

Den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit

The current systemic risk in the Danish mortgage system

Kandidatafhandling

Cand.merc. i Finansiering & Regnskab (FIR)

2015

Kristoffer Nimb

&

Morten Nygaard Olsen

Vejleder: Jens Lunde

Afleveringsdato: 9. oktober 2015

Antal normalsider: 116 (263.312 anslag)

Indholdsfortegnelse

1.0 ABSTRACT	4
2.0 INDLEDNING.....	5
3.0 PROBLEMFORMULERING.....	6
4.0 METODE.....	6
5.0 KILDEKRITIK.....	7
6.0 AFGRÆNSNING.....	8
7.0 SYSTEMISK RISIKO	8
7.1 INDLEDNING TIL SYSTEMISK RISIKO	8
7.2 HVAD ER SYSTEMISK RISIKO.....	9
7.3 GLOBAL REGULERING AF SYSTEMISKE RISICI	11
7.4 DANSK FOKUS PÅ SYSTEMISK RISIKO.....	16
7.4.1 Tilsynsdiamanten	18
8.0 ØKONOMIEN LIGE NU.....	19
9.0 DANSK REALKREDIT.....	21
9.1 DEN DANSKE REALKREDITMODEL	21
10.0 IDENTIFIKATION AF SYSTEMISKE RISICI I DET DANSKE REALKREDITSYSTEM	24
10.1 EJERBOLIGMARKEDET	26
10.1.1 Renteniveau og lånetyper.....	26
10.1.2 Udlån og Bidragssatser	38
10.1.3 Prisudviklingen på ejerboligmarkedet	45
10.1.4 Den fastfrosne ejendomsskat.....	50
10.1.5 Boligejernes økonomiske robusthed.....	52
10.2 ANDELSBOLIGER	58
10.2.1 Andelsboligmarkedet.....	58
10.2.2 Swaps i andelsboligforeninger.....	63
10.2.3 Andelsforeningernes økonomi.....	66
10.3 UDLEJNINGSEJENDOMME OG STØTTET BYGGERI TIL BEBOELSE	70
10.4 DANSK LANDBRUG	72
10.4.1 Den nuværende situation i dansk landbrug	72
10.4.2 Finansieringen i landbruget.....	73
10.4.3 Hvorfor fik landbruget lov til at låne så meget?	78
10.4.4 Pantets sikkerhed	80
10.4.5 Indtjeningen i landbruget.....	80
10.4.6 Er der sket noget efter krisen	81
10.5 REFINANSIERINGSRISIKO	82
10.6 INDLÅSNINGSEFFEKTER.....	87
11.0 REALKREDITINSTITUTTERNE	88
11.1 REALKREDITSEKTOREN	88
11.2 DE RUGLATORISKE KRAV TIL KAPITALDÆKNING	90
11.3 HVORDAN PERFORMER DE ENKELTE INSTITUTTER I FORHOLD TIL KAPITALKRAVENE?	93
11.3.1 Realkredit Danmark A/S	94

11.3.2 Nykredit Realkredit A/S.....	95
11.3.3 Totalkredit A/S	97
11.3.4 Nordea Kredit Realkreditaktieselskab	98
11.3.5 BRFkredit A/S	99
11.3.6 DLR Kredit A/S	100
11.3.7 LR Realkredit A/S.....	102
11.3.8 Realkreditsektorens samlede performance i forhold til kapitalkravene	103
11.4 TILSYNSDIAMANTEN	105
11.4.1 Realkredit Danmark A/S	106
11.4.2 Nykredit Realkredit	107
11.4.3 Totalkredit.....	108
11.4.4 Nordea Kredit	108
11.4.5 BRFkredit.....	108
11.4.6 DLR kredit.....	109
11.4.7 LR Realkredit	109
12.0 FARVESKALLERING AF NUVÆRENDE SYSTEMISKE RISICI I DANSK REALKREDIT	111
13.0 KONKLUSION	114
14.0 PERSPEKTIVERING	119
15.0 LITTERATURLISTE	120
16.0 BILAG.....	130
BILAG 1: MAIL FRA FINANSTILSYNET + EGNE NOTER.....	130
BILAG 2: UDVIKLINGEN I OBLIGATIONSRESTGÆLD FORDELT PÅ SEKTORER	132
BILAG 3: UDVALGTE NØGLETAL TIL KAPITALDÆKNING OG PERFORMANCE	133
BILAG 4: MAIL FRA FINANSTILSYNET	136

1.0 Abstract

This thesis presents an assessment observing the systemic risk in the Danish mortgage system. After the financial crisis in 2008, the Danish bond market almost froze and therefore it is relevant to analyze the underlying risk within this system. Throughout the thesis, we investigate the risks in the different parts of the system and conclude whether they are systemic or not.

Denmark has the highest household debt compared to disposable income within the OECD, including bond debt. Thus, the Danish mortgage market plays a huge part in the Danish economy. Housing finance has changed dramatically during the last two decades, especially with the reintroduction of adjustable rate mortgage loans and interest only loans. The popularity of these loan types rose quickly and to a much higher degree than anticipated, and they now constitute more than half of the outstanding bond debt. With the introduction of these loans, the system becomes much more sensitive to changes in the interest rate, especially compared to the classic well known Danish mortgage market based upon fixed rate bonds including repayment. Furthermore, the loans have increased the volatility of housing prices, and had a huge influence on the large increase in housing prices leading up to 2007. Therefore, the loans were partly responsible for the severe consequences of the financial crisis in Denmark. The bond loans finance owner-occupied dwellings, cooperative housing, a large part of the rented housing market, and agriculture. Therefore, the resilience of the mortgage system is very important for Denmark as a whole. Due to the increased awareness of systemic risk, legislators of both the EU commission and the Danish government realized that changes were needed. The EU commissions introduced stricter requirement regarding the capitalization of the financial institutions to make sure that they can withstand another financial crisis by building up capital buffers.

In December 2014, the Danish FSA introduced the supervisory diamond for the Danish mortgage institutions to make the system more sustainable and to prevent the escalation of systemic risk factors. The diamond will be fully implemented in 2020. The full effects, therefore, remain to be seen, but so far the mortgage institutions have started to change their lending portfolios.

Danish mortgage lending has become increasingly risky during recent years and the present emphasis on bringing down system risk is based on good reason and common sense. During the last year, a broad band of regulations has been implemented making the system somewhat safer. These initiatives seem positive and needed. The regulations are still in their infancy so it remains to be seen in the coming years, whether their intended effects are reached. However, risks still persist in the system and though the level seems somewhat decreasing, we are not home safe yet.

2.0 Indledning

”Dansk realkredit – nu med systemisk risiko” Grosen og Raaballe (2011).

Sådan lød overskriften på artiklen af Anders Grosen og Johannes Raaballe fra 2011. Men hvad er systemisk risiko for en størrelse, og er der risiko i det danske realkreditsystem? Dette er spørgsmål, der primært er dukket op, efter at finanskrisen brød ud i 2008, og de danske realkreditinstitutter fik en brat opvågning, da markederne frøs til. Realkreditinstitutterne og deres brancheforeninger bryster sig af den mere end 200 år lange historie, hvor de efter egen mening har kunnet yde ”billige” lån til boligkøbere i Danmark igennem et system, som har fungeret uden gnidninger. Men hvordan er situationen i dag efter årtiers liberalisering af realkreditmarkedet, den øgede konkurrence fra både ind- og udland samt den historisk lave rente? Det er spørgsmål som vi har stillet os selv forud for dette speciale. Kan det virkelig passe, at systemet fungerer helt uden problemer, til trods for kriser, ændringer af systemet og den skiftende efterspørgsel fra især boligejerne i forhold til at opnå ”billige” realkreditlån? Erling Olsen, den tidligere formand for Folketinget og boligminister sagde tilbage i 1996 jf. Grosen og Raaballe (2011), at realkreditinstitutterne:

”har arvet ganske mange penge, og de ved, hvad de har med at gøre. Så de skal nok klare sig.”

Til dette udsagn svarer Grosen og Raaballe (2011) meget sigende:

”Vi må håbe, at Erling Olsen har ret! Men sandheden er nok snarere, at realkreditledelserne har spillet hasard med et af den danske finanssektors klenodier.”

I dette speciale har vi sat os for at finde svaret på, hvordan situationen i det danske realkreditsystem er netop nu, hvad er den ”nuværende systemiske risiko i dansk realkredit?” og er der overhovedet nogen risiko, eller tog Grosen og Raaballe fejl, da de skrev deres artikel i 2011? For at besvare dette spørgsmål vil vi først og fremmest se på, hvad systemisk risiko indebærer i forhold til dansk realkredit. Vi vil se nærmere på, hvordan det danske realkreditsystem fungerer, hvilke reguleringsmæssige krav der stilles til institutterne, og om disse krav overholdes. Vi vil søge at belyse, hvilke problemstillinger der er for det danske realkreditsystem i forhold til systemisk risiko. Hvilke risici der er kommet til i takt med, at man har liberaliseret systemet og gjort det muligt for institutterne at udbyde andre låneprodukter til boligkøberne og andre realkreditlåntagere. Ydermere vil vi belyse, diskutere og vurdere, om der er systemisk risiko i dansk realkredit.

3.0 Problemformulering

Vi arbejder i denne afhandling med emnet: ”Den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit”. Dette belyses indenfor fagområderne boligøkonomi og finansiering, men der vil også være mere generelle makroøkonomiske perspektiver da disse, og det danske realkreditsystem er indbyrdes afhængige. Emnet er primært opstået oven på krisen i den finansielle sektor, hvor realkreditsektoren spillede en væsentlig rolle. Af denne årsag er det relevant at belyse om der er systemiske risici i det nuværende danske realkreditsystem.

I denne afhandling ønskes den nuværende systemiske risiko i det danske realkreditsystem belyst ud fra hovedproblemstillingen:

”Hvad betyder lempelserne af dansk realkredit for den systemiske risiko i sektoren lige nu?”

For at besvare denne problemstilling arbejdes der igennem afhandlingen med følgende erkendelsesspørgsmål:

- Hvad er systemisk risiko?
- Hvilke risici findes der i det danske realkreditsystem lige nu og kan de karakteriseres som systemiske?
- Er der gjort tiltag for at mindske den systemiske risiko i det danske realkreditsystem? Og hvis ja, virker de?

4.0 Metode

Den ovenstående problemformulering og problemstilling ønsker at belyse et allerede delvist kendt begreb, systemisk risiko. Der arbejdes primært deskriptivt med denne problemstilling da en mere detaljeret beskrivelse og analysering foretages på et forhold der i forvejen er delvist kendt, jf. Ankersborg og Boelsen (2007). Dog er systemisk risiko i dansk realkredit et forholdsvis nyt begreb, hvorfor det er nødvendigt for at besvare ovenstående problemstilling fyldestgørende, at der også arbejdes eksplorativt med begrebet.

Problemformulering og problemstillingen udgøre en anomali, forstået på den måde at systemisk risiko i dansk realkredit afviger fra den hidtidige opfattelse af systemet, jf. Pedersen (1999).

Afhandlingen søger at belyse og skabe større erkendelse omkring den systemiske risiko i dansk realkredit. Igennem afhandlingen arbejdes der med både empiri, teori og analyse. Der arbejdes

fortrinsvis med empiri til at belyse og analysere problemstillingen, for slutteligt at konkludere på denne.

Formålet med analysen er at sætte fokus på lempelsernes konsekvens for den systemisk risiko i det danske realkreditsystem og følgende en vurdering af de tiltag der er gjort og bliver gjort fremadrettet for at mindske denne. Slutteligt konkluderes der på den nuværende systemisk risiko i dansk realkredit.

Diskussionen og vurderingen er baseret på statistik, videnskabelig artikler, publikationer og regnskaber. Der analyseres på det samlede realkreditudlån i Danmark, og det belyses hvordan udlåningen sker, hvem der er låntagere og hvilke låntyper der anvendes. Ud fra dette tages der stilling til de lovgivningsmæssige ændringer og tiltag som er gjort og konsekvenserne heraf.

5.0 Kildekritik

I nærværende afhandling har vi søgt at give et objekt billede af den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit. Til dette er der benyttet både primær- og sekundær litteratur og datakilder.

I forhold til de primære datakilder hvor vi har været i kontakt med to personer fra Finanstilsynet så vurderes materialet herfra at være objektivt, da de besvarelser vi har modtaget via henholdsvis telefon og mail har været angående lovgivningsmæssige problemstillinger. Ydermere så er de i afhandlingen anvendte data til analysens figurer og tabeller vurderet som objektiv data da det er de rene tal som er hentet fra henholdsvis Nationalbanken, Danmarks Statistik og realkreditsektorens brancheforeninger.

Hvad angår især de sekundære datakilder i form af artikler fra realkreditsektorens brancheforeninger så kan der være en grad af subjektivitet i forbindelse med de enkelte foreningers holdninger og den synsvinkel de ser tingene fra i forhold til de pågældende emner. Denne problematik har afhandlingens forfattere været opmærksom på og har søgt at stille sig kritisk overfor. I forbindelse med brugen af videnskabelige artikler så kan der ligeledes her være en grad af subjektivitet fra de enkelte forfatters side i forhold til deres konklusioner på de pågældende emner, hvilket der ligeledes, i det omfang det har været muligt, er taget højde for.

De enkelte realkreditinstitutters regnskaber er anvendt i afhandlingen, og i kræft af revisors bemærkninger om et retvisende billede er dette taget for gode vare.

6.0 Afgrænsning

I denne afhandling sættes fokus på den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit, hvorfor vi i videst mulige omfang forsøger at afgrænse os til realkreditområdet. I flere henseende vil der være overlap mellem realkredit og den øvrige finansielle sektor, herunder især pengeinstitutter, men det er hensigten at holde fokus på realkrediten.

Udlånet til ejerboliger dækker over halvdelen af det samlede realkreditudlån hvorfor det også er denne sektor der udgør største delen af analysen i afhandlingen. Derudover er der især lagt vægt på andelsboliger hvor også situation på udlejningsmarkedet indgår og landbruget da disse og ejerboligmarkedet tilsammen udgør langt størstedelen af den samlede obligationsrestgæld.

Den regulatoriske påvirkning af institutterne behandles løbende gennem afhandlingen. Herunder behandles de indførte krav fra EU kommissionen, CRR og CRD IV, som er baseret på Basel III. Hovedfokus i forhold til kommissionens krav er dog primært fokuseret på kapitalskravsprocenterne, for at se om de danske realkreditinstitutter er tilstrækkeligt dækkede.

Vi afholder os fra at gå i dybden med EU- forordningen i forhold til henholdsvis typerne og kvaliteten af kapitalen samt lovgivningen i forbindelse med beregning af de risikovægtede aktiver. Dette ligger udenfor dette speciales fokusområde, og det vil være for omfangsrigt at inddrage en dybere juridisk gennemgang af lovgivningen, hvorfor kun udvalgte artikler fra lovgivningen er medtaget i afhandlingen.

I forhold til rapportering fra de enkelte institutter har vi måtte sætte en tidsmæssig grænse ved første halvår af 2015, grundet at tallene for 3. kvartal ikke har været tilgængelige på tidspunktet for aflevering af afhandlingen.

7.0 Systemisk risiko

7.1 Indledning til systemisk risiko

I denne afhandling vil vi søge at skildre og også skelne mellem den overordnede definition af systemisk risiko og de faktorer, som særsomt påvirker den systemiske risiko i det danske realkreditsystem. Ud fra denne tankegang redegøres først for den overordnede systematik, og derefter dykker vi ned i de faktorer, som er specifikke for realkreditsystemet i Danmark. Som det vil fremgå af afhandlingen, påvirkes realkrediten af de overordnede systemiske risikofaktorer, men der vil også være særlige risici, som kun berører det danske realkreditsystem.

7.2 Hvad er systemisk risiko

Systemisk risiko er et forholdsvis nyt begreb og er i litteraturen brugt til at beskrive finansielle risici, der kan være med til at opbygge finansielle bobler og i sidste ende være med til, at boblerne kan bryde. Begrebet er primært blevet brugt i kølvandet på finanskrisen i 2008, hvor en række systemiske risici havde opbygget sig over tid og fik rystet hele den vestlige verdens finansielle strukturer.

Systemisk risiko er risikoen for, at store dele af systemet for finansielle services bliver påvirket af en pludselig økonomisk nedtur hos en eller flere af markedsdeltagerne. Det har især betydning, da en sådan nedgang kan have enorme realøkonomiske konsekvenser. Denne indbyrdes afhængighed mellem realøkonomien og den finansielle sektor er med til at understrege vigtigheden af, at man har fokus på at holde volatiliteten i finanssektoren nede, jf. Rangvid (2013).

Risikoen opstår, når et kollaps eller økonomisk nedgang hos en enkelt enhed skaber en kaskadeeffekt og påvirker det samlede system og økonomien som helhed. Dette er specielt relevant i dag, hvor de store institutter og hele det finansielle system er meget tæt knyttet på kryds og tværs, såvel nationalt, men også globalt. Under normale omstændigheder er denne indbyrdes afhængighed og sammenhæng god for de finansielle institutter. Det giver mulighed for diversificering af risiko men har også andre positive effekter. I krisetider kan det dog se helt anderledes ud. Ud fra Acharya m.fl (2011) – (Regulating Wall Street) er der specielt 3 risikofaktorer at tage højde for:

- 1. Cykliske finansielle institutter
- 2. Indbyrdes afhængighed imellem de finansielle institutter (interconnectedness)
- 3. Too – big – to – fail problematikken

For det første kan nævnes, at visse institutter i høj grad er eksponeret for cykliske aktiver. Dette medfører en høj korrelation imellem institutterne og den generelle økonomiske udvikling, hvorfor det vil påvirke institutterne, når økonomien generelt kommer i problemer. Hvis institutterne samtidigt har store udlån med kort funding, og markedet spekulerer i instituttets økonomiske formåen, kan dette resultere i manglende tillid til instituttet. Det kan gøre instituttets funding dyrere, da investorerne ikke vil yde dem kredit, og instituttet får dermed en øget risiko for konkurs. Grundet den øgede mistillid til det enkelte institut, vil der ikke være købere til aktiverne, hvorfor aktivernes priser vil falde. Derfor kan den systemiske risiko sprede sig fra instituttet til realøkonomien gennem deres indvirkning på aktivpriserne. Som eksempel på dette kan nævnes Lehman Brothers, der i høj grad var eksponeret imod erhvervsejendomme i USA, og da disse

ejendomme begyndte at falde i pris, fik Lehman Brothers økonomiske problemer, hvilket efterfølgende forplantede sig til store dele af ejendomsmarkedet i USA.

For det andet kan den indbyrdes afhængighed mellem institutterne, som er god i opgangstider, have store negative konsekvenser for markedet i nedgangs tider. Da institutterne i høj grad er indbyrdes forbundne, kan problemer og tab i et institut sprede sig til resten af det finansielle system. Disse sammenhænge kan ikke ændres hurtigt nok til, at der kan reageres på en krise. Derfor kan risiko og tab føres imellem institutterne, og dermed skabe en kaskadeeffekt og påvirke alle institutterne.

For det tredje er nogle institutter så centrale for det finansielle system, at deres kollaps kan medføre kollaps for flere og mindre vigtige institutter. Disse institutter kan være så store, at de fra et samfundsmæssigt synspunkt ikke må kollapse (too-big-to-fail), men de kan være sammenkoblet med en lang række mindre institutter, som godt kan fejle, og dermed igen skabe en bølge af kollaps. Ifølge George (2011) var det netop denne kaskadeeffekt, der fik så store konsekvenser i 2008, da Lehman Brothers gik konkurs.

Som det var tilfældet med den store finanskrisen, havde man op til krisen taget større og større risici i den finansielle sektor, da man havde oplevet en historisk lang højkonjunktur. I USA var en af de primære udløsningsfaktorer udbredelsen af subprime lån, der skabte usikkerhed på finansmarkederne. De skabte en grobund for, at krisen kunne blive systemisk på trods af, at subprimelånene udgjorde en relativ lille del af den samlede boligfinansiering. Det var dog svært at gennemskue, hvordan lånene var finansieret, og hvordan risikoen var spredt ud over det finansielle system. Dermed kunne problemerne med subprime lånene skabe en regulær systemisk krise, da de udløste usikkerhed og uro på det samlede marked. Lehman Brothers var kraftigt eksponeret mod erhvervsejendoms lån, og da usikkerheden på markedet steg, gik de konkurs 15 september 2008. Banken kunne være reddet, men det undlod man ifølge Rangvid (2013) og konkursen spredte usikkerhed som ringe i vandet i hele den finansielle sektor. Denne hændelse blev således det egentlige startskud til finanskrisen.

Den øgede risikobetonede adfærd hos specielt de store finansinstitutter kan skyldes too-big-to-fail problematikken. Hvis et finansielt institut er så stort, at dets kollaps kan medføre en krise, ved instituttet godt, at offentligheden ikke vil lade instituttet gå konkurs. Det kan lede til en Moral Hazard problematik, da ledelsen kan have incitament til at drive meget risikobetonet adfærd for at generere højere bonusser til topledelsen eksempelvis. Denne adfærd drives simpelthen af det

faktum, at den potentielle downside (en konkurs) ved disse investeringer bliver modvirket af de offentlige myndigheder, som er nødt til at agere sikkerhedsnet og redde instituttet i tilfælde af fejlslagne investeringer. Det kan øge den systemiske risiko og har været med til at svække markedsdisciplinen. Det har ifølge Acharya m.fl. (2011) betydet større tab under krisen og har været en motiverende faktor for at foretage risikable investeringer.

Ovenstående definition af systemisk risiko er bygget på hele den finansielle sektor, herunder primært pengeinstitutter. Af den grund kan ovenstående definition ikke direkte overføres til den danske realkreditsektor, men den er med til at danne et overordnet billede af hvad systemisk risiko er og hvilke konsekvenser det har. Da det danske realkreditsystem skiller sig ud i forhold til andre boligfinansieringsformer i andre lande, har vi arbejdet på at bestemme risici der kan få systemiske konsekvenser for det danske realkreditsystem. Derfor vil enkelte af de fundne risici ikke passe direkte på ovenstående brede definition, men er kommet med grundet disse skønnes at have væsentlig betydning for det danske system.

7.3 Global regulering af systemiske risici

Globalt set har der derfor været stor fokus på systemiske risici efter finanskrisen. Det viste sig efter finanskrisen i 2008 jf. Grosen (2010), at bankernes kapital og likviditetsberedskab langt fra var tilstrækkeligt til at modstå krisen.

For at holde styr på de systemiske risici i Europa besluttede EU i 2011 at oprette en egentlig myndighed til at håndtere og identificere systemiske risici: Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board –herefter kaldet ESRB). Da de fleste medlemslande i EU har forskellige finansielle forhold, betød det, at ESRB's forslag var, at hvert medlemsland skulle oprette deres eget råd, således også Danmark. Danmark fik dermed et systemisk risikoråd i 2012, der skulle bestå af flere eksperter og udvalgte medlemmer fra forskellige relevante ministerier samt repræsentanter fra Nationalbanken.

For at imødegå opbygningen af systemiske risici er der indført flere direktiver i Europa, der skal prøve at modvirke effekten af disse i tilfælde af en krise. Det har været en længerevarende proces, som tog sit udgangspunkt i G20 erklæringen fra d. 2. april 2009, hvori det blev bekendtgjort, at der skulle ske en styrkelse i reguleringen af den finansielle sektor. Styrkelsen skulle ske gennem en øget gennemsigtighed, ansvarlighed og regulering med banksektoren indeholdende øgede krav til kvantiteten og kvaliteten af kapital, jf. Europa - Parlamentet (2013), ud fra betragtning 1. De

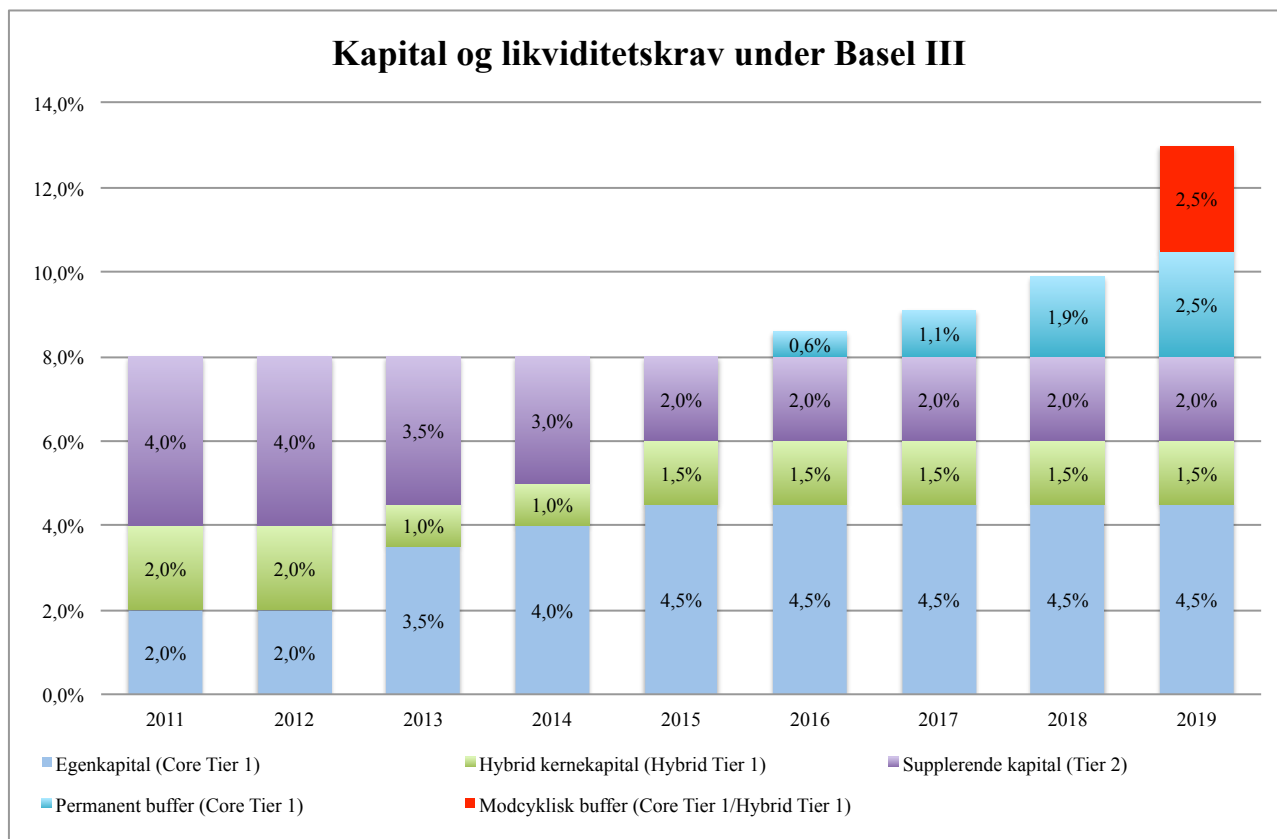
endelige foranstaltninger blev offentliggjort af Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) i 2010. Direktivet, kaldet Basel III-regelsættet, blev indført i 2011 og skulle sikre, at banker og andre systemisk vigtige virksomheder var bedre konsolideret i tilfælde af en eventuel krise. Hovedbudskabet i Basel III er mere kapital af højere kvalitet, hvilket indebærer strengere kapital- og likviditetskrav til bankerne.

Et af de vigtigste parametre i Basel III er kapitalkravsdirektivet som er indført i Danmark via CRD IV, som indeholder et krav om en modcyklisk kapitalbuffer og en såkaldt kapitalbevaringsbuffer. En modcyklisk kapitalbuffer er altså en buffer som ikke følger den gældende cyklus, så banker og realkreditinstitutter i opgangstider hvor der ellers menes at være lav risiko, laver større hensættelser end hidtil, simpelthen for at øge institutternes kapitalberedskab. Dette gøres ifølge Erhvervs- og Vækstministeriet (2012) for at sikre, at institutterne ikke skal ud og skaffe kapital i nedgangstider på dyrere markedsvilkår pga. højere volatilitet.

Kapitalbevaringsbufferen tilskynder til den samme udvikling, nemlig at banker skal have adgang til ekstra opbygget kapital i nedgangstider. Det er altså også meningen med denne buffer, at der i opgangstider opbygges ekstra kapital. Som udgangspunkt skal kapitalbevaringsbufferen udgøre 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver og skal opfyldes med egentlig kernekapital, som netop er kernen af basiskapitalen i finansielle virksomheder. Ifølge Realkreditrådets Årsberetning (2014a) betyder de nye regler, at realkreditinstitutterne skal øge egenkapitalens andel fra 2 pct. op til 12,5 pct. Og den samlede kapital fra 8 pct. op til 14 pct. Kravene indføres til og med 2019. For at nå de 14 pct. må Realkreditrådet i deres 2014 Årsberetning have indarbejdet et SIFI- buffer krav på 1 procentpoint, da lovgivningen fra Bank of International Settlements (2010), som ses af figur 7.1 nedenfor, kun summerer til 13 pct. Dette ene procentpoint, som Realkreditrådet tilsyneladende har lagt til kravet om 13 pct., giver mening, da flere af realkreditinstitutterne i Danmark er karakteriseret som værende SIFI-institutter, hvorfor de er underlagt et yderligere krav på 1 – 3 pct. (se nedenfor), og Realkreditrådet ser kravene ud fra institutternes synsvinkel.

Udover disse stramninger kan det enkelte instituttet også blive pålagt et yderligere solvensbehov fastlagt af de nationale myndigheder, i Danmark Finanstilsynet. Slutteligt kan institutterne selv ønske en yderligere reservebuffer. Disse krav om solvens og ekstra reservebuffer vil skulle lægges oven i de 14 pct. Perioden for indfasningen af ovenstående kapital og likviditetskrav kan ses af nedenstående figur 7.1.

Figur 7.1 - Kapital og likviditetskrav under Basel III.



Kilde: Bank of international settlement (2010).

Som nævnt tidligere er visse finansielle institutter systemisk vigtige, når der kommer en krise eller økonomisk tilbagegang. Enkelte institutter kan have så stor indvirkning på det samlede system, at deres kollaps medfører en krise. Derfor har man også fra ESRBs side været fokuseret på at bestemme, hvilke institutter der skal defineres som SIF'er (Systemically Important Financial Institutions). Det er vigtigt, at disse institutter får minimeret deres risiko for konkurs, hvorfor man har indført strammere kapitalkrav til disse og en tættere, mere uafhængig regulering.

Udover kapital og likviditetskravene indføres der med Basel III to nye likviditetsnøgletal, som skal sikre banker- og realkreditinstitutternes likviditetsberedskab på kort sigt og sikre en mere stabil funding. De to nøgletal er henholdsvis:

Liquidity coverage requirement (LCR):

$$LCR = \frac{\text{Likvide aktiver af høj kvalitet}}{\text{Forfaldne nettoudbetalinger indenfor de næste 30 dage}} > 100\%$$

LCR sikre at der er likvide midler til dækning af forfaldne betalinger indenfor 30 dage.

Net stable funding requirement (NSFR):

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Tilgængelig stabil funding (passiver)}}{\text{Krævet stabil funding (aktiver)}} > 100\%$$

NSFR sikrer at instituttets udlån over et år er dækket via den stabile funding.

I vores samtale med Finanstilsynets medarbejder fra ”Kontor for International markedskontakt, Funding, Likviditet og SIFI-Analyse” jf. Bilag 1 blev det gjort klart, at man i Danmark er underlagt EU Kommissionens CRR og CRD IV og ikke Basels standarder, men kommissionens lovgivning bygger på Basel III, hvorfor vi ikke har ændret på dette forhold da det er denne som vores kilder referere til. Vores kilde i finanstilsynet fortalte at den primære forskel mellem Basel og Kommissionens lovgivning er at Basel kigger på store grænseoverskridende institutter hvor Kommissionen skal lovgive for alle institutter. Det blev ligeledes gjort klart at LCR kravet først træder i kraft pr. 1/10 – 2015 og at der fortsat arbejdes på den endelige udformning af EU Kommissionens version af NSFR kravet.

I Grosen (2010) diskuteres, hvorvidt reguleringen via Basel III er den mest optimale måde at regulere de finansielle institutioner på, begrundet i, at de to foregående Basel direktiver, Basel I og Basel II ikke formåede at forhindre finanskrisen i 2008. Basel direktiverne går hovedsageligt ud på mere kapital, mere likviditet og mere tilsyn. Grosen kritiserer Basel III for, at der ikke tages effektiv hånd om ”too-big-to-fail” problematikken. Der vil fortsat være en moral hazard problematik under Basel III for institutternes ledelser, der kan føre til uansvarlig risikotagning. Det påpeges, at stort set alle finansinstitutter var ”too-big-to-fail”, hvorfor der fra ledelsernes synspunkt ikke er noget incitament til at holde sig tilbage ved en mulig kommende økonomisk fremgang. Det, der derimod taler for Basel direktiverne, er, at de er teoretisk velfunderede og udmønter sig i det sandsynlighedsbaserede risikonøgletal, Value – at – Risk (VaR). VaR betragtes som et centralt risikostyringsredskab, men ledelsernes fejlagtige opfattelse af, at opfyldelse af kapitalreguleringernes krav er god risikostyring, er forkert, da dette ikke fjerner moral hazard problematikken bag uansvarlig risikotagning. God risikostyring indebærer, at det enkelte institut tager stilling til dets egentlige risiko og overholder dette, frem for kun at opfylde et udefra kommende kapitalkrav.

Der er yderligere den risiko, at Basel III reguleringen vil foranledige ledelserne til at afsætte betydeligere ressourcer til reguleringsarbitrage, hvilket kan gøre det vanskeligt for myndighederne at lokalisere risici for nyopståede bobler i økonomien og tilpasse den modcykliske buffer, så den ikke vil komme til at skade økonomien mere, end den vil gavne.

I Grosen (2010) argumenteres der for, at det i stedet for Basel IIIs - mere likviditet og mere regulering - ville være en idé at forsøge at øge markedsdisciplinen. Dette kunne gøres ved at fjerne "too-big-to-fail" problematikken via en opdeling af de finansielle institutter til mindre enheder som er "small-enough-to-fail".

I Rangvid (2010) argumenteres der for, at de nye øgede kapitalkrav, som bliver indført med Basel III, vil være samfundsøkonomisk fordelagtige. Kravene vil øge omkostningerne for banker og realkreditinstitutter, da de skal sætte mere kapital til side frem for at lade denne arbejde i markedet. Når kravene til institutternes egenkapital strammes, vil det alt andet lige betyde, at der kan udlånes mindre per kapitalkrone, hvilket vil presse institutternes indtjening og hæve rentemarginalen. Til trods for de øgede omkostninger for institutterne og samfundet, mener Rangvid, at de bliver mere end opvejet af gevinsterne ved den lavere sandsynlighed for fremtidige bankkriser. En bankkrise medfører usikkerhed i samfundet både blandt befolkningen, som holder igen med forbruget og i virksomhederne, som investerer mindre, hvilket samlet set mindsker bruttonationalproduktet (BNP) både under og i årene efter en krise.

Rangvid fremfører at kapitalkrav grundlæggende er et krav om størrelsen af en brøk:

$$\text{Kapitalkrav} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Risikovægtede aktiver}}$$

Idéen med brøken er, at hvis institutterne overholder kravet til størrelsen af denne brøk så vil der være kapital nok i forhold til risikoen på aktiverne. I Basel III ændres der på alle tre parametre i brøken, da reguleringen ændrer på, hvordan man opgør kapital (hvad er det for en kapital), hvordan man opgør de risikovægtede aktiver i nævneren (hvordan vægtes risikoen på de enkelte aktiver) og sidst, men ikke mindst har man ændret på selve kapitalkravet.

I forhold til tælleren, selve kapitalen, har man i Basel III ændret på hvor meget af den "hårdeste form" for kapital, institutterne skal holde (aktiekapital og overført overskud = egenkapital).

Derudover strammes kravene til definitionen på egenkapital. I nævneren ændres der på, hvad der

skal tælles med som værende risikovægtede aktiver samt hvilken vægt, de pågældende aktiver skal have. Udover de ændrede krav til de risikovægtede aktiver indføres der også et yderligere krav om gearing for SIFI- institutterne i forhold til de samlede aktiver (dvs. aktiver uden risikovægtning). Kravet til disse er 3 pct. kernekapital, hvilket indebærer, at institutterne maksimalt må have en gearing af kernekapitalen på ca. 33 gange.

7.4 Dansk fokus på systemisk risiko

I Danmark har man på foranledning af ESRB oprettet Det Systemiske Risikoråd. Da rådet blev etableret fremgik det af etableringsrapporten, Rapport om Etablering af det Systemiske Risikoråd (2012):

”De finansielle risici var således blevet systemiske, dvs. de havde fået et omfang, der kunne sætte hele eller væsentlige dele af det finansielle system og den økonomiske udvikling under pres”.

Risikorådet arbejder altså med at minimere systemiske risici på samme måde som ESRB, og ser specifik på at minimere risikoen for endnu en finansiel krise. I Danmark har der været fokus på såkaldt finansiell stabilitet. Således har Nationalbanken, Finanstilsynet og de økonomiske ministerier alle haft et ansvar for den finansielle stabilitet i Danmark. Nationalbanken har primært fokuseret på overvågning af det finansielle system på et overordnet niveau, gennem rapporter, stresstests og lignende. Finanstilsynet har, som navnet antyder, haft ansvaret for tilsynet med de finansielle virksomheder og markeder. Det er lovbestemt, at Finanstilsynet skal bidrage til den finansielle stabilitet i Danmark. Herudover bidrager de økonomiske ministerier også til den finansielle stabilitet og samfundsøkonomien generelt, jf. Erhvervs og Vækstministeriet (2012).

Derfor har man besluttet, at Det Systemiske Risikoråd skal bestå af repræsentanter fra de forskellige ”stakeholders”. Som følge heraf udgøres rådet i dag af 10 medlemmer. To fra Nationalbanken, to fra Finanstilsynet, et medlem fra både Økonomi- og Indenrigsministeriet, Erhvervs- og Vækstministeriet og Finansministeriet samt tre uafhængige eksperter med viden om finansielle forhold.

Rådet har ingen egentlig magt, men kan komme med udtalelser af forskellig styrke om udviklingen og vurderingen af den finansielle stabilitet i Danmark og altså dermed også om de systemiske risici. Rådet har tre typer af udtalelser, som variere i styrke: Observationer, advarsler og henstillinger.

- En observation indebærer, at rådet mener, at der er risiko for opbygning af systemiske finansielle risici.
- En advarsel indebærer, at der efter rådets vurdering er klare tegn på opbygningen af systemiske risici.
- En henstilling er et konkret forslag til regeringen eller en anden tilsynsmyndighed om at gennemføre et initiativ, der kan begrænse eller modvirke allerede identificerede systemiske risici. Jf. Nationalbanken (2014a)

Der bliver samarbejdet på kryds og tværs mellem de forskellige instanser om den finansielle stabilitet, som sammensætningen i det systemiske risikoråd antyder. På grund af det meget globaliserede finansmarked bliver der arbejdet tæt sammen med udenlandske myndigheder. Derfor bidrager Nationalbanken med deltagelse i relevante komiteer og arbejdsgrupper specielt med ESRB.

Et centralt begreb indenfor systemisk risiko er bestemmelsen af de førømtalte SIFler. Ifølge Finanstilsynet (2014a) udpeger Finanstilsynet hvert år de systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark. Et SIFI institut bliver bestemt ud fra de tre følgende kriterier:

1. Balancen i pct. af BNP $> 6,5\%$
2. Udlån i pct. af sektorens samlede udlån $> 5\%$
3. Indlån i pct. af sektorens samlede indlån $> 5\%$

Opgjort i Juni 2014 overskred 6 institutter kravene og er altså blevet så store, at de må anses som systemisk vigtige. Ifølge Nationalbanken (2015c) var det: Danske Bank, Nykredit Realkredit, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, Sydbank og DLR kredit. SIFler i Danmark er pålagt et ekstra bufferkrav på 1-3 pct. af de risikovægtede aktiver. Bufferkravets størrelse afhænger af instituttets systemiskhed. Sådanne krav og regulering kaldes under et makroprudentiel politik og indeholder de reguleringer, man med dansk hånd har indført. I princippet svarer den danske regulering til den modcykliske kapitalbuffer, som beskrevet i Basel III.

