 Realkreditinstitutternes egen håndtering

På trods af, at realkreditinstitutterne har gennemført flere initiativer for at begrænse refinansieringsrisiko, lader risikoen ikke til at være en af branchen største trusler, da flere institutter gennem tiden har udtalt at risikoen er mere teoretisk end praktisk. Realkreditrådet som består af medlemmerne BRFkredit, DLR Kredit, Nykredit Realkredit og Totalkredit, lader således ikke til at have en stor frygt for refinansieringsrisiko, hvilket står i skarp kontrast til Finanstilsynets holdninger. Realkreditrådets overbevisning er, at de helt korte rentetilpasningsobligationer er så sikre, at efterspørgslen internationalt er så stor, at der ikke er grund til at være nervøs for, at der en dag skulle mangle købere til obligationerne, da risikoen er meget lille. En anden grund til at Realkreditrådet prøver at mane til besindelse med hensyn til truslen fra refinansieringsrisikoen, begrundes med, at systemet både før, under og efter finanskrisen har fungeret upåklageligt

((Andersen, 8 perspektiver på realkredit, 2011) s. 36). Deres version af historien er altså at nuværende realkreditsystem på trods af, at vi har været igennem en global finanskriser, endnu ikke har vist svaghedstegn, idet der i rentetilpasningslånenes historie aldrig har været uhensigtsmæssigt høje rentestigninger forskyldt af mangel på investorer, og at der aldrig har været problemer i forbindelse med refinansiering af de bagvedliggende obligationer. Som nævnt tidligere i dette kapitel er dette formentlig en sandhed med modifikationer, da der efter Finn Østrups overbevisning i 2008 var indikationer på at bankpakke 1 var indirekte medvirkende til, at der kunne opretholdes en stabil funding til danske rentetilpasningsobligationer (Østrup, 2011).

Derudover har det uden tvivl haft en betydning for realkreditinstitutternes håndtering, at Nationalbanken ved potentiel fastfrysning af finansmarkederne kan se sig nødsaget til at hjælpe realkreditinstitutterne med finansiering, for at undgå store konsekvenser for samfundet. På den baggrund er realkreditinstitutterne, på grund af deres systemisk vigtige position i samfundet, sandsynligvis omfattet af en beskyttelse fra Nationalbanken.

På trods af realkreditinstitutternes relativt lave frygt for refinansieringsrisikoen, har institutterne frivilligt gennem flere forhold arbejdet mod at reducere refinansieringsrisikoen. Som tidligere nævnt omfatter disse forhold en spredning af auktioner over obligationerne bag de ikke finansierede lån og et forsøg på at flytte låntagere væk fra de mest risikable låntyper i refinansieringsperspektivet.

Spredningen af realkreditauktioner gør, at der er mindre pres på de enkelte auktioner, og reducerer således mængden af obligationer som skal omsætte på de enkelte auktioner. Dette betyder, at konsekvensen af én fejlet auktion mindskes betydeligt, hvilket betyder at tiltaget uden tvivl har en reducerende effekt på refinansieringsrisikoen på kort sigt, om end det ikke vil kunne reducere risikoen, såfremt der er tale om en længere periode med mangel på finansiering. Tiltaget er imidlertid ikke helt uden bivirkninger. Spredning af auktionsdatoerne, har den betydning, at der kommer flere obligationsserier, hvorfor de enkelte obligationsserier bliver mindre. Et stort antal af mindre obligationsserier reducerer likviditeten i serierne, hvilket kan resultere i en mindre effektiv prisfastsættelse og deraf større risiko for indlåsning. For at foretage en endelig vurdering af tiltagets effektivitet, bør det således afvejes hvorvidt fordelene ved reduktionen af refinansieringsrisikoen er større end ulempen ved den reducerede likviditet.

Realkreditinstitutternes andet tiltag er som sagt, at de forsøger at flytte låntagerne over i mindre risikable låntyper og væk fra særligt F1-lånet. Det er en kendsgerning af låntagerne de seneste år har søgt væk fra de helt korte rentetilpasningslån, for i stedet at finansiere sig med nogle af

realkreditinstitutternes andre låntyper, som Flex-kort, rentetilpasningslån med længere imellem refinansieringerne og de traditionelle lange fastforrentede obligationslån (Realkreditrådet, 2015). Det er dog vanskeligt præcis at afgøre hvorvidt, ændringen er sket på realkreditinstitutternes foranledning, eller om det nærmere er et udtryk for en generelt ændring af låntagerne risikoaversion eller om en mindre stejl rentestruktur har gjort at låntagere har større tendens til at vælge de lange renter. I forhold til realkreditsystemets generelle sundhedstilstand, er det uden tvivl positivt at låntagerne vælger låntyper med mindre refinansieringsrisiko og større rentesikkerhed til. I det store samfundsperspektiv er det således mindre vigtigt at kunne placere ansvaret – det vigtigste er at ændringen af sket.

8.4.2 Ny lovgivning

Fra lovgivende instans er der som tidligere nævnt også gennemført flere forbyggende tiltag. Tiltagene omfatter blandt andet en lov om regulering af refinansieringsrisiko. Denne lovgivning har til formål at fastsætte en praksis, som gør at refinansieringsproblemer til en ordinær begivenhed som der er taget stilling til, således at problemet ikke eskalerer unødigt.

Lovændringen trådte i kraft 1. april 2014 og omfatter alene de helt korte ikke-forfinansierede obligationer, som også er eksponeret overfor størst refinansieringsrisiko. Lovændringen flytter i princippet en del af refinansieringsrisikoen over på investorerne. Det er naturligvis ikke uden konsekvenser at man påfører investorerne ekstra risici, hvorfor tiltaget også forventes at have givet mindre opadgående pres på renterne i realkreditsystemet. Lovgivningen har endnu ikke har en relevans, da der siden indførelsen ikke har været refinansieringsproblemer, men det må alligevel betragtes som en positiv tilføjelse til dansk realkredit. Lovændringerne fjerner en del af presset fra realkreditinstitutterne i forbindelse med en fejlet auktion, hvilket i sidste ende kan resultere i, at en redningsauktion fra Nationalbanken også kan undgås. Det kan dog diskuteres, hvordan markedet vil reagere på en eventuel udløsning af en rentetrigger. Hvis dansk realkredits største svaghed udstilles på en sådan måde, kan man forestille sig, at det kan være svært at vende tilbage til normale tilstande ved næste refinansieringsauktion.

Lovgivningen kan dog kritiseres for kun at omfatte de helt korte rentetilpasningslån, da der i teorien også kan opstå refinansieringsproblemer med alle andre ikke-forfinansierede låntyper. Refinansieringsrisikoen er dog størst ved de korte rentetilpasningslån, grundet de hyppige refinansieringer, hvorfor det er relevant at starte her, om end man kunne argumentere for eksempelvis at medtage de 3-årige rentetilpasningslån.

8.4.2.1 Tilsynsdiamant

Tilsynsdiamanten skal ses om en række pejlemærker til alle danske realkreditinstitutter, for hvordan de undgår at drive en uhensigtsmæssig risikabel forretning. Rapporten omfatter således en række af pejlemærker, som realkreditinstitutterne skal rette sig efter, for at undgå overdreven risikotagning. Rapporten anbefaler således, at refinansieringsrisikoen skal kontrolleres ved at begrænse lån med kort funding, således at andelen af udlån, der refinansieres, er mindre end 12,5 % pr. kvartal og mindre end 25 pct. årligt af det samlede udlån (Finanstilsynet, 2014)

Derved tvinges realkreditinstitutterne til at sørge for ikke at udstede for meget udlån med kort funding, og derved bliver for følsomme over for refinansieringsrisiko. Tilsynsdiamanten er alene tiltænkt som et supplement for de eksisterende regler på området.

8.4.3 Nødvendigt med offentligt regulering

Det bliver ofte diskuteret, hvorvidt det offentlige bør have større medbestemmelse på private finansielle virksomheder som eksempelvis realkreditinstitutter. Kritikken går på, at staten går direkte ind og blander sig i driften af de enkelte realkreditinstitutter, hvor fortalere for det frie marked mener, at offentligt regulering alene begrænser virksomhederne råderum og reducerer samfundet velstand, da alle virksomheder bedst selv kan håndtere deres forretning og dens risici. Ud fra den devise burde realkreditinstitutterne også være bedst foruden offentligt regulering.

Et selvregulerende realkreditinstitut burde som udgangspunkt have et langsigtet fokus, som holder dem fra at påtage sig unødvendige, kortsigtede risici. Nyere tids historie har dog vist, at ikke alle finansielle virksomheder har været i stand til at holde sig fra unødige risici, hvor kortsigtet profit kan få større betydning end virksomhedens fremtidige eksistens.

Det ville uden tvivl få katastrofale konsekvenser for hele samfundet, hvis ét eller flere realkreditinstitutter skulle gå konkurs, idet realkreditinstitutterne udgør en så stor og vigtig del af det danske samfunds opbygning. Dette er naturligvis et af aspekterne ved at have et så velfungerende realkreditsystem, som det danske, at så mange danskere benytter sig af muligheden for at optage realkreditlån. Det kan dog som nævnt være med til at skabe en skæv incitamentsstruktur, hvis realkreditinstitutterne ved, at Nationalbanken griber ind, såfremt realkreditinstitutterne for alvor bliver nødlidende. Alene den kendsgerning, at flere realkreditinstitutter udtrykker, at de ikke bekymrer sig synderligt om refinansieringsrisikoen, da Nationalbanken alligevel træder til som ”lender of last resort”, indikerer, at realkreditinstitutterne godt er klar over, at de er for store og for vigtige til at gå konkurs.

Aktuelle risici i dansk realkredit

På baggrund af ovenstående, kan det derfor være svært at argumentere imod, at Nationalbanken har sit at skulle have sagt, i forhold til realkreditinstituttets forretningsstrategi. Når Nationalbanken, og dermed staten, kan ende med at stå med regningen for realkreditinstitutters forretningsmodel, ligger der et ræsonnement i, at staten udøver en vis medbestemmelse.

9. Systemisk Risiko

Ved systemisk risiko forstås, som navnet antyder, en risiko, der kan få vitale konsekvenser for hele det finansielle system – i dette tilfælde det danske realkreditsystem.

Som tidligere nævnt, er det danske realkreditsystem ofte blevet rost internationalt. Her har blandt andre finansmanden George Soros rost den danske realkreditmodel; herunder den indbyggede hedge i det fastforrentede lån, hvor man har muligheden for førtidig indfrielse til markedskurs, samt det danske balanceprincip, der flytter størstedelen af de tilknyttede risici til investoren, men hvor realkreditinstituttet beholder kreditrisikoen (Soros, 2008). Det danske realkreditsystem har mange fordele, men kritikken har de senere år gået på, at man har opbygget en model med en signifikant systemisk risiko, der i sidste ende kan trække tæppet væk under den danske realkredit.

Nationalbankdirektør Lars Rohde beskrev tilbage i 2010, da han var direktør for ATP, den systemiske risiko fra rentetilpasningslåne, som et dommedagsscenario (Andersen, 8 perspektiver på realkredit, 2011, s. 130). Baggrunden for udtalelsen bestod i et kritisk syn på rentetilpasningslåne, og de risici, der knytter sig til de store årlige refinansieringer, som realkreditinstitutterne skal igennem. På trods af, at man hidtil relativt ubesværet har kunne refinansiere de store lånepuljer, vurderes disse stadig af flere, at udgøre den største risiko for den danske realkredit.

9.1 Redegørelse

Som beskrevet i afsnittet om refinansieringsrisiko, består den systemiske risiko i, at de låntagere, der har valgt de populære rentetilpasningslån, kan blive ramt af stigende renter ved refinansieringen af deres lån. Dette kan skyldes en midlertidig periode med mangel på kort finansiering, pengepolitiske ændringer eller noget helt tredje, der vil presse renten på den korte finansiering op og dermed hæve renterne på låntagernes realkreditlån. For mange låntagerne vil en stigende rente være til at klare, men stiger renten markant, vil der også være de, der ikke kan betale og vil misligholde deres lån.

Refinansieringsrisikoen i sig selv udgør ikke en markant risiko for systemet, da der i selv et velfungerende realkreditsystem må forventes tab på lånere – hvis ikke, kunne man forestille sig, at man måske var for forsigtige i kreditgivningen. Problemet består imidlertid i, at rentetilpasningslåne er blevet så populære som de er, hvor 28% af de samlede udlån består af F1-lån, mens yderligere 15% af det samlede realkreditudlån udgøres af rentetilpasningslån med en

løbetid på 2-3 år, hvilket vil sige, at en relativt stor del af de samlede udlån er eksponeret over for refinansieringsrisikoen (Nationalbanken, 2015).

Ideen med realkrediten er i sin grundform meget simpel. Man kan opnå lave renter, grundet den lave risiko, da fællesskabet af låntagere dækker for den enkelte, såfremt vedkommende misligholder sit lån. Tidligere skete dette via kreditforeninger, hvor medlemmerne hæftede solidarisk for hinanden, og i dag via bidragssatser, der skal dække institutternes tab på låntagere. Pointen med dette er, at den oprindelige tanke med realkrediten var, at den enkelte låntagers misligholdelse ikke var væsentlig, da tabet blev dækket af de resterende låntagere, og investorerne fik sine penge til trods for låntagers misligholdelse. Problemet ved den store andel af rentetilpasningslån er, at refinansieringsrisikoen er blevet en markant risiko, da mange låntagere er eksponeret over for den samme risiko på samme tidspunkt. Dette medfører, at risikoen for at flere låntagere misligholder samtidigt vil stige, hvilket betyder at låntagernes misligholdelse ikke er så uvæsentlig.