Nationalbanken fungerer ydermere som en sidste bastion i tilfælde af en krise, ”lender of last resort”. Her kan Nationalbanken låne penge til et institut, der ikke selv kan skaffe kapital i

markedet, selvom det er solvent. Nationalbanken kan samtidig under en krise udvide institutternes lånemuligheder af hensyn til den finansielle stabilitet.

7.4.1 Tilsynsdiamanten

Finanstilsynet offentliggjorde d. 2 december 2014 en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter. Diamanten udspringer bl.a. af anbefalinger givet i Rangvid (2013) – ”Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring”.

Tilsynsdiamanten indeholder en række pejlemærke med tilhørende grænseværdier for, hvad Finanstilsynet anser for at være realkreditvirksomhed med forhøjet risiko. Finanstilsynet bemærker, at pejlemærkerne er fastsat, så de på den ene side modvirker overdreven risikotagning, men samtidigt også muliggør, at sunde institutter kan drive rentabel virksomhed indenfor pejlemærkerne. Institutterne skal have mulighed for fortsat at yde den nødvendige kredit til virksomheder og husholdninger.

Tilsynsdiamanten er gældende fra 2018, dog vil pejlemærkerne for afdragsfrihed og lån med kort funding først være gældende fra 2020 for at give institutterne tilstrækkelig tid til at indrette sig. Hvis et institut overskrider pejlemærkerne, kan det modtage en risikoplysning, eller - hvis tilfældet er mere alvorligt - et krav om at skulle udarbejde en redegørelse, ellers vil det modtage et påbud jf. Finanstilsynet (2015a).

De fem pejlemærker er følgende:

1. *”Udlånsvækst: Udlånsvæksten til de enkelte kundesegmenter skal være under 15 pct. pr. år. De fire kundesegmenter er private boligejere, boligudlejningsejendomme, landbrugsejendomme og andet erhverv.”*
2. *”Låntagers renterisiko: Andelen af lån, hvor loan-to-value (LTV) overstiger 75 pct. af lånegrænsen, og hvor renten kun er fast i op til 2 år, skal være mindre end 25 pct. Gælder kun til private og boligudlejningsejendomme. Der kan ses bort fra lån med afdækning i form af renteswaps og lignende.”*
3. *”Afdragsfrihed på lån til private: Andelen af lån med afdragsfrihed i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen må maksimalt udgøre 10 pct. af den samlede lånemasse. Afdragsfri lån tæller med uanset placering i prioritetsrækkefølgen.”*

4. *"Lån med kort funding: Andelen af udlån, der refinansieres, skal pr. kvartal være mindre end 12,5 pct. af den samlede udlånsportefølje og årligt mindre end 25 pct. af udlånsporteføljen."*
5. *"Store eksponeringer: Summen af de 20 største eksponeringer skal være mindre end instituttets egentlige kernekapital."*

(Citeret fra: Finanstilsynet (2014b))

Udover de etablerede 5 pejlemærker, der er indeholdt i tilsynsdiamanten, har yderligere 2 været under behandling. Disse to forslag er: Et krav om 5 pct. udbetaling ved boligkøb for private boligkøbere, samt et krav om positiv likviditet i erhvervsejendomme før de kan finansieres med fremmedkapital. Kravet om en udbetaling på 5 pct. blev vedtaget i folketinget i maj 2015 med virkning fra 1 november. Kravene bliver indskrevet som ændringer i eksisterende bekendtgørelser.

8.0 Økonomien lige nu

Generelt set er Danmarks økonomi i bedring, ifølge OECD (2015) vil væksten i BNP ende på godt 1,9 pct. i år (2015) og 2,3 pct. i 2016. Væksten er primært hjulpet på vej af den lave rente, bedre økonomiske forhold og en lav pris på energi som følge af den lave oliepris. Nationalbanken (2015a) har nogenlunde de samme estimater for væksten og siger 2,0 pct. i år og 2,1 pct. til næste år. BNP væksten i Danmark bliver til en hvis grad holdt nede af den høje husholdningsgæld i forhold til den disponible indkomst, da boligejerne fortsat er tilbageholdende med at øge privatforbruget. Det reducerede privatforbrug mindsker virksomhedernes investeringstilbøjelighed, hvilket samlet set hæmmer BNP væksten. Dog anskuer Nationalbanken (2015d) at væksten i de første 6 måneder af 2015 ligger 1,7 pct. højere end året før, men at forventningen til den samlede BNP vækst i år nedjusteres til 1,8 pct. grundet et svagt 2. kvartal.

Ifølge IMF (2012) vil selv små ændringer i bruttohusholdningsgælden få store makronøkonomiske konsekvenser og kan være med til at forlænge økonomiske nedture, hvilket derfor vil begrænse BNP væksten yderligere. Den store danske husholdningsgæld fremstår derfor som et problem for genskabelse af vækst i dansk økonomi.

Renterne har været meget lave i euroområdet på grund af den generelle økonomiske konjunkturudvikling i Europa ovenpå finanskrisen (2008) samt en noget alternativ pengepolitik ført af ECB kaldet Quantitative Easing (QE). Quantitative easing er en meget ekspansiv form for

finanspolitik som blev set for første gang i Japan i 1990'erne i forsøget på at udbedre den økonomiske krise der herskede på daværende tidspunkt i landet. Krisen i Japan blev udløst af en boligboble der sprang og et stort deflationspres, jf. Joyce m.fl. (2012).

Normal pengepolitik påvirker de korte renter ved at justere hvor store penge reserver bankerne holder gennem opkøb og salg af værdipapirer. Udsvingene i bankernes beholdning af værdipapirer påvirker de korte renter og de kan derfor justeres tæt af Nationalbanken. Quantitative easing har et lidt andet mål, nemlig at justere på de kvantitative variable. Det blev gjort i Japan ved at the bank of Japan opkøbte statsobligationer og andre værdipapirer fra bankerne, på den måde blev pengemængden bankerne havde til rådighed forhøjet markant. Håbet var at disse lempelser skulle sætte gang i bankernes udlån og dermed også i den generelle økonomi, samt stoppe deflationen ved at få aktiv priserne til at stige.

Denne taktik har ECB taget til sig, og der blev i starten af 2015 indledt et quantitative easing program der skulle øge opkøbet af værdipapirer fra ca. 14 milliarder Euro om måneden til 60 milliarder Euro om måneden frem til september 2016, som et absolut minimum. QE programmet har fået renterne til at falde og aktiepriserne til at stige. Det skal dog bemærkes at renterne steg lidt i midten af april (2015), primært som følge af nogle bedre vækstprognoser. Efterfølgende er renterne dog faldet lidt igen pga. uroen omkring Grækenlands situation, men tendensen er at de fremadrettet skal stige noget, og i Nationalbanken (2015a) forventes det da også at den amerikanske centralbank, Federal Reserve Bank (FED), sætter renten op i løbet af 2. halvår 2015. Den forventede rentestigning i USA bygger på at det går bedre med den amerikanske økonomi i forhold til økonomien i Europa, hvorfor der forventes en kommende rentestigning i USA. Grunden til at denne rentestigning ikke allerede er sket, skyldes formentlig den manglende vækst i Kina og devalueringen af den kinesiske Yuan. Den stigende bekymring med hensyn til Kinas vækstudsiger skabte i august uro på de globale aktiemarkeder. Ifølge nationalbanken (2015d) skyldes den manglende vækst i Kina at de er i gang med en omstilling i økonomien hvor servicesektorens betydning stiger og industriens falder hvilket kan hæmme væksten i landets BNP. Derfor valgte Janet Yellen, direktør i den amerikanske centralbank da også at vente med en renteforhøjelse, så udsigten er nu (primo oktober) at der formentlig først kommer en rentestigning fra FED i december 2015. Beslutningen er dermed udskudt med omkring et halvt år i forhold til først antaget, på grund af de mange uroligheder der har været på de finansielle markeder i 2015.

Danmark har siden 1982 haft fastkurspolitik, først i forhold til den daværende tyske D-mark og siden 1999 til Euroen. Euroen er faldet meget i værdi som følge af den ekspansive finanspolitik fra ECBs side samt et noget svækket Europa efter finanskrisen. Dermed er Kronen blevet gjort billigere overfor eksempelvis US Dollaren. Ifølge Nationalbanken (2009) er fastkurspolitikken primært indført for at bidrage til en af Nationalbankens overordnede formål i form af stabile priser, dvs. lav inflation på omkring 2 pct. om året. Fastkurspolitikken gennemføres ved at pengepolitikken er indrettet således, at der holdes en fast kronekurs overfor Euroen. Det gøres ved at holde ERM2 gitteret på +/- 2,25 pct. omkring centralkursen på 746,038 Kroner per 100 Euro.

Primo 2015 oplevede den danske nationalbank et stort pres på kronen som følge af valutaspekulation, da Danmark blev opfattet som værende en "sikker" havn. Dette bevirkede at kronekursen steg, hvilket Nationalbanken modvirkede med rentenedsættelser, for på den måde at bibeholde fastkurspolitikken overfor Euroen.

9.0 Dansk realkredit

9.1 Den danske realkreditmodel

Det danske realkreditsystem går mere end 200 år tilbage. Det har været et af de mest sikre og likvide systemer til boligfinansiering i verden. Ud fra Realkreditrådet (2012) fungerer systemet på den måde, at når en mulig boligkøber ønsker at optage et lån, går han til et realkreditinstitut.

Realkreditinstituttet fungerer som mellemmand imellem låntager og investor (långiver). Låntager bliver inden optagelse af et lån kredittvurderet af realkreditinstituttet i forhold til, hvor stor en hovedstol han kan forrente. Der kan ydes realkreditlån op til 80 pct. af en ejerboligs værdi ved købstidspunktet, såfremt lånet alene fundes ved realkreditobligationer eller SDO/SDRO obligationer. Vurderes den mulige låntager som værende kreditværdig til at kunne sidde med et fastforrentet, langt løbende lån, vil vedkommende have mulighed for at vælge at optage et rentetilpasningslån med eller uden afdragsfrihed, i stedet for et fastforrentet lån med eller uden afdrag.

Realkreditinstituttet skaffer penge til låntagers lån ved udstedelse af obligationer i markedet, hvorved kursen og renten på obligationerne bliver bestemt af markedet. Jf. Bomgaard og Lausten (2009) er det danske realkreditsystem kendetegnet ved, at der igennem mange år været en en-til-en sammenhæng mellem lån og obligationer, det såkaldte "specifikke" Balanceprincip. Dette indebærer, at løbetid, rente og afdragsprofil stemmer overens med de bagvedliggende obligationer og lånet. Dette betyder, at der er en transparent prisfastsættelse, som minimerer risici for investor og

muliggør indfrielse på markedsvilkår for låntager. Balanceprincippet sikrer rammerne for de risici, som et realkreditinstitut må påtage sig, da ubalancer kan skabe en række finansielle risici. Disse risici indebærer:

- Re-finansieringsrisiko hvis vilkårene for de ny-udstedte obligationer til refinansiering ikke afspejler vilkårene for de eksisterende udlån.
- Likviditetsrisiko hvis udbetalingerne til obligationsejerne ikke falder samtidig med indbetalingerne fra låntageren.
- Renterisiko der opstår som følge af forskelle i renten på obligationer og udlån.
- Valutarisiko der kan opstå hvis der er forskelle i valutaen mellem obligationer og udlån.
- Optionsrisiko hvilket kan opstå ved forskelle mellem betingede betalinger på udlån og obligationer, af eksempler kan nævnes en konverteringsret og renteloft.

I 2007 brød man med det hidtil gældende ”specifikke” balanceprincip, da man indførte SDO-lovgivningen om særligt dækkede obligationer. Med SDO/SDRO-lovgivningen indførtes muligheden for, at institutterne kan benytte et nyt princip, det overordnede balanceprincip. Det overordnede balanceprincip åbner muligheder for brud med en-til-en sammenhængen mellem obligationer og udlån. Dette betyder i princippet, at der nu er mulighed for at tilbyde produkter med alle former for ubalancer, så længe det overordnede balanceprincips finansielle risikoramme bliver overholdt løbende ved afdækning i derivatmarkedet eller ved refinansiering af udlånet.

Ifølge Realkreditrådet (2012) blev SDO-lovgivningen indført i juli 2007 for at implementere EU's kapitaldækningsdirektiv. SDO/SDRO opfylder en række krav, der ikke tidligere har været gældende for danske realkreditobligationer. SDO- og SDRO-betegnelserne dækker over henholdsvis særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer. Realkreditinstitutterne kan udstede begge typer af obligationer samtidigt med, at de fortsat også har mulighed for at udstede almindelige RO'er, realkreditobligationer, hvorimod pengeinstitutterne kun kan udstede SDO'er. Til forskel fra de hidtidige RO'er hvor man maksimalt kunne opnå 30 års løbetid på lånet samt 10 år med afdragsfrihed, så kan man med SDO/SDRO obligationer få ubegrænset løbetid og afdragsfrihed, hvis lånets hovedstol ikke udgør mere end 75 pct. af boligens værdi ved indgåelse af låneaftalen og denne grænse overholdes løbende. For realkreditinstitutterne bevirker indføringen af SDO-lovgivningen, at de løbende skal holde styr på værdien af de boliger, hvortil de har udstedt lån, da de skal sætte kapital til side, hvis værdien af lånene overstiger 80 pct. af boligens værdi,

hvilket ikke er tilfældet med RO'er. Ved RO'er er det alene på udstedelsestidspunktet, at lånets hovedstol ikke må overstige 80 pct. af boligens værdi. Med indførslen af SDO lovgivningen har man dermed åbnet op for, at realkreditinstitutterne skal stille supplerende kapital til rådighed i tilfælde af boligprisfald, hvor belåningen med SDO obligationer overstiger 80 pct. ejendommens værdi. Dette var ikke tilfældet med de traditionelle Ro obligationer, men er en af de yderligere systemiske sikkerheder ved at finansiere med særligt dækkede obligationer. Ifølge Grosen og Jakobsen (2009) kan kravet om, at realkreditinstitutterne skal kunne stille supplerende sikkerhed skabe problemer i tilfælde af en krise, hvor det kan være svært at skaffe kapital via markedet. Samlet set konkluderer de dog, at SDO lovgivningens krav til udstederne er velbegrundede set i lyset af det direkte økonomiske incitament for institutterne til at tage sig betalt for denne risici. Dette fører i sidste ende til større systemisk sikkerhed.

Når låntager skal optage lån, er der mulighed for at vælge flere forskellige typer af lån. Der kan vælges mellem fastforrentede lån, rentetilpasningslån eller variabelt forrentede lån med og uden renteloft. Alle låntyper kan efter 2003 vælges med afdragsfrihed i op til 10 år.

Når lånet skal fundes, bliver der altså solgt obligationer i markedet. For rentetilpasningslånene sker det så ofte, som låntypen tilsiger. Realkreditinstitutterne finansierer altså udlånene ved at sælge obligationer i markedet. Som regel foregår det på auktioner, hvor der sælges store serier af obligationer med samme karakteristika hvad angår løbetid, rente og afdragsprofil. Den store volumen af obligationer, der sælges, sikrer, at der opnås den bedste pris på markedet, da store serier som oftest er mere efterspurgt. Realkreditinstitutterne har dog også mulighed for at sælge obligationer i det øjeblik lånet udbetales. Denne form for udstedelse kaldes tab salg. I praksis betyder det, at realkreditinstitutterne udsteder nye obligationer på daglig basis. Ifølge Realkreditrådet (2014b) forsøger institutterne at opfylde LCR kravet ved at have solgt obligationerne til næst kommende refinansiering 30 dage, før de gældende obligationer udløber. Nogle uger før det egentlige salg, oplyser realkreditinstituttet markedet om den forventede størrelse på de enkelte ISINer (International Securities Identification Number), som er en 12 cifret kode, der gør de enkelte obligationsserier identificerbare. Dermed ved investorerne præcis, hvilke obligationer der kan investeres i, størrelsen på serien, salgsdato samt om salget foregår som tab salg eller via auktion.

For rentetilpasningslån bliver der, som ovenfor nævnt, udstedt obligationer så ofte, som lånet tilsiger. Et rentetilpasningslån bliver indfriet til kurs 100 ved obligationens udløb og fundet igen med nye obligationer, der bærer den pålydende rente for næste periode. Renten er altså kun fastlåst i

perioderne mellem refinansiering. Hvor ofte der refinansieres, vælges ved indgåelse af lånet, for eksempel refinansieres et F1 lån hvert år og et F5 hvert 5 år. Obligationer bag rentetilpasningslånene har løbetider fra 1- 10 år. Tidligere var det sådan, at rentetilpasningslånene blev fundet ved en stor årlig auktion inden for nogle uger, men nu har man valgt at sprede auktionerne ud over året, så der ikke skal refinansieres så store beløb på en gang. Dette er gjort for at mindske refinansieringsrisikoen og sikre, at der er nok investorer på markedet, som vil købe de nyudstedte obligationer. Hvis refinansieringen fejler, altså at der ikke kan sælges obligationer nok i markedet til at funde lånene eller at renten mellem refinansieringerne for F1 lån er steget mere end 500 basispoint (bp), har man indført en triggerrente. Triggerrenten sætter loft over den maksimale årlige stigning i renten på F1 lån. Hvis et F1 lån stiger med mere end 5 pct. ved en enkelt refinansiering, bliver lånet automatisk forlænget med et år og til en rente, som svarer til sidste års rente tillagt 5 pct. Institutterne oplyser markedet om triggerrenten, inden obligationer udbydes. Inden hvert salg skal institutterne vurdere, om de mener, det er sandsynligt, at obligationerne kan sælges til en rente, der ligger under triggerrenten. Hvis dette ikke er tilfældet, kan salget ikke gennemføres, og refinansieringen fejler. Salget bliver opgjort på dagsbasis, hvilket betyder, at låntager, der får refinansieret sit lån en dag, er sikret, selv hvis refinansiering fejler på et senere tidspunkt. Hvis refinansieringen fejler, vil en investor kunne komme til at stå med en obligationsbeholdning, hvor f.eks. 70 pct. af beholdningen er fornyet og 30 pct. af obligationerne er obligationer, hvor løbetiden er forlænget, og de dermed optræder med triggerrenten som kuponrente.

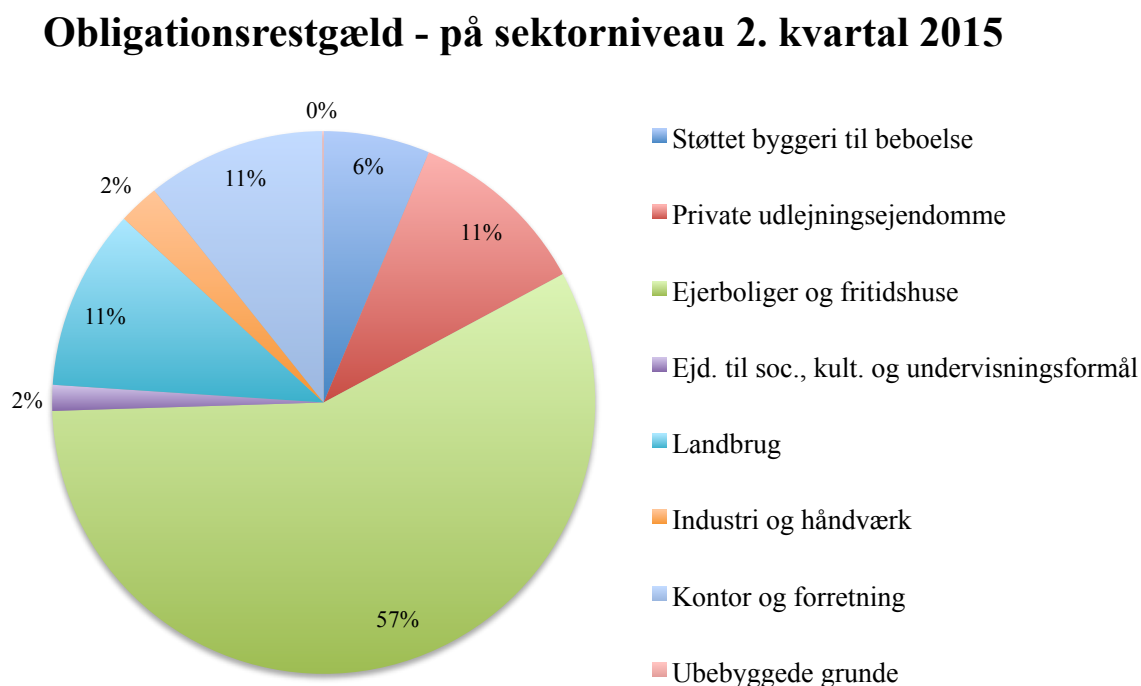
De fastforrentede lån fundes ved salg af obligationer med lang løbetid og fast rente over en lang periode. De variabelt forrentede lån derimod er en videreudvikling af rentetilpasningslånene. Her bestemmes renten i kortere intervaller, typisk hver 3. eller 6. måned. Rentens på lånene er ofte låst fast til en anden rente, en såkaldt referencerente. Referencerenten er som regel bestemt på et helt andet marked. I Danmark er den typiske reference rente CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) renten. På lån med rentetilpasning og de variabelt forrentede lån er det muligt at få et renteloft, således at lånet følger renten på f.eks. CIBOR, så længe den ikke overstiger eksempelvis 6%.

10.0 Identifikation af systemiske risici i det danske realkreditsystem

Det samlede udlån i den danske realkreditsektor udgjorde ultimo 1. halvår 2015 2.565 mia. kr. Over halvdelen af dette udlån, nemlig 1.471 mia. kr., er bevilget til ejerboliger og fritidshuse. Vores

primære fokus i denne afhandling har været på systemiske risici på det danske ejerboligmarked og i finansieringen heraf.

Figur 10.1 – Samlet obligationsrestgæld på sektorniveau, 2. kvartal 2015.



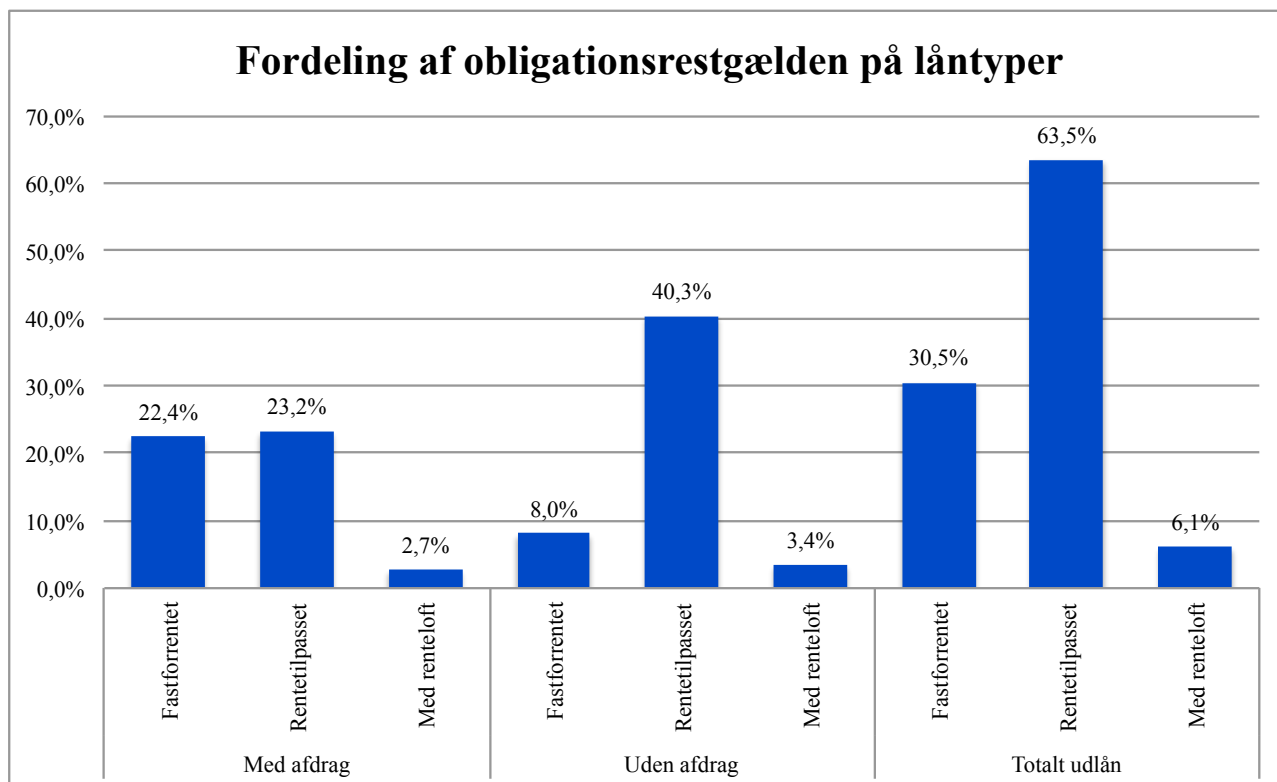
Kilde: Statistik fra Realkreditforeningen – Obligationsrestgæld, 2. kvartal 2015

Som det ses, udgør udlånet til landbruget og private udlejningsejendomme begge 11% af det samlede udlån, hvorfor begge segmenter er belyst i denne afhandling. Andelsboligforeningernes udlån er inkluderet i udlånet til private udlejningsejendomme, så de er inkluderet her, og deres situation bliver derfor også belyst.

I bilag 2 ses en oversigt over udviklingen i fordelingen af udlån på de forskellige sektorer fra 1997 til 2015. Af bilag 2 ses at udlånet har været kraftigt stigende igennem perioden. Ligeledes ses det at udlånet til ejerboliger udgør den største andel af det samlede udlån over hele perioden.

Nedenstående figur 10.2 viser fordelingen mellem lån typer og fordelingen mellem afdragsfrie lån og lån med afdrag efter 2. Kvartal 2015.

Figur 10.2 – Fordelingen af obligationsrestgælden på låntyper.



Kilde: Statistik fra Realkreditforeningen – Obligationsrestgæld, 2. kvartal 2015

Når der ses på figur 10.2 ovenfor, kan der være al mulig grund til bekymring, når der samtidig vurderes på fordelingen af låntyper og den samlede rentefølsomhed i det danske realkreditsystem. Således udgøres 63,5 pct. af det samlede udlån af rentetilpassede lån, og over 40 pct. af det samlede udlån er afdragsfrit med rentetilpasning.

Med lempelserne i dansk realkredit, der har muliggjort indførelse af rentetilpassede lån og lån med afdragsfrihed, er der indført betydelig mere risikabel låntagning i hele sektoren. Risikoen er dermed blevet systemisk, da samtlige institutter er eksponeret overfor cykikaliteten på boligmarkedet.

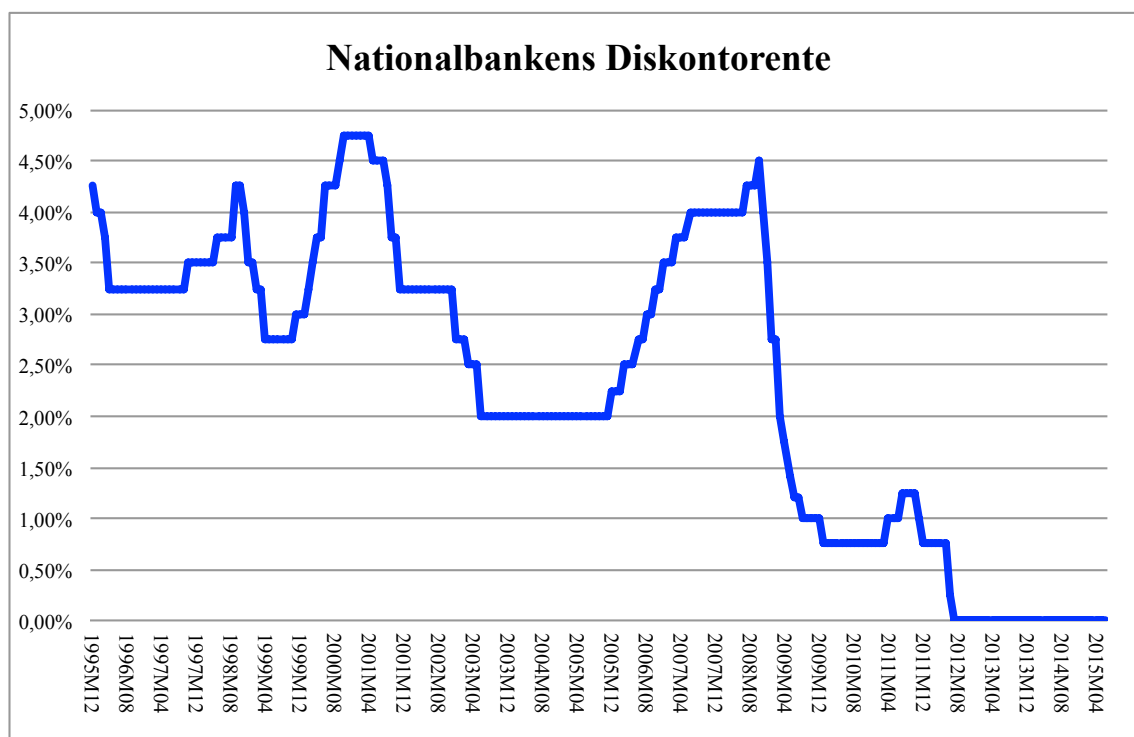
10.1 Ejerboligmarkedet

10.1.1 Renteniveau og låntyper

Situationen lige nu i dansk realkredit er karakteriseret ved et historisk lavt renteniveau. Der har været stigende boligpriser oven på finanskrisen, specielt omkring de større byer, og den lave rente har gjort boligydelse mindre og har været med til at holde hånden under boligmarkedet.

Som det ses af nedenstående figur 10.3 har der over en lang årrække været faldende renter. Figuren viser udviklingen i Nationalbankens diskonto rente fra 1995 til starten af 2015.

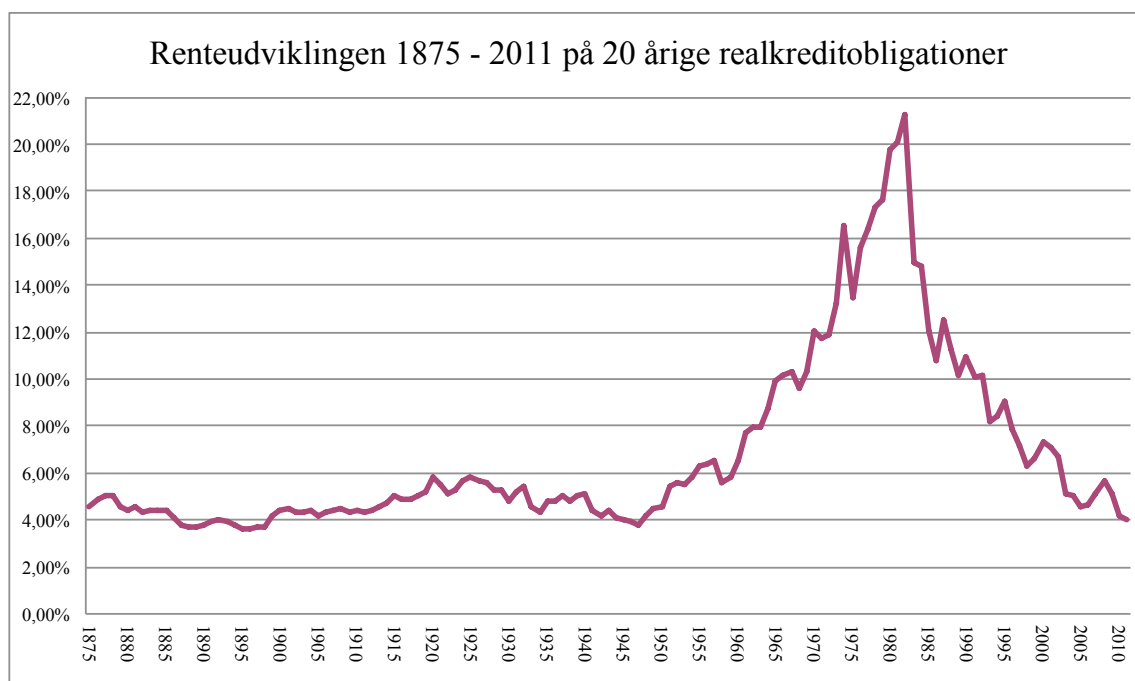
Figur 10.3 – Udviklingen i Nationalbankens Diskontorente.



Kilde: National bankens data (2015M08) DNRENTM: Rentesatser og aktieindeks (månedsobservationer) efter instrument, land og opgørelsesmetode. Ultimo måned.

Renteniveauet har været så lavt, at diskontorenten faktisk har været 0 siden juli 2012. Ifølge Den Store Danske er diskontorenten en slags styrerente, som har betydning for de private bankers ind- og udlånsrenter. Diskontoen fortæller altså noget om det generelle renteniveau. Det kan ses af figuren, at vi, som ovenfor nævnt, har haft et historisk lavt renteniveau de seneste år. Det lave renteniveau har sat ydelserne på lån gevaldigt ned og har gjort det muligt at blive kreditgodkendt til store lånebeløb. Som det er nu, baseres en kreditgodkendelse til et lån på, om låntager kan forrente og betale afdrag på et 30 årigt fastforrentet lån med afdrag. Med det lave renteniveau, vi har haft i de senere år, er det altså muligt at blive godkendt til langt større lån, end det har været tilfældet tidligere. Som det ses af nedenstående figurer er en 30 årig realkreditrente på 2 – 3 pct. langt fra repræsentativ for renteutviklingen i de sidste knap 150 år. Vi har vurderet dette ud fra den gennemsnitlige årlige rente på 20 årige realkreditobligationer, da det er denne, der går længst tilbage.

Figur 10.4 – Renteudviklingen på 20 årige realkreditobligationer fra 1875 – 2011.



Kilde: Nationalbankens rentestatistik, 20 årige realkreditobligationer års gennemsnit.

Den gennemsnitlige rente for perioden 1875 til 2011 været 6,79 pct., primært hævet til det niveau grundet de ekstremt høje renter i 1970'erne og 1980'erne. Siden 1990 har renten i gennemsnit ligget på 6,6 pct., og fra 1875 – 1960 var renten i gennemsnit 5,6 pct.

At 30 årige realkreditobligationer kunne optages til en effektiv rente på omkring 2 pct. er altså meget langt fra et langsigtet ligevægtsniveau historisk set. Det lave renteniveau har været medvirkende til, at der har kunnet lånes væsentligt mere, end det havde været tilfældet med et mere "normalt" renteniveau. Potentielt kan det altså blive særdeles dyrt for flere boligejere, hvis renterne stiger til et niveau, der ligger på bare det historiske gennemsnit, for slet ikke at tale om renteniveauet i 1970'erne og 1980'erne.

De lave renter har øget gældsætningen i de danske husstande og har været medvirkende til, at andelen af rentetilpasningslån i dag udgør over halvdelen af det samlede realkreditudlån. En stor del af rentetilpasningslåne er ydermere med afdragsfrihed, og de afdragsfrie lån udgør ligeledes over halvdelen af det samlede realkreditudlån. Det betyder alt andet lige, at flere boligejere er langt mere følsomme overfor udsving i renten og prisfald på ejendomsmarkedet, end det har været tilfældet tidligere.

Rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed er forholdsvis nye låntyper, som er kommet ind i låneporteføljen i de danske realkreditinstitutter i takt med den øgede konkurrence fra henholdsvis bankerne og udenlandske låneudbydere.

Det har tidligere været forsøgt at indføre rentetilpasning i det danske realkreditsystem, dog uden større succes. Lånene blev indført i 1976, men ophørte i 1987, da de ikke blev nogen succes, primært som følge af, at det i forvejen meget høje renteniveau havde været stigende i flere år i træk. De oprindelige rentetilpasningslån var baseret på en variant af kontantlån. Realkreditinstitutternes adgang til at yde kontantlån blev dog inddraget ved udgangen af 1987, og dermed ophørte de daværende rentetilpasningslån.

Dermed var det først med realkreditloven i 1989, at der igen for alvor blev produktudviklet i dansk realkredit. Med realkreditloven i 1989 blev der indført ret fri etablering, altså at der kunne oprettes nye realkreditinstitutter. Det skulle ske som aktieselskaber, og de hidtidige realkreditinstitutter fik mulighed for at omdanne sig til aktieselskaber.

Den frie konkurrence i sektoren slog dog først for alvor igennem i 1993 med etableringen af de nye realkreditinstitutter. Den øgede konkurrence medførte produktudvikling og betød, at låntagerne i 1996 fik mulighed for at optage et annuitetslån fundet på traditionel vis via 30 årige realkreditobligationer eller med korte stående obligationer, jf. Larsen m.fl. (1997).

Ifølge Jensen (1997) blev rentetilpasningslånene en noget større succes i 1990'erne, end det havde været tilfældet tidligere, primært som følge af, at den nye realkreditlov tillod belåning på op til 80 pct. af boligens værdi. Sammenholdt med de stigende boligpriser i perioden betød det, at familierne kunne optage realkreditlån til at opfylde deres almindelige lånebehov. Denne mulighed var ikke tilstede, da rentetilpasningslånene var indført tidligere, da det dengang kun var tilladt at tage et tillægslån på 30-40 pct. af boligens værdi.

Indtil 1990 var der i realkreditloven et behovskriterium, som krævede, at et eksplicit behov for et nyt realkreditinstitut skulle dokumenteres. Dette kriterium ophørte i 1990, og pengeinstitutterne fik mulighed for at eje realkreditinstitutter og oprette dem i eget regi. På samme måde blev det muligt for realkreditinstitutterne at drive pengeinstitutvirksomhed ved ejerskab i 1995. I lyset af dette blev det muligt for pengeinstitutterne at sælge egne realkreditprodukter, hvilket har øget salgskraften for realkreditinstitutterne. Realkreditinstitutternes afhængighed af pengeinstitutterne er dermed mindsket som en konsekvens af, at de nu er under samme koncern.

Rentetilpasningslånene blev igen en mulighed, efter at det i 1993 blev aktuelt med kontantlån for realkreditinstitutterne. Ifølge Nielsen (2013) blev der derfor udbudt flere forskellige

kortrenteprodukter. Afhængig af udbyder varierer betegnelsen for kortrenteprodukterne, såsom Flexlån®, Tilpasningslån eller Rentetilpasningslån. Kortrentelånene skal fundes så ofte som låntypen tilsiger, det være sig indenfor 1 – 10 år. Det betyder, at lånene refinansieres fuldt ud løbende i lånets løbetid.

Ifølge Realkreditrådet (2003) blev det den 1. oktober 2003 muligt at udstede og optage realkreditlån med afdragsfrihed via en lempelse i reglerne for belåning af ejerboliger.

Som betegnelsen ”afdragsfrit lån” indikerer, fungerer disse lån således, at der i en ønsket periode ikke betales afdrag, men alene betales renter og bidrag på lånet. Disse afdragsfrie perioder kan, afhængigt af realkreditinstitut og hvilken låntype der er tale om, ligge i forskellige perioder af lånets løbetid. Der kan tilknyttes en afdragsfri periode på alle realkreditlån, det være sig fastforrentede lån, rentetilpasningslån eller variabelt forrentede lån (det skal bemærkes, at danske rentetilpasningslån også er fastforrentet, blot i en kortere periode) jf. Realkreditrådet (2011). Hvis lånet baseres på SDRO/SDO obligationer samtidigt med, at lånet ikke overstiger 75 pct. af værdien af en ejerbolig til helårsbrug, så er der ingen tidsmæssige begrænsninger på længden af den afdragsfrie periode. Hvis lånet derimod baseres på realkreditobligationer, er begrænsningen sat til 10 år, uanset lånets løbetid, jf. Nielsen (2013). Den afdragsfrie periode ligger typisk i de første 10 år af et låns løbetid, men for variabelt forrentede lån kan der til- og fravælges afdragsfrie perioder løbende. Den samlede afdragsfrie periode kan dog fortsat ikke overstige 10 år.