Forestiller man sig et scenarie, hvor en signifikant del af låntagerne skulle komme i problemer efter en rentestigning på eksempelvis en F1-auktion, vil dette sandsynligvis lede til, at flere misligholder deres lån. Da rentestigninger oftest har en negativ effekt på boligpriserne, vil pantet i flere tilfælde ikke kunne dække hele gælden, hvilket vil kunne lede til markante tab for realkreditinstituttet. Sker dette, er det sandsynligt, at kreditvurderingsbureauerne vil øge risikovurderingen af realkreditobligationerne, hvilket vil føre til faldende kurser, og stigende renter. Grosen og Raaballe (2011) beskriver hvorledes denne situation vil fungere som en lavine, hvor den faldende kreditværdighed medfører stigende renter, og vil lede til, at de mest sikre låntagere vil finde nye måder at finansiere sig på, enten ved brug af formue, eller finansiering andetsteds. Dette vil lede til tab af indtægter hos realkreditinstituttet, og en ringere gruppe af låntagere, der igen vil lede til faldende obligationskurser, og stigende renter, og igen vil de mest sikre låntagere finde nye måder at finansiere sig på. Således vil refinansieringen være fanget i en negativ spiral af stigende renter og dårligere låntagere, indtil det praktisk talt kan blive umuligt at finansiere et rentetilpasningslån, og hvor realkreditinstitutterne må lide store tab, grundet de stigende renter, der leder til flere misligholdelser fra låntagere.

9.1.2 Regulatoriske risici/krav

Ved et scenarie som beskrevet ovenfor, vil realkreditinstituttet samtidigt være forpligtet til at leve op til de regulatoriske krav, der stilles for realkreditinstitutter, hvilket kan sætte institutterne i en mere penibel situation.

En overvejende andel af SDO-lånene der bliver udstedt, vil realkreditinstitutterne i forbindelse med ovenstående scenarie øjensynligt være nødt til at stille en supplerende sikkerhed for disse. En stigende rente vil sandsynligvis lede til prisfald på boligmarkedet, og pantet bag lånene forringes. Såfremt lånegrænsen ikke længere overholdes ved en SDO, er realkreditinstituttet forpligtet til at stille supplerende sikkerhed, der som tidligere nævnt, typisk fremskaffes ved udstedelse af junior covered bonds, hvor provenuet fra disse placeres i statsobligationer, der stilles som sikkerhed. Situationen taget i betragtning, kunne man forestille sig, at realkreditinstituttets kreditværdighed falder grundet de større tab, hvilket kunne lede til høje renter på de udstedte junior covered bonds, og omkostningerne forbundet med sikkerhedsstillelsen kan derfor blive betragtelige. Såfremt den tilstrækkelige supplerende sikkerhed ikke kan stilles, vil obligationerne kunne miste deres status som SDO'er, og kursen vil antageligt blive presset yderligere ned, som følge af den mindre sikkerhed bag obligationerne, samt den faldende tillid, der vil være til instituttet.

9.1.3 Konsekvenser

Problemstillingen i den systematiske risiko, som beskrevet ovenfor, består som udgangspunkt ikke alene i de tab, og den nedgang på ejendomsmarkedet, situationen kan medføre. Naturligvis vil det kunne få fatale konsekvenser, såfremt et realkreditinstitut ikke har en tilstrækkelig stødpude til at tage de tab, der eventuelt måtte komme. Selv om institutterne skulle være i stand til at tage tabene, er det dog stadig tvivlsomt, hvorvidt man vil være tilbage til status quo, selv efter at systemet er kommet sig efter en mindre årrække.

Som tidligere nævnt, er grunden til realkreditens lave renter, at sikkerheden bag obligationerne, er så stor som den er. Investorerne kan for så vidt være indifferente med den enkelte låntagers økonomi, da balanceprincippet pålægger realkreditinstituttet kreditrisikoen. Derfor vil sikkerheden bag den udstedte obligation, naturligvis afhænge af realkreditinstituttets bonitet. Hvad angår kursen på realkreditinstituttets obligationer, vil disse ikke nødvendigvis afhænge af den reelle sikkerhed bag obligationerne, men i højere grad af investorernes perception af soliditeten i realkreditinstituttet. Danske realkreditobligationer har gennem de over 200 års eksistens fungeret upåklageligt, og institutterne bryster sig af, at ingen endnu har lidt tab. Såfremt svagheder i realkreditsystemet udstilles, eller endnu værre, investorer lider tab på realkreditobligationer, er det tvivlsomt, hvorvidt tilliden til systemet på kort sigt kan genoprettes. Samtidig er det spørgsmålet, hvorvidt obligationernes troværdighed internationalt vil lide et knæk hos ratingbureauerne, og ligeledes hos blandt andre Basel Komiteen, der udarbejder retningslinjer for solvens- og

likviditetskrav for finansielle institutioner i Europa. Såfremt risikovægtningen af danske realkreditobligationer stiger, må det anses som tvivlsomt, at de kan bibeholde deres popularitet.

9.2 Håndtering af systemisk risiko

Som nævnt i afsnittet om refinansieringsrisikoen, har man fra flere sider, iværksat initiativer, der skal begrænse refinansieringsrisikoen, samt den systemiske risiko, der her er tilknyttet. For det første begyndte realkreditinstitutterne at sprede refinansieringen, hvorfor denne nu typisk deles ud pr. kvartal, eller løbende gennem året, og puljerne der skal refinansieres er således markant mindre. Samtidig har man fra Finanstilsynet indført en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, der både har til hensigt at begrænse lån med kort funding, rentetilpasningslån med løbetid under 2 år og afdragsfrie lån for private. Tiltag der alle ville være med til at begrænse den systemiske risiko ved rentetilpasningslånene.

Samtidig har man fra realkreditinstitutternes side også initieret tiltag, der skal begrænse risikoen fra refinansieringen fra rentetilpasningslånene. Her hævdede man bidragssatserne på de korte rentetilpasningslån, hvilket fjerner en del af det økonomiske incitament til at vælge de korte rentetilpasningslån.

På trods af, at man fra realkreditrådet afviser den store systemiske risiko, der knytter sig til rentetilpasningslånene, er man andre steder i branchen opmærksom på problematikken. Således foreslog forhenværende ordførende direktør i Danske Bank koncernen, Eivind Kolding, at man fra statslig side forbød F1- og F2-lån, da han ikke mente, at man fra realkreditinstitutternes side kunne begrænse lånene i en tilstrækkelig grad (Brahm & Iversen, 2013). Dette ønskede man ikke fra statslig side, og realkreditinstitutterne introducerede kort tid efter, de korte variable obligationslån som alternativ til rentetilpasningslånene. Lån baseret på kort rente, men længere løbetid, således at man begrænser behovet for refinansiering.

Opmærksomme på refinansieringsrisikoen, indførte man fra statslig side en klausul i de op til 2-årige rentetilpasningslån, der skulle begrænse rentestigningen ved refinansiering. Såfremt den effektive rente ved refinansiering stiger med mere end 5%-point vil den bagvedliggende obligation blive forlænget, med den samme effektive rente som ved seneste refinansiering, tillagt 5%-point (Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. §5 stk 1-3, 2014). Samme lov gør sig gældende ved mangel på aftagere til de op til 2-årige rentetilpasningsobligationer ved refinansiering. Såfremt alle obligationer ikke kan sælges, forlænges disse 12 måneder, med samme rentebetingelser som beskrevet ovenfor.

Som det måske vigtigste initiativ, har man som en del af Basel III indført lovgivning, der stiller øgede solvenskrav til de såkaldte Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark, en betegnelse der inkluderer alle realkreditinstitutter. Omend SIFI-lovgivningen ikke er specifikt rettet mod den systemiske risiko i realkreditsystemet, så sætter den en streg under den systemiske risiko generelt, og de ødelæggende effekter som det vil have for systemet, såfremt et af disse finansielle institutter skulle komme i problemer.

Som følge af oprettelsen af det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, blev det systemiske risikoråd i Danmark oprettet i 2013. Rådet består af 10 medlemmer fra Nationalbanken, Finanstilsynet, Økonomi- og Indenrigsministeriet, Erhvervs- og Vækstministeriet og Finansministeriet samt tre uafhængige eksperter. Rådet har til opgave at rådgive og udtale sig om finansielle forhold, samt udviklingen i den finansielle regulering og systemiske risici.

9.3 Analyse af systemisk risiko

Som beskrevet i redegørelsen, går kritikken på, at dansk realkredit de seneste mange år har opbygget en forretningsmodel, der har gjort op med den traditionelle model, og eksponeret dansk realkredit over for en markant systemisk risiko. Mens man tidligere har ydet lange fastforrentede lån, er man i højere grad gået mod at finansiere de lange boliglån på baggrund af serier af korte obligationer, der i højere grad eksponerer realkreditsystemet mod renteændringer og boligprisfald.

Når realkreditinstitutterne skal funde sine udlån på obligationsmarkedet, udstedes obligationer med samme karakteristika som udlånet, og sælges på markedet, for at begrænse realkreditinstituttets risiko til kreditrisikoen, jævnfør balanceprincippet.

Hvad realkreditinstituttet ikke er beskyttet mod, er muligheden for manglende finansiering til de mange rentetilpasningsobligationer, der hvert år skal refinansieres, og man er pludselig afhængig af en stor tilgængelig kort finansiering på finansmarkederne. Mens man med det lange fastforrentede lån i princippet ikke er afhængig af løbende finansiering, skal en stor del af rentetilpasningslånene refinansieres en gang årligt, eller hvert 3. år, hvilket markant har øget eksponeringen mod midlertidige renteudsving, eller et dårligt økonomisk klima, hvor investorer ikke er villige til at placere penge i danske realkreditsystem.

Som tidligere beskrevet, aftager de danske pengeinstitutter op mod 40% af de udstedte danske realkreditobligationer (se figur 14), og realkreditsystemet er således i høj grad afhængig af et generelt sundt og likvidt finansielt system i Danmark. Problemet med den store andel af

rentetilpasningslån er som nævnt, at behovet for den korte finansiering bliver konstant, og i tilfælde af finansiell uro, opstår problemet med refinansieringen.

Samtidig med, at bankerne står for en del stor del af fundingen, af realkreditobligationerne, står de ligeledes i høj grad for den yderst liggende belåning, i de tilfælde, hvor en låntager skal have finansieret mere end 80% af købssummen. Det betyder at i tilfælde hvor låntager misligholder sin gæld, vil banken være første kreditor, der står til tabe penge, grundet denne står for den yderligste belåning.

Forestiller man sig et scenarie, hvor renten stiger op til en refinansiering, og nogle låntagere misligholder deres lån, betyder det højst sandsynligt et stigende tab til de danske pengeinstitutter. Er der tale om større tab, vil bankerne kunne mærke det på bogen, og i værste tilfælde vil dette lede til, at muligheden for deres korte finansiering på interbankmarkedet bliver mindre, som følge af den ringere rating fra internationale kreditvurderingsbureauer. Dette vil kunne lede til stigende renter ved næste refinansiering, større tab til pengeinstitutterne, mindre adgang til kort finansiering på interbankmarkedet og således fortsætter det i en spiral med højere renter, større tab og mindre funding til realkreditmarkedet.

Ovenstående scenarie ville sandsynligvis munde ud i, at de tiltag, som man fra statslig side fik indført, ville træde ind, og således forlænge de bagvedliggende obligationer med 12 måneder, og en rentestigning på 5%. Det blev i afsnittet om renterisiko beregnet, at den gennemsnitlige danske låntager har en ganske fornuftig økonomi, i forhold til, hvor stor en del af dennes disponible indkomst, der går til gældsservicering. Det må dog formodes, at nogle låntagere vil have problemer med at klare en rentestigning på 5%, og realkreditinstitutterne vil øjensynligt lide tab.

Spørgsmålet er dog, hvorvidt realkreditsystemet kan overleve en situation, hvor obligationer tvangsforlænges, og investorer således bindes i yderligere 1 år, til en rente, der er under markedsrenten. Realkreditinstitutterne afviser stadig refinansieringsrisikoen, men hvis den største mulige svaghed i det danske realkreditsystem udstilles, må det være tvivlsomt, hvorvidt tilliden kan genoprettes på kort sigt. Specielt taget i betragtning, at man, såfremt situationen skulle fortsætte, kunne se endnu en refinansiering, hvor obligationer tvangsforlænges, og så kan låntagerne opleve en rentestigning på yderligere 5%-point, hvilket stiller dem i en endnu dårligere situation. Med baggrund i dette, kan det synes som en lidt banal og kortsigtet redningsplan, at man blot vil forlænge løbetiden på de bagvedliggende obligationer. Såfremt tilliden er væk, og investorer ikke ønsker at investere i dansk realkredit, er det sandsynligvis et spørgsmål om tid, før den danske stat må at gribe ind, og undsætte realkreditsystemet.

Realkreditsystemet bygger på tillid, og det er netop denne tillid, der har gjort, at realkreditobligationerne betragtes som så sikre, som de nu gør, og det må betegnes som alfa og omega, at denne tillid og sikkerhed opretholdes. Dette blev bevist omkring indførslen af Basel III, hvor det danske folketings kæmpede med næb og kløer for, at de danske realkreditobligationer blev anerkendt for deres likviditet og sikkerhed, og klassificeret som level 1 aktiver.