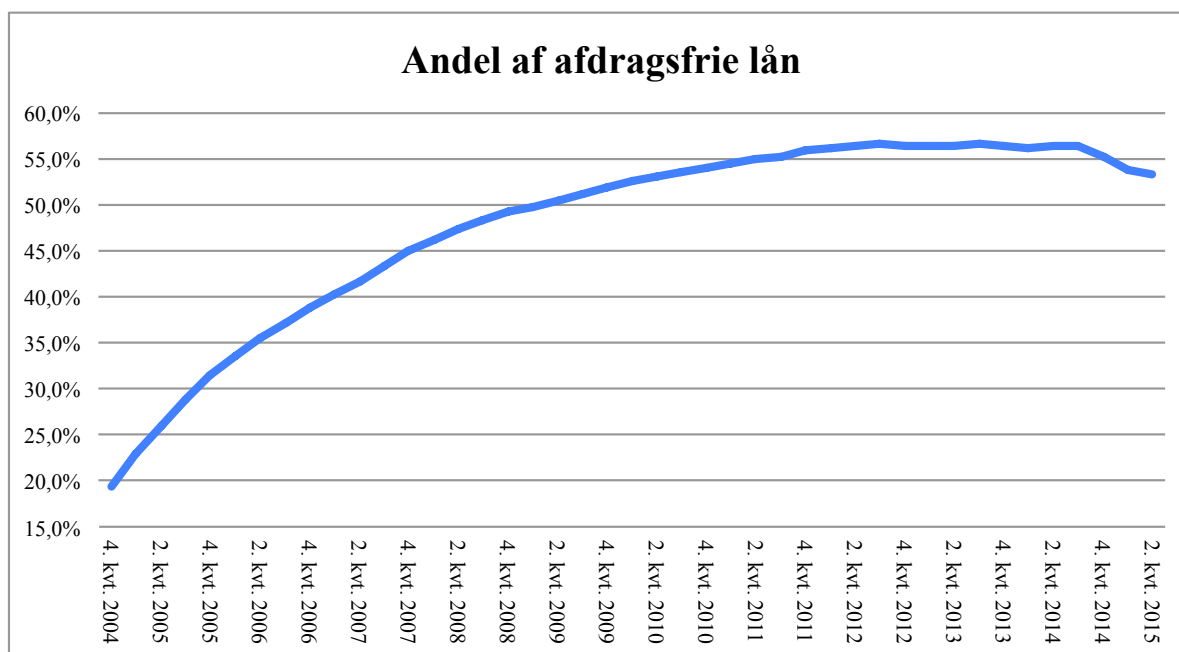
Der er delte meninger, når det drejer sig om afdragsfrie lån. Den politiske hensigt med indførelsen af lånene i oktober 2003 var, at det skulle give boligejerne en bedre mulighed for at styre privatøkonomien. Det fremføres, at boligejerne ved optagelse af afdragsfrie lån opnår en lavere ydelse, som med fordel kan anvendes til afdrag på dyrere gæld, herunder bank- og anden gæld, og derved give en samlet lavere gældsbyrde for den enkelte.

Den markante liberalisering af det danske realkreditsystem i de sidste 20 år har, alt andet lige, gjort det muligt at optage væsentligt mere risikable lån, når boligen skal finansieres, og både rentetilpasningslånene og lån med afdragsfrihed har vundet kraftigt frem i sammenligning med det traditionelle, fastforrentede 30 årige realkreditlån med afdrag.

Som det ses af nedenstående figur 10.5 udgjorde de afdragsfrie lån allerede i slutningen af 2004 19,4 pct. af det samlede udlån til ejerboliger og fritidshuse. Lånene blev altså hurtigt en succes på det daværende noget overophedede ejendomsmarked. Andelen af lån med afdragsfrihed har været

støt stigende siden. Det ser dog ud til at kurven er begyndt at knække noget i 2014 og 2015. Formentlig som følge af det lave renteniveau, der har fået flere til at vælge fastforrentede lån. Andelen af de afdragsfrie lån nåede deres foreløbige højdepunkt i 3. kvartal 2013 med 56,7% af de samlede udlån, sidenhen bevægede andelen af afdragsfrie lån sig ned omkring 56,3%, før de i slutningen af 2014 faldt til under 56% og nu (opgjort efter 2. kvartal 2015) 53,3%. Det laveste niveau siden midten af 2010.

Figur 10.5 – Andelen af afdragsfrie lån til ejerboliger og fritidshuse.



Kilde: Statistik Realkreditforeningen (2015), *Obligationsrestgæld ejerboliger og fritidshuse*.

Indførelsen af afdragsfrihed har medført en noget mere risikabel boligfinansiering, end det var tilfældet tidligere. Afdraget på boligen er en god måde at sikre sig imod boligprisfald og dermed at undgå teknisk insolvens. Samtidig er afdraget en egentlig opsparing i boligen og betyder større ydelser, der, alt andet lige som oftest, medfører en lavere gældsætning for at undgå de store ydelser. Muligheden for afdragsfrihed kan være med til at øge gældsætningen i boligen og dermed være med til at få boligpriserne til at stige. Afdragsfrihed kan altså dermed komme til at fungere lidt som de amerikanske teaser rates, der gør, at ydelsen på boligen i det første år er lav (som det er tilfældet i den afdragsfrie periode). Dermed kan denne mulighed betyde, at specielt unge familier og familier med en mindre formue kan købe større boliger uden at blive ramt på ydelsen og dermed opnå et større rådighedsbeløb, så længe den afdragsfrie periode løber. Den forøgede gældsætning kan have

store konsekvenser, når den afdragsfrie periode ophører. Det betyder nemlig en markant stigning i ydelse og altså kun 20 år til at afdrage belåningen i boligen. Ellers skal lånet konverteres til et nyt lån med en ny afdragsfri periode. Dette giver dog problemer, hvis der har været faldende boligpriser, for så kan lånet overstige 80 pct. af boligens aktuelle værdi. Dermed er der ikke mulighed for konvertering til et nyt lån og en evt. ny afdragsfri periode.

De afdragsfrie lån kan altså tilskynde til boligkøb, der overstiger familiernes egentlige budget til boligen, og da lånene blev indført i 2003, førte det da også til yderligere prisstigninger på boligmarkedet og har været en medvirkende faktor til finanskrisen. Ifølge Rangvid (2013) var tidspunktet for indførslen af de afdragsfrie lån med til yderligere at puste til det overophedede boligmarked. Man skal dog huske på, at pengeinstitutterne på daværende tidspunkt allerede havde mulighed for at udbyde lån med afdragsfrihed, og at de begyndte at tilbyde prioritetslån med sikkerhed i fast ejendom til lave renter. Dette gjorde, at realkreditsektoren fremstod som unødigt begrænset, hvad angik deres finansieringsmuligheder til ejerbolig og fritidshuse.

Udløbet af den afdragsfrie periode, der startede i 2013, har dog ikke haft så store konsekvenser, som man har frygtet. Men det kan skyldes, at boligpriserne er steget igen oven på de store prisfald i 2006 og 2007, og at boligejerne, der belånte de maksimale 80 pct. i 2003 med en afdragsfrie periode på 10 år, stadig havde mulighed for en konvertering til et nyt lån med ny afdragsfrie periode og det til en meget attraktiv rente. Dermed kan det lave rente niveau være med til at holde hånden under familier med stor belåningsgrad og afdragsfrihed, da man må formode, at det lave renteniveau holder boligpriserne oppe. Det bliver dog spændende at se, om lånene kan skabe problemer for familier, som købte bolig i 2006 og 2007, når deres afdragsfrie periode ophører. De boliger, der er købt i de år, kan være lavere prissat i dag, end det var tilfældet på daværende tidspunkt. Dermed er der risiko for, at visse familier skal til at afdrage en historisk dyrt indkøbt bolig på kun 20 år uden mulighed for konvertering til et nyt lån. Dermed kan de blive låst til et lån med høj rente og store afdrag, som gør det svært at blive siddende i boligen, og der kan derfor ske en stigning i antallet af tvangsauktioner og boligudbud af de dyrest købte boliger.

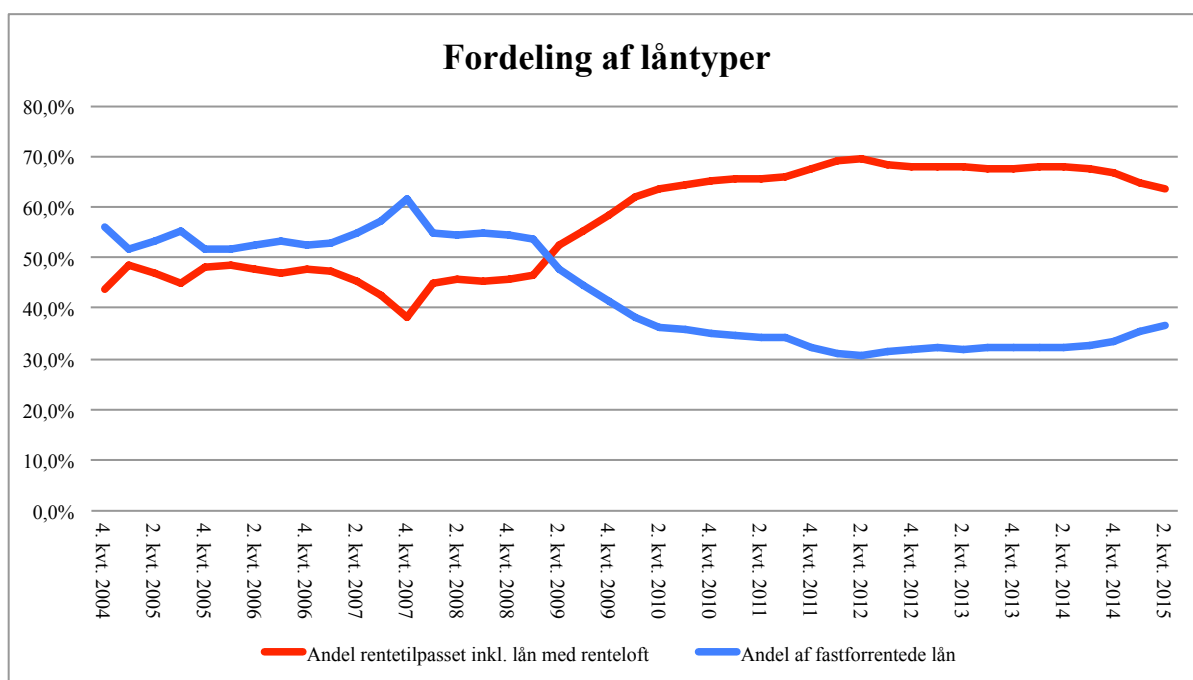
Ifølge Nationalbanken (2012) bliver problemet med de afdragsfrie lån da også større og større frem mod år 2019. Det skyldes, at flere og flere afdragsfrie lån udløber i de næste år. Det anskues, at op imod 120.000 afdragsfrie lån udløber i 2019, og at næsten halvdelen af disse er lån hvor LTV overstiger 80 pct. af ejendommens værdi. Dermed kan der altså komme store problemer med de afdragsfrie lån i de næste år, specielt hvis de er foretaget i regioner, hvor boligpriserne har været stagnerende og faldende, så det ikke er muligt for låntager at konvertere til et nyt lån med en ny

afdragsfri periode. Det kan ramme priserne og privatøkonomien hårdt i visse regioner for disse familier. Boligprisudviklingen kommer vi ind på i et senere afsnit.

De afdragsfrie lån har tilført den samlede økonomi en øget rentefølsomhed, og hvad angår realkreditinstitutterne, så skal disse sætte yderligere kapital til side som supplerende sikkerhed, hvilket specielt er nødvendigt i perioder med ejendomsprisfald.

Rentetilpasningslånebed sig for alvor fast midt i halvfemserne og har, som nedenstående figur 10.6 viser, udgjort en stor andel siden 2004. Figur 10.6 viser fordelingen af fastforrentede lån, samt rentetilpasningslån inklusive lån med renteloft. Låneene uden fast rente udgjorde i 2004 44 pct. af den samlede obligationsrestgæld i de danske realkreditinstitutter til ejerboliger og fritidshuse - de toppede i 1. Kvartal 2012 med over 69 pct. Låneene befinder sig i en negativ trend og populariteten af dem er faldet, så de i dag (2. Kvartal 2015) udgør 63,4 pct.

Figur 10.6 – Fordeling af låntyper til ejerboliger og fritidshuse.



Kilde: Statistik Realkreditforeningen (2. kvartal 2015), Obligationsrestgæld ejerboliger og fritidshuse. Andelen af lån med fast rente og lån med rentetilpasning inkl. lån med renteloft ud af samlet obligationsrestgæld.

I statistikken fra Realkreditforeningen er obligationsrestgælden for henholdsvis lån med rentetilpasning og lån med renteloft samlet til og med 4. kvartal 2007, hvorfor vi har samlet disse

for hele perioden for at få et stabilt billede. Dermed viser grafen kun fordelingen mellem lån med fast rente og lån med en varierende rente.

I takt med at udlånet er skiftet fra fast til variabel rente (rentetilpasning), er realkreditinstitutterne blevet mere cykliske, da gælden på ejendomme ikke er automatisk hedget med kursværdien på lånet, som man er med et fastforrentet lån.

Dog ser det ud til, at det lave renteniveau har fået låntagere, som har skullet refinansiere, til at konvertere eller optage nye lån til i højere grad at vælge et lån med fast rente frem for variabel.

Ifølge Realkreditrådet (2015a) er 3 ud af 4 nye lån til boligkøb med fast rente, svarende til en stigning på 23 mia. kr. i 2. kvartal 2015. Således udgør de fastforrentede lån nu godt 37 pct. af den samlede obligationsrestgæld mod 33 pct. ultimo 2014.

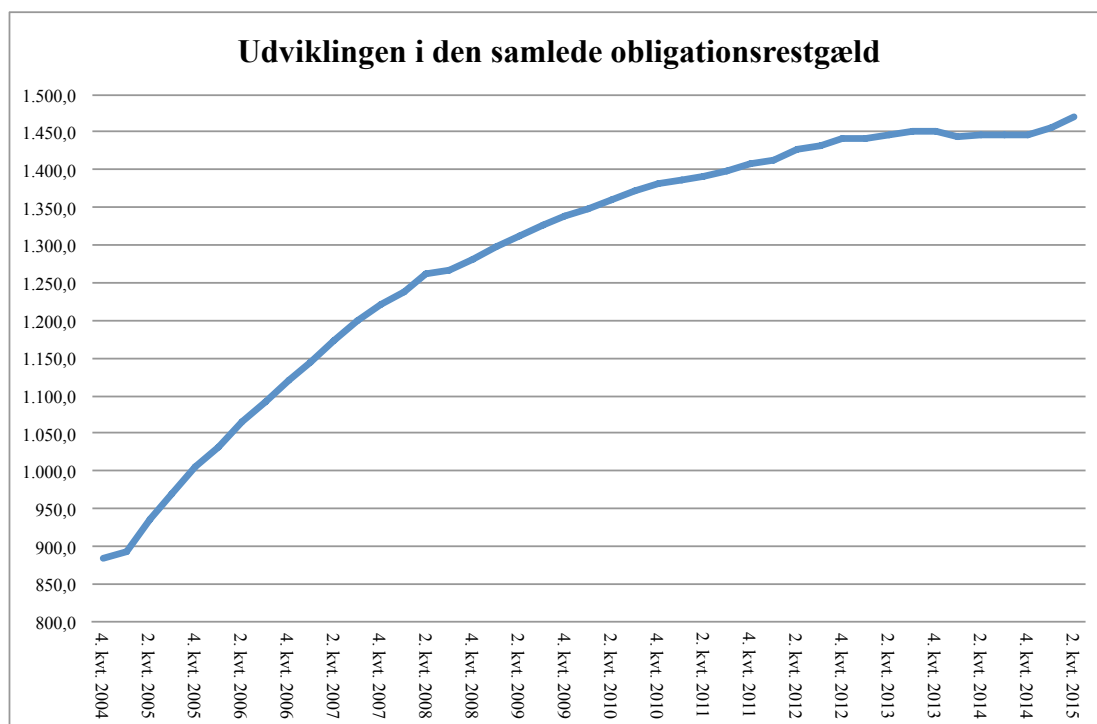
Konverteringerne har især haft indvirkning på antallet af F1 lån, hvor det estimeres, at der i 1. halvår 2015 er blevet indfriet 8.000 F1 lån. Dog nævnes det samtidigt, at mens de danske boligejere går væk fra F1 lånene, optages der i højere grad lån med halvårlig rentetilpasning, hvilket efter vores mening ikke bidrager til den systemiske sikkerhed.

I Realkreditrådet (2015b) estimeres det, at der i første halvår 2015 er givet mere end en kvart million lånetilbud, hvilket er det højeste niveau siden 2005. Dermed ser det altså ud til, at der har været en decideret konverteringsbølge. Det nævnes dog også, at det lave renteniveau har gjort, at flere boligejere har taget tillægslån til forbedringer af boligen eller andre formål. Derfor er det store antal lånetilbud ikke direkte korreleret med antallet af lån, hvor det overvejes at gå fra et rentetilpasset lån til et fastforrentet lån.

Der ses en stigning i obligationsrestgælden fra 1. kvartal 2015 til 2. kvartal 2015 på 16 mia. kr. Så den samlede obligationsrestgæld til ejerboliger og fritidshuse nu udgør 1.471 mia. kr.

Som det ses af nedenstående figur 10.7 har der været en kraftig stigning over de sidste 10 år, og kurven ser ud til at stige kraftigere i starten af 2015.

Figur 10.7 – Udviklingen i den samlede obligationsrestgæld til ejerboliger og fritidshuse.



Kilde: Statistik Realkreditforeningen (2. kvartal 2015), Den samlede obligationsrestgæld ejerboliger og fritidshuse i mia. kr.

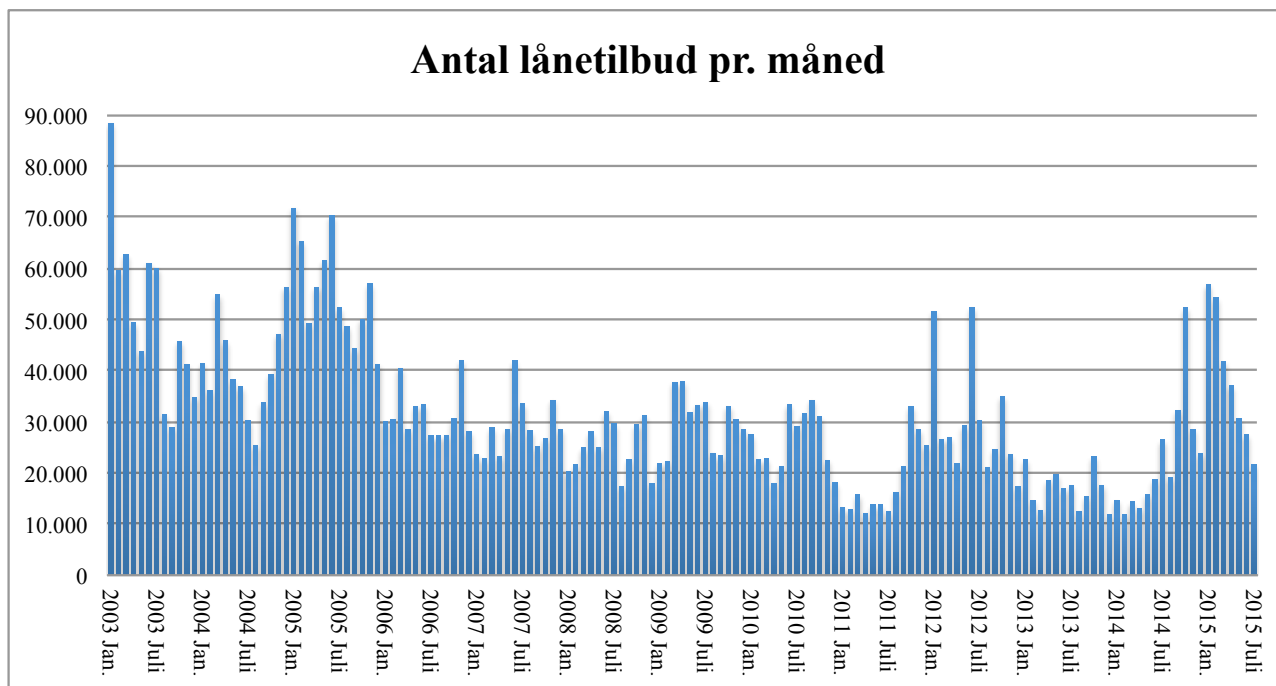
Dette skyldes flere ting. Dels stiger obligationsrestgælden som oftest, hvis der konverteres fra et fastforrentet lån til et andet på grund af kurstab. Denne mulighed var specielt fordelagtig i starten af 2015. Samtidig indbød det lave renteniveau, som tidligere nævnt, til yderligere låntagning i boligen og sidst, men ikke mindst, har stigende boligpriser omkring de større byer formentligt også slået igennem på låntagningen.

Tendensen med at omlægge lån ser dog ud til allerede at være aftagende, primært som følge af de rentestigninger, der har været i løbet af foråret 2015. Således blev der kun givet 21.618 lånetilbud i løbet af juli måned - det laveste antal i 2015. Det kan ses af nedenstående figur 10.8, at der var en markant stigning i antallet af lånetilbud i de første måneder af 2015, specielt i januar og februar, hvor antallet af lånetilbud var på henholdsvis 56.844 og 54.236.

Grunden til, at antallet af lånetilbud er faldet så meget, skyldes formentlig, at så mange fik konverteret i årets første måneder. Konverteringsbølgen har dog været med til at sikre en mere sikker boligfinansiering i Danmark, omend der stadig ses tegn på både overophedning og risikabel boligfinansiering specielt omkring de større byer. Samtidig har konverteringsbølgen kun forværret

situationen med den høje gældsætning i Danmark. Der er dog grund til optimisme, da lånene alt andet lige er blevet mere sikre som følge af konverteringerne og de nyoptagne lån.

Figur 10.8 – Antal lånetilbud pr. måned fra januar 2003 til juli 2015.



Kilde: Statistik Realkreditforeningen og Realkreditrådet (2015) – Antal lånetilbud pr. måned til og med juli måned 2015.

I nedenstående tabel 10.1 ses udviklingen i de forskellige låntyper i de seneste kvartaler:

Tabel 10.1 – Fordeling af obligationsrestgæld på låntyper til ejerboliger og fritidshuse.

Pct. af samlet obligationsrestgæld	2014 2. kvartal	2014 3. kvartal	2014 4. kvartal	2015 1. kvartal	2015 2. kvartal
F1	26%	26%	23%	21%	20%
F2-F5	27%	27%	29%	29%	29%
F6-F10	1%	1%	1%	1%	1%
Fast rente	32%	33%	33%	35%	37%
Variabelt forrentet med renteloft	12%	12%	11%	10%	10%
Variabel forrentet uden renteloft	2%	2%	3%	3%	4%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Statistik Realkreditforeningen og Realkreditrådet (2015) – Samlet obligationsrestgæld til ejerboliger og fritidshuse fordelt efter låntype.

Som det ses af tabel 10.1 er F1 andelen faldet markant over det seneste år, mens fastrentelånene er steget næsten lige så markant. Det er dog værd at bemærke, at de lidt længere rentetilpasningslån næsten ikke har ændret sig. Dermed er det stadig omkring halvdelen af lånene, som er rentetilpassede, og tages de variabelt forrentede lån med i betragtningen, er det omkring 2/3 af lånene, som stadig er volatile overfor stigninger i renten.

Lempelserne i det danske realkreditsystem har været til stor debat. På den ene side står Realkreditrådet og Realkreditforeningen, som taler institutternes sag. De ønsker at give institutterne mulighed for at låne ud til låntagerne med så lav en ydelse som muligt, så flere kan få muligheden for at låne penge. Dette giver god mening set fra deres perspektiv, da realkreditsystemet i Danmark har været et velfungerende og med meget lav risiko for institutterne. Samtidig ønsker realkreditinstitutterne at være konkurrencedygtige overfor bankerne samt at øge deres indtjening. Holdningen i realkreditsektoren om, at det vil være skævvridende i forhold til konkurrencen på markedet, hvis der ikke blev åbnet op for, at de kunne udstede afdragsfrie lån tilbage i 2003 påpeges dog i Østrup (2014) at være forkert. Dette skyldes, at man ifølge Østrup blot kunne have lovgivet bredt imod udstedelse af afdragsfrie lån, både for pengeinstitutter, udenlandske långivere og danske realkreditinstitutter.

I 2003 blev der med et politisk flertal givet grønt lys til de afdragsfrie lån, da man ikke mente, at dette ville have en priseffekt på boligerne på længere sigt. Samtidig beroligede daværende økonomi- og erhvervsminister Bendt Bendtsen Folketinget om, at der med indførelsen ville blive stillet skærpede krav til rådgivningen om den nye låntype. Dermed argumenterer Østrup for, at et flertal i Folketinget blev lokket til at stemme for indførelsen af de afdragsfrie lån på et grundlag, der viste sig at være forkert. Østrup redegør yderligere for, at boligpriserne i perioden op til indførelsen af de afdragsfrie lån steg med 3-4 pct. om året svarende til de generelle prisstigninger i samfundet, men at disse steg til 6,2 pct. efter, svarende til næsten en fordobling allerede i første kvartal af 2004. Videre argumenterer Østrup for, at man fra politisk hold kunne have omgjort muligheden for både afdragsfrie lån samt adgangen til rentetilpassede lån, da man havde konstateret de store vedvarende boligprisstigninger, som disse lempelser medførte. Yderligere argumenterer han for, at et sådant indgreb ville svare til, hvad der blev gjort fra politisk hold med Kartoffelkuren i 1986 og Pinsepakken i 1998.

10.1.2. Udlån og Bidragssatser

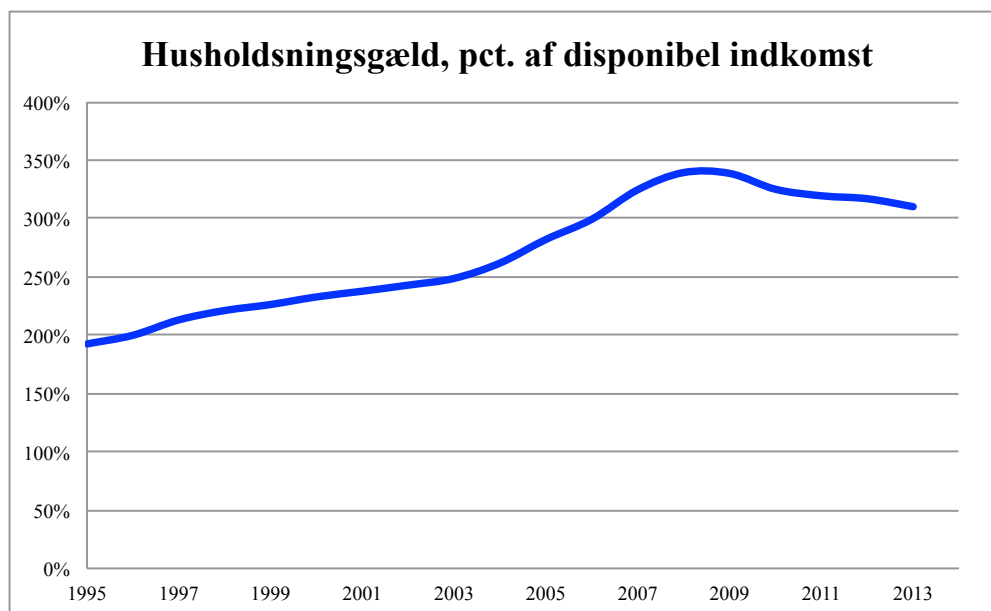
Med indførslen af ”God skik Reglerne” bliver låntager kreditgodkendt på baggrund af en vurdering af, om låntager kan afdrage og forrente et fastforrentet lån. Denne regel blev indført for realkreditinstitutterne tilbage i 2003, hvor kravene til rådgivning blev øget. Disse nye regler erstattede ”Ethiske retningslinjer for Realkreditinstitutter”. At en låntager skal kunne godkendes til at sidde med et fastforrentet lån med afdrag, inden man kan godkendes til henholdsvis et rentetilpasningslån og/eller et afdragsfrit lån, er ikke nødvendigvis nok i forhold til systemets sikkerhed. Det skyldes, at en låntager pt. bliver godkendt til at kunne forrente et fastforrentet lån, med en meget lav rente, som alt andet lige ikke er repræsentativ for den langsigtede ligevægtsrente. Som vist i figur 10.4 ovenfor, har den lange rente (20 årige realkreditobligationsrente) i mere end 100 år ligget på et niveau omkring de 5 pct. eller højere, hvorfor en kreditgodkendelse ud fra en lang rente på 2 pct. virker umiddelbart uholdbart for såvel systemet som for den enkelte låntager. Sandsynligheden for en snarlig rentestigning er stor. Det er allerede set flere gange, at kurserne på de obligationer med den laveste rente er faldet, og renten dermed er steget på mindre risikable, langt løbende obligationer. Med dette for øje kan det være problematisk for systemet, at mulige låntagere bliver vurderet ud fra en lang fast rente, som er så lav som den nuværende lange rente. Hvis de vælger et kortrentelån, vil de komme til at sidde med en meget stor gæld, som de alt andet lige vil have svært ved at forrente, hvis renten stiger indenfor en kort periode. Vælges derimod et langvarigt fastforrentet lån frem for et kortforrentet rentetilpasningslån, vil de automatisk være hedget imod en rentestigning.

Ydermere har indførelsen af de rentetilpassede lån tilføjet systemet en risiko i form af refinansieringsrisiko. Risikoen opstår, når lånene skal refinansieres, da der er mange kortløbende obligationer, som skal sælges for at funde lånene. Dette medfører en risiko i refinansieringen, da der skal findes investorer til køb af obligationerne. Dette havde ikke været et problem før 2008, men da kapitalmarkederne frøs fast, fik realkreditsektoren en brat opvågning, og staten måtte træde til og opkøbe obligationer i markedet. I Grosen & Raaballe (2011) gives et eksempel på skrækscenariet i form af højere kort rente, hvilket vil medføre tab for realkreditens låntagere. Når tabsforventningerne stiger, kapitaliseres dette i obligationskurserne, hvilket medfører endnu højere renter. I værste tilfælde kan dette betyde, at de sikreste låntagere vælger ikke at låne i realkrediten, hvorfor puljen af låntagere bliver dårligere og obligationskurserne lavere, hvilket giver en selvforstærkende effekt, resulterende i endnu højere renter. Skulle dette eller blot et mildere scenarie forekomme, vil obligationerne, alt andet lige, blive downgradet fra de eksterne

ratingbureauer, og investorerne vil kræve et højere afkast i form af øget rente, da de vil skulle tage en øget risiko. Hvis et sådan scenarie opstår, vil det ikke kun påvirke realkreditte, men også indebære store konsekvenser for samfundsøkonomien.

Gældsætningen i de danske husstande er ikke helt oppe på niveauet fra før finanskrisen, men har været støt stigende i de senere år. Hvis den danske husstandsgæld, i forhold til disponibel indkomst, sammenlignes med andre lande, indtager Danmark en suveræn førsteplads. De danske husstande skylder i gennemsnit mere end 3 gange den disponible indkomst. Som det ses af nedenstående figur 10.9 udgjorde husholdningsgælden 310,17 pct. af den disponible indkomst i Danmark i 2013. Husholdningsgælden i forhold til disponibel indkomst var altså inde i en kraftig vækst i perioden frem til 2008, hvor gældsraten toppede med 339,44 pct. Siden er der sket en lille korrektion i gældsætningen, og vi ligger altså for nuværende på et niveau, der er ca. 30 procentpoint lavere, end da gælden toppede. Det skal dog bemærkes, at husholdningsgælden ikke kun indbefatter realkreditgæld, men også andre former for gæld, hvorfor der ikke er en en-til-en sammenhæng mellem realkreditgæld og husholdningsgæld.

Figur 10.9 – Husholdningsgæld som procent af disponibel indkomst.

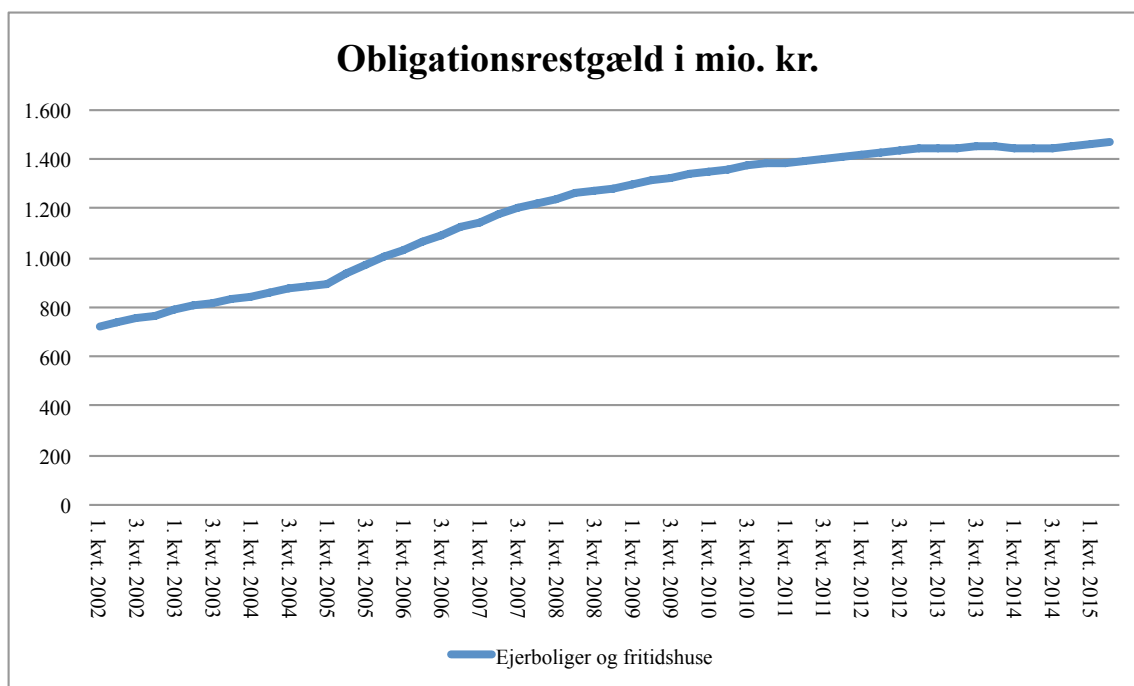


Kilde: Data fra OECD - National Accounts at a Glance (publication 2014).

Det ser altså ud til, at gælden i forhold til disponibel indkomst er faldende. Men som det ses af nedenstående figur 10.10 er det ikke tilfældet med den samlede obligationsrestgæld til ejerboliger og fritidshuse i den danske realkreditsektor. Stigningstakten på kurven er faldende, men der er

fortsat vækst, hvilket indebærer, at gælden stiger. Det betyder altså alt andet lige, at enten er væksten i nyudlån faldende og/eller at der bliver afdraget mere, end der gjorde tidligere. Samtidig kan ændringen i forholdene skyldes en stigning i den disponible indkomst, som er større end væksten i obligationsrestgælden, hvilket kan være medvirkende til at kurven i figur 10.10 falder.

Figur 10.10 – Udviklingen i obligationsrestgælden til ejerboliger og fritidshuse.



Kilde: Data fra Realkreditforeningen (2015 2. kvartal), Obligationsrestgæld ejerboliger og fritidshuse.

Som figur 10.10 viser, er den samlede obligationsrestgæld stigende til trods for, at Danmark fortsat kun er på vej ud af en lavkonjunktur periode og stadigvæk er ramt af eftervirkningerne efter finanskrisen.

Det nævnes tit, at Danmark også har de største aktiver i form af pensionsopsparing, bil og hus. Men denne aktivmasse er dog forholdsvis illikvid, og den kan altså ikke helt modsvare den store gældsætning. Samlet set betyder det, at Danmark har nogle store oppustede balancer, som alt andet lige betyder større gældsætning og dermed større risici. Hvis der sker ændringer i indkomstforhold i form af arbejdsløshed, familieforhold såsom sygdom, skilsmisse eller andre hændelser, som kræver, at aktiverne skal konverteres til frie likvide midler, vil dette i mange tilfælde ikke kunne gøres uden tab, hvorfor boligejernes passivposter i sådan en situation ikke modsvares af deres aktivposter.

Ifølge Lunde (2012a) er en høj gældsætning en trussel imod familiernes økonomi. Dette kan ses ud fra antallet af tvangsauktioner, som var hyppigst for boligejere, som købte i årene 2006 – 2007, lige inden boligpriserne begyndte at falde. Ydermere argumenteres der for, at boligejere med høj husstandsgæld bliver lejere hos realkreditinstitutterne og dermed er langt mere sårbare overfor ændringer i renterne, familieforhold og arbejdsløshed.

Danskernes høje gældsætning er et resultat af en ofte fuld 80 pct. realkreditfinansiering i sammenhæng med lån til udbetalingen på boligen i banken. Lånet til udbetalingen i banken kan skyldes, at mange boligkøbere anser det for værende umuligt at spare op til en udbetaling på 20 – 30 pct., samt at udbuddet af attraktive lejeboliger i de større byer er begrænsede i forhold til efterspørgslen. Samtidig mener mange, at en ejerbolig altid er økonomisk fordelagtig, hvilket ikke nødvendigvis er korrekt i alle tilfælde. Det betyder samlet set, at boligkøb, specielt foretaget af førstegangs købere, ofte finansieres med helt op til 100 pct. af købsværdien. Samtidig er det fra finanstillsynets side blevet påpeget, at der ofte ydes lån i boliger helt op til 4 gange husstandsindkomsten, selvom en tommelfingerregel tilsiger en finansiering på op til 3,5 gange husstandsindkomsten. Det betyder altså, at et lån til boligkøb bliver finansieret med den maksimale 80 pct. realkredit belåning tillagt et banklån på de sidste 20 pct. af købsværdien. På den måde skyldes der altså det fulde beløb af prisen i købsituationen. Det har flere konsekvenser: for det første betyder det, at boligkøberne er langt mere sensitive overfor boligprisfald, og for det andet kan det betyde, at der ofte prioriteres afdragsfrihed på de som regel ”billigere realkreditlån” for at nedbringe den ofte dyrere bankgæld. Alt sammen noget som er med til at svække stabiliteten i boligpriserne og tilskynde til mere risikable boligkøb. Det kan især have konsekvenser i hovedstaden, hvor priserne i forvejen er under pres, og hvor der er mangel på boliger specielt til de studerende, der i år udgøre et rekord stort antal.

Muligheden for at belåne 100 pct. af boligens købspris ser dog ud til at være historie fra 1. november 2015, da Folketinget har vedtaget en ændring til ”God skik Reglerne”, som tilsiger, at der fremover skal lægges en kontant udbetaling på 5 pct. af købsværdien, og at der gives bøder til de pengeinstitutter, der giver mulighed for højere belåningsgrader. Dermed skal der altså erlægges en kontant udbetaling på 50.000 kr. per 1.000.000 kr., der lånes. Dette krav bliver indført som et supplerende initiativ til tilsynsdiamanten for realkreditlen, jf. Finanstillsynet (2014b) og blev altså vedtaget i maj 2015.

Det bliver spændende at se, om dette tiltag får konsekvenser for boligpriserne, og om det kan være med til at stabilisere de alt andet lige ophedede boligpriser omkring specielt København. Det

kommer formentligt primært til at ramme førstegangskøbere og kan dermed være med til at udskyde boligkøbet, indtil udbetalingen er på plads. Det betyder alt andet lige, at førstegangskøbere fremover har en bedre kapitaldækning, en lavere belåningsgrad, og at købet evt. overvejes over en længere periode, simpelthen fordi en opsparing er nødvendig. For boligpriserne som helhed kommer det formentligt ikke til at betyde det store, da det må formodes, at allerede etablerede boligejere, som ønsker at skifte bolig, ofte har en friværdi, der er stor nok til at dække de 5 pct. i udbetaling. Det gælder også eventuelle forældre køb, hvor det må formodes, at der er en friværdi i en allerede købt bolig, hvis og når et sådan projekt overvejes. Effekten kommer derfor primært til at ramme førstegangskøberne.