I en tid, hvor regulering af finansielle institutioner ikke bliver mindre, er risikoklassificeringen et væsentligt aspekt ved finansielle aktiver. Såfremt en udstilling af refinansieringsrisikoen i dansk realkredit skulle udløse et fald i rating, ville en stor del af investorerne øjensynligt være tvunget til at sælge de danske realkreditobligationer og alternativt købe statsobligationer, der har en lavere risikovægtning. Dette kunne potentielt betyde, at den danske realkreditobligation ikke længere kan betragtes som en holdbar substitut til statsobligationer, hvorfor efterspørgslen øjensynligt vil falde markant. Det samme ville være tilfældet for de danske banker, der ellers er hovedaftagere til realkreditobligationerne. Alt i alt ville det højst sandsynligt betyde højere renter til de danske låntagere, og til en vis grad, være et endeligt brud, med den ellers så holdbare, traditionelle, danske realkreditmodel.

9.4 Analyse af håndtering af systemisk risiko

Den primære håndtering af den systemiske risiko består i en begrænsning af den refinansieringsrisiko, der opstår i forbindelse med den løbende refinansiering af ikke-forfinansierede realkreditobligationer. De mest risikobetonede lån er i den forbindelse de helt korte refinansieringslån, der skal refinansieres årligt, og således gør, at realkreditsystemet mere eller mindre konstant er afhængig af tilgængelig kort finansiering på finansmarkederne.

For at begrænse tilslutningen til disse lån, har man som tidligere beskrevet, indført flere tiltag, der skal flytte låntagerne over i lån med længere mellem refinansieringer, således at behovet for refinansiering begrænses. Derfor har man hævet bidragssatserne ved de korteste lån, og indført variabelt forrentede obligationslån, der skal kunne sikre låntagere en kort, lav rente, men længere løbetid på den bagvedliggende obligation. Samtidig betyder kursskæringen, at de helt korte lån bliver relativt dyrere, og der er således indført flere økonomiske incitamenter til at vælge de mellemlange rentetilpasningslån, frem for de helt korte rentetilpasningslån.

Som udgangspunkt kan man sige, at jo længere løbetiden er på en obligation, desto lavere er refinansieringsrisikoen. Naturligvis ville det være optimalt, i et refinansieringsperspektiv, såfremt

alle lån var forfinansierede, og der reelt ingen refinansieringsrisiko var. Dette vil dog altid være en afvejning mellem sikkerhed, og hensynet til låntagerens ønske om kortere renter. Refinansieringsrisikoen falder dog markant, i takt med, at låntagere flyttes over i længere lån. Lidt firkantet opstillet, kan man sige, at behovet for refinansiering falder med $2/3$, når en låntager rykker fra et F1-lån til F3-lån, idet lånet nu kun skal refinansieres en gang hvert tredje år, i stedet for en gang årligt, og med dette in mente, kan man sige, at tiltagene imødekommer en stor del af refinansieringsrisikoen.

I forhold til rentetriggeren og løbetidsforlængelsen, der er indført i de korte rentetilpasningslån, der forlænger løbetiden på obligationerne i tilfælde af en stigning i den effektive rente på over 5% og i tilfælde af en fejlet auktion, er det svært at sige, i hvilken grad, disse er med til at begrænse refinansieringsrisikoen. Som tidligere beskrevet, er det tvivlsomt, hvorvidt dette vil være andet end en meget kortsigtet løsning på et vitalt problem. Såfremt rentetriggeren først udløses, er det tvivlsomt, hvorvidt man kan vende tilbage til normale tilstande, specielt såfremt den stigende rente skyldes en generel modvillighed mod at investere i danske realkreditobligationer. I forbindelse med indførslen af loven i starten af 2014, udtalte Jesper Rangvid, at han alene så loven som et instrument, der kunne gavne Nationalbankens evne til at føre valutapolitik, så man ikke behøver at tænke på hensynet til boligejerne, og at loven gavner hverken låntagere eller realkreditinstitutter (Horn, Theil, & Houmann, 2014).

Ligeledes har man fra statslig side som nævnt indført en tilsynsdiamant, der blandt andet skal begrænse refinansieringsrisikoen. Man synes generelt fra statslig side, at være meget opmærksomme på at begrænse refinansieringsrisikoen ved diverse tiltag. Samtidig har indførslen af SIFI-lovgivningen gjort, at realkreditinstitutterne tvinges til øge deres kapitalgrundlag.

Generelt set kan man sige, at det er interessant, at det i så stor grad er staten, der skal tage ansvar for at minimere refinansieringsrisikoen i dansk realkredit, når ansvaret for dennes fremkomst alene skyldes ledelserne i realkreditinstitutterne. Når man ser på den historiske erfaring med forretningsmodeller, der i høj grad baserer sig på lange lån med kort finansiering på de finansielle markeder, skal man ikke langt tilbage for at se, at den er ekstremt risikabel, og at det hurtigt kan gå galt, hvis adgangen til den korte finansiering begrænses. Man kunne overveje, om ledelserne i realkreditinstitutterne ikke burde have taget ved lære af den danske bankkrise, og lært at langvarige udlån i så stort omfang ikke bør baseres på kortsigtet funding.

Denne manglende læring har betydet at dansk realkredit er blevet eksponeret overfor betydelig systemisk risiko. På nuværende tidspunkt tyder det umiddelbart ikke på at realkreditinstitutterne

Aktuelle risici i dansk realkredit

tager refinansieringsrisikoen seriøst nok til, at de selv kan håndtere risikoen uden statens involvering. Samtidig er realkreditinstitutterne blevet så store, at man på et samfundsmæssigt plan vil have svært ved at bære, at et institut skulle gå ned, og konklusionen må synes at være, at ansvaret for at undgå en refinansieringskrise ligger på statens skuldre, såfremt de ønsker at undgå at skulle redde et eller flere nødlidende institutter, såfremt seriøse problemer opstår i forbindelse med refinansieringen af realkreditinstitutternes ikke-forfinansierede udlån.

10 Konklusion

Med udgangspunkt i vores problemformulering, har vi i denne afhandling søgt at redegøre for og analysere de aktuelle risici i det danske realkreditsystem, samt analysere håndteringen af disse risici. Vores overordnede konklusion er, at alle, de i afhandlingen belyste, risici i mere eller mindre grad influerer risikoeksponeringen i dansk realkredit. I nedenstående vil vi fremhæve de væsentligste konklusioner fra afhandlingen.

I vores analyse af kreditrisikoen fandt vi, at landbruget udgør en ikke uvæsentlig risiko, og kan betragtes som en noget unik gruppe af låntagere. Som udgangspunkt vil alle låntagere være eksponeret mod det generelle økonomiske klima, hvor renter, ændringer i ejendomspriserne, arbejdsløshed, etc. vil kunne påvirke den enkelte låntagers økonomi. Unikt for landbruget er dog, at det, ud over den førnævnte mere generelle eksponering, ligeledes er eksponeret mod mange ens forhold, såsom udviklingen i svinepriser, mælk, dårligt vejr, etc. Således opstår en markant korrelationsrisiko, hvor mange låntagere kan blive økonomisk pressede samtidigt, og i værste fald misligholde, som det er tilfældet nu, med en stor del af landbrugene i krise.