Tiltaget er et skridt i den rigtige retning i forhold til en mere sikker boligfinansiering og er et yderligere forsøg på at stabilisere boligpriserne. Hvor stor effekten bliver er dog som nævnt tvivlsom, og det anskues af Nationalbanken (2015d), at det ville være fornuftigt af bankerne at kræve en væsentlig større udbetaling end 5 pct. De 5 pct. i udbetaling er altså en alt for lille egenkapital at have i boligen, da udgifterne til en evt. flytning til anden bolig ofte løber op i 7-8 pct. af købsværdien. Så selv ved den samme handelsværdi af boligen er den kontante udbetaling ikke en tilstrækkelig buffer til at dække salgs- og flytteomkostninger. Man kan derfor frygte, at bufferen medvirker til at give køber en falsk tryghed. Yderligere kan man frygte, at visse kreditgivere i markedet vil være villige til at finansiere de 5 pct. af anden vej, dog til en højere rente end der er mulighed for andetsteds. Samtidig er det muligt for yngre boligkøbere at omgå reglen, hvis de i løbet af de næste 2-3 år kan nedbringe gælden i boligen til 95 pct., for eksempel hvis de oplever en indkomststigning ovenpå endt studie, jf. Lunde (2015).

Dermed bliver den kontante udbetaling på 5 pct. formentlig mere et psykologisk virkemiddel end et reelt stabiliserende tiltag.

En stor husstandsgæld kan have store makroøkonomiske konsekvenser i tilfælde af en krise og dermed påvirke hele det finansielle system, altså en systemisk risiko. Ifølge nationalbanken (2014b) er der en klar sammenhæng mellem husstandsgæld og forbrug. Familier med de højeste loan to value værdier på deres bolig var dem, som havde det største forbrug op til krisen. Deres forbrug faldt dog også kraftigst efter krisen og faldt til samme niveau som familier med lav LTV før krisen. Det tyder altså på, at familier, der optager meget gæld, har en tendens til et meget stort forbrug, specielt i opgangstider. Det kan gøre opsvingene endnu større, end det ellers var tilfældet, og når forbruget tilsvarende falder kraftigt efter krisen, bliver krisen forlænget, og det tager længere tid at

komme tilbage til det tidligere niveau. Det anskues dog, at der efter den finansielle krise, i 2010, ikke var forskel på forbruget i forhold til disponibel indkomst mellem familier med henholdsvis høj og lav LTV før krisen. Det tyder altså på, at høj LTV ikke direkte forlænger kriser ved at sænke forbruget, men at det kan være med til at forstærke de makroøkonomiske tendenser op til og efter en krise og dermed påvirke, hvor store kriser der kommer. Det er dog påvist i andre lande, at høj gæld direkte er korreleret med lavere forbrug oven på en krise, og at høj gæld dermed kan bidrage til både varigheden og størrelsen af en krise.

Det skal dog også nævnes, at familier med høj gæld oplevede en større fremgang i disponibel indkomst efter krisen sammenlignet med familier med lav gæld, primært som følge af et faldende renteniveau og dermed en lavere relativ ydelse på de større lån. Det ser dog også ud til, at familier med den største gæld også er familier med den højeste indkomst. De har dog stadigvæk den højeste gæld i forhold til indkomst og er som oftest familier, der ikke har boet i deres bolig over en længere årrække. Det kan tyde på, at krisen rammer hårdest i yngre eller nyetablerede familier. Det stemmer godt overens med det store antal af tvangsauktioner for familier, der købte i bolig i 2006 og 2007, hvor priserne var på deres højeste.

Langt størstedelen af gælden i de danske husstande er gæld bundet i boligen. Boligen er altså en åbenlys mulighed for tilgang til kredit. I tilfælde af en krise, når aktiv priserne falder og bankerne og andre kreditgivere bliver mere varsomme med udlån, kan der opstå en kreditklemme, specielt for personer med en høj LTV. Når boligpriserne falder, kan boligejeren opleve, at lånet i boligen overstiger 80 pct. af boligens nye værdi og endog at blive teknisk insolvent. Der kan dermed opstå en kreditklemme for boligejeren, hvor det ikke er muligt at tilgå yderligere kredit, hvilket medfører et sænket forbrug.

Den øgede økonomiske usikkerhed kan også skabe et øget incitament for opsparing i boligen og dermed nedbringelse af LTV, hvilket ydermere kan hæmme forbruget. En sådan tendens vil formentligt blive set i større grad hos familier med høj gæld.

Den høje husstandsgæld er primært beholdt af de enkelte låntagere, men kan ifølge Lunde (2012b) komme til at optræde som en systemisk risiko, hvis den høje husstandsgæld ses i store dele af boligmarkedet, som det er tilfældet i dag.

Udlånet i den danske realkreditsektor til private boliger er altså enormt stort, og over halvdelen af lånemassen udgøres af afdragsfrie lån og rentetilpasningslån. Det ser dog ud til, at der har været en

trend, der tilsiger, at der vælges mere sikre finansierings former, hvilket den lave rente nu indbyder til. Dog har renteniveauet ikke ændret stort på fordelingen af låntyper, men har ændret på tiden mellem refinansieringen af obligationerne bag lånene. Selvom specielt den lange rente var meget attraktiv i starten af 2015, er rentetilpasningslånene stadig populære. F1 lånets tid ser dog ud til at være forbi, primært fordi bidragssatserne har gjort dem mindre attraktive i forhold til eksempelvis et F5 lån.

Netop bidragssatserne er en af de ting, der er blevet skruet på i forsøget på at minimere specielt de helt korte F1 lån. Som det ses af nedenstående tabel 10.2 er der stor forskel i bidragssatserne på lån med/uden afdragsfrihed og mellem lån med/uden rentetilpasning.

Tabel 10.2 – Oversigt over bidragssatser i de forskelle realkreditinstitutter fordelt på låntyper.

	Fastforrentede lån		Rentetilpasning/Flexlån	
	Med afdrag	Uden afdrag	Med afdrag	Uden afdrag
Belåning 0 - 80 %				
BRF Kredit	0,6125%	0,8875%	0,8500%	1,0750%
Nykredit/Totalkredit	0,6125%	0,8875%	0,8500% / 0,7500% *	1,1250% / 1,0250% *
Nordea Kredit	0,6500%	0,9000%	0,9000% / 0,800% *	1,1500% / 1,0500% *
Realkredit Danmark	0,6812%	1,0064%	0,8564%	1,1816%

* F1-F2 / F3 – F10

Kilde: Mybanker.dk, data hentet d. 26.09.2015.

Bidragssatsen afspejler risikoen på lånet, men er også blevet reguleret for at tilskynde til mere sikre langt fundede lån med afdrag. Samtidig afspejler de øgede bidragssatser, at realkreditinstitutterne alt andet lige må have større omkostninger i vedligeholdelsen af disse lån sammenlignet med det traditionelle 30 årige realkreditlån. Realkreditinstitutterne skal sørge for, at lånene bliver refinansieret og sørge for, at betalingerne ændrer sig med den skiftende rente. Til trods for disse øgede omkostninger ser det dog ud til, at realkreditinstitutternes indtjening er steget markant i de senere år, hvilket i høj grad skyldes bidragssatsen, som er realkreditinstitutternes egentlige rentemarginal og altså i princippet er deres eneste indtjeningsmulighed udover omkostninger ved konvertering af lån. Da institutterne i princippet kun fungerer som mellemlid mellem investor og låntager, betyder det, at deres indtjening på allerede oprettede lån kun udgøres af bidragssatsens størrelse. Dermed kan der altså også blive skabt en incitamentsstruktur for realkreditinstitutterne til mere kort fundede lån, da disse øger indtjeningen på kort sigt. Denne tendens bliver der dog dæmmet noget op for med de nye kapital bufferkrav, institutterne skal overholde samt med

indførelsen af tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. Disse søger netop at sikre en mere robust realkreditsektor med færre rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed.

Bidragssatserne kan dog yderligere være med til at forværre situationen for boligejere med kort fundede lån i tilfælde af en rentestigning, da de øger betalingerne markant. Bidragssatser kan dermed være medvirkende til, at betalingerne på F1 lån hurtigere bliver enormt store, for som tilfældet er nu, opereres der i flere tilfælde med meget lave renter på de korte lån. Den situation er ikke holdbar i længden, og selv små rentestigninger i den korte rente medfører altså kraftigt forhøjede betalinger. Dermed kan boligejernes ydelser stige markant og med stor hastighed. Intentionen med de forhøjede bidragssatser er dermed opfyldt og har gjort spekulation i den lave korte rente mindre attraktiv.

De nyeste tal fra realkreditforeningen (september 2015) bekræfter denne tendens. De korte rentetilpasningslån er blevet reduceret med 229 mia. kr., hvilket svarer til 30 pct. over det seneste år. Udlånet er samlet set steget med ca. 40 mia. kr. Heraf er der blevet valgt lån med fastrente for 134 mia. kr., lån med længere rentetilpasning for 74 mia. kr., og endeligt er der optaget lån med referencerente for 60 mia. kr., jf. Realkreditforeningen (2015a).

Konsekvensen har dog også været, at F3- og F5 lånene er blevet meget attraktive i forhold til specielt F1 lån, og det er blevet tilskyndet fra institutternes side at vælge denne ”langt” løbende finansiering. Med det nuværende renteniveau burde der dog være en væsentlig risiko for, at disse låntagere får refinansieret deres lån om 3-5 år til en væsentlig forhøjet rente. Dermed er spørgsmålet, hvor fordelagtig omlægningen til disse lån reelt er for låntager og systemet. Der burde nok have været et større fokus på at få låntagerne over i de helt lange 30 årige obligationslån fremfor nye lån med rentetilpasning.

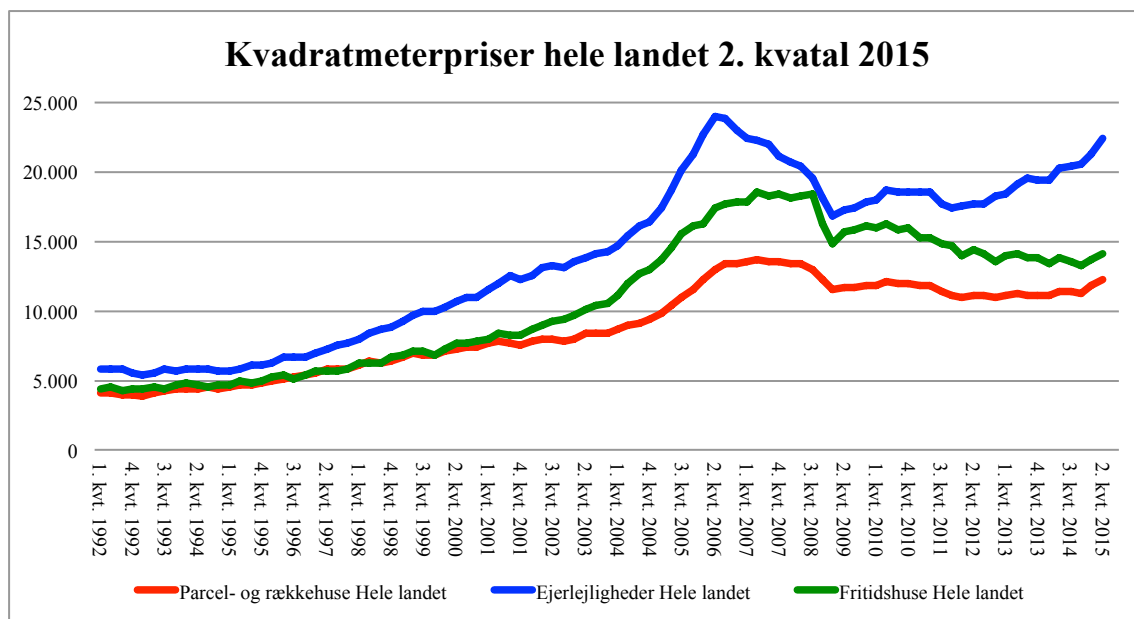
10.1.3 Prisudviklingen på ejerboligmarkedet

I takt med realkreditsystemets liberalisering har man set en kraftig stigning i ejerboligpriserne, specielt i områderne omkring København og andre store byer. Ifølge det Økonomisk Råd (2015) ligger boligpriserne ca. 10 pct. højere, end de underliggende faktorer lægger op til. Derfor forventes det, at boligpriserne skal nedjusteres 10 pct. frem mod år 2020, hvis renten rammer et mere langsigtet ligevægtsniveau på ca. 2-3,5 procentpoint højere, end da renteniveauet var lavest. De reale boligpriser ligger altså stadig over deres langsigtede ligevægtspris, og dette kan forværres

yderligere i de kommende år, hvor der forventes en reallønsfremgang, som kan være medvirkende til, at huspriserne stiger yderligere.

Nedenstående figur 10.11 viser udviklingen i kvadratmeterpriser i hele landet for henholdsvis parcel- og rækkehuse og ejerlejligheder.

Figur 10.11 Kvadratmeterpriser i hele landet for parcel- og rækkehuse, ejerlejligheder samt fritidshuse.



Kilde: Data fra Realkreditforeningen statistik (2. Kvartal 2015).

Fra 1992 til midten af 2007 steg kvadratmeterpriserne i hele landet på ejerlejligheder fra lige under 6.000 kr. pr. m² til næsten 24.000 kr. pr. m², altså næsten en 4-dobling af prisen på 15 år. Ifølge Dam m.fl. (2014) udgør ejerlejlighederne i København 49,7 pct. af det samlede ejerlejlighedsmarked i Danmark. Dette betyder, at de kraftige prisstigninger og prisfald på ejerlejligheder omkring finanskrisen havde store konsekvenser for specielt de københavnske boligejere. Vækstraten for ejerlejlighedspriserne var kraftigere i årene frem til krisen end for parcel- og rækkehuse. Samtidig toppede priserne for ejerlejligheder før parcel- og rækkehuse, nemlig i 2. kvartal 2006 (gennemsnitlig m² pris på 23.990 kr.), hvorimod parcel- og rækkehuses m² priser toppede i 2. kvartal 2007 på 13.716 kr. pr. m² på landsplan.

Figur 10.11 viser ligeledes, at kvadratmeterpriserne på fritidshuse ligger mellem priserne for parcel- og rækkehuse samt ejerlejligheder. Det ses ligeledes, at disse har været hårdere ramt efter krisen, og

at det tog længere tid, før priserne her igen begyndte at stige. Dette hænger fint sammen med, at køb af fritidshus ikke er så strengt nødvendigt for den enkelte, som den primære bolig er det.

Tallene viser altså, at faldet i boligpriserne skete før den egentlige finans- og økonomiske krise indtraf i Danmark og globalt. Det stemmer godt overens med litteraturen, og underbygges af Goodhart og Hofmann (2007), s. 7-8, hvor det beskrives, at der er en tæt korrelation mellem udviklingen i boligpriserne og den økonomiske aktivitet med boligpriserne som en ledende driver for realøkonomien. Ud fra et aktiv synspunkt vil boligpriserne være ledende for den makroøkonomiske udvikling, da disse er ”forward looking”.

Boligprisfaldet under den seneste finanskriser var mere end dobbelt så stort som under tidligere kriser og var altså primært et hovedstadsproblem jf. Lunde (2009). Det skyldes igen, at boligprisudsvingene omkring hovedstaden er langt kraftigere end i det øvrige Danmark, hvilket øger bekymringen for den nuværende situation, hvor huspriserne igen er på vej kraftigt opad omkring hovedstaden, og priserne ikke kan understøttes af de underliggende økonomiske forhold. Der er tegn på, at boligmarkedet omkring hovedstaden igen er overophedet, som det også var tilfældet op til finanskrisen. Af ovenstående figur 10.11 ses det, at det især er ejerlejlighedspriserne, som er stigende. Kvadratmeterpriserne for ejerlejligheder var i 2. kvartal 2015 oppe på 22.424 kr. pr. m², hvorimod priserne for parcel- og rækkehuse ligger noget lavere med 12.265 kr. pr. m². Ud fra dette kan det ses, at prisen pr. m² for ejerlejligheder i 2. kvartal 2015 lå på 93,5 pct. i forhold til toppen i 2. kvartal 2006.

Dette syn på prisudviklingen deles af Boligøkonomisk Videncenter. Nedenstående tabel 10.3 viser udviklingen i boligpriser fordelt på region og by.

Tabel 10.3 – Prisudviklingen på regionsniveau og for de største byer.

Område	Seneste kvartal	Sidste år	Sidste 5 år	Siden 1. kvartal 1992
Hele landet	2,8%	3,6%	0,1%	184,8%
Region Hovedstaden	3,0%	5,2%	11,2%	293,6%
Region Sjælland	1,8%	3,8%	-10,4%	145,9%
Region Syddanmark	6,7%	3,0%	-4,2%	159,4%
Region Midtjylland	0,5%	0,5%	-1,5%	170,9%
Region Nordjylland	-1,3%	4,9%	2,4%	149,7%
København	1,2%	9,8%	33,1%	492,0%
Aarhus	2,6%	3,0%	17,9%	293,4%
Odense	2,4%	8,4%	6,0%	221,6%
Aalborg	0,2%	5,7%	12,3%	226,6%

Kilde: Boligøkonomisk Videncenter (2015).

Statistikken er baseret på en lidt speciel metode, der kaldes "repeat sales" metoden. Det betyder, at der kun medregnes huse, som siden 1992 er blevet solgt 2 eller flere gange. På den måde får man korrigeret for, at boliger er så forskellig artede, som de er, så prisniveauet bliver mere repræsentativt. I den normale prisstatistik tages der ikke forbehold for, at nogle huse opnår højere eller lavere priser baseret på eksempelvis arkitektur, naboforhold og beliggenhed, hvilket man gør her, da det er prisudviklingen på den enkelte specifikke bolig, der giver den samlede prisudvikling. Som det ses, er der væsentlige forskelle på prisudviklingen i de forskellige byer og regioner. Både når der sammenlignes med 1992, og når der ses på de sidste år. Det er værd at bemærke, at der i det sidste år har været stigende priser set over alle regioner og byer der er vist her. Det betyder dog stadig, at der kan være byer, hvor der er prisfald, eksempelvis region Midtjylland, der kun har haft en prisstigning på 0,5 pct. det sidste år. Ydermere er det værd at bemærke, hvor store prisstigninger der ses specielt i København, men også de andre større byer har oplevet store prisstigninger i det sidste år. I Boligøkonomisk Videncenter (2015) estimeres det, at priserne udenfor de større byer kun er steget 1,5 pct. det sidste år, hvilket er en lavere prisstigningen end inflationen, og priserne er derfor i reelle termer faldet.

Ifølge Dam m.fl. (2014) indikerer flere faktorer dog, at der er pres på boligmarkedet, eller at der var det i slutningen af 2014. Der er generelle prisstigninger at spore på landsplan, men boligmarkedet er presset, og der er lange liggetider, stort udbud og lav omsætning i nogle dele af landet. Den store efterspørgsel efter boliger i København betyder, at udbuddet af boliger er relativt beskedent i forhold til efterspørgslen, hvilket betyder pres på priserne. De stærke prisstigninger bliver yderligere forhøjet pga. det lave renteniveau. Ved en rentestigning kan det betyde store prisjusteringer, som går ud over boligejerne og medfører store kapitaltab og øget gældsandel. Denne ujævne fordeling af boligefterspørgslen får dermed store konsekvenser for stabiliteten i de danske boligpriser. Det betyder kraftige prisstigninger omkring de større byer, men det har samtidig konsekvenser for udkantsområder, der oplever faldende efterspørgsel, vigende og endog faldende priser samt længere liggetider. Denne udvikling er dog ikke noget nyt. Prisudviklingen omkring de større byer har siden 1990 været stærkere end i de øvrige regioner, men de større byer oplever et opsving i priserne, mens boligmarkedet uden for disse områder ikke er vendt opad. Det må derfor konkluderes at boligmarkedet er "todelt".

Rent demografisk er boligmarkedet altså udfordret primært som følge af, at flere og flere flytter fra land til by. For eksempel er befolkningstallet i København og på Frederiksberg steget med 60.000

siden 2009, svarende til en fremgang på 10 pct. Samtidig betyder store ændringer i samlivsmønster og uddannelseslængde, at flere flytter mod de større byer. Flere studerende betyder større pres på lejemarkedet, som presser priserne. Det kan øge efterspørgslen efter forældrebo og dermed sætte yderligere pres på ejerboligmarkedet. Det viser sig ydermere, at flere studerende efter endt uddannelse vælger at blive i eller i nærheden af byen. De stifter familier og efterspørger dermed større boliger. Som oftest er familieboliger omkring København ejerboliger. Det betyder samlet set, at 60% af befolkningstilvæksten i København er personer under 30 år. Historisk set skal man dog huske, at der er en tæt korrelation imellem udviklingen i København og pendlernære byer. Når kvadratmeterpriserne bliver tilstrækkeligt høje i indre by, vælger flere at flytte til de omkringliggende byer jf. Nationalbanken (2015d). Det betyder alt andet lige, at der sker en naturlig regulering på boligmarkedet, når priserne når et vist niveau.

Ifølge Nationalbanken (2015a) var der positiv årsvækst i alle regioner i 4. kvartal 2014. Prisniveauet i første kvartal 2015 sammenlignet med året før viser, at prisniveauet på landsplan er 6 pct. højere end året før. Boligmarkedet er altså inde i en positiv trend med hensyn til priserne. Ejerlejligheder oplever generelt større stigninger og er i de senere år steget med 8-9 pct. årligt. Næsten halvdelen af ejerlejlighederne i Danmark er placeret i eller omkring København. Dette betyder altså igen, at de kraftigste prisstigninger sker omkring hovedstaden. Nationalbanken mener derfor, at man skal holde øje med prisudviklingen omkring hovedstaden, da man ser tendenser på overophedning, specielt i det stigende antal projektsalg, præcis som det også var tilfældet op til finanskrisen.

Der er flere karakteristika ved projektsalg, der kan betyde overophedning på boligmarkedet. For det første betyder det, at køber har en forventning om stigende priser, siden de vil skrive under på en købsaftale, inden boligen er indflytningsklar. Samtidig er kvadratmeterpriserne normalt højere på nybyggeri end på eksisterende boliger, hvilket presser de gennemsnitlige kvadratmeterpriser op. For det andet bliver projektsalg solgt uden bopælspligt, hvilket kan tiltrække spekulanter. Man skal dog huske på, at nybyggeri og derigennem projektsalg øger boligudbuddet og dermed kan fjerne noget af presset på boligmarkedet, hvilket igen kan medføre faldende priser, når boligmarkedet vender. I og omkring hovedstaden kan boligprisstigninger forklares med befolkningstilvækst og en generel lønfremgang, men der advares imod, at prisstigningerne er selvforstærkende og altså ikke understøttes af de underliggende økonomiske vilkår.

10.1.4 Den fastfrosne ejendomsskat

En anden faktor, der kan have medført stigende priser, er fastfrysningen af ejendomsskatten frem til 2020, og som blev indført af den tidligere VK-regering i 2001. Ifølge det Økonomiske Råd (2015) menes det, at det er uheldigt, at ejendomsværdiskatten følger et nominalprincip og altså ikke bliver justeret som følge af prisstigninger i ejendomsværdien. Det Økonomiske Råd og OECD (2015) foreslår, at man fra 2016 eller 2017 indfører, at ejendomsværdiskatten fastlægges til 1% af den nuværende ejendomsværdi, som det også var tilfældet frem til 2001. Det kan være med til at sætte en dæmper på stigningerne på ejendomsmarkedet, da det vil øge den gennemsnitlige skattebetaling med op imod 50 pct.

Nationalbanken (2015d) har ligeledes et stort fokus på den uheldige ejendomsbeskatning i Danmark. For som det er nu, falder den effektive skattesats, når priserne stiger, og den effektive skattesats stiger, når der opleves prisfald. Af den grund virke skatten ikke stabiliserende på boligpriserne, snarere tværtimod. Med de store forskelle, der ses i prisudviklingen i forskellige dele af landet, er den nominelle skattesats derfor med til at skabe yderligere forskelle i boligpriserne i de forskellige regioner, hvilket er en meget uheldig tendens. Det nævnes af Nationalbanken (2015d), at den effektive skattesats i København er faldet til 1/3, mens den for Danmark som helhed er halveret målt i skattebetalingen i forhold til boligens værdi.

Boligskatten i Danmark udgøres af to skattebetalinger: en ejendomsværdiskat til staten og ejendomsskatten (grundskylden) til kommunen, som er en skat på selve jorden.

Som det er nu beregnes ejendomsværdiskatten ved at tage 1 pct. af ejendomsværdien op til 3.040.000 kr. og 3 pct. af værdien over denne grænse, men grundet loftet for ejendomsværdiskatten er grundlaget for beregningen den laveste af de følgende tre mulige værdier:

- Ejendomsværdien pr. 1 oktober 2011 nedsat med 2,5 pct.
- Ejendomsværdien pr. 1 januar 2002
- Ejendomsværdien pr. 1 januar 2001 tillagt 5 pct.

Dette betyder, at ejendomsværdiskatten kun kan stige for den enkelte boligejer, såfremt man bygger så meget til, at det kræver en byggetilladelse eller at man udvider grundarealet jf. SKAT (2015).

Grundskylden beregnes som en promille ud fra den fastsatte grundværdi, som fremgår af den offentlige ejendomsvurdering. Promillesatsen skal udgøre mellem 16 – 34 promille, og afgiftsgrundlaget beregnes på baggrund af de to følgende muligheder:

- Den aktuelle grundværdi

- Forrige års grundværdi forhøjet med en reguleringsprocent (grundskatteløftet). Denne reguleringsprocent fastsættes årligt til mellem 3 og 7 pct.

Hvis grundværdien stiger, kan grundskylden ligeledes stige, men maksimalt med reguleringsprocenten. Hvis grundværdien falder, kan grundskylden dog alligevel stige, så længe sidste års beskatningsgrundlag reguleret med reguleringsprocenten ligger under den aktuelle vurdering jf. Skatteministeriet (2015).

Det gælder dog samtidig, at den effektive grundskyld er faldet, når der har været boligprisstigninger og omvendt i tilfælde af prisfald. Det skyldes ifølge Nationalbanken (2015d), at loftet over den årlige stigning i grundskylden har været bindende, altså at den ikke har kunnet stige med samme takst som grundværdien. Samtidig opkræves grundskylden noget forsinket i forhold til stigningstakten på de faktiske grundværdier. Det betyder, at boligejere løbende bliver beskattet på et forkert grundlag, forstået på den måde at de bliver beskattet af en for lav værdi i opgangstider og en for høj værdi i nedgangstider.

Grundskyldsloftet har primært haft effekt i hovedstadsområdet, hvilket igen betyder, at den effektive skattesats her er faldet, mens den kan være steget flere andre steder i landet, der ikke er ramt af de samme prisstigninger på grundværdierne.

Grundskylden har været til debat i medierne i de senere år. Det skyldes, at grundskylden i mange kommuner skal reguleres mange år frem. De fleste steder betyder det, at det beløb, der betales i grundskyld, stiger kraftigt fra år til år til trods for den tidligere VK regeringens skattestop. Som eksempel kan det nævnes, at beboerne i Frederiksberg kommune får mere end fordoblet den gennemsnitlige sats for grundskylden. I en analyse foretaget af Danske Bank (2012) fremgår det, at grundskylden i gennemsnit i Frederiksberg kommune stiger fra 42.471 kr. i 2013 til mere end 100.000 kr. om året, og at det forventes, at grundskylden skal stige 13 år i træk ved uændrede grundpriser for, at skattebetalingen svarer til den nye offentlige grundværdi forudsat, at reguleringsprocenten udgør 7 pct. hvert år.

Disse stigende grundskyldsskatter sammenkoblet med Det Økonomiske Råds og OECDs forslag om en omlæggelse af boligbeskatningen til 1 pct. af ejendomsværdien i Danmark vil være en stabilisator for boligmarkedet, da det kan mindske de store prisstigninger og fald. Det vil øge skattetrykket i opgangstider, men vil samtidigt mindske skattebetalingen i nedgangstider, hvor boligpriserne og folks generelle økonomi er under pres. Ligeledes påpeges det af Nationalbanken (2015d) at en bolig er at betragte som en investering, hvor alternativ investeringen er at placere pengene i eksempelvis obligationer og bo i en lejebolig. Derfor er det også muligt for boligejere

med boliglån at fratrække renteudgifter i den skattepligtige indkomst. Rentefradragsretten sænkes dog over de kommende år fra 33 pct. til 25 pct. for beløb over 50.000 kr. for enlige og 100.000 kr. for par. Denne sænkning skulle tilskynde til mere stabile boligpriser, men med det nuværende lave renteniveau skal køber have en betragtelig gæld for at det får reel effekt. Med et renteniveau på 3 pct. skal et par altså skyldes over 3,33 mio. ($100.000 / 0,03 = 3.333.333$), før de bliver ramt af sænkningen af rentefradragsretten.

Skattesystemet skulle gerne være neutralt, således at det ikke påvirker beslutningen angående, hvorvidt man skal bo i ejer- eller lejebolig. For at der skulle være neutralitet mellem ejerboligbeskatningen og en alternativ investering, skal der ændres i skattebetalingen på ejerboliger. Kapitalafkastet af boligen estimeres til 3 pct. og beskattes med 33 pct. (kapitalindkomst skattesatsen), så et afkast på 3 pct. ganges med 0,33, hvilket svarer til 1 pct. i skattebetaling af boligens markedsværdi. Som det er nu, udgør den effektive skattesats som ovenfor nævnt kun ca. det halve af dette. Dermed har den fastfrosne ejendomsskat bevirket, at jo større prisstigninger, der er sket siden 2002, jo mindre bliver den effektive skattesats. Det betyder alt andet lige, at skatten bidrager til øgede boligprisudsving og gør, at boliger, der i forvejen har oplevet prisstigninger, bliver yderligere attraktive og kan være genstand for spekulation.

Rent Politisk er det dog blevet lovet af Socialdemokratiet og Venstre, at ejendomsskatten er fastfrosset frem mod 2025. En ændring af skatten kan derfor få store konsekvenser for de nuværende boligejere, da den ekstra skattebetaling skal kapitaliseres i boligpriserne. En skatteomlægning efter neutralitetsprincippet til eksempelvis 1 pct. af boligens værdi, vil alt andet lige vil medføre prisfald på specielt dyrere boliger og vil udgøre en større nominel stigning i skattebetalingen for de boliger, der er steget mest, siden skattestoppet blev vedtaget. Fra politisk hold er der derfor stor modstand mod en sådan omlægning af boligbeskatningen, da det vil ramme visse boligejere meget hårdt, specielt i de regioner der har oplevet de største prisstigninger. Det må derfor konkluderes, at fastfrysningen af ejendomsskatterne i forbindelse med skattestoppet var en stor fejltagelse, som medvirkede til de alt for store prisstigninger op til finanskrisen. Spørgsmålet er så, hvordan og hvornår disse uhensigtsmæssigheder kan rettes.

10.1.5 Boligejernes økonomiske robusthed

Antallet af tvangsauktioner er på et ret beskedent niveau sammenlignet med årene lige efter finanskrisen. Det tyder altså på, at den øgede gældsætning bliver godt understøttet af de faldende renter og de stigende boligpriser. Som nedenstående figur 10.12 viser, ligger antallet af

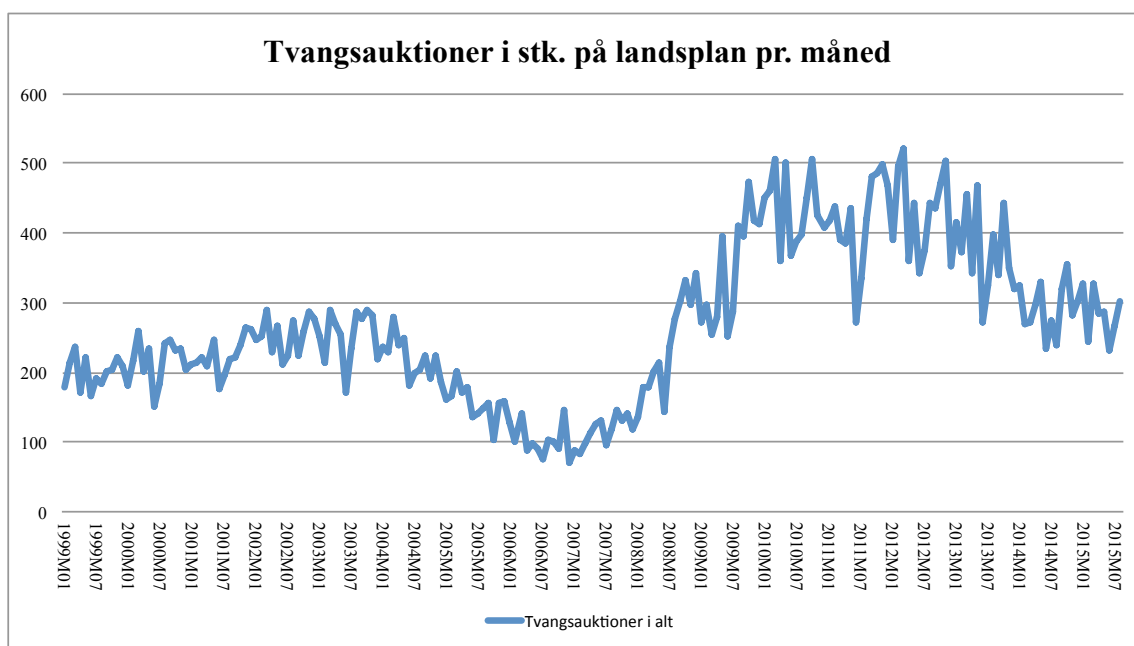
tvangsauktioner målt pr. kvartal på et lavt niveau og har gjort det siden slutningen af 2013.

Niveauet er dog stadigvæk væsentligt højere end i starten af 00'erne og frem til 2006, hvor boligpriserne toppede. Det relativt lave og faldende antal af tvangsauktioner er både en fordel for boligejerne, da det alt andet lige viser, at de har råd til at blive boende i deres respektive boliger. Det kommer også realkreditinstitutterne til gode, da de undgår at skulle nedskrive på så stor en andel af deres udlån, som det er set tilbage i tid ved tidligere økonomiske kriser.

Realkreditinstitutternes nedskrivninger faldt med 2,2 pct. i 2014 sammenlignet med året før. De totale nedskrivninger udgjorde 4,7 mia. kr., hvilket svarer til en årlig nedskrivningsprocent på 0,19 pct. i 2014. Realkreditinstitutternes samlede nedskrivninger ligger altså på et meget lavere niveau, end det var tilfældet i starten af 1990'erne, hvor nedskrivningsprocenten var mere end tre gange så stor, da den lå i omegnen af 0,7 pct. jf. Finanstilsynet (2015b).

Boligprisfaldene i den seneste krise har været dobbelt så store som under boligkrisen i 1987- 1993, men det har ikke haft den samme indvirkning på antallet af tvangsauktioner. Ifølge Lunde (2012a) er en af de væsentligste årsager til det relativt lave antal tvangsauktioner ovenpå den seneste boligkrise de lavere betalinger på lån. De lavere renter har gjort det muligt at omprioritere til rentetilpasningslån og/eller lån med afdragsfrihed, hvorfor hånden er blevet holdt under boligejerne gennem den økonomiske politik.

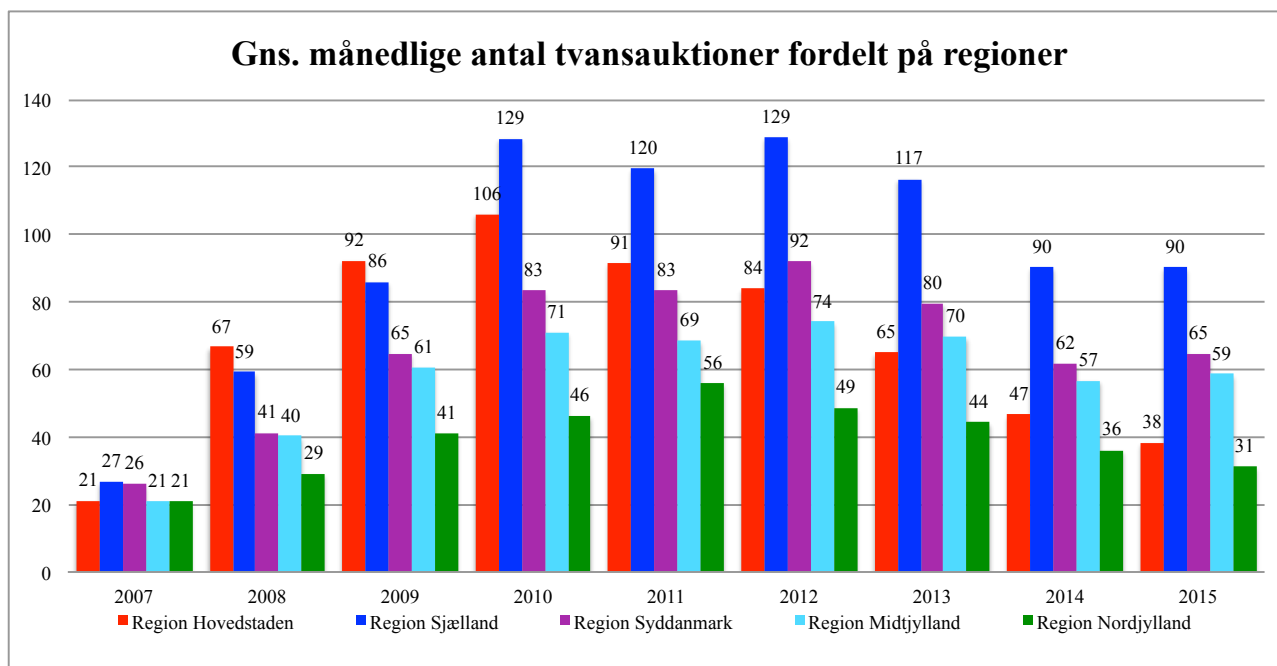
Figur 10.12 – Antal tvangsauktioner på landsplan pr. måned.



Kilde: Data fra Danmarks Statistik, TVANG1 – Tvangsauktioner i alt, august 2015.

Nedenstående figur 10.13 viser fordelingen i det totale antal af tvangsauktioner per. region. Det ses af figuren, at antallet af tvangsauktioner er på et langt højere niveau i region Sjælland end omkring hovedstaden. Ligeledes ligger Syddanmark og Midtjylland forholdsvis højt, mens hovedstaden og Nordjylland ligger som de lavest placerede.

Figur 10.13 – Gennemsnitlige antal tvangsauktioner pr. måned fordelt på regioner.



* Det bemærkes at 2015 er til og med august måned.

Kilde: Data fra Danmarks Statistik, TVANG1 – Tvangsauktioner i alt, august 2015.

Dette passer meget godt med, at det er omkring de større byer, at der er de færreste tvangsauktioner og den højeste økonomiske robusthed. Det er i hvert fald en af konklusionerne i Dam m.fl. (2014). Hovedkonklusionen her er, at familiernes gæld og økonomi ikke er en trussel mod den finansielle stabilitet og dermed ikke bidrager til den systemiske risiko. Det anskues dog i rapporten, at kombinationen af afdragsfrie lån og faldende boligpriser potentielt kan få meget store konsekvenser, da de afdragsfrie lån kun fungerer smidigt ved stigende boligpriser, da man kan belåne et hus 80 pct. afdragsfrit. Samtidig ser det ud til, at familier, der vælger disse typer af lån, som oftest også er dem med mest gæld og dem, som sparer mindst op. Det anskues i Nationalbanken (2012), at halvdelen af alle de afdragsfrie lån oversteg 80 pct. af ejendomsvurderingerne på daværende tidspunkt. Dermed kunne lånene ikke konverteres, når den afdragsfrie periode ophørte. Hvis den afdragsfrie periode ikke kan forlænges, betyder det en

markant stigning i boligydelsen. Samtidig kan der ikke konverteres til et eventuelt fastforrentet lån. Det betyder, at boligejeren ikke kan låse sig fast og drage nytte af den lave rente, der forventes at stige, sådan som situationen er nu. De afdragsfrie lån bliver primært set i de unge familier, hvor ældste medlem er under 40 år og hos familier, hvor alderen er over 65 år. Det passer altså godt med, at førstegangskøbere og dem, der er i gang med at stifte familie, vælger afdragsfrihed i de første år som boligejere for at lette udgiften til boligen. Samtidig stemmer det godt overens med, at personer mellem 40 og 60 år vælger lån med afdrag, da de her kan øge deres opsparing frem mod pensionen. Desuden skal det nævnes, at de afdragsfrie lån er overrepræsenteret i hovedstadsområdet.