Et interessant perspektiv på dette er, at der ikke umiddelbart synes at være en håndtering af denne korrelationsrisiko. På trods af, at det strider mod al investeringsteori om at diversificere sin portefølje, har man eksempelvis i DLR Kredit 64% af sine udlån til landbruget, hvilket kan udsætte instituttet for en markant korrelationsrisiko. Den manglende håndtering af eksponering mod sektorer skyldes øjensynligt, at man betragter ejendomsmarkedet som én sektor, og samtidig har en forventning om, at pantet dækker i tilfælde af misligholdelse.

Kreditrisiko består imidlertid af to komponenter, og såfremt over halvdelen af en porteføljes risiko for misligholdelse er relativt højt korreleret, kunne det tyde på, at instituttet påtager sig en unødvendigt stor korrelations- og kreditrisiko.

Ved analysen af håndteringen af kreditrisikoen, fandt vi, at man ved realkreditinstitutternes kreditvurdering ikke skelner mellem låntyper, når lån udstedes. Grundet variationen i renten og dermed ydelsen, kan kreditrisikoen ved det samme lån således variere, alt efter hvilken låntype, låntager vælger. Det kan derfor synes ulogisk, at man fra långivernes side ikke skelner mellem, hvorvidt en låntager vælger et fastforrentet eller variabelt lån, idet kreditrisikoen ved indgåelse af lånet, som udgangspunkt er større.

Aktuelle risici i dansk realkredit

Konklusionen på analysen af renterisikoen er, at denne, på trods af relativt stor opmærksomhed i medier og lignende, er af begrænset karakter. På trods af, at en relativt stor del af de danske låntagere er eksponeret mod renteændringer, er det vores vurdering, at den gennemsnitlige dansker vil være i stand til at servicere en højere ydelse, som følge af en stigende rente. Såfremt en større del af de danske låntagere skal komme i likviditetsproblemer som følge af rentestigninger, vil dette sandsynligvis komme som et mere generelt problem med finansiering af de danske realkreditobligationer. Eksempelvis som ved refinansieringsproblematikken. Dette understreges i af, at man har oprettet et lån (flexkort), der yderligere eksponerer låntagere mod rentestigninger, idet man forsøger at flytte låntagere fra korte rentetilpasningslån til længere variable obligationslån, der rentetilpasses hvert halve år.

Generelt kan man sige, at risicienes interdependens giver et interessant indblik i, hvorledes de forskellige risici prioriteres, og konklusionen må være, at refinansieringsrisikoen prioriteres højest. Som nævnt begrænses refinansieringsrisikoen ved at øge renterisikoen ved at få låntagere over i de variabelt forrentede obligationslån, og indlåsningsrisikoen nedprioriteres ved at man i forsøget på at begrænse størrelsen af rentetilpasningsauktionerne, laver flere obligationsserier, og dermed tynder serierne ud. Således stiger risikoen for en høj ejerkoncentration, og risikoen for indlåsning.

I overensstemmelse med realkreditinstitutternes prioritering, er det ligeledes vores konklusion, at refinansieringsrisikoen, og den forbundne systemiske risiko, udgør en ikke uvæsentlig risiko for dansk realkredit. Man har med den store andel af ikke forfinansierede lån opbygget et stort behov for adgang til kort finansiering, og oven på finanskrisen, hvor denne forretningsmodel med lange lån ydet med kort finansiering blev udstillet som værende risikabelt, kan det synes uhensigtsmæssigt, at realkreditsystemet har oparbejdet et løbende behov for optimale betingelser på finansmarkedet. Omfanget er naturligvis ikke det samme, men man er stadig til en vis grad afhængig af adgangen til kort finansiering. Risikoen bliver naturligvis ikke mindre, idet de danske pengeinstitutter, der aftager størstedelen af de danske realkreditobligationer, i mange tilfælde står for den yderligste finansiering af ejendommene. De vil være de første til at tage tab i tilfælde af, at låntagere skulle misligholde deres lån, som følge af rentestigninger ved eksempelvis refinansieringsproblemer.

I forbindelse med den systemiske risiko, der er oparbejdet i dansk realkredit, er der flere problemstillinger, der synes relevante.

Det første består i afvejningen af hensynet til låntageren i forhold til fremtidssikringen af dansk realkredit. Mens produktudviklingen i høj grad har kommet låntagerne til gode, må det danske

Aktuelle risici i dansk realkredit

realkreditsystem betragtes som mere risikabelt. Ikke dermed sagt, at dansk realkredit står over for et sammenbrud, men såfremt refinansieringsrisikoen skulle blive en realitet, er det tvivlsomt, hvorvidt systemet vil kunne vende tilbage i samme form, med samme omdømme. Sandsynligheden for sammenbruddet er måske lille, men tabet vil være stort, og er bestemt en risiko, man bør overveje, i forhold til det hensyn, der tages til låntager i forhold til muligheder for afdragsfrihed, renterisiko, etc.

Slutteligt kan det diskuteres, hvor ansvaret for begrænsningen af den systemiske risiko ligger. Mens realkreditinstitutternes interesser i højere grad er på indtjening, og at tilfredsstille låntagerne med en god produktudvikling, har man fra statslig side en større interesse i et stabilt realkreditsystem, der ikke er eksponeret mod unødvendigt store risici. Retorikken er naturligvis også herefter, hvor realkreditinstitutterne i mindre grad anerkender refinansieringsrisikoen, og hvor specielt Nationalbanken på den anden side, har været skarpere i retorikken.

Fælles for parterne synes dog at være, at begge ved, hvem der ender med regningen, såfremt en refinansiering skulle fejle. Vicedirektør i Realkredit Danmark, Klaus Kristensen beskrev i 2011, hvorledes Nationalbanken var en "lender of last resort", såfremt en refinansiering skulle gå galt (Nyholm, Nationalbanken er sikkerhed for F1-lån, 2011), og spørgsmålet er, om realkreditinstitutterne ikke er "too big to fail. Konsekvenserne for den finansielle stabilitet ville utvivlsomt være ødelæggende, såfremt et eller flere realkreditinstitutter skulle gå konkurs, og idet staten højst sandsynligt ville være tvunget ud i en større redningsauktion, kan det synes svært for staten at fraskrive sig det endelige ansvar for dansk realkredit.