Andersen m.fl. (2012) konkluderer, at det primært er familierne med de højeste indkomster, der har den højeste gæld. Således havde de 20 pct. af familierne i de danske husstande, der havde den højeste indkomst efter skat også den højeste gæld. Det lader derfor til, at de familier, der har den største gæld, også har en løn, der modsvarer det høje gældsniveau.

Erhvervs- og vækstministeriet (2013) har set på boligejernes realkreditlån og vurderer risikoen heri. Det konkluderes i rapporten, at rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed har vundet større indpas på realkreditmarkedet, end hvad der var forventet tilbage i 1996 og 2003, hvor det blev muligt at udbyde disse låntyper. Dette har gjort, at man både lovgivningsmæssigt og fra institutternes side fremover vil forsøge at mindske mængden af disse udlån, som indeholder en øget renterisiko. For at estimere familiernes robusthed og rentefølsomhed kigger rapporten på gældsudgifterne i familier med realkreditgæld ved at vurdere låntagernes gældsserviceringsbrøk. Gældsserviceringsbrøken er et udtryk for, hvor stor en del af familiernes disponible indkomst, der bliver brugt på at servicere gæld. Servicingen af gælden indebærer både rentebetalinger, afdrag og bidrag. Gældsserviceringsbrøken bliver altså kraftigt formindsket i en periode, når der vælges afdragsfrihed.

En tommelfingerregel tilsiger, at der normalt gives realkreditlån på 2,5 til 3 gange husstandens bruttoindkomst, dog ses også belåninger på helt op til over 4 gange husstandens bruttoindkomst. Et lån på 3 gange husstandens bruttoindkomst giver en gældsserviceringsbrøk på godt 27 pct. på et fastforrentet lån på 3,5 pct. med et bidrag på 0,5 pct. Det er værd at bemærke, at renteniveauet, som er brugt her, stadig ligger langt fra et estimeret langsigtet renteniveau. Ligeledes er det værd at bemærke, at bidragssatserne nu er vokset, og at den laveste bidragssats, der kan opnås med et fastforrentet lån med afdrag, udgør minimum 0,6125 pct. Ved det samme bidragssats- og renteniveau som ovenfor vil et lån på 4 gange brutto husstandsindkomsten give en gældsserviceringsbrøk på 37 pct. Hvis renten ændrer sig en smule til 5 pct., der kunne være et mere

langsigtet renteniveau, vil gældsserviceringsbrøken stige til 43 pct., hvilket vil være en stor andel af husstandens disponible indkomst, som alene skal gå til at servicere gælden, inden der vil være penge til det øvrige forbrug.

Det estimeres, at 90 pct. af den optagede realkreditgæld er optaget af familierne med de højeste indkomster (6. – 10. decil). Det betyder alt andet lige, at de er bedst rustet til at klare en evt. rentestigning. Samtidig betyder en højere disponibel indkomst også, at der kan honoreres en større gældsserviceringsbrøk, da udgifterne til basale fornødenheder som mad, el, varme osv. udgør en mindre del af det samlede budget. I 2010 brugte mindre end 5 pct. af husstandene mere end 50 pct. af deres disponible indkomst på gældsservicering. Det tal må ydermere forventes at være faldet siden, da renterne ligger på et markant lavere niveau, end det var tilfældet på daværende tidspunkt. Ydermere ser det ikke ud til, at udløb af den afdragsfrie periode skaber problemer for stabiliteten på boligmarkedet. Dette skyldes primært de stigende boligpriser, der gør, at de ca. 6.000 familier, hvis afdragsfrie periode udløb i 2013, og de ca. 30.000 familier, hvis afdragsfrie periode udløb i 2014, kunne omlægge til et lån med en lavere rente og med en eventuel ny afdragsfri periode. Dette ville ikke være muligt i en situation med faldende boligpriser, og derfor kan de afdragsfrie lån stadig være en risikofaktor i systemet, hvis udløbet af disse kan skabe problemer for familiernes gældsservicering.

En lav gældsserviceringsbrøk kan dog ikke alene vurdere, hvordan boligejernes økonomi ser ud, for belåningen i boligen kan stadig udgøre et niveau, der overstiger boligens reelle værdi. Det kan få store konsekvenser, hvis boligejeren er tvunget til at sælge. Samtidig kan ændringer i familieforhold og ansættelsesforhold have stor betydning for gældsserviceringsbrøken, da indkomstforholdene dermed ændrer sig sammenlignet med tidspunktet for låneoptagelsen.

Slutteligt kan det siges, at det lave renteniveau og det større udbud af lånemuligheder har bidraget til at nedbringe låntagernes gældsserviceringsbrøk. Dette har muliggjort, at flere boligejere kan sidde i dyrere boliger, end hvad der tidligere var muligt. Spørgsmålet er så blot, hvad der sker, når renten alt andet lige vil stige mod den langsigtede ligevægtsrente?

Når vi ovenfor ser på gældsserviceringsbrøken, skyldes det, at det hænger sammen med de betalinger, en boligejer har i forbindelse med sin bolig. Begrebet boligudgifter anvendes i praksis til at dække de udgifter, der er ved at bo. Som det fremgår af Lunde (2013a) indeholder boligudgifter i økonomisk forstand likviditetsbelastningen ved at leje eller eje en bolig, men det er ikke

tilstrækkeligt i forhold til fyldestgørende økonomiske analyser, da flere ting udelades. Indenfor boligøkonomisk teori, anvendes begrebet ”user costs” eller boligomkostningen, hvilket refererer til Poterba’s user cost begreb, og som dækker den samlede økonomiske belastning, der er ved at bo. User costs indeholder udover betalinger på lånet og skattefordelene heri en alternativomkostning, som boligtageren har ved at eje/leje bolig. Alternativomkostningen optræder i form af et mistet afkast på en alternativ investering. Samtidigt korrigeres der for en eventuel værdistigning eller fald i boligens værdi, hvilket henholdsvis mindsker/øger omkostningerne. Slutteligt indeholder user costs også afskrivninger og vedligehold. Nogle af de betragtninger, som vi ønsker at påpege her, er de manglende tanker omkring afskrivninger og vedligeholdelse af boligen, som der ikke fokuseres på i boligudgiftsberegningerne. Når folk køber bolig, ser de som regel mere på ydelsen i forhold til den samlede økonomiske omkostning, der er ved at eje bolig. Der har altså på ejerboligmarkedet udviklet sig en trend, hvor der handles på ydelser frem for de egentlige omkostninger ved at købe og eje den pågældende bolig. I Nationalbanken (2015d) estimeres det, at boligbyrden ligger klart under gennemsnittet for de seneste årtier. Boligbyrden beskriver de finansieringsomkostninger, der er ved at købe bolig som en del af den gennemsnitlige disponible indkomst i husstanden. Det er blevet afgørende for boligkøberne hvad ”de har råd til”, og der kan derfor foretages køb, der er dyre, da muligheden for kortsigtet ”billig” finansiering er blevet tilgængelig. Der ses altså primært på, hvad boligudgifterne er, og om køber har likviditet til at sidde i den pågældende bolig, hvorimod det formentligt ville være mere ideelt for både boligkøber og realkreditinstitutterne, at man købte bolig efter, hvad de reelle omkostninger var over tid. Hvis man som boligkøber tager højde for henholdsvis afskrivninger og løbende vedligehold i sine overvejelser ved køb af bolig, vil det være lettere at blive boende i sin bolig. Hensyntagen til disse omkostninger vil medføre en lavere belåningsgrad og dermed være med til at mindske risikoen for manglende økonomisk råderum. Det kan være med til at stabilisere boligpriserne, og det kan anskueliggøres, at ejerboligen ikke nødvendigvis er den mest økonomisk fordelagtige boligform i alle tilfælde.

Det lave renteniveau har overordnet set medført en kraftig stigning i boligbelåningen. Hvis dette kombineres med rentetilpasning og afdragsfrihed, vil det kunne få store konsekvenser fremadrettet for de boligejere, som ikke får konverteret til fast rente. At så stor en del af realkreditbelåningen i dag er baseret på rentetilpasningslån frem for langt løbende fastforrentede lån gør, at der er kommet en stor rentefølsomhed ind i realkreditsystemet, som ikke har været der tidligere. Dette gør systemet

mere cyklisk og vil kunne blive et problem ved udsving i renterne både for institutterne og den enkelte boligejer.

Som beskrevet ovenfor er der flere risici i realkreditudlånet til ejerboliger og fritidshuse. Udlånet til sektoren er enormt stort og udgøre over halvdelen af det samlede realkreditudlån. Det er tvivlsomt om de enkelte risici er systemiske eller ej, men det kan konkluderes at den samlede risiko i sektoren er høj og at de fleste risici hænger sammen.

Størstedelen af de risici der findes i realkreditudlånet til ejerboliger og fritidshuse skyldes politisk indførte lempelser af realkreditsystemet. Det gælder primært indførslen af muligheden for 10 års afdragsfrihed i kombination med de rentetilpassede lån som gør systemet meget rente følsomt, og de bærer dermed også en væsentlig del af skylden for boligprisudviklingen. Disse renterisici kan i yderste konsekvens betyde en væsentlig kreditrisiko for realkreditinstitutterne og kan dermed udgøre en systemisk risiko.

Det lader dog til at der er sket lidt af et paradigmeskift i de senere år, der gør at boligfinansieringen gerne skulle være bedre sikret fremadrettet. Det ser ud til at specielt stigningen i bidragssatser har haft effekt på valget af låntyper, spørgsmålet er bare om valget af lidt længere rentetilpassede lån reelt er en bedre sikring imod rentestigninger.

Med det historisk lave renteniveau der er lige nu, fordelingen af låntyper og boligprisudviklingen må det konkluderes at der stadig er væsentlige risici i udlånet til ejerboliger. I tilfælde af store rentestigninger og/eller boligprisfald kan disse risici få systemisk betydning.

10.2 Andelsboliger

10.2.1 Andelsboligmarkedet

Ifølge Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2014a) består andelsboligmarkedet af ca. 9.000 andelsboligforeninger med i alt ca. 200.000 boliger. Andelsboligmarkedet udgøre således en ganske beskeden andel af det samlede boligudbud, omkring 8 pct.

Andelsboliger fungerer særskilt fra ”almindelige” ejerboliger ved, at en andelsboligforening ejer en lang række lejligheder, ofte hele byggeri, hvor en andelshaver køber et andelsbevis og dermed ejer en del af andelsforeningens egenkapital. Herved erhverves en brugsret til foreningens lejlighed mod en månedlig betaling kaldet ”boligaftigten”, Jf. Andelsboligforeningernes Fællesrepræsentation (2015a).

Den enkelte boligs værdi i en andelsboligforening benævnes andelskronen. Andelskronen beregnes på følgende Grundlag:

$$\text{Andelskrone} = \frac{\text{Ejendommens værdi} + \text{øvrige aktiver} - \text{foreningens gæld}}{\text{Oprindelige indskud fra alle andelshavere}}$$

For at beregne ejendommens værdi bruges andelsboliglovens §5. Værdien udregnes efter 3 principper, hvor det altså er muligt at bestemme ejendommens maksimalværdi, som er den højeste salgspris, en andelsbolig kan opnå, jf. Andelsboligforeningernes Fællesrepræsentation (2015b):

- 1) Anskaffelsesprisen udgør den pris, som foreningen betalte ved stiftelsen. Hertil lægges værdien af eventuelle forbedringer på ejendommen.
- 2) Den kontante handelsværdi/valuarvurdering: Ejendommens værdi fastsættes, som var den en udlejningsejendom.
- 3) Den offentlige ejendomsvurdering. Ejendommens værdi fastsættes efter de principper, som står i SKAT's vurderingsvejledning.

Anskaffelsesprisen bruges primært på nyopførte ejendomme, hvor værdien af ejendommen ikke er steget eller faldet endnu. Hvis valuarvurderingen bruges, er det kun særligt uddannede valuarer, der må stå for værdifastsættelsen. Vurderingen gælder i 18 måneder fra fastsættelsesdatoen.

Andelsboligens værdi, andelskronen, kan maksimalt komme til at udgøre det største beløb, det er muligt at få ud fra de 3 ovennævnte beregningsprincipper. Normalt sælges andelsboligerne for maksimalprisen, men der er også set tilfælde, hvor andelen sælges langt billigere end andelskronen tilsiger. Dette ses specielt i foreninger, der har indgået swaps eller er ramt af dårlig økonomi på anden vis.

Nedenstående tabel 10.4 viser udviklingen i antallet af andelsboliger og den offentlige ejendomsvurdering heraf, fra 2004 til ultimo 2014. Som det ses, er antallet af ejendomme mere eller mindre stagneret i de senere år. Samtidig er det værd at bemærke, at den offentlige ejendomsvurdering steg markant op til finanskrisen, men at den gennemsnitlige ejendomsvurdering har været stort set identisk siden.

Tabel 10.4 – Udviklingen i antallet af andelsboliger og deres offentlige ejendomsvurdering.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ejendomme (Antal)	171.003	176.442	183.747	187.508	190.738	190.706	196.762	197.951	198.452	198.566	198.566
Total (mio. kr.)	111.058	120.799	230.153	241.318	235.336	236.493	246.971	243.436	241.251	242.507	242.507
Gennemsnit (Kr.)	649.449	684.639	1.252.556	1.286.976	1.233.816	1.240.090	1.255.177	1.229.779	1.215.666	1.221.290	1.221.290

* Tal for 2014 er foreløbige tal.

Kilde: Data fra Danmarks Statistik - EJDFOE1.

Den offentlige ejendomsvurdering af andelsboliger har været til stor debat, da SKAT har indrømmet, at de bevidst overvurderede flere andelsboligforeninger i 2010. Der er altså sket en ensidig favorisering af ejerne af andelsboliger, og der er påført store tab til de personer, der har købt andelsbolig til en for høj pris grundet en for høj vurdering. Det skete som en følge af, at prisen på udlejningsejendomme steg gevaldigt op til finanskrisen i 2008. Ved den efterfølgende vurdering fra 2010 valgte SKAT bevidst at overvurdere værdien af flere andelsboliger for at undgå klagesager. Klagesagerne kommer fra andelsbolighavere- og foreninger, som mener, at den offentlige ejendomsvurdering er for lav, fordi det direkte påvirker den mulige maksimal pris, de kan opnå for deres andelsbolig. Da andelsboligerne per definition er skattefrie, er (for) høj vurdering alene til fordel for andelshaverne. Deres ønske er altså en så høj vurdering som muligt, hvor det er lige omvendt for ejere af ejerboliger.

Andelsforeninger skal dog betale grundskyld, og med de for høje vurderinger er det derfor muligt, at nogle andelsboligforeninger har betalt for meget i skat.

Lunde (2013b) kritiserer denne hensyntagen og egentlige skattesnyd kraftigt og mener, at det er helt uholdbart og meget uhensigtsmæssigt, at SKAT har taget hensyn til andelshaverne på denne måde. En del andelsboliger bliver dog solgt under maksimalprisen, så det er tvivlsomt, om SKATs overvurdering har haft effekt overalt. Det er dog stadig problematisk, hvis den korrekte vurdering havde betydet en lavere maksimalpris end den opnåede salgspris.

Formålet for SKAT har været at lade den offentlige ejendomsvurdering følge de kraftigt fluktuerende boligpriser, men det er tilsyneladende ikke lykkedes. Den høje vurdering har dermed forbedret ikke bare andelsforeningernes solvens, men kan også have forbedret deres regnskaber i og med, at det har været muligt at indregne ikke solgte udlejnings lejligheder i andelsforeningernes regnskab til den for høje vurderingspris. Problemet er dog nu, at ejendomsvurderinger for 2012 videreføres i 2014 og 2015. Konsekvensen af den høje vurdering føres altså videre og kan betyde, at købere fortsat betaler for høje andelspriser. Der kan derfor opstå et incitament for at sælge andelsboliger, mens den for høje vurdering stadig er gældende. Samtidig kan der være påført et ekstra tab til personer, som har købt en andelsbolig til de høje vurderinger nemlig forskellen mellem den faktuelle købspris, og hvad den skulle have været med en korrekt vurdering. Dermed er der en direkte forklaring på, at den offentlige ejendomsvurdering af andelsboliger ikke er faldet mere oven på finanskrisen.

I dag værdiansættes alle andelsboliger ens. Den offentlige ejendomsværdi opgøres på samme måde som ved den kontante handelsværdi, altså som værdien af ejendommen som en udlejningsejendom.

Den offentlige ejendomsvurdering udkommer kun i lige år, og foreningerne får først fremsendt vurderingen i marts eller april året efter, så der kommer et efterslæb i forhold til ejendomsvurderingen, når den offentlige ejendomsvurderingen bruges.

Værdien af ejendommen vurderes på baggrund af statistik om værdien af udlejningsejendomme i samme geografiske område. Estimatet kan baseres på kommunens registrering af salg af udlejningsejendomme i samme område eller værdien, som ejendommen ville have som udlejningsejendom.

Andelsboligloven blev strammet i december 2014 for at dæmme op for den dårlige økonomi i specielt de nyetablerede andelsboligforeninger. De nye regler blev indført fra 1. januar 2015 og indeholder en række punkter, der stiller større krav til stiftelsen af en ny andelsforening. For det første indføres en regel om minimum 60 pct. deltagelse i ejendommen for stiftelsen af en andelsforening, hvor kravet tidligere var 1/3. Det skal sikre, at en færre del af lejelejlighederne i en ejendom bliver tilbage for at sikre en bedre økonomi i foreningen. Herudover skønnes det, at det større antal deltagere sikrer et bedre engagement i driften af andelsforeningen. Derudover skal der fremlægges et budget for foreningen baseret på de forskellige finansieringsformer, der er blevet foreslået samt for et 30 årigt fastforrentet, konverterbart realkreditlån med afdrag. Budgettet skal ligeledes indeholde en post, der estimerer de årlige udgifter til vedligehold i foreningen. Og der indføres regler om, at der ikke må budgetteres med et fremtidigt salg af ledige lejelejligheder. Samtidig er hjemlen til indberetning af finansielle nøgletal blev skærpet, så alle lån optaget i foreningen skal inkluderes i budgettet. Dette gælder også lån, der ikke er optaget i penge- og realkreditinstitutter. Alle foreninger skal derudover indskrives i CVR-registret, så der også for fremtiden sker en entydig registrering af andelsboligforeningerne.

Disse krav er indført for at anskueliggøre de risici, der er ved de forskellige finansieringsformer samt at øge gennemsækeligheden af budgettet, når der er indregnet konto for vedligehold, og der ikke længere kan indregnes en eventuel indtjening ved fremtidigt salg af lejelejligheder. Samlet set burde det oplyse de tidligere lejere bedre om forholdene i den nye andelsboligforening samt skabe grobund for mere velfunderede andelsboligforeninger i fremtiden, jf. Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2014b).

Det er muligt for realkreditforeningen at belåne en ejendom til 80 pct. af ejendomsværdien, altså det samme niveau som for ejerboliger. Udover det har de mulighed for at funde sig gennem indskud fra

de enkelte andelshavere. Andelshaverne har mulighed for at belåne sit andelsbevis og dermed skaffe kapital til et indskud. Andelshaverne kan dog ikke optage realkreditlån til en andelsbolig. Kreditinstitutterne og herunder realkreditinstitutterne tilbyder de samme lån til både ejer – og andelsboliger. Andelsboligforeningerne tilbydes dog yderligere lån, der i karakteristika minder mere om lån rettet mod erhvervskunder. Det kan inkludere swap lån, og der tilbydes flere variabelt forrentede lån, der er låst fast til eksempelvis CIBOR for en kortere eller længere periode, helt ned til 3 måneder. Det er for eksempel denne type af variabelt forrentede lån, nogle andelsboligforeninger har dækket ind via en renteswap. Det er normalt ikke den enkelte andelshaver, der hæfter for foreningens gæld. Dette afhænger dog af vedtægterne i den enkelte forening. Det betyder som oftest, at andelshaverne kun hæfter for deres eget indskud. Dog kan kreditinstitutterne sikre deres lån ved at tage forbehold om, at andelshaverne skal hæfte personligt pro rata (modsat fuld hæftelse) efter deres andel i formuen. Andel af formuen angives som andelen af egenkapitalen, og som regel følger andelens værdi af egenkapitalen og andelens del af foreningens kvadratmeter hinanden, JF Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2015).

Andelsboligforeningerne er skattefrie, dvs. de betaler ikke ejendomsværdiskat. Det skyldes, at andelshaveren kun har brugsret til den enkelte lejlighed og dermed ikke kan beskattes som ved en normal ejerbolig. Det betyder dog også, at hverken andelshaveren eller foreningen kan bruge rentefradragsretten. Andelsboligforeninger betaler dog grundskyld af grunden, boligerne er opført på i ubebygget stand. Den offentlige ejendomsvurdering bestemmer, hvad ejendommen er værd, og grundskylden beregnes på baggrund af dette. Den manglende skattebetaling betyder ifølge Lunde (2006), at overskuddet af udlejningen i andelsboligforeningen ikke er indkomstskattepligtig, dog anskues det, at en andelsboligforening næppe opkræver en større boligafgift, end det er nok til at dække de løbende udgifter. Dog kan der argumenteres for, at andelsboligerne burde beskattes efter det samme princip som ejerboliger, altså så det følger skatteværdien af leje af egen bolig, sådan som det var tilfældet frem til år 2001 for ejerboliger.

Andelsforeninger er dog stadig indkomstskattefritaget, og man skal huske, at de derved ikke kan bruge deres rentefradragsret. Men som det påpeges i Lunde (2006): hvilken almindelig skatteyder ville ikke bytte deres rentefradragsret mod, at indkomsten er skattefri?

Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2014b) estimerer, at andelsboligforeningerne har en samlet gæld, der udgør godt 111 mia. kr. Udlånet til andelsboliger er altså væsentligt lavere end

tilfældet er til ejerboliger og fritidshuse. Desuden er ikke al gæld til andelsboliger fundet ved realkreditlån, men indeholder også banklån og finansielle instrumenter. Specielt de finansielle instrumenter har været meget i fokus i medierne, primært med fokus på renteswaps og lignende risikofyldte derivater.

10.2.2 Swaps i andelsboligforeninger

En SWAP mellem to parter betyder, at de bytter rentebetalinger. Som oftest byttes en variabel rente med en lang fast rente for en længere periode, typisk 10 år. Det betyder altså, at andelsboligforeningerne har indgået en aftale med som regel et pengeinstitut om, at pengeinstituttet betaler foreningens variable lån, mens foreningen betaler en fast rente i mange år, som regel 10 år, men det kan også være både for en længere og kortere periode end det. En swap er altså en finansiell kontrakt, der i princippet omformer et variabelt forrentet lån til et inkonverterbart fastforrentet lån i en kortere eller længere periode.

En rente swap er konstrueret, så værdien er lig 0 ved indgåelsen, samt når den når udløb. Dog skal man huske at tage forbehold for eventuelle stiftelsesomkostninger samt spreads. Oftest estimeres renten på en swap, så dens nutidsværdi af de fremtidige faste rentebetalinger svarer til den forventede, variable betalingsprofil på indgåelsestidspunktet, jf. Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2012). Risikoen, der opstår med swappen, er primært i perioden mellem stiftelse og udløb, hvor værdien er meget eksponeret overfor udsving i renten.

En swap betegnes skattemæssigt som en finansiell kontrakt, og dermed er den beskattet på samme måde som eksempelvis aktier, altså ved brug af lagerbeskatning. Det betyder, at værdien af swap kontrakten opgøres ved årets start og slutning. Dermed bestemmes kontraktens værditilvækst, og den beskattes herefter. Det har ikke den store betydning for andelsboligforeninger, da de jo som sagt er skattefrie, men denne form for beskatning kan betyde en masse for specielt landmænd, der har indgået swaps. Lagerbeskatningen af en swap indebærer nemlig også et skattefradrag i tilfælde af negativ nutidsværdi. Dermed kan der opnås en skattefordel, når værdien af en swap er negativ. Det kan dog skabe likviditetsproblemer på sigt, når værdien af swappen nærmer sig 0 eller i tilfælde af en rentestigning, hvor swappens værdi endog kan blive positiv. Dermed kan skattebetalingerne stige markant. Det kan skabe problemer for de virksomheder eller landbrug, der har indgået swaps, hvis deres likviditet i forvejen er presset.

Mange andelsboligforeninger spekulerede i denne form for finansielle kontrakter i starten af 00'erne, også af ikke professionelle investorer, selvom swaps er anset som komplicerede og risiko behæftede finansielle derivater. Swaps bliver brugt til hedging og spekulation, og det var især ikke professionelle investorers spekulationer i renten, der har skabt problemer for visse landbrug og andelsboligforeninger. Ifølge Jørgensen (2013) skyldes denne udvikling på swap markedet 5 faser for andelsforeningerne.

- 1) Fase: Konservativ fase: Indgåelse af et 30 årigt fastforrentet, konverterbart lån der i starten af 00'erne havde en rente på 7-8%
- 2) Fristelserne står i kø: Låntager ser, at der opstår et generelt rentefald, og at spændet mellem den korte og lange rente bliver større. Det første tilskynder til en konvertering af lånet, det andet medfører, at rentetilpassede lån frister mere, da de kun har en rente på 2-3% (det sker omkring 2003-2005).
- 3) Bekymringer melder sig: Renterne stiger en smule (omkring 2005-2006). Det betyder, at låntager har 2 muligheder: Konvertere tilbage til et fastforrentet lån til en 5-6% eller indgå en payer swap for at fastlåse renten i en længere periode. Dermed skal foreningen kun betale swappens faste ben til pengeinstituttet mod at modtage den variable rente fra dem. Netto renten bliver lavere ved indgåelse af swappen og er "kun" 4-5%.
- 4) Ærgrelse: Renterne begynder at falde. Det sker i midten af 2008 og har været vedholdende helt til primo 2015, og renterne er stadig lave. Det betyder ikke det store for låntager endnu andet end, at han ærgrer sig over ikke at være blevet i det rentetilpassede (variable) lån.
- 5) Katastrofen indtræffer: Renterne falder yderligere omkring 2009-2010, hvilket indebærer, at værdien af swap aftalen er blevet negativ. Det kan betyde, at banken kræver yderligere sikkerhedsstillelse fra foreningen, og at egenkapitalen i foreningen bliver kraftigt nedjusteret. Det fører til, at andelskronen falder drastisk (i de værste tilfælde blev den negativ), og andelshaverne bliver stavnsbundet.

Det kan undre, at andelsforeninger indgik renteswaps. Man skal dog huske, at det kunne give god mening for en andelsboligforening på daværende tidspunkt, for på den måde kan man kende sin rente på længere sigt og dermed sikre, at andelshavernes betalinger holdes stabile. Samtidig er det som regel "billigere" at indgå en renteswap end at konvertere til et fast forrentet lån. På den måde giver det altså god mening, at der blev spekuleret i denne form for produkter. Problemet med en swap opstår dog i perioden mellem indgåelse og aftalens ophør, hvor markedsværdien kan svinge

ganske meget. Det skyldes, at en swap er meget kursfølsom overfor renteændringer. Således estimerer Ministeriet for By, Landbrug og Landdistrikter (2012), at en 30 årig renteswap's kursværdi ændrer sig med 20 pct. ved en renteændring på 1 pct., hvor et fastforrentet konverterbart lån på 5 pct. kun får en kursændring på 2,5 pct., hvis renten falder 1 pct. point.

Det har været tilfældet for de andelsboligforeninger, der i 2006 indgik swap aftaler i 10 år eller mere til 5 pct., hvor renten har været væsentligt lavere siden. Det har betydet, at der har været stor forskel på renteniveauet og den rente, foreningen har siddet med. Hvilket igen har resulteret i en kraftigt forringet egenkapital og dermed også en lavere andelskrone for andelshaverne. Man skal dog huske, at foreningerne på papiret kun er påvirket af swap'en, så længe den løber. Problemet opstår for den enkelte andelshaver, når de skal sælge deres andelsbeviser, og de reelt er faldet rigtig meget i værdi. Andelskronen er således høj, når renten er høj og lav, når renten er lav, simpelthen fordi værdien af foreningens egenkapital svinger med renten.

Dog kan en meget negativ værdi af en swap betyde, at pengeinstituttet, som aftalen er indgået med, kan kræve ekstra sikkerhedsstillelse for at "nedbringe deres risiko på engagementet", jf. Jørgensen (2013).

Det er med den umiddelbare likviditets risiko, at risikoen for realkreditinstitutterne kan opstå, for det er som regel hos dem, at andelsboligforeningen har optaget det oprindelige variabelt forrentede lån, der gav anledning til at indgå en swap aftale med anden part for at afdække risikoen. Hvis andelsboligforeningen kommer i likviditets problemer, kan det i værste tilfælde betyde, at de går konkurs, og at realkreditinstituttet dermed får en kreditrisiko.

Udover de traditionelle renteswaps er der set tilfælde på kreativt konstruerede swaps, hvor den enkelte andelsforening har kunnet opnå meget lave betalinger i starten af en swaps løbetid mod en kraftigt forhøjet rentebetaling i slutningen af perioden. På den måde har nystiftede andelsboligforeninger kunne opnå en slags "teaser rate", hvor renten til at starte med er meget lavere end det egentlige renteniveau. Denne form for konstruktion af swaps kaldes en rentetrappe, og giver altså udtryk for, at boligydelsen for andelshaveren stiger i hele swappens løbetid. Det betyder gunstige forhold for de familier, der opnår en lav rente og dermed en lav boligydelse i starten af deres ejerperiode. Hvis de når at sælge, inden ydelsen bliver alt for høj, kan de næste ejere blive ramt af, at gældsbyrden er blevet skubbet, så de hænger på meget store ydelser til sidst i perioden. Det kan skabe likviditetsrisiko for de nye ejere og kan i sidste instans medføre en kreditrisiko for banken, der har indgået rentetrappen, da deres betalinger tidsmæssigt er blevet

skubbet. Samtidig kan rentetrappen have store konsekvenser for egenkapitalsværdien i foreningen, da gældsbyrden bliver skubbet og rammer andelshaverne meget hårdt på ydelserne.

Swap aftaler får stor betydning for økonomien i den pågældende andelsboligforening, da markedsværdien af swappen ændrer sig med renten. Dermed skulle man formode, at den enkelte forening skal oplyse om indgåede swap's, når de skal aflægge årsrapport, men det er ikke altid tilfældet. Når en andelshaver skal sælge sit andelsbevis, skal køber oplyses om foreningens økonomi. Det betyder, at køber får udleveret foreningens årsregnskab. Ifølge årsregnskabsloven (ÅRL), kan foreningen vælge enten en fastsættelse efter dagsværdien eller kostprisen. Årsregnskabet skal give et retvisende billede af foreningens økonomi. Derfor kan der ikke uden et godt argument skiftes mellem de forskellige opgørelsesmetoder fra år til år.

Som tidligere nævnt kan egenkapitalen bestemmes ud fra 3 forskellige værdiansættelser af andelsboligforeningens aktiver. 1) Anskaffelsesprisen. 2) Den kontante handelsværdi (valuarvurdering). 3) Den offentlige ejendomsvurdering. I Andelsboligloven (ABL) står der dog ikke noget om, at egenkapitalopgørelsen skal ske på samme grundlag fra år til år. Hvis valuarvurderingen eller den offentlige ejendomsvurdering bruges til vurdering af egenkapitalen, skal en eventuel swap aftale indgå i opgørelsen over gælden, da den vurderes som værende en integreret del af foreningens prioritetsgæld. Det gælder dog ikke, hvis foreningen bruger anskaffelsesprisen på ejendommen til beregningen af egenkapitalen. Dermed har den enkelte andelsboligforening mulighed for at skjule de risikofyldte derivater såsom swaps og rentetrapper, når der sælges andelsbeviser til nye andelshavere. Dermed kan nye ejere blive stavnsbundet i andelsboligforeninger med meget lav egenkapital i derivatets løbetid, og det kan være et incitament til at bruge anskaffelsesprisen som beregningsgrundlag, da man derved kan skjule foreningens egentlige økonomiske situation. Samtidig er denne fremgangsmåde muligvis mest relevant for forholdsvis nystiftede andelsboligforeninger, da deres anskaffelsesværdi er højere end ældre andelsboliger, der har haft værdistigninger over mange år. Dermed kan nystiftede andelsboliger opnå højere priser, og det kan tilskynde til mere risikabel spekulation i rentederivater for at sikre en lav ydelse i foreningens opstartsfase.

10.2.3 Andelsforeningernes økonomi

I følge Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2014a) vurderes det, at den samlede gæld i de danske andelsforeninger er ca. 111 mia. kr. Denne sum inkluderer både bank-, og realkreditgæld

samt finansielle instrumenter. Den offentlige ejendomsvurdering af samtlige andelsboligforeninger beløber sig til 246 mia. kr. Det svarer til, at en andelsbolig i gennemsnit har en værdi på godt 1,2 mio. kr, hvis der estimeres efter Nationalbanken (2014b), hvor antallet af andelsboliger fastsættes til 209.000. Gældsandelen udgør ca. 500.000 kr. i gennemsnit, og belåningsgraden er derfor kun omkring 45 pct. af den offentlige ejendomsvurdering. Dermed ser det ud til, at andelsboligforeningerne har en relativ lav belåningsgrad, hvis der sammenlignes med traditionelle ejerboliger. Realkreditinstitutterne, der som oftest har finansieret opførelsen eller opkøbet af ejendommen, burde derfor være godt sikret på deres udlån.

Det estimeres dog i Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2014b), at gældsandelen varierer meget fra en landsdel til en anden. Således beskrives det, at den gennemsnitlige gældsandel i København by (også inkluderet Frederiksberg) er ca. 34 pct., hvor den er helt oppe på 76 pct. på Fyn, hvor den er højest.

Det gælder som oftest, at gældsandelen er faldende med alderen på foreningen. Dermed er det ofte de ældste foreninger, der har den laveste gæld, hvorimod de nyeste andelsboligforeninger, der er stiftet efter 2005, har en gældsandel på 103 pct. af den offentlige ejendomsvurdering. Det er derfor værd at bemærke, at antallet af andelsboliger er stagneret på lige godt 200.000 boliger jf.

ovenstående tabel 10.4. Det betyder alt andet lige, at relativt færre andelsforeninger har været nødsaget til at optage de enormt store lån, der ofte er nødvendige ved stiftelsen af nye foreninger.

Det nævnes af ministeriet, at det ikke er muligt at bestemme, hvor mange andelshavere som reelt er teknisk insolvente, da det kræver, at man kender realkreditforeningernes vurdering af ejendommens værdi. Omkring 1.000 foreninger har en gæld der overstiger den offentlige ejendomsvurdering.

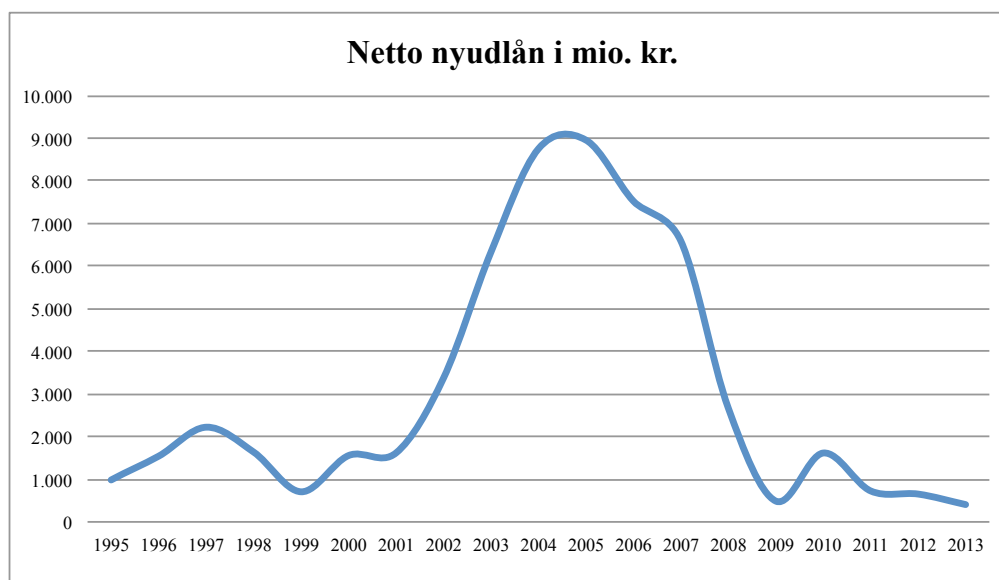
Dette tal svarer til ca. 21.000 boliger eller omkring 10 pct. af andelssektoren. Langt de fleste af disse er stiftet efter år 2000. Hvor stor en andel af disse, der reelt ikke er dækket af boligernes værdi er svært at bestemme. Men det kan konkluderes, at der i sektoren, i hvert fald tidligere, har været en tendens til stiftelser af andelsforeninger, der har været risikobehæftede, specielt hvis de er stiftet, da boligmarkedet var på sit højeste rent prismæssigt, dvs. efter 2005. Kombineres den høje pris med indgåelse af swap aftaler, kan det betyde, at der stadig kan være væsentlige problemer i andelsboligsektoren.

Andelsboligforeningernes Fællesrepræsentation (2013) estimerer dog, at andelsboligforeningerne set over en bred kam har valgt forholdsvis sikre lån. Dette gælder i hvert fald for de andelsforeninger, der er medlem af fællesrepræsentationen. Her udgøre de afdragsfrie lån med rentetilpasning godt 28 pct. af det samlede udlån, mens fastforrentede med afdrag udgør næsten det

samme med 26 pct. Dermed skulle den største risiko for andelsboligforeningerne ligge i optagelse af swap lån samt i dyrt indkøbte ejendomme, som har oplevet prisfald. Der kan dog stadig være væsentlige risici i forbindelse med købet af en andelsbolig for den enkelte andelshaver, da der er flere faldgruber, som kan holdes skjult for en andelskøber.

Det kan dog være relevant at kigge på netto nyudlånet til sektoren. Antallet af andelsboliger er, som ovenfor nævnt, mere eller mindre stagneret. Det vil altså sige, at der ikke bliver dannet særligt mange nye andelsboligforeninger, og derfor bliver der heller ikke optaget så mange nye lån.

Figur 10.14 – Årligt netto nyudlån til andelsforeninger i millioner kroner.



Kilde: Data fra Realkreditforenings årsstatistik (2013).

Ovenstående figur viser udviklingen i nettoudlånet til andelsboligsektoren. Som det ses, var der en eksplosiv vækst i udlånet frem til finanskrisen, og efterfølgende er udlånet faldet drastisk og udgjorde i 2013 406 mio. kr., hvilket er det laveste niveau i næsten 20 år.

Med indførelsen af de skærpede krav til nystiftede andelsforeninger og det lave niveau for nystiftelser og udlån, må det derfor konkluderes, at den primære risiko i andelssektoren udgøres af andelsforeninger stiftet omkring 2003-2007, hvor andelskronen var steget kraftigt, og hvor der kunne drages fordel af optagelse af en renteswap.

Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter (2012) har ydermere adspurgt flere realkreditinstitutter om den økonomiske situation i andelsboligsektoren, og det vurderes af institutterne selv, at

andelsforeningerne ikke er hårdere ramt end ejerboligmarkedet efter finanskrisen, snarere tværtimod. Det vurderes dog samtidig, at op imod $\frac{1}{4}$ af de realkreditlån, der er ydet til andelsboligselskaber, er med renteswaps. En del af dem er på helt op til 30 år, og nogle er endvidere trappelån. Som allerede nævnt er størstedelen af disse lån optaget i tidligere udlejningsejendomme og er optaget i årene 2004-2008. Det anskues dog, at antallet af problemramte foreninger ikke er stort, men det er trods alt 62,5 pct. af de foreninger, der har problemer med deres solvens, der har swaps. Det oplyses dog, at der næsten ikke indgås nye swapaftaler længere, og hvis der gør, er det som erstatning for en udløbet swap og maksimalt for en løbetid på 10 år.

Hvis der ses på de 100 største andelsforeninger i hovedstaden, vurderes 62 til at være stabile og 23 til at være konsoliderende. Disse er primært stiftet i 1990'erne og har haft glæde af de store prisstigninger, men benytter i høj grad afdragsfrihed samt rentetilpasning, $\frac{1}{5}$ af disse har swaps. 7 andelsboligforeninger bliver i rapporten karakteriseret som spekulative og forsøger at holde boligudgiften lav for foreningens medlemmer. Der er dog stor risiko for store udsving i boligafgiften og i andelsværdien i disse foreninger.