11. Litteraturliste

- Andersen, L. L. (2011). *8 perspektiver på realkredit*. København: Karnov.
- Andersen, L. L., & Juul, H. (2005). *Hvor går lånene hen? Fra standardprodukt til rådgivningstunge lån*. København: Gads forlag.
- Arbejdsgruppen om stabil finansiering. (2015). *Stabil finansiering i systemisk vigtige pengeinstitutter*. Erhvervs- og vækstministeriet.
- Arbejdsgruppen om stabil finansiering. (2015). *Stabil finansiering i systemisk vigtige pengeinstitutter*.
- Astrup Jensen, B. (2013). *Rentesregning*. (6. udgave, Red.) København: Jurist- og Økonomforbundet.
- Badarinza, C., Campbell, J., & Ramadoria, T. (2014). *What call to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages*.
- Balling, M., Tanggaard, C., & Engsted, T. (2013). Det finansielle system og krisen. *Finansinvest*.
- Bang, B., & Høie, T. C. (17. 08 2015). Nye prisdyk truer mælkebønder på livet. *Børsen*.
- (2014). *Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. §5 stk 1-3*.
- (2012). *Bekendtgørelse om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter §18*.
- (2014). *Bekendtgørelse om realkreditinstitutters værdiansættelse og låneudmåling, § 2*.
- Bencke Fremmen, M. (06. 06 2015). Totalkredit kræver ny garanti fra medlemsbanker. *Finanswatch*.
- Berg, J., & Bentzen, C. (2013). Finansiell formidling i Danmark: Struktur og trends. *Finansinvest*.
- Berg, J., & Bentzen, C. S. (2014). *Mirror, mirror, who is the fairest of them all? Reflections on the design of and risk distribution in the mortgage systems of Denmark and the UK*. National Institute Economic Review.
- Bomgaard, L., & Laustsen, K. (2009). Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip. *Finansinvest*.
- Bossow, M. H., Gerlif, K., & Oksen, A. M. (2015). *Introduktion til den finansielle sektor i Danmark*. København: Hans Reitzels Forlag.
- Brahm, K., & Iversen, C. (01. 08 2013). Danske Bank: Forbyd F1-lån. *Jyllands-Posten: Finans*.
- Brueckner, J., & Follain, J. (1988). The Rise and Fall of the ARM: An econometric Analysis of Mortgage Choice. *Review of Economics and Statistics*, 93-102.
- Calverly, J. P. (2009). *When bubbles burst*. London: Nicholas Brealey.
- Campbell, J. Y. (Oktober 2012). Mortgage Market Design. *Review of Finance*, 1-33.

- Campbell, J., Andersen, S., Meisner Nielsen, K., & Ramadorai, T. (2015). *Inattention and Inertia in Household Finance: Evidence from the Danish Mortgage Market*.
- Campbell, J. Y., & Cocco, J. F. (2003). *Household risk management and optimal mortgage choice*. Harvard University & London Business School. Quarterly Journal of Economics.
- Christensen, M. (2014). *Obligationsinvestering : teori og praktisk anvendelse* (8. udgave udg.). Jurist- og Økonomforbundet.
- Christiansen, S. L. (03. 05 2015). Split lånet og scor kassen. *Børsen* .
- Danmarks Statistik, DNRUDDKI. (2015).
- Danmarks Statistik, BOL101. (2015).
- Danmarks Statistik, DNVPDKR. (2015).
- Danmarks Statistik, DNVPEJER. (2015).
- Danmarks Statistik, EJEN6. (2015).
- Dengsøe, P. (02. Oktober 2014). Minister foreslår lavere belåning i Udkantsdanmark. *Berlingske Business* .
- Dengsøe, P. (February 2013). Sådan håndteres udløb af afdragsfrihed. *Berlingske Business* .
- Dick-Jensen, J., Gyntelberg, J., & Sangill, T. (2012). *Liquidity in Government versus Covered Bond Markets*. CBS, Monetary and Economic Department. Bank for International Settlements.
- DLR Kredit. (2015). *Årsrapport 2014*. DLR Kredit.
- Elkjær, J. B. (12. 01 2015). Negativ rente på boliglån chokerer realkreditsektoren. *Politiken* .
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2015). *Arbejdsgruppen om kreditinstitutter og supplerende sikkerhedsstillelse*. København.
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2013). *Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån*. Vækstpolitisk Tema nr. 2.
- Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget 2014-15. (2014). *Notat til folketingets europaudvalg*.
- Finansrådet. (2014). *Finansrådet glæder sig over EU's klassificering af realkreditobligationer*.
- Finanstilsynet. (2014). *Bekendtgørelse om obligationsudstedelse, balanceprincip og risikostyring*.
- Finanstilsynet. (2015). *Markedsudvikling for realkreditinstitutter 2014*. Finanstilsynet.
- Finanstilsynet. (2013). *Markedsudviklingen i 2012 for pengeinstitutter*.
- Finanstilsynet. (2015). *Realkreditinstitutter: Statistisk materiale 2014*. Finanstilsynet.
- Finanstilsynet. (2014). *Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter* . Finanstilsynet.
- Forbrugerrådet Tænk. (2012). *Obligationsinvestering: 12 gode råd*.

- Girouard, N., Kennedy, M., & André, C. (2007). *Has the rise in debt made households more vulnerable?* OECD.
- Grosen, A. (2012). *Systemisk risikoråd i Danmark*. Finans/Invest.
- Grosen, A. (2012). Systemiske risikoråd i Danmark – de institutionelle rammer. *Finansinvest*.
- Grosen, A., & Jakobsen, S. (2009). Det danske realkreditsystem og SDO-lovgivningen. *Finansinvest*.
- Grosen, A., & Raaballe, J. (2011). *Dansk realkredit – nu med systemisk risiko*. Aarhus.
- Halv pris på tvangsauktion. (10. 06 2014). Hentet fra Realkreditforeningen:
http://www.realkreditforeningen.dk/nyheder/Pages/Nyt/2014/Halv_pris_paa_tvangsauktion.aspx
- Henriksen, T. B. (06. 02 2015). Lars Rohde udsteder garanti for fastkurspolitikken. *Børsen*.
- Hilligsøe, C. (2011). *Boligejernes rådighedsbeløb ser solidt ud*. Realkredit Danmark.
- Hjorthøj-Nielsen, H., & Kyhl, T. (2012). Fremtidssikring af dansk realkredit. *Finansinvest*.
- Horn, U., Theil, J., & Houmann, A. L. (2014). *Rangvid: Renteloft gavner kun Nationalbanken*. Børsen.
- Jakobsen, M. (2011). Da priserne på landbrug mistede jordforbindelsen. *Finans/Invest*, 3, 6.
- Jakobsen, S. (2007). Indlåsnings effekter på boliglån. *Finans Invest* (8), 4-13.
- Johansen, C., & Nielsen, E. K. (2008). *Det danske realkreditmarked – et likviditetsdilemma*. Kvartalsoversigt 4. kvartal, Nationalbanken.
- Kallestrup, R. (2012). *The Dynamics of Bank and Sovereign Credit Risk*. Frederiksberg: CBS Department of Finance.
- Klejsgaard Hansen, A., & Dalgaard, M. (14. September 2015). Afdragsfriheden udløber for 26.000 boligejere i år: Halvdelen står over for stor huslejestigning. *Politiken*.
- Lønstrup, D. (18. 09 2013). anbefaling: Danskere skal hjælpes væk fra F1-lån og afdragsfrihed. *Politiken*.
- Lea, M. (2010). *International Comparison of Mortgage Product Offerings*. San Diego State University, Corky McMillin Center for Real Estate.
- Lunde, J. (2009). Boligcyklen i dyster fase: Boligprisernes vej ned ad en rutsjebane. *Finansinvest*, 5-14.
- Lunde, J. (2007). Dansk boligfest på kredit. *Djøfbladet*.
- Lunde, J. (2012). En analyse af de danske familiers gældsætning og finansielle sårbarhed. *Finansinvest*.
- Lunde, J. (2012). Husholdningsgælden – et dansk bidrag til gældskrisen. *Finansinvest*, 18-24.