De sidste 8 bliver karakteriseret som værende direkte truede. De er primært stiftet mellem år 2000 og 2010 på et meget spinkelt økonomisk grundlag og det vurderes, at den enkelte forening er dybt afhængig af at kunne frasælge udlejede lejligheder i de pågældende ejendomme. Der bliver i meget lille grad afdraget på foreningens gæld, og samtidig bruges der få midler til vedligehold, og det vurderes, at $\frac{2}{3}$ har indgået renteswaps.

Dette udsnit er ikke nødvendigvis repræsentativt for hele andelsboligmarkedet, men det giver alligevel et billede af et marked med store risici, både i form af rente og kreditrisiko. Dels på grund af swapaftaler, men også på grund af deciderede spekulative stiftelser af andelsforeninger. Med den nye andelsboliglov ser det ud til, at der er blevet dæmmet op for de mest spekulative stiftelser i fremtiden, og den skulle gerne sørge for, at nye andelsforeninger er bedre funderet økonomisk. Swaps udgør tilsyneladende en stor del af andelsforeningernes økonomi, når det anskues, at omkring 25 pct. af alle andelsforeningerne har dem. Der er dog nogle positive tendenser at spore: for det første er antallet af nye swaps begrænsede, og for det andet er de fleste swaps, der er indgået, tilsyneladende 10 årige swaps, hvilket vil sige, at en del af de swaps, der blev indgået, da boligmarkedet var på sit højeste i 2005-2008, løber ud i de kommende år og dermed ikke længere har en negativ kursværdi. For de 30 årige renteswaps og rentetrappe lån ser risikoen dog noget anderledes ud, og kan medføre store risici for de andelsforeninger der har dem. Man skal dog huske, at det kunne se ud, som om renterne har ramt bunden og er begyndt at stige igen, om end langsomt.

Det betyder alt andet lige, at den negative kursværdi på de lange renteswaps og rentetrapper falder noget, hvis renterne begynder/fortsætter med at stige. Som det er tilfældet med eksempelvis Duegården betyder dårlig økonomi i en andelsforening ikke nødvendigvis noget for realkreditinstitutterne, da andelsforeningernes dårlige økonomi og renteswaps i første omgang kapitaliseres i andelsboligernes værdi og deres boligydelse. Dermed bliver det først et problem for realkreditinstitutterne, hvis andelsforeningerne går decideret konkurs, og deres udlån ikke er dækket af ejendommens værdi. Dermed ser det altså ud til, at der er væsentlige risici i andelsboligsektoren, men at den primært rammer købere og ejere af andelsboliger. Dermed burde de risici, der er omtalt, ikke udgøre en væsentlig systemisk risiko.

10.3 Udlejningsejendomme og støttet byggeri til beboelse

Udlejningsejendomme udgør en stor del af boligmassen i Danmark. Udlånet til sektoren står da også for 11 pct. af det samlede realkreditudlån jf. Realkreditforeningens opgørelse af obligationsrestgæld fra 2. kvartal 2015. Ifølge Danmarks Statistik (2015) består lejeboligmarkedet af lige over 1,3 mio. boliger eller omkring 50 pct. af den samlede boligmasse.

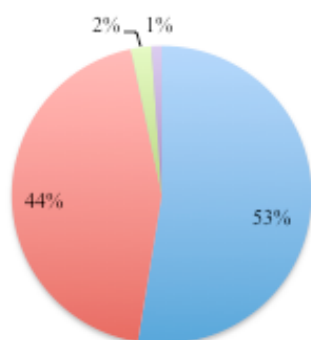
Lejeboligmarkedet udfører en vigtig rolle på det danske boligmarked. Det skyldes primært, at mobiliteten er høj i dette boligsegment, når der sammenlignes med både andels- og ejerboligmarkedet. Det skyldes, at flytteomkostninger er væsentligt lavere i dette segment, og derfor er det også de unges foretrukne boligform og kan udfylde et vigtigt midlertidigt boligbehov ved eksempelvis pardannelse eller –splittelse, jf. Boligøkonomisk Videncenter (2012).

Hvis der ses på realkreditudlånet til private udlejningsejendomme, indeholder det ligeledes udlånet til andelsboligforeninger. Gælden til andelsboliger udgør omkring 1/3 af udlånet til denne sektor, og derfor kan de udestående lån til udlejningsejendomme også fortælle noget om fordelingen af låntyper til andelsboligforeninger.

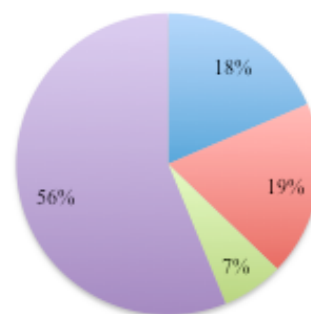
Nedenstående figur 10.15 giver et billede af, hvordan andelen af lån uden afdrag samt rentetilpasningslån har udviklet sig i de senere år.

Figur 10.15 – Fordelingen af låntyper til henholdsvis støttet byggeri til beboelse og privat udlejning.

Udlån til støttet byggeri til beboelse



Udlån til privat udlejning



Kilde: Statistik fra Realkreditforeningen – Obligationsrestgæld, 2. kvartal 2015. Lån med renteloft er inkluderede som rentetilpassede lån.

Som det ses, udgøres over halvdelen af udlånet til støttet byggeri af fastforrentede lån med afdrag, og der afdrages på 97 pct. af gælden. Dermed må det kunne konkluderes, at risikoen for realkreditsektoren er meget begrænset indenfor denne sektor. Helt anderledes ser det ud hvis man ser på udlånet til de private udlejningsejendomme. Her er over halvdelen rentetilpasset uden afdrag, og der afdrages kun på ca. 1/3 af udlånet. Dermed er private udlejningsejendomme herunder andelsboligforeninger altså fundet mere risikabelt end det almindelige ejerboligmarked, og der er altså en større rentefølsomhed og følsomhed overfor prisfald.

Der var udviklet en endnu større boble for bolig udlejning i forhold til den private ejerbolig bobel op til finanskrisen. Ejendommene blev solgt og belånt langt over markedspris. Nogle blev solgt til andelsforeninger, hvorfor mange andelsforeninger der er stiftet i de år har så dårlig økonomi. Andre var ejet i selskaber som efterfølgende gik konkurs. Rangvid (2013) estimerer da også at antallet af tvangsauktioner inden for ejendomsudlejning og formidling steg over 700 pct. fra 2006 til 2010. Ifølge Sandøe og Svaneborg (2014) skyldes de store prisstigninger blandt andet at ejendomspekulanter sørgede for at der var tilpas høje bud på deres ejendom inden lejerne blev tilbudt at matche dette køb. I princippet kunne dette foregå ved at to spekulanter byttede ejendomme til langt over markedspriserne. På den måde blev værdigrundlaget for belåning skruet i vejret, og hvis det lykkedes at sælge ejendommen til lejerne kunne spekulanten score en gevaldig profit. Ifølge Rangvid (2013) medførte det en prisstigning på erhvervsejendomme til udlejning af beboelse med 200 pct. fra år 2000 til 2007.

Denne praksis bør alt andet lige være mindsket kraftigt oven på finanskrisen. Med den nye andelsboliglov stilles der større krav til stiftelsen af nye andelsforeninger, hvilket har mindsket købelysten. Samtidig med offentliggørelsen af tilsynsdiamanten bekendtgjorde finanstillsynet at der ved ændringer af eksisterende bekendtgørelser vil blive indført et krav positiv likviditet ved belåning af erhvervsejendomme, jf Finanstillsynet (2014b). Dermed skønnes det at de systemiske risici i forbindelse med udlejningsejendomme er blevet reduceret.

10.4 Dansk landbrug

10.4.1 Den nuværende situation i dansk landbrug

Den nuværende situation i dansk landbrug er relevant i forhold til denne afhandling, da en stor del af det samlede realkreditudlån er udlånt til landbruget. 84,84 pct. af obligationsrestgælden i det danske landbrug er ultimo 2. kvartal 2015 i rentetilpasningslån, hvoraf en stor del af dette ydermere er med afdragsfrihed. I bred forstand er landbrugssektoren som helhed tynget af de nuværende økonomiske vilkår. Økonomiske vilkår som indbefatter udefrakommende faktorer såsom faldende priser på henholdsvis mælk og svinekød. Dette har gjort det svært for især mælke- og svineproducenterne at holde indtjeningen fra driften oppe. Samtidigt har boykot af import af fødevarer fra EU til Rusland og opbremsningen i efterspørgselen på fødevarer fra Kina også en negativ påvirkning på den danske landbrugssektors nuværende situation. Derudover sætter en stor produktion af fødevarer på verdensplan også sit præg på priserne jf. SEGES (2015) (Det tidligere Videncenter for Landbrug).

Kort sagt så er de to primære problemer for en stor del af dansk landbrug pt.:

- Den høje gældsætning
- Svære afsætningsvilkår/lavere priser

Likviditeten er presset hos en stor del af landmændene, og de kan ikke få renter og bidrag presset længere ned, end de allerede er qua den høje andel af rentetilpasset belåning. Ydermere har en stor del af landbruget renteswaps, som har en negativ markedsværdi. Den negative markedsværdi kan landmanden få fradrag for grundet lagerbeskatningen, men en renteswaps værdi ender i 0 ved udløb, hvorfor der på et tidspunkt vil skulle betales skat af dennes værdi. Denne beskatning vil kræve likviditet, hvilket kan blive et problem for en del landmænd, som i forvejen er presset på netop denne.

Det skal bemærkes, at det ikke er hele landbrugssektoren, som er tynget i samme grad af de svære økonomiske vilkår. Minkavlerne skiller sig markant ud i forhold til henholdsvis svine- og mælkeproducenterne samt kvæg- og planteavlere.

I forhold til sektoren som helhed så viser nedenstående tabel 10.5 den aktuelle fordeling af bedrifterne efter type og antallet indenfor den pågældende bedriftstype. Af det samlede antal bedrifter ses det, at antallet har været faldende igennem årene fra 42.099 i 2010 til 37.950 i 2014. Det skal her tilføjes, at der ikke er delt imellem heltids og deltids landbrug.

Tabel 10.5 – Antal bedrifter indenfor de enkelte segmenter, ultimo året.

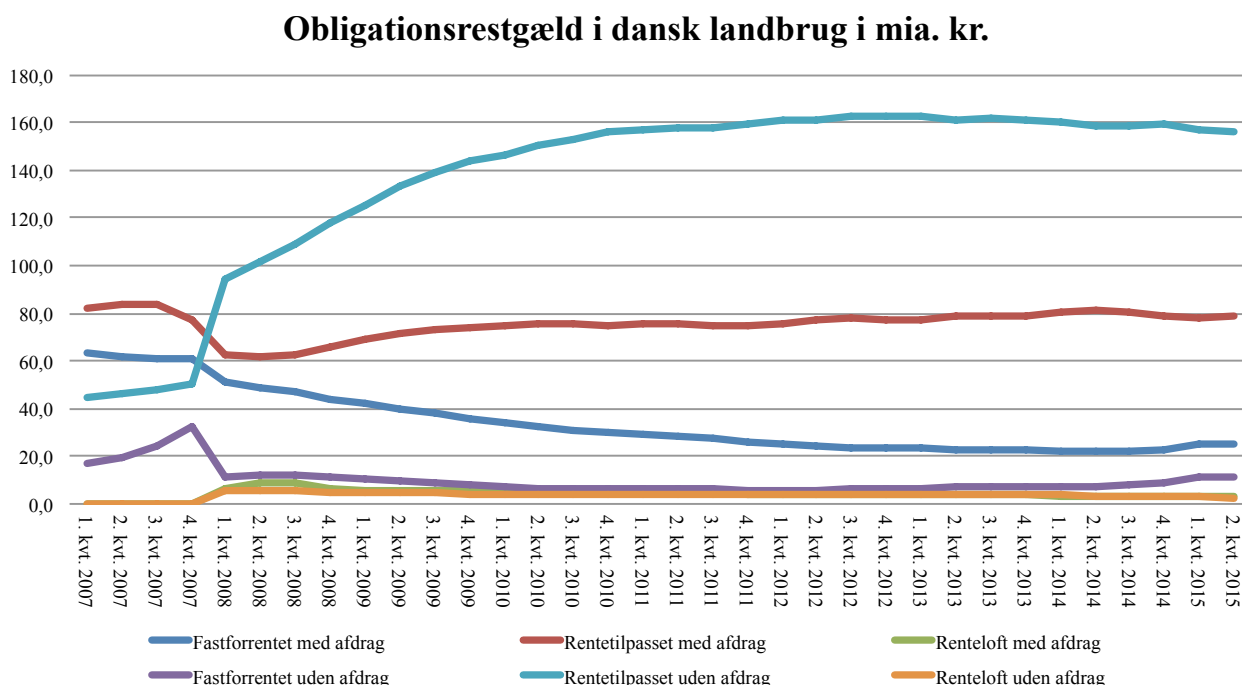
Antal bedrifter indenfor de enkelte segmenter	2010	2011	2012	2013	2014
Alle bedrifter	42.099	40.660	39.917	38.829	37.950
Bedrifter, korn og industrifrø	11.677	11.729	11.196	10.700	11.276
Bedrifter, agerbrug i øvrigt	7.201	6.855	7.128	7.203	7.027
Bedrifter, gartneri og væksthus	480	396	340	353	299
Bedrifter, gartneri og friland	287	239	227	221	287
Bedrifter, frugttræer og planteskole	348	287	294	309	222
Bedrifter, blandet gartneri	408	342	341	330	355
Bedrifter, malkekvæg	3.874	3.715	3.671	3.497	3.336
Bedrifter, kvæg opdræt/fedning	4.091	4.164	3.853	3.731	3.947
Bedrifter, grovfoderædende husdyr i øvrigt	4.161	4.014	4.377	4.040	3.274
Svinebedrifter	3.300	3.046	2.653	2.567	2.483
Bedrifter med fjerkræ	313	283	283	273	245
Bedrifter, pelsdyr	1.371	1.288	1.391	1.380	1.375
Bedrifter, blandede husdyrhold	363	254	292	220	166
Øvrige bedrifter	4.225	4.048	3.872	4.005	3.658

Kilde: Danmarks Statistik – BDF11, data hentet d. 30.08.2015.

10.4.2 Finansieringen i landbruget

Når man ser på finansieringen i landbruget, så tegner der sig et klart billede af, at lån med rentetilpasning er den mest anvendte form for finansiering, og samtidigt er en stor del af obligationsrestgælden uden afdrag.

Figur 10.16 – Udviklingen i obligationsrestgæld og låntyper i dansk landbrug frem til 2. kvartal 2015.



Kilde: Data Realkreditforeningen - obligationsrestgæld 2. kvartal 2015.

Som det ses af ovenstående figur 10.16, så andrager lån med rentetilpasning og afdragsfrihed 156,1 milliarder kr. og rentetilpasningslån med afdrag andrager 79,1 milliarder kr. i 2. kvartal 2015 ud af en samlet lånemasse til landbruget på 277,1 milliarder kr., hvilket svarer til, at rentetilpasningslåne i alt udgør 84,84 pct. af den samlede obligationsrestgæld til dansk landbrug.

Dette gør, at sektoren er udsat for renterisiko ved en eventuel rentestigning, som vil kunne presse landbruget yderligere. I og med at landbruget har optaget denne ”billige” form for gæld og en stor del er med afdragsfrihed, så har de svært ved at finde et alternativ, som kan gøre det ”billigere” og lette presset på likviditeten. Dette sammenholdt med et prisniveau som for en stor del af landbrugsproduktionen har været faldende, men dog med tendens til forbedring i starten af 2015, gør det også kun sværere for landmændene at forøge omsætningen og/eller dækningsbidraget for produktionen. Det skal bemærkes, at en del af gælden er optaget i deltidslanbrug, hvor det må formodes, at der er anden indtægt, som vil kunne bidrage til servicering af gælden.

I forhold til at have loft over hvad renten på ens lån kan stige til, så ses det af ovenstående figur 10.16, at det kun er en meget begrænset del af den udestående obligationsrestgæld, som er optaget med renteloft. Den samlede andel af obligationsrestgælden, som er optaget med renteloft andrager 5,8 milliarder kr. svarende til 2,09 pct. Det er altså kun en meget beskedne andel af den udestående gæld, som er optaget, hvor låntager har forsøgt at opnå både rentetilpasningslånenes lave rente, samtidigt med at man har ønsket at sikre sig mod markante rentestigninger via et loft over, hvad renten maksimalt kan stige til.

Hvad angår renterisikoen blev dele af gælden forsøgt dækket op til og efter finanskrisen via derivater, herunder renteswaps jf. Rangvid (2013). Det vil kunne argumenteres, at dette sætter et loft over, hvad renten kan stige til, hvis denne swap aftale udnyttes, så man låser sin rente fast via swap aftalens faste ben. Der er både fordele og ulemper ved at låse sin rente fast ved at udnytte en swap aftale. En af fordelene er, at det er en billigere måde at konvertere sine lån på, men en klar ulempe er, at man mister sin konverteringsret. Dette sker qua en swap aftale + et variabelt forrentet lån svarer til et fastforrentet inkonverterbart lån. Det er nok tvivlsomt, hvor stor en fordel der ligger i at have en swap aftale klar for en landmand, selv i et fremtidigt worse case scenarie hvor der sker en større rentestigning. En stor del af lånene i landbruget er baseret på rentetilpasning, så der vil givetvis ikke være lang tid til næste refinansiering, hvor landmanden så kan omlægge, eller også kan han gøre det med det samme og tage det lille kurstab, men opnå sikkerheden ved fastforrentet langt løbende lån.

I forhold til afdækning med swaps og andre derivater så har Danmarks Statistik opgjort det samlede realiserede tab i sektoren til:

Tabel 10.6 – Landbrugets realiserede tab ved swapaftaler, gæld i alt og realkreditinstitutgæld.

Enhed: Mio. kr. (løbende priser)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Realiseret tab ved swap mv.	3.410,0	..	3.177,0	1.875,0	1.035,0	819,4
Gæld i alt	325.776,0	343.892,0	355.109,0	343.071,0	352.194,5	345.797,2
Realkreditinstitut i alt	229.612,0	253.645,0	261.324,0	253.668,0	257.919,0	251.577,2

Kilde: Danmarks Statistik - JB3: Jordbrugets renteudgifter og gæld efter udgiftstype.

Det ses af tabel 10.6 at de realiserede tab ved swap mv. har været faldende siden 2008 (der forefindes ikke data for 2009 i Statistikbanken) og frem til 2013. Samtidigt ses det, at de realiserede tab andrager en meget lille del af den samlede gæld og realkreditinstitutgæld i alt, men det skal påpeges, at tabet på swap'en først realiseres, når låntager reelt går ud af aftalen med modparten,

hvorfor beløbet, som er realiseret, ikke siger noget entydigt om, hvor stor en andel af gælden, der egentligt har tilknyttet en swap aftale.

Tab på swap aftalerne kan bl.a. komme ved, at landmændene kan komme i likviditetsproblemer, når de på et tidspunkt skal betale den skat, som de tidligere har fået fradrag for i forbindelse med lagerbeskatningen af den negative markedsværdi. Når swap aftalen nærmer sig sit udløb vil dens markedsværdi gå mod 0, og landmanden vil så skulle betale skat.

Som udgangspunkt er det pengeinstitutterne, som vil få tab på en swapaftale i første omgang da det er med pengeinstitutterne og ikke realkreditinstitutterne, at landmændene indgår swap aftalerne. Men hvis låntager (landmændene) ender med konkurs, fordi de ikke kan betale swappens pålydende rente til pengeinstituttet, vil realkreditinstituttet kunne blive ramt efterfølgende, fordi de så heller ikke vil få deres betaling på deres respektive udlån. Alt andet lige må det dog antages, at de finansielle institutioner, både bank og realkredit, vil forsøge at holde hånden under landbruget. Det vil de grundet, at de ved en konkurs og en efterfølgende tvangsauktion ikke vil få dækket hele deres udestående gæld, og de vil derfor realisere tab.

Vurderet ud fra fordelingen imellem låntyperne, så kan det siges, at landmændene enten er meget risikovillige i forhold til, at de i meget høj grad optager lån med rentetilpasning for at få den lavest mulige rente og likviditetspåvirkning fra gælden. Eller også har de simpelthen været nødt til at tage denne risiko i form af usikre lån for at nedbringe ydelserne på deres gæld.

Ud fra en systemisk risiko synsvinkel så ville det være ønskeligt, at flere konverterede til lån med fast rente og afdrag for på den måde at mindske den samlede renterisiko i sektoren. Dette vil dog, alt andet lige, formentligt ikke blive scenariet lige foreløbigt til trods for den nuværende lave lange rente, da mange landmænd er særdeles hårdt presset økonomisk og kører med negative driftsresultater. Af den grund er der simpelthen ikke likviditetsmæssigt råderum i indtjeningen til at konvertere til de mere sikre, langt løbende fastforrentede lån. Ultimo 2. kvartal 2015 andrager lån med fast rente 13,06 pct. af den samlede obligationsrestgæld i sektoren, hvoraf fastforrentede lån med afdrag udgør 9,02 pct. af den samlede lånemasse.

I Grosen (2011) påpeges yderligere problematikker i landbrugssektoren, idet der henvises til Nationalbankens Stabilitetsrapport fra maj 2011, s. 69, hvor det påpeges, at gælden i landbruget er steget markant mere end væksten i indtjeningen. Det påpeges af Nationalbanken, at dette formentligt skyldes tilkøb af tillægsjord til priser, som kun var mulige på grund af den lette adgang til finansiering. Langt størstedelen af denne gæld er med variabel forrentning, lyder det, hvilket

også belyses af den nuværende obligationsrestgældsfordeling mellem fastforrentede lån og rentetilpasningslån, som er vist ovenfor. Nationalbanken påpeger, at denne gæld med variabel forrentning udgør en øget risiko i tilfælde af rentestigninger. Siden 2011, hvor Nationalbanken skrev denne rapport, er renten som tidligere vist blevet sænket til et lavere niveau, men med de seneste tendenser i obligationsrenterne, er renterisikoen fortsat et stort problem i landbruget. Nationalbanken påpegede også tilbage i 2011, at en høj gældssætning kan være et problem for nyetablerede landmænd i tilfælde af faldende ejendomspriser, da dette kan medføre, at landmanden bliver teknisk insolvent, hvormed risikoen for kredittab stiger for långiveren. Alt andet lige, så er den høje belåningsgrad kombineret med faldende ejendomspriser dog ikke kun et problem for nyetablerede landmænd, men vil også være det for etablerede landmænd. Etablerede landmænd kan dog have bedre mulighed for at klare sig igennem svære økonomiske tider, da deres bedrift har kørt over længere tid, og der kan derfor være oparbejdet en større tiltro til den enkelte landmand. Denne større tiltro kan vise sig i form af lempeligere adgang til yderligere kredit hos de respektive långivere, hvilket vi dog ikke vil gå dybere ind i, da dette mere baserer sig på en vurdering af den enkelte landmand.

I Rangvid (2013) fremføres det, at en stigende andel af landbrugets lån blev optaget i schweizerfranc frem mod 2008. Dette blev gjort pga. renten på schweizerfranc lå 1,5 – 2 procentpoint lavere end den danske rente på daværende tidspunkt. Disse lån øgede landbrugets eksponering overfor valutarisiko, hvilket fik konsekvenser, da værdien af schweizerfranc steg med mere end 40 pct. fra august 2008 til juli 2011 overfor euroen og derigennem også overfor den danske krone. En del af lånekontrakterne blev tvangslukkede, og af rapporten fremgår det, at det akkumulerede tab fra januar 2000 til august 2012 var på knap 10,5 mia. kr., svarende til 70 pct. af landbrugets bruttofaktorindkomst (BFI) i 2011. Denne valutarisiko ved lån optaget i schweizerfranc ramte landbruget igen i januar 2015, hvor den schweiziske centralbank valgte at droppe den i 2011 indgåede fastkurs til euroen, hvilket medførte, at schweizerfranc'en igen steg op imod 40 pct. overfor euroen.

Som det ses af nedenstående tabel 10.7, så udgjorde lån i udenlandsk valuta ca. 12 mia. kr. i 2013, svarende til 4,77 pct. af det samlede realkreditudlån til landbruget, og en delmængde af dette er lån i schweizerfranc. Det ses også af tabellen, at andelen af lån i anden udenlandsk valuta end euro er faldet fra 2008 til 2013, hvilket er positivt, grundet den indbyggede valutarisiko i disse lån. Så

længde den danske krone kurs er fastlåst til euroen, så er risikoen ved de stigende udlån i euro formentlig minimal. Udlån i euro har dog også været faldende fra 2011 til 2013.

Tabel 10.7 – Dansk landbrugs gæld i udenlandsk valuta.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Realkreditinstitut i alt	157.903	178.502	200.039	229.612	253.645	261.324	253.668	257.919	251.577
EURO-lån	44.414	53.866	83.250	119.012	150.023	165.662	150.939	140.746	122.603
Lån i udenlandsk valuta	..	..	..	21.109	30.407	30.670	19.532	14.752	11.996
Euro- lån pct. af realkreditinstitutlån i alt	28,13	30,18	41,62	51,83	59,15	63,39	59,50	54,57	48,73
Lån i udenlandsk valuta som pct. af realkreditinstitutlån i alt	N/A	N/A	N/A	9,19	11,99	11,74	7,70	5,72	4,77

Kilde: Danmarks Statistik - JB3: Jordbrugets renteudgifter og gæld efter udgiftstype.

10.4.3 Hvorfor fik landbruget lov til at låne så meget?

Når man ser på den store gæld og de problemer landbruget har i dag, så er det bemærkelsesværdigt, at man fra långivernes side lod gælden stige til dens nuværende størrelse. Men var det kun landmændene, som var skyld i dette, og hvorfor blev gælden så stor? Det fremlægges i Rangvid (2013), at priserne på landbrugsejendomme, som reelt er prisen på jorden, steg med 90 pct. fra 1. kvartal 2005 og frem til 2. kvartal 2008, for så herefter at falde med 40 pct. Prisudviklingen på landbrugsejendomme fulgte pænt med priserne for enfamiliehuse til begyndelsen af 2007, hvor priserne på boliger toppede, men priserne på jord fortsatte opad. Det prisfald, der ramte landbrugsejendommene, har været større, end hvad der var tilfældet for boliger. Årsagen til den kraftigere prisudvikling på landbrugsejendomme i forhold til boliger, skal ses i det forhold, at mængden af landbrugsjord er stort set konstant både på kort og lang sigt, modsat udbuddet af boliger. Mængden af landbrugsjord kan altså ikke ændres ved en ændret efterspørgsel, hvorfor priserne vil stige, når efterspørgslen efter jord stiger, for på denne måde at skabe en ligevægt på markedet for jord. Det fremgår af Jakobsen (2011), at grunden til den stigende efterspørgsel skyldes det indtil 2010 gældende lovkrav (harmonikravet), som omhandlede adgangen til landbrugsjord til spredning af gylle. Store bedrifter skulle dengang i højere grad opfylde lovkravet igennem ejerskab af jorden frem for forpagtning eller indgåelse af gylleaftaler. For at kunne øge produktionen af husdyr var landmændene afhængige af at eje tilstrækkelige mængder jord i nærheden af deres gård. Dette bevirkede, at mængden af landbrugsjord blev en knap ressource i områder med store husdyrproduktioner med deraf følgende prisstigninger. Der argumenteres for, at ophævelsen af dette krav i 2010, formentligt har haft en tilsvarende negativ indvirkning på jordpriserne. Der argumenteres yderligere for, at priserne på landbrugsjord frem til 2008 formentligt var blevet

løsrevet fra realøkonomiske forhold såsom indtjening, rente- og skatteforhold samt ligeledes øvrige rammevilkår, hvor f.eks. harmonikravet kan nævnes.

I Jakobsen (2011) fremhæves det videre, at der i landbruget herskede en stordriftslogik.

Landbrugets bytteforhold blev forværret, hvorfor størrelsen på bedriften skulle øges for at generere det samme resultat målt i kroner og øre. Men i artiklen redegøres der for, at de større bedrifter ikke nødvendigvis er mere rentable end mindre bedrifter, hvilket baseres på tal fra Videncentret for Landbrug (nu SEGES) rapport fra december 2010. Det fremføres, at de mulige stordriftsfordele sættes over styr grundet de høje priser på aktiverne, som ikke står mål med indtjeningspotentialer. Med dette in mente, og med de tilkendegivelser, som forfatteren beretter om fra bankrådgivere i både et mindre og et større pengeinstitut, at der i sektoren var vished om, at der i mange tilfælde blev lånt penge ud til ikke rentable projekter, så virker det bemærkelsesværdigt, at man blev ved med denne udlånspraksis.

Den klassiske akademiske metodik i forbindelse med vurdering af et investeringsprojekt, hvor der opstilles en rentabilitetsanalyse og budgetter, samt en vurdering af de bagved liggende forudsætninger for disse og en endelig anvendelse af en passende kalkulations rente på baggrund af investeringens vurderede risiko, blev ikke fulgt i perioden op til 2008. Investeringsprojekterne blev vurderet, men det var blot på baggrund af antagelser og et verdensbillede, som senere viste sig ikke at være realistisk. Dette var man i sektoren formentligt godt klar over ved aftalernes indgåelse, som beskrevet ovenfor. Denne ”kamp” om engagementerne medførte en regulær priskrig, og det berettes, at landmændene blev tilbudt lån, som oversteg deres reelle behov.

En økonomirådgiver beretter til forfatteren, Jakobsen, at hukommelsen måtte have været for kort i henholdsvis penge- og realkreditinstitutterne, da disse kæmpede om landbrugsengagementerne frem til 2007- 2008, til trods for at investeringsprojekterne ikke nødvendigvis virkede rentable, og man overså de store tab, der havde været på landbruget tilbage i 1991 - 1992. Fokus har ikke været på tab, men ude i institutternes linjer er man blevet målt på evnen til at yde lån.

Investeringernes størrelse blev ikke holdt op imod det forventede afkast. Der blev set på det forventede overskuds størrelse, hvilket for landmanden kan give god mening, da 200.000 kr. mere om året vil gøre en stor forskel. Men for et penge- eller realkreditinstitut derimod, er det ikke lige meget, om de ekstra 200.000 i resultat er genereret på baggrund af en investering på 2 mio. kr. eller 20 mio. kr. Her burde pengeinstitutterne have stillet krav i forhold til en større forrentning af investeringen og herved også af egenkapitalen for på den måde at sikre solvensen i engagementet.

I 2006 begyndte man at ændre regnskabspraksis i forbindelse med værdiansættelse af landbrugsejendomme. Man gik fra at anvende den offentlige ejendomsvurdering til aktuelt vurderede markedspriser i årsrapporterne. Dette fik egenkapitalen til at stige markant, hvorfor der umiddelbart var en sikkerhed for långiver i denne. Det, der ofte blev overset, var dog, at når egenkapitalen steg, så var en del af det udskudt skat, som landmanden skulle betale ved et salg. Af den grund kan man ikke sætte hele værditilvæksten fra den nye ejendomsvurdering som egenkapital. Der skal hensættes til udskudt skat, hvilket vil være et likviditetstræk, når ejendommen sælges.

Landbruget er endt i en paradoksal situation, hvor egenkapitalen er blevet dårligere forrentet end fremmedkapitalen. Man har langsomt udhulet landmændenes egen finansielle stødpude i form af egenkapitalen til at klare eventuelle udsving i indtjeningen, så de nu er langt mere afhængig af pengeinstitutterne i forbindelse med fremskaffelse af likviditet. Dette, at man mindsker egenkapitalen, gør, at risikoen for långiver stiger. Der er ikke den samme sikkerhed for lånene, hvis der reelt ikke er nogen egenkapital i forhold til, hvis landmanden har en høj egenkapital.

10.4.4 Pantets sikkerhed

Selvom realkreditinstituttet er sikret overfor den enkelte låntagers eventuelle misligholdelse af lånet, så sikrer det ikke instituttet imod et generelt fald i ejendomspriserne. Falder priserne på ejendomme og jord generelt, så vil det, som udgangspunkt, ramme bredt i landbruget og ikke kun enkelte landmænd. Dette, at prisfald rammer bredt, kombineret med den høje andel af variabelt forrentede lån i landbruget skaber en øget risiko. Havde landbruget primært været belånt med fastforrentede langt løbende lån, så ville der være en hedge i forhold til værdien af aktivet (ejendommen og jorden) og værdien af passivet (gælden), som ville falde nogenlunde ens. Denne hedge er bare ikke til stede ved de variabelt forrentede lån, for her vil værdien af aktivet falde, imens værdien af gælden er uændret. Det gør så, at landmændene fortsat skal afdrage og betale renter af en høj gæld, men sikkerheden bag lånet for realkreditinstituttet (aktivet) er faldet i værdi. Dette indebærer altså, at hvis landmanden ikke kan forrente sin gæld, så vil realkreditinstituttet ikke have fuld dækning for deres udeståender, og der må derfor forventes tab.

10.4.5 Indtjeningen i landbruget

Landbrugssektoren havde et par gode år i 2012 og 2013 for så at opleve et fald i priserne i 2014, som nævnt ovenfor. I forhold til de faldende priser indenfor f.eks. svine- og mælkeproduktionen

bliver Grosens artikel igen aktuel, da de fleste landbrug, som Grosen beskriver det, er monobedrifter i stedet for blandede landbrug, som det har været tilfældet tidligere. Det, at landbrugssektoren er opbygget på stordriftens fordele i dag, medfører også, at afhængigheden af f.eks. prisen på svinekød og mælkepriserne er blevet markant forøget. Landmændene har ikke længere diversifikationsgevinsten via flere produktionsgrene. Denne målrettede produktionsform indenfor en enkelt gren, sammenholdt med de øgede investeringsbehov som ligger i de store landbrugsbedrifter og den heraf øgede gældsætning, medfører en markant øget risiko ved ændringer i afsætningspriserne for den enkelte landmand.

Der forventes dyk i de gennemsnitlige indkomster i 2015, men der er udsigt til en svag stigning i 2016. En gennemsnitlig heltidsbedrift (ekskl. mink) forventes at realisere et driftsresultat på 134.000 kr. i 2015, hvilket er et fald fra ca. 370.000 kr. i 2014 jf. SEGES (2015). Det skal bemærkes, at driftsresultaterne er vist før aflønning af ejerens arbejdskraft samt egenkapitalen. Når der trækkes skat fra driftsresultatet, vil det gennemsnitlige beløb efter skat, alt andet lige, være lavere end de 134.000 kr., som så skal gå til dækning af landmandens privatforbrug. Et privatforbrug, som vil skulle være lavere end 134.000 kr. fratrukket skattebetaling, er formentligt lavere, end den gennemsnitlige landmand kan klare sig for. Det skal dog nævnes, at der ofte er en indtægt fra ægtefælle, som ligger udenfor landbruget, hvorfor det ikke nødvendigvis betyder, at familiens samlede økonomi kommer i problemer.

I Landbrugets FinansieringsBank (2015) vurderes det, at op imod 1/3 af svine- og mælkeproducenterne har likviditetsmæssige underskud i kraft af de lave afregningspriser, hvilket øger risikoen for, at flere landmænd ikke vil kunne servicere deres lån i form af renter og afdrag til realkreditinstitutterne. Landbrugets FinansieringsBank forventer, at der vil komme en stigning i antallet af konkurser og ejendomssalg i landbruget.

10.4.6 Er der sket noget efter krisen

At dømme ud fra det samlede udlån til landbruget og mængden af udlån med rentetilpasning og afdragsfrihed så virker det ikke til, at finanskrisen har haft den store indvirkning på sektoren.

Mængden af rentetilpasningslån og afdragsfrie lån er stagneret i de seneste år, men det samlede udlån er ikke faldet. Det samlede udlån til landbruget toppede i 3. kvartal 2012 med 278 mia. kr., for så derefter at have ligget på 276 – 277 mia. kr. siden. Samtidigt vil det dog være forkert at tillægge den finansielle sektor hele skylden for landbrugets store obligationsrestgæld, men som vist ovenfor, så har den finansielle sektor i den grad haft en indvirkning på belåningsgraden. Der kan

argumenteres for, at der kunne være gjort mere for at afholde en stor del af landmændene fra at optage disse store lån. I Østrup (2013) fremføres det, at der er blevet strammet op i de finansielle institutioner, og at det derigennem er blevet sværere for landbruget at opnå finansiering. Finansiering, som ellers skulle gå til rentable projekter, er også sværere at få igennem hos kreditgiver nu end tidligere. Den finansielle sektor er under pres fra Finanstilsynet om at nedbringe eksponeringerne overfor landbruget, hvilket også gør det sværere for landbruget at opnå lån.

Det må derfor konkluderes, at der er væsentlige problemer i landbruget. Det være sig både for den enkelte landmand og sektoren generelt. Der er blevet optaget store lån på et spinkelt grundlag, da jordpriserne steg eksplosivt frem til lovændringen omkring harmonikravet i 2010. En stor del af denne gæld er baseret på rentetilpasningslån og med afdragsfrihed. Dette gør, at sektoren som helhed er meget rentefølsom, og da likviditeten ligeledes er særdeles presset, har landmændene for en stor dels vedkommende ikke likviditetsmæssig mulighed for at konvertere til lang fast rente.

Ved denne afhandlings deadline er en politisk debat angående hvorledes man kan hjælpe landbruget i den nuværende trængte situation i gang. Der skal findes en løsning, hvis en stor del af landbruget skal kunne komme igennem disse nuværende økonomiske problemer med forværrede afsætningsvilkår og likviditetsproblemer. Da der blandt politikerne ikke er fundet nogle løsninger til disse problemer inden nærværende afhandlings deadline, har det ikke været muligt at medtage disse.

Hvis der ikke snarest gøres noget fra politiks hold, vurderes det, at 1/3 af landmændene er i stor fare for at gå konkurs, hvilket kan medføre store systemiske risici for realkreditsektoren.

Landbruget er i stor grad "connected" til de lovgivningsmæssige tiltag, som indføres. Med dette menes, at harmonikravet havde store konsekvenser for prisudviklingen på landbrugsjord. Samtidig har liberaliseringerne af lånemulighederne gjort belåningen til sektoren mere risikofyldt i form af renterisiko, som kan føre til en kreditrisiko. Håbet må derfor være, at der fra politisk hold tages et ansvar for, at landbruget kan klare sig igennem den nuværende krise, da det ellers vil kunne få konsekvenser for realøkonomien i Danmark.

10.5 Refinansieringsrisiko

Det er allerede nævnt, at en stor del af udlånet i den danske realkreditsektor er lån med rentetilpasning. Det betyder, som navnet antyder, at de skal rentetilpasses flere gange i lånets

løbetid. Rentetilpasningen foregår ved, at lånet refinansieres, altså at lånet indfries til kurs 100 og der optages et nyt lån med en ny pålydende rente for næste periode. Det betyder, at over halvdelen af lånene i dansk realkredit skal refinansieres, og størstedelen af de rentetilpassede lån udgøres stadig af F1 lån, som altså skal refinansieres hvert år. I praksis betyder det, at der skal findes investorer til at en meget stor del af det danske udlån hvert år for at kunne gennemføre den årlige rentetilpasning. Ifølge Grosen og Raaballe (2011) betyder det, at der er opstået enormt store risici i den danske realkredit sektor alene som følge af de store årlige refinansieringer. De skitserer et scenarie med stigende renter, hvor de bedste investorer går væk fra realkreditte som følge af stigende forventninger om tab. Herved bliver puljen af gode investorer udvandet, hvilket igen medfører faldende obligationskurser og dermed stigende renter. Det kan skabe en nedadgående spiral og skabe yderligere udvandring af gode låntagere, og derigennem igen stigende renter. I yderste konsekvens anskues det, at det kan betyde, at ingen vil købe de danske et-årige rentetilpasningsobligationer. En sådan situation, hvor der ikke kan findes investorer til de rentetilpassede obligationer, kaldes under et en fejlet refinansiering.

Starten på Grosen og Raaballes (2011) scenarie er stigende renter som følge af forsvar af kronen, hvor vi stod i den modsatte situation i starten af 2015, da et forsvar af kronen medførte endnu lavere danske renter, så fastkursen til euroen kunne holdes. Alligevel står vi i dag i en situation, hvor der alt andet lige må forventes stigende renter. Dermed kunne ovenstående situation godt blive en realitet, og der kan være en reel risiko for, at refinansieringen fejler, eller at renterne stiger væsentligt på særligt F1 lånene, hvis der ikke var blevet gjort noget fra politisk hold.

For at imødegå denne risiko er der indført lovgivning i 2014, der sikrer, at renten på et F1 lån ikke kan stige med mere end 5 pct. mellem 2 refinansieringer. Spørgsmålet er, hvordan loven påvirker henholdsvis investor og låntager, samt om det skaber risiko for realkreditinstituttet, og om denne risiko kan gå hen og blive systemisk?

Ifølge Bloch mfl. (2014) blev der den 11. marts 2014 indført en lov, som skal adressere problemerne med refinansiering i den danske realkreditsektor. Lovændringen stiller krav om, at der ved fejlet refinansiering eller en rentestigning fra sidste refinansiering på 5 procentpoint sker en forlængelse af obligationen på 1 år til en rente, der svarer til renten ved sidste refinansiering + 5 procentpoint.

Der er i lovens endelig udformning kun indført en forlængelse af lånene ved en fejlet refinansiering. Det flytter risikoen fra realkreditinstituttet til investor og gør en situation, der i værste tilfælde kunne betyde konkurs, til en ordinær begivenhed.

Det endelige lovforslag indebærer altså 2 primære vilkår for at bearbejde refinansieringsrisikoen: Et vilkår om at obligationernes løbetid kan forlænges, hvis refinansieringen fejler - altså hvis realkreditinstituttet ikke kan skaffe kapital i markedet til at funde lånene - og et vilkår om at korte obligationers løbetider forlænges i tilfælde af en rentestigning på 5 procentpoint i forhold til sidste refinansiering, jf. Bloch mfl. (2014).

Det anskues, at der er tre grunde til at indføre regler for refinansiering: for det første for at skabe en klar procedure i tilfælde af at refinansieringen fejler. Og for det andet for at sikre låntager imod store rentestigninger. Og sidst, men ikke mindst, for at redde de meget populære F1 lån, der uden den nye lovgivning hurtigt kunne skabe massive problemer for realkreditinstitutterne.

Tidligere var det sådan, at hvis refinansieringen fejlede, ville det medføre en rekonstruktionsproces, hvor realkreditinstituttet skulle forsøge at finde midler til at betale de udløbne obligationer. I teorien ville det betyde konkurs for instituttet, hvis denne proces ikke lykkedes. Hvis et realkreditinstitut kommer under konkursbehandling, vil det formentligt betyde, at investorerne, der har obligationer fra det pågældende institut, vil forsøge at skaffe sig af med obligationerne, hvilket kunne medføre kraftigt faldende kurser. De kreditværdige låntagere vil ligeledes forsøge at flytte deres lån til de tilbageværende realkreditinstitutter. Dermed kan en konkurs i sig selv medføre usikkerhed, selv i et institut med ellers betalingsdygtige låntagere, jf. Bloch mfl. (2014). Dermed var der en betragtelig risiko i forbindelse med refinansiering før 1. april 2014. Det var en risiko, der hurtigt kunne blive systemisk, da en fejlet refinansiering medførte en egentlig rekonstruktionsproces, som kunne ende i konkurs. Det argumenteres, at forlængelsen er et kendt vilkår, og at det dermed ikke burde ændre på obligationens rating.

I princippet kan refinansieringen ikke længere fejle, hvis realkreditinstitutterne er solvente, for så kan de "bare" købe de ikke refinansierede obligationer for penge lånt i Nationalbanken. Dermed kan Nationalbanken blive en sidste stopklods og en lender of last resorts i tilfælde af en fejlet refinansiering. Denne teori er bekræftet fra Nationalbankens side, men de har kraftigt opfordret til, at realkreditinstitutter ikke bygger deres forretningsmodel op omkring denne mulighed.

Det var oprindeligt planen, at alle rentetilpassede lån skulle omfattes af 5 procentpoint rentetriggeren. Det var dog ikke muligt i praksis, da det viste sig, at det ville blive meget dyrt at holde på lån med længere løbetid end 2 år. Af den grund har fokus primært været på at holde hånden under F1 lånene.

En rentestigning på 5 procentpoint på et år er meget usandsynlig, og der er ikke nævnt noget i notatet om, at rentetriggeren skal ændres i tilfælde af 2 cifrede renter, som det var tilfældet i 1980'erne.

Det er ikke nærmere bestemt, hvorfor man har anvendt en rentetrigger på 5 procentpoint. Bloch mfl. (2014) siger dog, at det kan skyldes, at Andersen mfl. (2012) konkluderer, at familier med rentetilpassede lån er godt rustet til at klare et rentestød på 5 procentpoint og dermed godt kan klare første års ydelsen til den højere rente, før de er nødt til at sælge. Dog tages der ikke hensyn til eventuelle boligprisfald i denne situation.

Når det skal bestemmes, om rentetriggeren bliver udløst i forbindelse med en refinansiering, skal det fremgå af obligationsvilkårene, hvordan det bestemmes, om den effektive rente er 5 procentpoint højere end ved sidste refinansiering. Dermed bliver det udstederen af obligationerne, der bestemmer, hvordan og hvornår det bestemmes, om rentetriggeren udløses. For et årige fastforrentede obligationer gælder det, at hele refinansieringen skal være gennemført, før det kan bestemmes, om rentetriggeren er udløst. Dermed kan triggerrenten først endeligt bestemmes på den sidste dag i refinansieringsperioden, og investor kender derfor heller ikke den endelige triggerrente, før alle obligationerne er refinansieret. Det betyder i praksis, at den effektive rente bestemmes, når hele refinansieringen er gennemført, som et gennemsnit af kurserne på alle handlerne i forbindelse med refinansieringen. Det betyder, at obligationerne kan have forskellige valørdage. Dermed er man nødt til at beregne forwardrenter for obligationerne, så man kan bestemme deres effektive rente ud fra den samme valørdag. Da den effektive rente bestemmes på denne måde, kan realkreditinstituttet ikke på forhånd vide, om refinansieringen kan gennemføres under triggerrenten. Instituttet er derfor nødt til at vurdere forventningen til renteniveauet og igangsætte salget af obligationer baseret på dette skøn. Hvis renteniveauet ligger tæt på triggerrenten, kan instituttet vælge at udskyde salget på en dag til dag basis, og det er værd at bemærke, at renten godt kan ligge over triggerrenten på visse dage, da det er den gennemsnitlige skæringskurs for refinansieringsperioden, der bestemmer den endelige rente. Den sidste dato for, hvornår det afgøres, om rentetriggeren er udløst, ligger før obligationens udløb, så Værdipapircentralen kan nå at administrere ændringen og for at give investor en mulighed for likviditetsstyring. Rentetriggeren og mulighed for forlængelse er primært indført for at beskytte låntager, men selvfølgelig også for at sikre, at realkreditinstitutterne ikke kommer i en situation, hvor rekonstruktion er eneste mulighed. Det bliver dog spændende at se, hvad rentetriggeren gør for prisdannelsen på specielt de korte F1 lån. For alt andet lige må investor kræve en ekstra præmie

som følge af en risiko for, at obligationerne bliver uønsket forlænget. Dermed kan variabelt forrentede lån, der er låst til en anden markedsbaseret referencerente, blive et validt alternativ til de traditionelle F1 lån, da de muligvis på sigt kan opnå en lavere førsteårs rente end F1 lånene. Det ser da også ud til, at F1 lånenes popularitet er dalende, og da den 1 årige rente ramte et negativt niveau i foråret 2015 valgte Nykredit/Totalkredit samt Nordea ikke at tilbyde nye kunder et F1 lån. Meldingen er, at når tilsynsdiamantens og ratingbureauernes holdning til F1 lånene er, at de er uønskede, prøver realkreditinstitutterne at komme væk fra dem i deres porteføljer. Samtidig påpeges det, at F1 lånene er direkte uattraktive på grund af det nuværende renteniveau, hvor specielt den lange rente er meget lav.

Indførelsen af rentetriggeren og forlængelse i tilfælde af fejlet refinansiering ser dog samlet set ud til at være en ganske god sikring imod refinansieringsrisiko. Der har fra flere sider været fokus på, at refinansieringsrisikoen skulle sænkes, og at der skulle gøres noget ved de mange rentetilpasningslån. I første omgang så det dog ud til, at de nye refinansieringsregler betød en redning af det traditionelle F1 lån, som gennem de sidste mange har været danskernes foretrukne lån.

Under alle omstændigheder lader det til, at de nye refinansieringsregler i det mindste fjerner det meste af denne risiko fra institutterne og flytter den over til investorerne. En anden sjov detalje ved denne måde at forlænge obligationerne er, at man derved i teorien gør dem til længere løbende aktiver. Derfor har Erhvervs- og Vækstministeriet vurderet, at de rentetilpassede obligationer vil kunne indgå som længere funding i forbindelse med EU's kapitalkravsdirektiv, som blandt andet indeholder nøgletallet Net Stable Funding Ratio. Altså er der blevet argumenteret for, at de korte rentetilpassede lån kan indgå som stabil funding, når bankernes og realkreditinstitutternes kapital skal opgøres.

At realkreditinstitutterne går væk fra F1 lånene skyldes til dels tilsynsdiamanten, men formentlig også at de udenlandske rating bureauer og økonomer har været bekymrede for den korte låntagning og risiko i de danske husstande. Der har været flere sager fremme om, at blandt andre Standard and Poors har overvejet at sænke kreditvurderingen af de danske realkreditobligationer på grund af den høje andel af rentetilpassede lån. Der er allerede sket lidt af et paradigmeskift i Danmark med hensyn til valg af finansieringsform til boligkøb, så andelen af specielt F1 lån er på vej ud. Sammenkoblet med de nye refinansieringsregler betyder det, at de danske realkreditinstitutter er

blevet mere sikre, hvilket burde betyde, at de stadig vurderes på et niveau, der minder om ratingen af danske statsobligationer. Dermed skulle omsætteligheden af obligationerne og sikkerheden i institutterne stå langt højere, end det var tilfældet for bare et år siden.

10.6 Indlåsnings effekter

Indlåsnings effekter opstår, hvis der er få ejere i en obligationsserie, som derved ejer en stor del af obligationerne hver især. Indlåsnings effekten opstår, hvis låntagerne ønsker at tilbagekøbe obligationerne i markedet, hvor den øgede efterspørgsel kan medføre, at prisen på obligationerne stiger, da efterspørgslen overstiger udbuddet. Det kan altså gøre det dyrere for låntager at indfri lånet, og der kan dermed opstå en indlåsnings effekt, simpelthen fordi få ejere sidder på obligationsserien, så de har mulighed for at kræve højere priser. Indlåsnings effekterne er primært opstået på grund af de faldende renter, som har gjort det muligt at åbne obligationsserier med flere forskellige påtrykte renter.

I 2015 har det været muligt at optage lån med flere forskellige påtrykte renter, oftest i spændet fra 1,5 pct. til 3,5 pct. Visse serier har kun været åbne i kort tid og er blevet lukket igen grundet stigende eller faldende renter. Det har gjort, at nogle kunder har optaget lån i små serier af obligationer, som kan gøre det dyrt at indfri førtidigt.

Nationalbankens statistik viser, at den samlede obligationsrestgæld med fastforrentede lån til ejerboliger og fritidshuse udgør 771 mia. kr. i maj 2015. Nedenstående tabel 10.8 viser fordelingen af udestående gæld i milliarder for de forskellige kuponrenter for både 20 årige og 30 årige lån.

Lavt koncentrerede serier er serier, hvor ejerandelene af seriens obligationer ikke overstiger 20 pct., mellemkoncetrerede serier er obligationsserier, hvor ejerandelene udgør mellem 20 og 50 pct., og højt koncentrerede serier er serier med ejerandele, der overstiger 50 pct.

Tabel 10.8 – Koncentration af serier i forhold til obligationernes kuponrente i milliarder kroner.

Kuponrente	Lavt koncentrerede serier	Mellem koncentrerede serier	Højt koncentrerede serier
1,5%	2,6	24	0
2%	5,4	37,6	0
2,5%	14,9	6	0,1
3%	17,3	14,2	0
4%	8,5	3,1	0
5%	1,5	2,6	0,1
6%	0,1	0,5	0
1,5%	10	0	0
2%	102,6	31,7	0
2,5%	113,5	15,2	1,6
3%	92,2	58,2	0,1
3,5%	101,5	0,9	2,9
4%	52,7	16,5	2,3
5%	10,5	14,4	0,7
6%	2,4	3	0
Total	535,7	227,9	7,8

Kilde: Nationalbanken statistik – Publiceret d. 29 juni 2015 - Obligationer bag fastforrentede realkreditlån fordelt på oprindelig løbetid, kupon og ejerkoncentration.

Det må anslås, at indlåsnings effekterne er begrænsede for de lavt koncentrerede serier, mens der kan være risiko for indlåsnings effekter i de 2 andre. Det er værd at bemærke, at omkring 10 pct. af den udestående fastforrentede gæld til ejerboliger og fritidshuse udgøres af serier med ejerandele på over 50 pct. Det burde alt andet lige give en markant risiko for indlåsnings effekt.

Det samlede udestående i de mellem og lavkoncentrerede serier udgøre 235,7 mia. kr. og er dermed over 30 pct. af den samlede restgæld til alle fastforrentede lån. Det er ret tankevækkende, og det kan have store konsekvenser for den enkelte boligejer, hvis de ønsker at indfri deres lån ved at købe obligationer i markedet.

Der er altså mulighed for indlåsnings effekter i visse obligationsserier, men andelen af det samlede udlån, 7,8 mia. kr., er ikke så stort, at det vil udgøre en systemisk risiko. Det kan højst få en betydning for de låntagere, som ønsker at indfri førtidigt og derigennem kan blive ramt af en forhøjet kurs og deraf en forøgelse af restgælden i forhold til den reelle obligationskurs.

11.0 Realkreditinstitutterne

11.1 Realkreditsektoren

Den danske realkreditsektor består af 7 realkreditinstitutter: Realkredit Danmark, Nordea Kredit, BRFKredit, Nykredit Realkredit, Totalkredit (som høre under Nykredit Koncernen), DLR kredit og

LR Realkredit. De tre førstnævnte opererer som datterselskaber til pengeinstitutter. Realkredit Danmark hører under Danske Bank Koncernen, Nordea Kredit hører til Nordea Bank Danmark og BRFKredit er opkøbt af Jyske Bank. De sidste 4 (inkl. Totalkredit) udgør de øvrige realkreditinstitutter.

I forhold til den nuværende situation på tværs af sektoren så fremstår det, som ovenfor nævnt, at det kommer realkreditinstitutterne til gode, at hånden er blevet holdt under boligejerne via de relativt lave ydelser på lån. Det har været muligt for realkreditinstitutterne at omlægge boligejernes lån til lån med lavere renter, hvorfor de samtidigt har gjort det muligt for boligejerne at købe og forrente dyre boligkøb, og antallet af tvangsauktioner er lavt set i forhold til tidligere tiders boligkriser. Det samme gør sig gældende i landbruget, hvor de lave renter og muligheden for afdragsfrihed på realkreditgælden gør det muligt for landmændene at fortsætte deres bedrift til trods for de store lån. En af måderne, hvorpå realkreditinstitutterne tjener penge, er ved bidragssatsen, som låntageren skal betale til instituttet for at instituttet vil påtage sig kreditrisikoen. Som ovenfor nævnt er bidragssatserne blevet hævet, og strukturen er blevet ændret i forhold til at tilskynde boligejere og boligkøbere til at optage mindre risikable lån i form af langt løbende fastforrentede lån. Ifølge Finanstilsynet (2015b) har de øgede bidragssatser medvirket til en øget indtjening i den danske realkreditsektor og har forbedret nettorenteindtægterne fra 21 mia. kr. i 2013 til 22,3 mia. kr. i 2014, hvilket svarer til en stigning på 6,1 pct.

Sektorens samlede nettoresultat efter skat blev på 7,1 mia. kr., hvilket er en stigning på 0,7 mia. kr. i forhold til 2013. Det forbedrede nettoresultat skyldes øgede nettorenteindtægter samt en positiv udvikling i nettogebyrindtægterne. Samlet har sektoren oplevet et fald i mængden af nedskrivninger, da disse lå på 4,7 mia. kr., hvilket er et fald på 2,2 pct. i forhold til året før. Mængden af restancer (dvs. låneydelser hvor der ikke er blevet betalt rettidigt) lå i 4. Kvartal 2014 på 0,26 pct. af de samlede terminsydelser, hvilket er uændret sammenlignet med 4. Kvartal 2013.

I Nationalbanken (2015b) fremgår det, at det nuværende lave renteniveau har medført, at et stigende antal boligejere har optaget tillægslån i boligens friværdi eller omlagt eksisterende realkreditlån, hvilket har medført, at antallet af lånetilbud i de første fire måneder af 2015 ligger på et højt niveau. Hvis disse lånetilbud resulterer i, at der foretages en låneomlægning eller et nyudlån, skal låntager betale gebyrer til instituttet. Dermed kan den lave rente være med til at øge indtjeningen i realkreditsektoren.

Realkreditinstitutterne opererer indenfor de lovgivningsmæssige krav, der er stillet til sektoren. På grund af den øgede konkurrence i den finansielle sektor, bl.a. i forhold til det øgede udlån til boligkøb fra pengeinstitutterne, er realkreditsektorens udlån ændret markant siden 1996.

Det er lovgivningen, som sætter rammerne for realkreditudlånet, men det kan diskuteres om realkreditsektoren som helhed selv burde have ændret adfærd noget før i forhold til sikkerheden for deres udlån. Det er problematisk, at det har været så let at låne hos et andet institut, hvis det første sagde nej til at låne ud. Problemet opstår i det manglende incitament for institutternes til at begrænse risikofyldte lån, når det er tilladt via lovgivningen. Lovgiveren har derfor et stort ansvar for sikkerheden i sektoren, da institutterne kæmper indbyrdes om kunderne.

I det følgende vil vi behandle institutternes kapitaldækning og den indførte tilsynsdiamant, som søger at begrænse den ovennævnte risiko i sektoren.

11.2 De regulatoriske krav til kapitaldækning

Som en del af vores måling af den systemiske risiko i dansk realkredit, vil vi i dette afsnit se nærmere på, om realkreditinstitutterne opfylder de regulatoriske kapitalkrav, og hvordan de står rustet til fremtiden i forhold til de skærpede regler, som indføres over de kommende år, til og med 2019. Kapitalkravene indføres for at sikre, at institutterne opbygger tilstrækkelige kapital i opgangstider til at kunne klare økonomiske nedgangstider. Dette gøres for at sikre, at institutterne har tilstrækkelig modstandskraft overfor udsving i cykliske aktiver som f.eks. udlån til bolig og landbrug. Visse realkreditinstitutter er så store, at deres kollaps kan få fatale konsekvenser for dansk økonomi, de er ”too big to fail”. Derfor indføres kapitalbufferne, så Nationalbanken ikke skal agere som en ”lender of last resort” igen, i tilfælde af en ny økonomisk krise.

Udover de skærpede regler for realkreditinstitutterne, som bygger på EU kommissionens CRV IV og CRR krav, skal institutterne, som opererer i Danmark, overholde og agere indenfor dansk lovgivning.

Kapitel 10 i Bekendtgørelsen om lov om finansiell virksomhed indeholder finansielle virksomheders kapitalforhold, herunder de generelle regler om solvens. I Bekendtgørelsen om lov om Finansiell Virksomhed §124, stk. 1 fremgår det:

” Et pengeinstituts og et realkreditinstituts bestyrelse og direktion skal sikre, at instituttet har et tilstrækkeligt kapitalgrundlag og råder over interne procedurer til risikomåling og risikostyring til løbende vurdering og opretholdelse af et kapitalgrundlag af en størrelse, type og fordeling, som er

passende til at dække instituttets risici. Disse procedurer skal underkastes regelmæssig intern kontrol for at sikre, at de vedbliver at være fyldestgørende og stå i rimeligt forhold til arten, omfanget og kompleksiteten af instituttets virksomhed”.

Citeret direkte fra: Bekendtgørelse om lov om finansiel virksomhed nr. 182 af 18 februar 2015

I Bekendtgørelsen om lov om finansiel virksomhed (2015) findes endvidere opgørelsen af basiskapitalen, samt reglerne for kvaliteten af de kapitalelementer, som kan indgå i instituttets basiskapital. De fradrag, som skal trækkes fra, samt regler for basiskapitalens mindstestørrelse under den løbende drift, ud fra hensynet til de risici (kreditrisici, markedsrisici og operationelle risici m.v.), som instituttet er eksponeret overfor (solvenskravet). Jf. §124, stk. 2 i Lov om finansiel virksomhed, som henviser til at:

”solvensbehovet kan ikke være mindre end kapitalgrundlagskravet efter artikel 92, stk. 1, litra c, og minimumskapitalkravet i artikel 93 i Europa- Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber”.

I artikel 92, stk. 1, litra c fremgår det, at solvenskravet (den samlede kapitalprocent) er på 8 pct. af de risikovægtede aktiver.

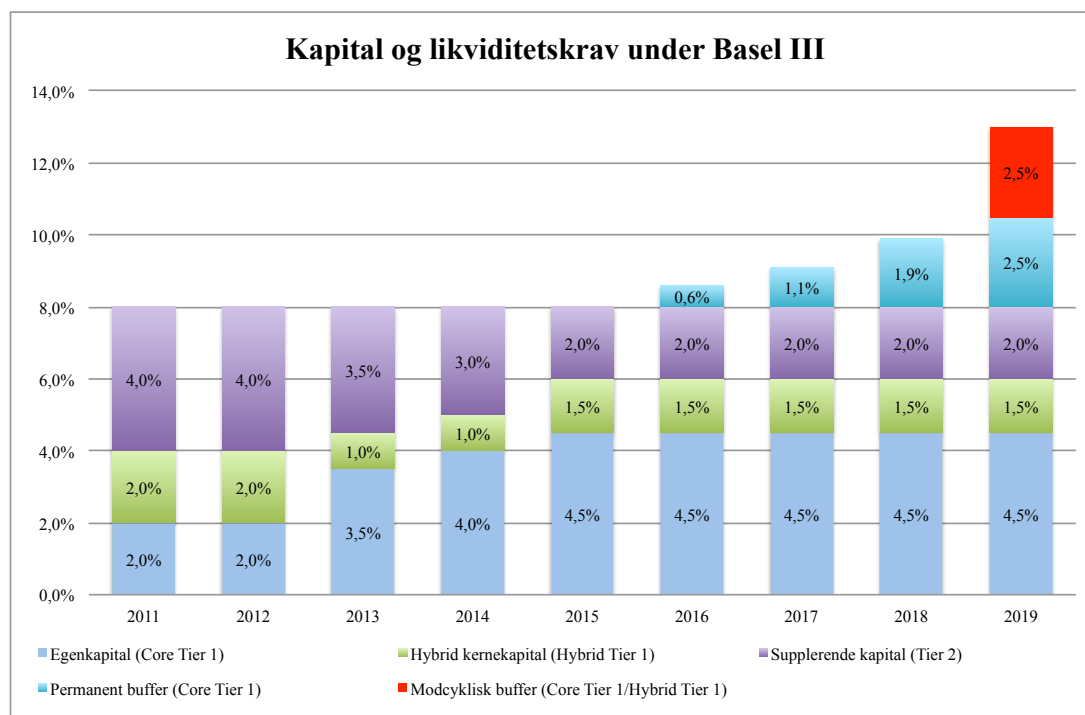
De 8 pct. fremkommer ved:

- a) en egentlig kernekapitalprocent på 4,5 %*
- b) en kernekapitalprocent på 6 %*
- c) en samlet kapitalprocent på 8 %.*

Citeret direkte fra: Europa- Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013, Artikel 92 Kapitalgrundlagskrav.

Kapitalkravene som skal indføres frem mod 2019 fremgår af nedenstående figur 11.1.

Figur 11.1 – Kapital og likviditetskrav under Basel III.



Kilde: Bank of international settlement (2010).

Den ovenfor nævnte basiskapital udgør de nederste 8 pct. i ovenstående figur. Denne kapital anvendes ved beregningen af instituttets solvensprocent og består grundlæggende af henholdsvis egenkapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital, efter fradrag i disse.

Kernekapital er, som navnet tilsiger, kernen i basiskapitalen i finansielle virksomheder. Kapitalen udgør den sikreste kapital for kreditorer og er derfor forbundet med størst risiko for investorer, da det er denne, der skal absorbere tab først.

Hybrid kernekapital og supplerende kapital udgør resten af basiskapitalen i de finansielle virksomheder. Hybrid kernekapital består af både aktiekapital og lånekapital. Der er grænser for, hvor stor en andel af den hybride kernekapital, der kan medregnes som kernekapital. Den del af den hybride kernekapital, som ikke kan medregnes i kernekapitalen, medregnes i stedet som supplerende kapital, jf. Finanstilsynet (2015c).

Fra 2016 gælder der yderligere krav til kapitalen i form af det permanente buffer og det modcykliske buffer krav. Disse skal dækkes af yderligere egenkapital og for den modcykliske buffer også hybrid kernekapital.

Finanstilsynet kan udover mindste solvenskravet på 8 pct. fastsætte et yderligere kapitalgrundlagskrav jf. §124, stk. 4 i Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed. Dette yderligere kapitalgrundlagskrav betegnes et individuelt solvensbehov, hvilket fastsættes af bestyrelsen og direktionen ud fra en vurdering af instituttets risikoprofil. Er Finanstilsynet ikke enige i den vurdering, som er foretaget af bestyrelsen og direktionen, kan de fastsætte et nyt solvensbehov, hvilket så bliver instituttets mindstesolvenskrav, Baldvinsson m.fl.

Det bør nævnes, at uanset om et instituts mindste solvenskrav er det lovgivningsmæssige mindstekrav på 8 pct. eller et højere solvensbehov fastsat af ledelsen eller Finanstilsynet, er det ingen garanti imod problemer i et instituttet. Hvor højt det lovgivningsmæssige solvens mindstekrav bør være er et tilbagevendende politisk tema, hvor der skal tages højde for til dels modstridende interesser. På den ene side ønskes der en passende sikkerhedsmargin og på den anden side er der et ønske om effektiv finansiering af både erhvervslivet og private, så institutternes binding af kapital ikke sætter en stopper for væksten i samfundet.

Samfundsmæssigt vil der være interesse for, at institutterne har en høj solvensgrad, da dette, alt andet lige, vil øge sandsynligheden for, at de kan dække tab indenfor basiskapitalen. Et institut med en høj solvensprocent fremstår, alt andet lige, som et mere solidt institut end hvis solvensprocenten er lav. Med en høj solvensprocent har instituttet ydermere mulighed for at kunne funde sig til en lavere rente. Typisk argumenteres der også for, at det er dyrere for et institut at finansiere sig med egenkapital eller anden ansvarlig kapital frem for fremmedkapital.

I Rangvid (2013) fremføres det, at institutter, som er velkapitaliseret, har bedre muligheder for at dække tab ved faldende boligpriser. De har samtidigt en bedre mulighed for at opnå en bedre kredit rating af sine udstedte obligationer fra de eksterne rating bureauer. En god rating af instituttet og dets obligationer medfører også en større tryghed hos investorerne, som derfor vil acceptere en lavere rente grundet den større sikkerhed. Et lavere afkastkrav fra investorernes side medfører lavere renter til låntagerne og vice versa ved et højere afkastkrav.

11.3 Hvordan performer de enkelte institutter i forhold til kapitalkravene?

I forhold til rapportering fra de enkelte institutter har vi måttet sætte en tidsmæssig grænse ved første halvår af 2015, begrundet i at tallene for 3. kvartal ikke har været tilgængelige på tidspunktet for aflevering af afhandlingen.

Generelt set så har der været resultatmæssig fremgang i realkreditsektoren, men hvordan ser det ud med kapitaldækningen i de enkelte institutter? I dette afsnit søger vi kort at forklare, hvordan de enkelte institutter står stillet rent kapitalmæssigt i forhold til de individuelle solvensbehov, som alt andet lige vil blive skærpet pga. de skærpede kapitalkrav.

11.3.1 Realkredit Danmark A/S

Det ses af nedenstående tabel 11.1, at Realkredit Danmark A/S's (RD) indtjening er steget igennem det seneste år. Nettorente- og gebyrindtægterne er steget, og nedskrivningerne er faldet. Resultatet efter skat for 1. halvår 2015 endte på 2.057 mio. kr. imod 1.490 mio. kr. i samme periode sidste år. Egenkapitalen er blevet konsolideret en anelse i perioden og beløber sig til 46.929 mio. kr., hvorimod den totale kapital er faldet en anelse til 45.400 mio. kr. I forhold til solvensbehovet så er der i Realkredit Danmark en kapitaloverdækning på 19.600 mio. kr. i 1. halvår 2015, svarende til 15,7 pct. imod samme periode sidste år, hvor overdækningen var på 19.100 mio. kr., svarende til 14,2 pct. RD har et solvensbehov, som ligger over de lovgivningsmæssige 8 pct., og derudover har en høj overdækning i forhold til, hvad der kræves efter overgangsreglerne til de nye standarder, hvorfor RD vurderes at være tilstrækkeligt kapitaliseret i forhold til lovgivningen.

Tabel 11.1 - Realkredit Danmark A/Ss performance.

Realkredit Danmark A/S		
Mio. kr.	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Nettorente- og gebyrindtægter	3.150	3.273
Nedskrivninger	569	319
Resultat før skat	1.970	2.684
Periodens resultat	1.490	2.057
Egenkapital	46.317	46.929
Total capital	45.700	45.400
Risikovægtede aktiver **	134.412	125.000
Solvensbehov *	26.600	25.800
Solvensbehov i pct. *	19,8%	20,6%
Egentlige kernekapitalprocent	33,8%	35,8%
Total capital ratio ***	34,0%	36,3%
Kapital overdækning ****	19.100	19.600
Kapitaloverdækning i pct.	14,2	15,7

Kilde: Realkredit Danmark (2015) og Danske Bank Group (2015 og 2014).

* Solvensbehovet, som er angivet i tabellen, er det behov, som instituttet skriver er i overensstemmelse med overgangsreglerne. Det angives at være på 15,3 mia. kr. svarende til 11,3 pct. uden overgangsreglerne.

** De risikovægtede aktiver for 2014 er beregnet på baggrund af den oplyste total capital og den givne total capital ratio procentsats, hvorfor vi beregner de risikovægtede aktiver ved: $45.700 / 0,34 = 134.412$.

*** Total capital ratio for 2015 er beregnet ud fra de opgivne tal for total capital / risikovægtede aktiver.

**** Kapital overdækningen i 2015 er beregnet ved at fratrække det nominelle solvensbehov fra total capital.

11.3.2 Nykredit Realkredit A/S

Nykredit Realkredit gruppen indbefatter også Totalkredit og Nykredit Bank, men da vi kun ønsker at belyse situationen i realkreditsektoren, har vi kun taget Nykredit Realkredit A/S og Totalkredit med i vores vurdering af kapitalkravene. Dette er gjort ved at benytte tallene for Nykredit Realkredit A/S, som er indeholdt i Nykredits konsoliderede årsrapporter, og Totalkredits ukonsoliderede årsrapporter som er selvstændigt udfærdiget.

Af nedenstående tabel 11.2 ses det, at Nykredit Realkredit har haft en resultatmæssig fremgang i 1. halvår 2015, i forhold til den samme periode sidste år. Nettorente- og gebyrindtægterne er steget i perioden, samtidigt med at nedskrivningerne er faldet, hvilket medvirker til det forbedrede resultat før skat, som beløber sig til 3.717 mio. kr. imod 1.620 mio. kr. i samme periode året før. Periodens resultat efter skat viste også fremgang, da dette blev på 3.388 mio. kr. imod 1.511 mio. kr. i 1. halvår 2014.

Tabel 11.2 - Nykredit Realkredits performance.

Nykredit Realkredit		
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	2.430	3.132
Nedskrivninger	871	224
Resultat før skat	1.620	3.717
Periodens resultat	1.511	3.388
Egentlig kernekapital (CET 1)	56.235	58.791
Total capital	67.388	65.767
Risikovægtede aktiver	380.876	370.641
Solvensbehov *	40.754	44.477
Solvensbehov i pct. **	10,7%	12,0%
Egentlige kernekapitalprocent	14,7%	15,8%
Total capital ratio	17,6%	17,7%
Kapital overdækning ***	26.634	21.290
Kapitaloverdækning i pct. ****	7,0	5,7

Kilde: Nykredit (2015) og Nykredit (2014a).

- * Solvensbehovet er beregnet ved at gange solvensprocenten med de risikovægtede aktiver.
- ** Solvensbehovsprocenten er på gruppeniveau, da det ikke har været muligt at finde denne for Nykredit Realkredit alene.
- *** Kapitaloverdækningen er beregnet ved at trække det nominelle solvensbehov fra total capital.
- **** Ved kapitaloverdækningen i pct. har vi taget den nominelle kapitaloverdækning i forhold til de risikovægtede aktiver.

Af den ovenstående tabel 11.2 fremgår det, at Nykredits kapitaloverdækning er faldet i perioden til ultimo 1. halvår 2015 at udgøre 21.290 mio. kr., svarende til 5,7 pct., imod 26.634 mio. kr., svarende til 7,0 pct. i 1. halvår 2014.

Nykreditkoncernen er hovedsageligt foreningsejet, hvilket kan give et problem i forbindelse med de øgede kapitalkrav. Problemet ligger i, at de nye kapitalkrav vil medføre et øget behov for kapital selv ved koncernens nuværende niveau af udlån, og ved en forøgelse vil dette behov stige. Nykredit har bare ikke samme adgang til at hente egenkapital i markedet som flere andre finansielle institutter har, grundet foreningsejerskabet. Det kan blive et problem, at et systemisk vigtigt institut ikke har samme adgang til at hente kapital i markedet, som andre systemisk vigtige institutter har. Dog skal det også påpeges, at med en resultatmæssige fremgang som Nykredit har haft, og som blev vist ovenfor, så vil der, alt andet lige, være mulighed for yderligere konsolidering af egenkapitalen i form af overført overskud fra året.

Finanstilsynet (2015d) skriver i deres inspektions notat fra februar 2015, at der ikke har været anledning til at give væsentlige tilsynsrestriktioner på baggrund af inspektionen, hvilket naturligvis er positivt både for Nykredit, men i særdeleshed også for systemet, da Nykreditkoncernen agerer som værende det største realkreditinstitut i Danmark. I Nykredit (2015) rapporten for 1. halvår 2015 fremgår det, at Nykredits samlede andel af dansk realkredit forblev uændret fra primo året på 39,8 pct., eksklusiv lån arrangeret gennem Jyske Bank. Deres markedsandel i det private segment var på 42,2 pct. og 36,9 pct. indenfor erhvervs segmentet imod henholdsvis 41,9 pct. og 37,6 pct. primo året. Dette underbygger blot Nykredits systemiske vigtighed.

Indtil nu har Nykredits kapitalmål været baseret på et koncept om egenkapital, men fremadrettet vil det blive baseret på CET1 kapital, hvilket er i tråd med, hvad der fokuseres på fra både regulatorisk side og fra rating bureauerne.

Ifølge Nykredit (2015) har Nykredit en målsætning frem mod 2019 der hedder 17,5 pct. CET1 kapital i forhold til de risikovægtede aktiver. Dette niveau af egenkapital er over de regulatoriske krav, men ud fra et markedsmæssigt synspunkt er det vurderet at være nødvendigt for et ledende obligationsudstedende institut som Nykredit. For at nå deres målsætning for kapitaliseringen skal Nykredit indtjene ca. 12 mia. kr. efter skat frem mod 2019.

Udover målet om de 17,5 pct. CET1 kapital i forhold til de risikovægtede aktiver, så har Nykredit også et generelt mål om en total capital ratio på 20 pct. af de risiko vægtede aktiver, hvilket de ikke opfylder på nuværende tidspunkt, hvor deres total capital ratio andrager 17,7 pct. ultimo juni 2015.

I Nykredit (2015) redegøres der for, at Liquidity Coverage Ratio (LCR- kravet), som træder i kraft pr. 1. Oktober 2015 for SIFI-institutter, er opfyldt i og med, at Nykredits ratio er over 100%. Da der jf. vores samtale med medarbejderen fra Finanstilsynets afdeling's Likviditetsteam i Kontor for International Markedskontakt, Funding, Likviditet og SIFI-Analyse (vi må ikke opgive personens navn), endnu ikke er noget officielt krav til eller standard for, hvordan dette skal oplyses, tager vi blot Nykredits oplysning som værende positivt.

Uanset om man mener, at mere kapital er positivt og har en positiv effekt i forhold til systemets sikkerhed eller ej, så er der et problem i, at systemets største institut ikke opfylder sine egne krav til, hvad de mener er nødvendigt for så stor en markedsdeltager. Nykredit arbejder sig hen imod sine mål, men der er en vis problematik i, at de ikke er helt på sporet på nuværende tidspunkt. Det ser dog trods alt ud til, at de kan nå at komme helt i mål med dette inden 2019.

11.3.3 Totalkredit A/S

Selvom Totalkredit A/S er et datterselskab under Nykreditkoncernen har vi valgt at inddrage det separat i denne afhandling, da en stor del af realkreditudlånet sker gennem Totalkredit.

Det fremgår af nedenstående tabel 11.3, at Totalkredit i tråd med de øvrige institutter har haft en resultatmæssig fremgang igennem det seneste år. Nettorente- og gebyrindtægterne er steget til 1.534 mio. kr., i forhold til 1.280 mio. kr. i samme periode sidste år. Det springer dog i øjnene, at nedskrivningerne er steget i perioden til 309 mio. kr., fra at være på 138 mio. kr. i 1. halvår 2014, hvilket er en uhensigtsmæssig udvikling.

Resultat før skat blev på 969 mio. kr. og resultat efter skat på 741 mio. kr. imod hhv. 889 mio. kr. og 671 mio. kr. sidste år.

Tabel 11.3 - Totalkredits performance.

	Totalkredit	
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	1.280	1.534
Nedskrivninger	138	309
Resultat før skat	889	969
Periodens resultat	671	741
Egentlig kernekapital (CET 1)	16.210	17.840
Total capital	18.646	20.104
Risikovægtede aktiver	91.008	93.865
Solvensbehov	17.400	17.858
Solvensbehov i pct. *	19,1%	19,0%
Egentlige kernekapitalprocent	17,8%	19,0%
Total capital ratio	20,4%	21,4%
Kapital overdækning **	1.246	2.246
Kapitaloverdækning i pct. ***	1,4	2,4

Kilde: Totalkredit (2015) og Totalkredit (2014).

* Solvensbehovet er afledet ud fra det opgivne nominelle solvensbehov divideret med de opgivne risikovægtede aktiver.

** Den nominelle kapitaloverdækning er taget som differencen mellem total capital og solvensbehovet.

*** Kapitalbehovsoverdækningen i pct. er beregnet som ovenfor.

Det ses af tabellen, at Totalkredits egentlige kernekapital (CET 1) ligger på niveau med solvensbehovet, og total capital ratioen kun er 2,4 procent større end solvensbehovet i 1. halvår 2015. Dette indikerer altså, at Totalkredit ligesom Nykredit skal konsolidere sig yderligere i de kommende år for at have en større margin ned til deres solvensbehov.

11.3.4 Nordea Kredit Realkreditaktieselskab

Af nedenstående 11.4 fremgår det, at Nordea Kredit (Nordea) havde en resultatmæssig tilbagegang i det forgangne år, til trods for at nettorente- og gebyrindtægter steg og nedskrivningerne faldt, endte resultatet før skat på 830 mio. kr. imod 895 mio. kr. i 1. halvår 2014. Periodens resultat efter skat blev på 635 mio. kr. imod 676 mio. kr. i 1. halvår 2014. Det skal dog nævnes, at årsagen til den negative udvikling rent resultatmæssigt ligger udenfor den primære drift, som har haft fremgang i perioden.

Tabel 11.4 - Nordea Kredits performance.

Nordea Kredit		
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	987	1.068
Nedskrivninger	213	110
Resultat før skat	895	830
Periodens resultat	676	635
Egentlig kernekapital (CET 1)	17.226	18.611
Total capital	17.226	18.611
Risikovægtede aktiver	167.985	174.884
Solvensbehov	13.439	13.991
Solvensbehov i pct.	10,0%	10,0%
Egentlige kernekapitalprocent *	10,3%	10,6%
Total capital ratio **	10,3%	10,6%
Kapital overdækning ***	3.787	4.620
Kapitaloverdækning i pct. ****	2,3	2,6

Kilde: Nordea (2015a og b) og Nordea (2014a).