Aktuelle risici i dansk realkredit

- Møller, M., & Nielsen, N. C. (2009). Afdragsfri lån, realkredit og det finansielle system. *Finansinvest*, 8-13.
- Møller, M., & Nielsen, N. C. (1997). *Dansk realkredit gennem 200 år*. Frederiksberg: BRF kredit.
- Møller, M., & Parum, C. (2008). Bankkriser og løsningsforslag. *Finansinvest*.
- Meding, F. (2009). *Harmonisering og konvergens - på realkreditområdet*. København: Thomson Reuters.
- Mikkelsen Bloch, L., Leander Krarup, M., & Kilde Krath, T. (2014). Lov om regulering af refinansieringsrisiko. *Finansinvest*, 2.
- Nationalbanken. (06 2015). *DNVPDKF: VP-registrerede papirer på fondskodeniveau*. Hentede 17. 08 2015 fra Statistikbanken: <http://statistikbanken.dk/2448>
- Nationalbanken. (06 2015). *DNVPDKF: VP-registrerede papirer på fondskodeniveau*. Hentede 17. 08 2015 fra Statistikbanken: <http://statistikbanken.dk/2448>
- Nationalbanken. (2015). *Finansiel Stabilitet 1. halvår*.
- Nationalbanken. (2014). *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2014*. Danmarks Nationalbank, København.
- Nationalbanken. (u.d.). *STORE FORSKELLE I SERIESTØRRELSER I FASTFORRENTEDE REALKREDITOBLIGATIONER*. Hentet fra Danmarks Nationalbank: http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2015/Store-forskelle-i-seriestoerrelser-i-fastforrentede-realkreditobligationer.aspx
- Nielsen, L. (04. 05 2015). Gælden stiger: Færre boligmillionærer. *Finans.dk*.
- Nielsen, L. (10. 06 2013). Hver fjerde boliglån truet af "indlåsning". *Jyllandsposten*.
- Nielsen, L. (23. 09 2013). Nu kommer F1-lånets afløser. *Finanswatch*.
- Nielsen, L. (2013). *Overset fælde truer flekslånerne*. Finanswatch.
- Nyholm, P. (28. 02 2011). F1-auktion truer dansk realkredit. *Jyllands-posten*.
- Nyholm, P. (11. 02 2011). Nationalbanken er sikkerhed for F1-lån. *Jyllands-Posten*.
- Nyholm, P., Sixhøj, M., Højgaard Sørensen, B., & Bojsen Ruskov, J. (12. 04 2015). Bank risikerer tab på 100 mio. kr på luksuslandbrug. *Berlingske Business*.
- OECD. (2014). *Economic Surveys DENMARK*. OECD.
- Rangvid, J. (2013). *Den finansielle krise i Danmark - årsager, konsekvenser og læring*. Erhervs- og vækstministeriet.
- Realkredit Danmark. (2015). *Låntyper og forretningsbetingelser*. Realkredit Danmark, København.
- Realkredit Danmark. (12. 04 2014). Ny lov om fremtidssikring af realkreditlån. *Realkredit Danmark*.

Aktuelle risici i dansk realkredit

- Realkredit Danmark. (Juli 2014). *Valg af lånetype - Realkreditlån til private*. Hentede Juli 2015 fra Realkredit Danmark: http://www.rd.dk/PDF/Privat/Realkreditlaan-faa-et-hurtigt-overblik_RD.pdf
- Realkreditrådet. (2015). *F1 og afdragsfrihed på tilbagetog*.
- Realkreditrådet. (2014). *Årsberetning 2014*.
- Realkreditrådet. (2011). *Boligejere er forbedrede på rentestigninger*. Analyse.
- Realkreditrådet. *Den klassiske danske realkreditmodel*. København: Realkreditrådet.
- Realkreditrådet. (2009). *Den klassiske danske realkreditmodel*.
- Realkreditrådet. (29. 09 2015). *Det danske realkreditsystem: Dansk Realkredit*. Hentet fra Realkreditrådet:
http://www.realkreditraadet.dk/Dansk_Realkredit/Det_danske_realkreditsystem.aspx
- Realkreditrådet. (2014). *Flest har lån med fast rente*.
- Realkreditrådet. (u.d.). *Lånetyper: Rentetilpasningslån*. Hentet fra Realkreditrådet:
<http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låntyper/Rentetilpasningslån.aspx>
- Realkreditrådet. (u.d.). *Lånetyper: Lån med variable rente*. Hentet fra Realkreditrådet:
[http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låntyper/Lån_med_variabel_rente_\(med_eller_uden_renteloft\).aspx](http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låntyper/Lån_med_variabel_rente_(med_eller_uden_renteloft).aspx)
- Realkreditrådet. (27. 06 2013). Nye kapitaldækningsregler træder i kraft 1. januar 2014. *Realkreditrådet*.
- Realkreditrådet. (30. 07 2015). Pressemeddelelse til udlånsstatistikken for 2. kvartal 2015.
- Realkreditrådet. (2015). *Realkreditudlånet 1. kvartal 2015*.
- Realkreditrådet. (06 2015). Tema: Rentetilpasningslån.
- Realkreditrådet. (29. 09 2015). Temaer og holdninger: Danskerne har størst boliggæld og nettoformue i Norden.
- Realkreditrådet. (2015). *Udlånet stiger, og danskerne vælger rentesikkerhed*.
- Realkreditrådet. (30. 07 2015). Udlånet stiger, og danskerne vælger rentesikkerhed. *Realkreditraadet.dk*.
- Realkreditrådet. (30. 07 2015). Udlånet stiger, og danskerne vælger rentesikkerhed. *Realkreditraadet.dk*.
- Rimer Hansen, J. (03. 09 2014). F1-lånet er på vej i graven. *Børsen*.
- Sandøe, N., & Svaneborg, T. (2013). *Andre folks penge*. København: Jyllands-Postens forlag.
- Soros, G. (10. Oktober 2008). Denmark Offers a Model Mortgage Market. *The Wall Street Journal*.

Aktuelle risici i dansk realkredit

Svenstrup, M. (2002). *Mortgage Choice - The Danish Case* . The Aarhus School of Business , Department of Finance .

Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutioner i Danmark . (2013). *Systemisk vigtigt finansielle institutioner i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering*. Erhvervs- og Vækstministeriet , København.

Valentin, K. (24. 03 2014). Nykredit opgiver strategi med tolagsbelåning. *Berlingske Business* .

Virenfeldt, M. (2013). Prisen på kreditkoncentration – et risikomodel perspektiv. *Finansinvest* .

Østrup, F. (2011). Problemer i dansk realkredit. *Finansinvest* .