Det skal bemærkes, at vi har taget henholdsvis solvensbehov og kapital inkl. tillæg i forhold til overgangsreglerne.

* og ** Er beregnet ved at dividere hhv. egentlig kernekapital og total capital med de risikovægtede aktiver.

*** og **** Er beregnet som i de ovenstående tabeller.

Det ses af tabellen, at Nordea i forhold til overgangsreglerne til de nye standarder kun har 2,6 pct. i kapitaloverdækning i 1. halvår af 2015.

Ses der bort fra overgangsreglerne, så har Nordea en pæn margin af kapital, men fremadrettet er de nødt til at finde en løsning for at konsolidere sig.

11.3.5 BRFkredit A/S

BRF kredit blev opkøbt af Jyske Bank i foråret 2014, men vi fokuserer så vidt muligt på BRFkredit alene.

BRFkredit realiserede et markant bedre regnskab i 1. halvår af 2015, end hvad der var tilfældet i 1. halvår 2014. Nettorente- og gebyrindtægterne steg, nedskrivningerne faldt, og resultatet før skat blev på 364 mio. kr. imod -719 mio. kr. i samme periode sidste år. Resultat efter skat for perioden blev på 273 mio. kr. i forhold til -602 mio. kr. i 1. halvår 2014.

Tabel 11.5 - BRFkredits performance.

BRFkredit A/S		
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	989	1.077
Nedskrivninger	768	132
Resultat før skat	-719	364
Periodens resultat	-602	273
Egentlig kernekapital	10.590	11.275
Total capital	10.777	11.384
Risikovægtede aktiver	58.818	60.472
Solvensbehov	6.780	7.215
Solvensbehov i pct. *	11,5%	11,9%
Egentlige kernekapitalprocent	18,0%	18,6%
Total capital ratio	18,3%	18,8%
Kapital overdækning **	3.997	4.169
Kapitaloverdækning i pct. ***	6,8	6,9

Kilde: BRFkredit (2015a og b).

* Solvensbehovet i pct. er fundet ved at dividere det nominelle solvensbehov med de risikovægtede aktiver.

** og *** Er beregnet på samme vis som ved de ovenstående tabeller.

I forhold til solvensbehovet og kapitalen så ses det, at BRFkredit har en fornuftig overdækning da kapitaloverdækningen er på 4.169 mio. kr. og total capital ratio er 6,9 procentpoint større end solvensbehovet i 1. halvår af 2015.

11.3.6 DLR Kredit A/S

Til trods for at ledelsen i DLR kredit beskriver resultatet i 1. halvår 2015 som tilfredsstillende, og at der var en stigning i nettorente- og gebyrindtægterne i forhold til samme periode sidste år, så ses det af nedenstående tabel 11.6, at BRFkredits resultat før- og efter skat blev lavere end i 1. halvår 2014. Resultat før skat blev på 377 mio. kr. imod 432 mio. kr. sidste år, og resultatet efter skat blev på 288 mio. kr. imod 326 mio. kr. sidste år.

Tabel 11.6 - DLR credits performance.

	DLR kredit	
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	640	682
Nedskrivninger	42	49
Resultat før skat	432	377
Periodens resultat	326	288
Egentlig kernekapital	10.329	10.907
Total capital	12.241	12.183
Risikovægtede aktiver	95.732	98.151
Solvensbehov *	7.659	8.048
Solvensbehov i pct.	8,0%	8,2%
Egentlige kernekapitalprocent **	10,8%	11,1%
Total capital ratio	12,8%	12,4%
Kapital overdækning ***	4.582	4.135
Kapitaloverdækning i pct. ****	4,8	4,2

Kilde: DLR (2015b og c) og DLR (2014 a og c).

*, **, ***, **** Er beregnet som forklaret ovenfor ved de øvrige tabeller i dette afsnit, dog har vi lagt SIFI tillægget på 0,2 pct. til solvensbehovet i 2015.

DLR har en kapitalmæssig overdækning inkl. SIFI buffer kravet på 4.135 mio. kr. svarende til 4,2 procentpoint.

Det fremgår af DLR (2014b), at DLRs bestyrelse siden 2012 løbende har arbejdet på en kapitalplan frem mod 2019. Kapitalplanen tager højde for de nye regulatoriske krav til størrelse og kvalitet af kapitalgrundlaget. Derudover tages der hensyn til bestyrelsens ønske om, at en større andel af kapitalgrundlaget skal udgøres af egentlig kernekapital. Ydermere sikres det, at DLR løbende skal have tilstrækkelige midler til at dække de udstedte obligationers SDO-status, hvilket f.eks. kan gøres ved udstedelse af Senior Secured Bonds (SSB) eller seniorgæld.

På baggrund af kapitalplanen har DLR igennem de seneste år gennemført flere initiativer til tilpasning af kapitalgrundlaget. Disse tiltag har bl.a. omfattet aktieemissioner og udstedelse af hybrid kernekapital, hvilket sammen med overført overskud til reserverne har været medvirkende til at DLR d. 21 maj 2014 kunne indfri den sidste tranche på 1,0 milliarder kr. af den i 2009 optagne statslige hybride kernekapital, som dengang udgjorde 4,8 milliarder kr.

I gennem 2014 har DLR, ligesom flere af de øvrige institutter, gennemført flere konverteringskampagner, hvor fokus har været på at flytte låntagerne fra F1- og F2- lån over i andre lån med længere bagved løbende funding. Disse låntyper, hvortil DLR har forsøgt at få låntagerne flyttet over til, inkluderer RT-Kort-lån, F3- og F5-lån samt fastforrentede lån. Årsagen til, at man har ønsket at flytte låntagerne over i lån med længere løbetid, har bl.a. været hensynet til den fremtidige Net Stable Funding Ratio (NSFR) på 1 års sigt samt pejlemærket i tilsynsdiamanten angående lån med kort funding.

Ud fra en systemisk risiko tankegang så må det vurderes som værende positivt, at instituttet arbejder på at forbedre situationen i forhold til de fremtidige likviditetskrav og pejlemærket i tilsynsdiamanten, da refinansieringsrisikoen samtidigt mindskes, hvis færre lån er udstedt med kort funding. Dog skal det her påpeges, at RT-Kort er et variabelt forrentet lån, hvor renten er fast i 6 måneder ad gangen, og denne sættes ud fra en reference rente (CITA- eller CIBOR renten). Med denne nye type af kortrentelån, kan man diskutere, om det reelt gør en forskel på låntagernes renterisiko at skifte fra F1 til RT-Kort lån.

11.3.7 LR Realkredit A/S

Bag LR Realkredit A/S (LR) står bankerne Arbejdernes Landsbank, Nordea Bank Danmark, Danske Bank, Jyske Bank og SEB. Målet for instituttet er primært at finansiere offentligt og offentligt støttede projekter. Ud over deres primære virke indenfor finansiering af offentlige anliggende, har instituttet ligeledes specialiseret sig i andelsforeninger, både støttede og ustøttede, almene boligbyggerier, byfornyelse, uddannelsesinstitutioner, socialbyggeri samt domicilejendomme for foreninger og organisationer. De yder derimod ikke lån til ejerboliger, erhvervsejendomme samt jordbrugsvirksomhed jf. LR Realkredit A/S (2015c).

LR er landets mindste realkreditinstitut, hvilket også kan ses af instituttets balance, som er en del mindre end de øvrige institutters.

LR oplevede ligesom de øvrige institutter en markant stigning i konverteringerne i 1. halvår af 2015, hvilket medførte en stigning i især gebyrindtægterne. Nettorente- og gebyrindtægterne steg, men resultatet før- og efter skat faldt til henholdsvis 112 mio. kr. og 85 mio. kr. imod 147 mio. kr. og 111 mio. kr. i 1. halvår 2014.

Tabel 11.7 - LR Realkredits performance.

LR Realkredit A/S		
	1. halvår 2014	1. halvår 2015
Mio. kr.		
Nettorente- og gebyrindtægter	87	97
Nedskrivninger	3	7
Resultat før skat	147	112
Periodens resultat	111	85
Egentlig kernekapital	2.939	3.263
Total capital	2.939	3.263
Risikovægtede aktiver *	14.845	15.250
Solvensbehov	1.213	1.524
Solvensbehov i pct.	8,2%	10,0%
Egentlige kernekapitalprocent	19,8%	21,4%
Total capital ratio	19,8%	21,4%
Kapital overdækning **	1.726	1.740
Kapitaloverdækning i pct. ***	11,6	11,4

Kilde: LR (2015a og b) og LR (2014a).

* Denne er beregnet ved at dividere total capital med total capital procenten, som begge er opgivet i regnskabet.

** og *** Er begge beregnet som ved de ovenstående tabeller.

Det fremgår af tabellen, at LR har en pæn kapitalmæssig overdækning i form af nominelt 1.740 mio. kr., svarende til 11,4 pct. i forhold til det individuelle solvensbehov.

11.3.8 Realkreditsektorens samlede performance i forhold til kapitalkravene

Ud fra de ovennævnte beskrivelser af de enkelte institutters performance, ses det, at sektoren som helhed er godt kapitaliseret på nuværende tidspunkt. Dette bakkes yderligere op i Finanstilsynet (2015b), som ligeledes vurderer den samlede realkreditsektors nuværende situation i forhold til kapitalisering til at se fin ud. I forhold til overholdelsen af de nye CRR og CRD IV krav opfylder alle institutterne både kravene til det nuværende niveau, ultimo 2014, samt hvis kravene var fuldt implementeret, vurderet ud fra det kapitalgrundlag som institutterne har i dag. Dog vil enkelte institutter frem mod 2019 skulle øge deres kapitalisering for at stå stærkere, da deres overdækning er vurderet i forhold til uændrede risikovægtede aktiver frem mod 2019. En forholdsvis stor andel af institutternes kapitalgrundlag udgøres af egentlig kernekapital, hvorfor de også umiddelbart kan overholde det fuldt indfasede krav i forhold til denne.

I Finanstilsynet (2015b) bemærkes det, at udlånet er steget mere end kapitalen i sektoren som helhed i årene 2010 – 2014. Finanstilsynet bemærker dog samtidigt, at risikoeksponeringen kun er steget begrænset, samt at kapitalprocenterne er steget, når man ser over hele perioden.

Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit er dele af koncerner, hvor Basel 1 gulvkravet ikke er opfyldt på koncernniveau, hvilket vil gøre, at kapitalkravet til realkreditinstitutterne stiger som følge af CRD IV, selv om dette ikke kan ses ud fra realkreditinstitutniveauet jf. Finanstilsynet (2015b). De realkreditinstitutter, som er dele af koncerner, rammes altså i forhold til interconnectnes og skal stille yderligere sikkerhed på baggrund af dette, så denne risiko modarbejdes. Finanstilsynet påpeger, at de institutter, som er dele af koncerner, alt andet lige vil have lettere adgang til at få tilført yderligere kapital fra deres ejere om nødvendigt.

På baggrund af den nuværende og kommende situation i forhold til opfyldelsen af kapitalkravene, som dækker kapitalbevaringsbufferen, den kontracykliske buffer og en systemisk buffer, vil realkreditsektoren set ud fra kapitalforholdene være godt rustet. Der vil være taget hånd om de tre overordnede problemstillinger i forhold til systemisk risiko:

- Cykliske institutter
- Interconnectness
- Too – big – to – fail

Hvorfor det på baggrund af kapitalforholdene må siges at se positivt ud for den danske realkredit sektor som helhed. Dog skal det huskes, at nogle institutter skal udvide deres kapitalgrundlag frem mod 2019, da det nuværende billede er vurderet på baggrund af en uændret mængde af risikovægtede aktiver, hvilket alt andet lige ikke vil være tilfældet helt frem til 2019.

I forhold LCR – kravet som indføres pr. 1. oktober 2015 for SIFI-institutter og Net Stable Funding Ratio'en som indtil nu er en Basel standard, men som EU kommissionen arbejder på at få til en EU standard fremadrettet, er der ikke så meget at sige endnu. Jf. vores samtale med medarbejderen fra Finanstilsynets "Kontor for International markedskontakt, Funding, Likviditet og SIFI-Analyse" jf. Bilag 01, så er det meget begrænset, hvad Finanstilsynet ved i forhold til, hvordan institutterne performer. Vi fik at vide, at det helt overordnet umiddelbart så fint ud, ud fra de første informationer som Finanstilsynet har fået tilbage i foråret 2015. Da EU standarden for Net stable funding ratio endnu ikke er på plads, og Liquidity Coverage Ratio kun lige er trådt i kraft ved denne

afhandlings afleveringstidspunkt, har vi ikke kunne få flere data på dette, da Finanstilsynets data indtil nu ikke er offentligt tilgængelige, og institutterne ikke rigtigt er begyndt at oplyse disse i deres rapporter (med undtagelse af Nykredit som kort nævner LCR- kravet i deres halvårsrapport).

I Finanstilsynet (2015b) fremføres det, at realkreditsektoren også bliver indlemmet under den nye danske afviklingslovgivning i forhold til et gældsbufferkrav på 2 pct., som indføres frem mod 2024. Kravet på 2 pct. udregnes i forhold til det samlede uvægtede udlån og kan dækkes via egentlig kernekapital, hybrid kernekapital, supplerende kapital eller usikret seniorgæld. Dette krav skal dækkes med kapital, som ikke i forvejen indgår til dækning af de øvrige kapitalkrav. Med det samlede realkreditudlån på 2.565,6 mia. kr. ultimo 2. kvartal 2015 ville det samlede gældsbufferkrav på 2 pct. af udlånet udgøre 51,3 mia. kr.

Kravet implementeres for at sikre, at sektoren har tilstrækkelig kapital i forhold til at kunne afvikle eller restrukturere et nødlidende institut. Gældsbufferkravet sikrer, at der er tilstrækkelig kapital i institutterne til at videreføre de systemisk vigtige funktioner uden, at der skal bruges offentlige midler, hvorved man undgår, at Nationalbanken skal være ”lender of last resort”.

11.4 Tilsynsdiamanten

For at sikre at realkreditsektoren er bæredygtig blev det foreslået i Rangvid (2013) at der skulle oprettes en tilsynsdiamant for realkreditinstitutterne lignende den gældende tilsynsdiamant for pengeinstitutter. Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter forelå i den endelige udgave i december 2014. På baggrund af institutternes nuværende positioner indenfor de fem pejlemærker og den igangværende kalibrering i forhold til disse, vurderer Finanstilsynet at de respektive institutter vil kunne opfylde pejlemærkerne når diamanten bliver fuldt implementeret i henholdsvis 2018 for tre af pejlemærkerne og 2020 for de sidste to. Kravene til afdragsfrihed og lån med kort funding indføres som sagt først i 2020 så realkreditinstitutterne kan nå at få tilrettet deres porteføljer.

Finanstilsynet (2015b) påpeger yderligere at der skal fokus på realkreditinstitutternes lånetyper og fordelingen heraf. De rentetilpassede lån udgjorde 70 pct. af realkreditsektorens samlede udlån ultimo 2014, hvilket inkludere udlånet til landbruget og virksomheder udover henholdsvis ejerboliger og fritidshuse. Tallet er allerede på nuværende tidspunkt (2. kvartal 2015) nede på 63,5 pct. Hvilket er et tydeligt bevis på den konverteringsbølge der har været set igennem de to første kvartaler af 2015. Ligeledes fremgår det at udlånet med afdragsfrihed antog 52 pct. ultimo 2014

hvilket på nuværende tidspunkt er på samme niveau. Der er altså en væsentlig renterisiko i institutternes låneporteføljer til trods for en begrænset stigning i andelen af fastforrentede lån.

I forhold til de enkelte institutter har vi kigget på hvor langt hvert enkelt institut er i forhold til at opfylde kravene i tilsynsdiamanten.

De fem pejlemærker er følgende:

6. Udlånsvækst: Gælder fra 2018
7. Låntagers renterisiko: Gælder fra 2018
8. Afdragsfrihed på lån til private: Gælder fra 2020
9. Lån med kort funding: Gælder fra 2020
10. Store eksponeringer: Gælder fra 2018

Kilde: Finanstilsynet (2014b)

Udover de fem ovennævnte pejlemærker har Finanstilsynet fremsat yderligere to krav til realkreditsektoren. For det første indføres kravet om minimum 5 pct. udbetaling ved køb af bolig som bliver implementeret pr. 1. november 2015. For det andet er der blevet fremsat forslag at finansiering af erhvervsejendomme kun kan ske hvis det kan dokumenteres at ejendommen kan generere positiv likviditet.

Tabel 11.8 – Institutternes nuværende situation i forhold til tilsynsdiamantens pejlemærker.

Pejlemærker	RD	Nykredit	Totalkredit	Nordea	BRF	DLR	LR
1. Udlånsvækst	X	X	N/A	N/A		X	X
2. Låntagers renterisiko	X	X	N/A	N/A			X
3. Afdragsfrihed			N/A	N/A		X	(X)
4. Kort funding			N/A	N/A			X
5. Store eksponeringer	X	X	N/A	N/A	X	X	X

Kilde: Institutternes egne rapporter, som fremgår nedenfor.

* Felter markeret med "X" indikere at instituttet opfylder det pågældende pejlemærke.

11.4.1 Realkredit Danmark A/S

Som tidligere beskrevet indføres en tilsynsdiamant i dansk realkredit hvor institutterne har frem til 2018 til at få tilpasset deres udlånsportefølje så de overholder pejlemærkerne om udlånsvækst, låntagers renterisiko og store eksponeringer. Realkredit Danmark bemærker i Realkredit Danmark (2015) at de overholder disse tre pejlemærker. De sidste to pejlemærker, som omhandler kort

funding og afdragsfrihed, har institutterne frem til 2020 til at opfylde. Disse pejlemærker opfylder Realkredit Danmark ikke endnu, men det forventes at disse vil være opfyldt inden tilsynsdiamantens fulde ikrafttrædelse.

I gennem første halvår af 2015 har kunderne i højere grad efterspurgt lån med fast rente og afdrag, hvilket har bidraget til at forbedre instituttets situation i forhold til pejlemærkerne i tilsynsdiamanten. Andelen af lån med kort funding er faldende og det forventes at det årlige omfang af refinansiering kun vil overstige pejlemærket for dette i et enkelt år frem mod 2020. Der arbejdes fortsat på at justere fundingen i forhold til hvordan sammensætningen er på nuværende tidspunkt.

Mængden af afdragsfrie lån er ligeledes faldende da kunderne (låntagerne) i mindre grad end tidligere benytter sig af muligheden for afdragsfrihed.

Overordnet set er det positivt, at Realkredit Danmark er godt på vej til at opfylde kravene i tilsynsdiamanten. Det er positivt at tre af pejlemærkerne allerede er opfyldt og de er på vej imod at opfylde de sidste to inden den fulde ikrafttrædelse af diamanten. At udlånsporteføljen bliver justeret så pejlemærkerne overholdes vil også bidrage til, at mindske instituttets bidrag til den systemiske risiko. Realkredit Danmark er Danmarks næststørste realkreditinstitut, hvorfor det er vigtigt for den generelle systemiske sikkerhed, at risikoen i et så vigtigt institut mindskes.

11.4.2 Nykredit Realkredit

I forhold til opfyldelse af pejlemærkerne i tilsynsdiamanten så oplyste Nykredit i deres årsrapport for 2014, jf. Nykredit (2014b), at de på daværende tidspunkt opfyldte de tre pejlemærker som er gældende fra 2018. Der hvor deres udlånsporteføljemix skal ændres i løbet af de kommende år frem mod 2020 implementeringen er i forhold til andelen af lån med afdragsfrihed og lån med kort funding.

I forhold til dette ville det, på daværende tidspunkt, nyeste indførte tiltag med forhøjede administrations margin rater og refinansieringsomkostninger gøre det dyrere for låntagerne, at optage og videreføre lån med kort funding og lån med afdragsfrihed. Dette vil øge incitamentet for låntagerne til, at optage eller ændre låntype, i lighed med indvirkningen fra de differentierede bidragssatser, som beskrevet tidligere.

Nykredit skriver i Nykredit (2014b), at de ændrede omkostninger ved de kørsløbende lån gør, at de afdragsfrie lån med refinansiering hvert år ikke længere er attraktive for låntagerne pga. priserne. Hvilket også allerede kunne ses ved refinansieringen i januar, hvor kun halvdelen af de låntager

som havde lån med 1-årig rentetilpasning valgte at fortsætte med dette, frem for at skifte over i andre låntyper som den anden halvdel valgte. I forhold til dette skal det lige nævnes, at de ændrede udsigter til stigende renter formentligt også har haft en indvirkning på dette, og at årsagen til den ændrede efterspørgsel ikke alene kan tilskrives de ændrede omkostningsforhold.

Det kan altså konkluderes, at Nykredit ultimo 2014 opfyldte de tre pejlemærker som bliver implementeret i 2018, og de arbejder på at opfylde de sidste to som implementeres i 2020.

11.4.3 Totalkredit

Det har ikke været muligt, at finde en isoleret opgørelse over Totalkredits situation i forhold til Tilsynsdiamanten. Totalkredit er medtaget i Nykredits opgørelse af situationen i forhold til overholdelse af de fem pejlemærker.

11.4.4 Nordea Kredit

Det har ikke været muligt, at finde oplysning angående Nordea Kredits opfyldelse af tilsynsdiamanten til realkreditinstitutter. Nordea nævner tilsynsdiamanten og dens pejlemærker i deres årsrapport for 2014, jf. Nordea (2014b), men ikke hvordan de står i forhold til disse. Vi har været i kontakt med Finanstilsynet angående, om det kan være rigtigt at Nordea ikke har rapporteret deres nuværende status i forhold til tilsynsdiamanten og vi fik følgende svar pr. mail d. 28 september 2015 jf. bilag 4:

"Vi ved ikke hvorfor Nordea ikke offentliggør deres positioner på diamanten. Det er ikke en pligt at offentliggøre dem."

Kilde: Medarbejder i Finanstilsynet: "Specialkonsulent, cand.polit Kontoret for Bankanalyse"

* Det skal nævnes at vi kender medarbejderens navn, men ikke kan oplyse andet end personens stilling.

Det har derfor ikke været muligt for os at finde frem til Nordeas nuværende position i forhold til tilsynsdiamanten og medtage dette i denne afhandling.

11.4.5 BRFkredit

I forhold til Finanstilsynets tilsynsdiamant så overholder BRFkredit pr. 30 juni 2015 jf. BRF (2015b) pejlemærket for koncentrationsrisiko da denne skal være under 100 pct. og BRF ligger på 72,5 pct. Instituttet overholder derimod ikke pejlemærket for udlånsvækst i forhold til ejerboliger og fritidshuse (hvilket ellers var tilfældet ultimo 2014) da denne skal være under 15 pct. og BRF ligger

på 23,1 pct. BRFkredit bemærker her at pejlemærket gælder på årsbasis. Derudover bemærkes det, at BRF primært finder at væksten skyldes kundetilgang som resultat af fusionen med Jyske Bank, og de finder samtidigt ikke denne vækst problematisk da der primært er tale om kendte kunder i koncernen, og det derfor ikke er konjunkturdreven vækst i kundetilstrømningen. I forhold til kravene om kort funding, renterisiko og afdragsfrihed nævnes det i BRF (2015a) at sektoren som helhed overskrider middelværdierne, frem for at forklare hvorfor BRF gør dette. Instituttet holder løbende øje med udviklingen i forhold til pejlemærkerne, og de forventer samtidig at være på et niveau hvor pejlemærkerne overholdes ved ikrafttrædelsestidspunkterne i henholdsvis 2018 og 2020. I forhold til de sidste tre pejlemærker så kan det nævnes at hvad angår pejlemærket for låntagers renterisiko som skal være på under 25 pct. ligger BRF på 29,4 pct., afdragsfrihed skal være mindre end 10 pct. her ligger BRF på 10,8 pct. og endeligt i forhold til lån med kort rente, overskrider BRF kravet i forhold til den årlige refinansiering som skal være mindre end 25 pct. her ligger BRF på 26,3 pct.

Det er værd at bemærke at BRFkredit i mange år ikke har ydet lån til landbrug, skovbrug og gartneri. Dette må alt andet lige vurderes som positivt, i forhold til den nuværende situation i især den danske landbrugssektor, hvor en stor del af landmændene agerer under økonomisk svære vilkår.

11.4.6 DLR kredit

I forhold til tilsynsdiamanten så beskrives DLRs situation i forhold til denne ikke i hverken DLR (2015a eller b), men derimod i instituttets årsrapport for 2014 (DLR (2014b)). Det bemærkes at instituttet forventer at opfylde alle fem pejlemærker ved tidspunktet hvor disse træder i kraft, men samtidigt også at der pt. arbejdes på at tilrette porteføljen så instituttet bliver i stand til at opfylde alle kravene. Der er behov for tilpasning i forhold til pejlemærkerne 2 (låntagers renterisiko) og 4 (lån med kort funding). Med baggrund i de ovenfor nævnte konverteringskampagner ved refinansieringsauktionerne skete der i 2014 et skifte i udlånsporteføljen som så er fortsat igennem første halvår 2015. Dermed ser det positivt ud for DLR med hensyn til overholdelse af pejlemærkerne.

11.4.7 LR Realkredit

LR skriver i deres Risiko- og kapitalstyring 2014, jf. LR (2014b) rapport at de allerede opfylder pejlemærkerne i tilsynsdiamanten. Instituttet bemærker i samme rapport at pejlemærket angående

omfanget af afdragsfrihed ikke er relevant for instituttet da dette pejlemærke retter sig mod udlån til private. Af den årsag er dette pejlemærke markeret med (X) i ovenstående tabel 11.8.

Overordnet set ser det ud til at de enkelte institutter er godt på vej til at opfylde pejlemærkerne.

Nordea og Totalkredit kommentere ikke på deres nuværende opfyldelse af kravene, men det konkluderes af Finanstilsynet (2015b) at det på sektor niveau ser fornuftigt. Med afsæt i institutternes indberetninger, deres aktuelle positioner og de igangsatte tiltag vurderer tilsynet at institutterne vil være indenfor pejlemærkernes grænseværdier på tidspunkterne for implementering.

Refinaansieringsrisikoen var et reelt problem frem til indførelsen af den nye lovgivning i 2014.

Tidligere var detådan at en fejlet refinansiering medførte en rekonstruktionsproces og i yderste konsekvens en konkurs for realkreditinstituttet. Med den nye lovgivning bliver obligationer automatisk forlænget 1 år ad gangen ved en fejlsagen refinansiering. Sammenkoblet med F1 lånenes dalende popularitet, betyder det at refinasieringsrisikoen nu stort set ikke udgør en systemisk risiko.

Hvad angår indlåsnings effekter i de udestående obligationsserier så er denne til stede, men den får formentligt kun konsekvens for et begrænset antal låntagere der vil opleve stigende priser i tilfælde af et ønske om førtidig indfrielse af deres lån, hvorfor dette ikke er at betragte som en systemisk risiko.

I forhold til de strammede krav til institutternes kapitaldækning som vil blive indført over de kommende år frem mod 2019 ser det på sektorniveau fornuftigt ud. Det kan konkluderes at enkelte institutter skal øge deres kapitaldækning, men at de generelt set er godt dækket i forhold til de kommende krav. Med hensyn til den systemiske risiko, er det dog værd at bemærke, at kapitaldækningenskravene ikke sikre imod opbygningen af systemiske risici, men derimod at institutterne har tilstrækkelig kapital til at dække eventuelle konsekvenser af systemiske risici. Tilsynsdiamanten søger derimod at sikre en bæredygtig udvikling i den danske realkreditsektor og dermed også at begrænse opbygningen af systemiske risici. På nuværende tidspunkt har tilsynsdiamanten, til trods for at denne først er gældende fra 2018, allerede haft indflydelse på institutternes udlånsporteføljer. Tilsynsdiamanten har tilknyttet til længerelevende finansiering, hvorfor institutterne blandt andet har øget bidragssatserne, for at give låntagerne incitament til at søge væk fra F1 lånene og vælge låntyper med en længere refinansieringsperiode.

12.0 Farveskallering af nuværende systemiske risici i dansk realkredit

Med udgangspunkt i IMF's Article IV, IMF (2014), inddeler vi vores undersøgte risici i forhold til den relative sandsynlighed, og hvori risikoen består samt, hvor stor indflydelse risikoen får, hvis den realiseres, samt hvad der fra politisk hold er gjort for at modarbejde de pågældende risici.

Vi klassificerer sandsynligheden for de forskellige risici og deres indflydelse, hvis denne realiseres, efter om den er **høj**, **middel** eller **lav**.

Risikoanalyse af de nuværende systemiske risici i dansk realkredit	
Kilde til risiko og dens relative sandsynlighed	Forventede indflydelse ved en realisering
Medium/Høj Renterisiko • Den øgede rentefølsomhed påvirker hele realkreditsystemet. • Renterisikoen er primært opstået som følge af variabelt forrentede og rentetilpassede lån.	Medium/Høj Hvis renterne stiger kan det få store konsekvenser for realkreditsystemet. Det være sig for de enkelte låntagere der kan blive ramt af forhøjede ydelser og prisfald på deres ejendomme. Realkreditinstitutterne kan blive ramt af rentestigninger i form af en øget kreditrisiko.
Tiltag	Renterisikoen er forsøgt inddæmmet på flere områder. Tilsynsdiamanenten forsøger at tilrette realkreditinsitutternes udlånsporteføljer. Bidragssatserne tilskynder til længere fundede lån. Samtidigt forsøger man med 5 pct. reglen der skal sikre en større udbetaling og dermed en større friværdi i boligen at gøre boligejerne mere robuste overfor eventuelle renteændringer.

Medium/Høj Den samlede obligationsrestgæld og fordelingen på låntyper • Danmark har den højeste gæld i forhold til BNP i OECD. • Af det samlede udlån er: 63,5% af udlånet er rentetilpasset og 51,7% er med afdragsfrihed.		Medium/Høj • I tilfælde af en stor rentestigning kan det få store konsekvenser for både boligmarkedet og landbruget. Det kan medføre store boligprisfald og konkurser i landbruget som følge af likviditetsproblemer.
Tiltag	Der er blevet lavet flere tiltag for at udbedre disse problemer. Tilsynsdiamanten er indført, forlængelse af fl lån, øgede bidragssatser og udbetaling på 5% ved boligkøb fra 1. November.	
Medium Boligpriserne • Todeling på boligmarkedet • Overophedning på dele af boligmarkedet		Lav/Medium • Stagnerende priser og længere liggetider i yder kommuner som kan skabe risiko for realkreditte. • Selvförstärkende priser som giver øget risikotagning og spekulation. • Giver risiko for store prisfald i fremtiden. Kan betyde insolvente låntagere og mulige tab for realkreditte.
Tiltag	Tilsynsdiamanten og God Skikregel fra 1. november med 5% udbetaling. Derudover afhjælper kapitalkravene til øget sikkerhed, grundet jo større udlån desto større sikkerhed skal instituttet stille.	
Medium/Høj Økonomisk robusthed • Ved rentestigning • Konjunkturedgang		Medium/Høj • Boligmarkedet vil kunne klare en mindre stigning i renterne, men det vil få konsekvenser for boligpriserne. • Landbruget er yderst følsom overfor både rentestigninger og konjunkturændringer, da deres likviditet

		i forvejen er presset.
Tiltag	Tilsynsdiamanten er det primære tiltag til at sikre, at disse ikke bliver et problem. Pt. debateres det politisk, hvordan man bedst hjælper landbruget i den nuværende situation.	
Lav Refinansieringsrisiko • Store rentestigninger over 5% på et år • Fejlet refinansiering		Høj • Med den nye refinansieringslov bliver der sat et 5 pct. loft over den årlige rentestigning på helt kortløbende obligationer. • Hvis refinansieringen fejlede betød det tidligere stort set konkurs af instituttet, men nu vil obligationernes løbetid blive forlænget.
Tiltag	Den nye refinansieringslov (2014).	
Medium Kreditgodkendelse • Kreditgodkendelse på baggrund af 30 årigt fastforrentet lån med afdrag.		Medium • Der kan stadig vælges både rentetilpassede og afdragsfrie lån • Renteniveauet er på historisk lavt niveau. • Problemerne opstår dermed ved senere omlægning til fast rente og afdrag, som betyder kraftigt stigende ydelser og kreditgivningen kan derfor være for lempelig.
Tiltag	Der er ikke taget noget direkte tiltag til at ændre på kreditgodkendelsesprocessen, men via tilsynsdiamanten og øget bidragssatser tilskynder man til mere sikker finansiering.	
Høj Kreditgivning i landbruget • Alt for stor belåning, specielt op til finanskrisen		Medium/Høj • Konsekvensen af de store udlån til landbruget er, at sektoren er presset rent likviditetsmæssigt.

	• Landbruget er i forvejen presset på indtjeningen, hvilket gør at der ikke er plads til afdrag på realkreditgælden. • En meget stor del af belåningen i landbruget er med rentetilpasning og en stor del af landbruget har derudover optaget swaps, hvilket resulterer i en høj rentefølsom.
Tiltag	Tilsynsdiamanten og den igangværende debat rent politisk omkring hjælp til landbruget.

13.0 Konklusion

I nærværende afhandling har vi arbejdet med at kigge på hvad systemisk risiko er og derudfra belyst den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit. Systemisk risiko indebærer de tre hovedpunkter cykikalitet, indbyrdes afhængighed mellem institutter (interconnectnes) og too – big - to – fail problematikken. En pludselig økonomisk nedtur eller konkurs hos en eller fleres markedsdeltager der kan skabe en kaskadeeffekt, så det får konsekvenser for dele eller hele systemet for finansielle services kaldes under et for en systemisk risiko. I forhold til den danske realkreditsektor har vi søgt at bestemme risici der kan få ovenævnte konsekvenser. Altså risici der kan medfører konkurs for et eller flere realkreditinstitutter eller påvirke den samlede realkreditsektor.

Den systemiske risiko i dansk realkredit udgøres af flere risici og den indbyrdes afhængighed imellem disse. Vi har søgt at bestemme enkelte risici der kan betegnes som systemiske og vi har vurderet den samlede risiko i systemet for at bestemme den nuværende systemiske risiko i dansk realkredit.

På markedet for ejerbolig og fritidshuse kan det konkluderes at der stadigvæk er væsentlige risici. Udlånets størrelse, valget af låntyper, det nuværende lave renteniveau samt prisudviklingen på boligmarkedet bidrager til en fælles risiko som i værste fald kan blive systemisk. Det lave renteniveau holder hånden under de boligejere som er hårdt presset økonomisk og burde alt andet lige tilskynde til at der i højere grad bliver valgt lån med 30 årig fast rente end tilfældet er.

Det lave renteniveau betyder dog også at der kan lånes mere da kreditgodkendelsen sker på baggrund af et 30 årigt fastforrentet lån med afdrag, som i 2015 har haft en historisk lav påtrykt rente. Trenden er at der handles på ydelser, dermed kan det lave renteniveau være en yderligere tilskyndelse til større belåning.

Problematikken i dette opstår hvis der vælges rentetilpasning og/eller afdragsfrihed, da man derved risikere at renten stiger markant når der skal rentetilpasses ved de bagvedliggende obligationers udløb. Hvis renterne er steget markant er der ligeledes risiko for at boligpriserne er faldet og at nogle boligejere derfor ikke kan konvertere da de overstiger deres LTV. Dermed kan de ikke få forlænget deres afdragsfrie periode ved ophør af denne. Et worst case scenarie er altså at renterne stiger markant, det medfører boligprisfald og kan betyde insolvente låntagere som bliver stavnsbundet i boligen med en kraftigt forhøjet boligydelse.

Det kan skabe yderligere problemer at der i øjeblikket ses tegn på overophedning af boligmarkedet og selvforstærkende priser især omkring København, mens andre regioner oplever stagnerende til faldende priser, altså er boligmarkedet på nuværende tidspunkt todelt. Den fastfrosne ejendomskat bidrager til denne udvikling, og den burde ændres til en procentsats af boligens nuværende markedsværdi fremfor et nominelt beløb, for på den måde at stabilisere boligpriserne. De øgede boligpriser betyder yderligere belåning og dermed endnu større renterisiko.

Renterisikoen som ligger i låntyperne og kreditgivningen kan altså gå hen og blive systemisk i form af kreditrisiko for realkreditinstitutterne. For at begrænse den øgede belåning af boligen indføres der pr. 1 november et krav om 5 pct. udbetaling ved at købe af bolig. Det er dog tvivlsomt om denne regel får andet end en psykologisk effekt da det fortsat er muligt at tilgå kapital andetsteds fra.

Kvag de øgede bidragssatser på kortfundede lån (især F1- og F2 lån) tilskyndes låntager til at konvertere til lån med længere tid mellem refinansieringerne. Dette har bevirket at andelen af lån med fast rente over 30 år er steget, men også at andelen af lån med rentetilpasning hvert 3 – 10 år er steget. Nogle af låntagerne som før ønskede F1 lån er konverteret til variabelt forrentede lån med referencerente, eksempelvis et CITA- lån med halvårlig rentetilpasning. Det må kunne konkluderes at fastlåsnings af renten for en treårig periode, vil betyde at risikoen for en rentestigning ved næste refinansiering er høj og det er derfor tvivlsomt hvor godt det er for den systemiske sikkerhed at flere har valgt at gå fra F1 lånene til F3-F5 lånene, i stedet for at låse sig fast for en endnu længere periode. Den lavere popularitet af især F1 lån og den nye refinansieringslov har gjort at refinansieringsrisikoen er blevet væsentligt formindsket. Tidligere var den en væsentlig systemisk risiko men det lader ikke til at være tilfældet længere. Ved en fejlet refinansiering vil institutterne

ikke længere skulle igennem en rekonstruktionsproces og en eventuel efterfølgende konkurs, da obligationerne automatisk forlænges.

Renterisikoen er ikke kun en risiko som er blevet aktuel for ejerboliger og fritidshuse, men i høj grad også for henholdsvis andelsboliger, udlejningsejendomme og i særdeleshed landbruget. Indenfor andelsboligsektoren ses en betydelig risici for de andelsboligforeninger der er stiftet i årene op til finanskrisen. Her er ejendommene blevet købt til opskruede priser og er finansieret med både rentetilpasning og afdragsfrie lån. Derudover har en betydelig andel af disse nye andelsboligforeninger også optaget swap aftaler som har store konsekvenser for foreningernes egenkapital, og dermed for andelshavernes økonomi. Disse risici kan få konsekvenser for realkreditte, hvis foreningerne med for dyrt købte ejendomme går konkurs. Det må dog konkluderes at der med den nye andelsboliglov fremadrettet vil være faldende risiko i sektoren og at de samlede systemiske risici i andelsboligforeningerne er begrænsede for realkreditsektoren. Den samme problematik har gjort sig gældende på markedet for udlejningsejendomme. På dette marked indføre Finanstilsynet dog en ændring i forhold til kreditgivning som betyder at der ikke fremadrettet kan belånes udlejningsejendomme som ikke kan generere positiv likviditet. Kombineret med den nye andelsboliglov, der skal sikre bedre økonomi i nystiftede andelsforeninger og dermed begrænse hvor meget eventuelle andelsforeninger kan belåne, må det alt andet lige begrænse risikovilligheden på udlejningsejendoms markedet. Slutteligt burde det begrænse spekulationen i udlejningsejendomme og dermed den systemiske risiko.

Endnu værre ser det ud indenfor landbruget hvor de primære problemer er den store belåning og likviditetsproblemer. Likviditetsproblemerne gør at landbruget har svært ved at forrente og i særdeleshed afdrage på deres gæld. Mere end 80 pct. af belåningen i landbruget er med rentetilpasning og mere end halvdelen af det samlede udlån til landbruget er med afdragsfrihed. Den store andel af rentetilpasset belåning gør at sektoren i høj grad er udsat for renterisiko og likviditetsproblemerne giver en væsentlig kreditrisiko.

Den store gæld i landbruget blev i særdeleshed opbygget frem til 2010, hvor harmonikravet blev fjernet. Lån blev ydet på spinkle grundlag og jordpriserne steg voldsomt. Det skønnes at op imod 1/3 af landmændene vil gå konkurs i de kommende år hvis der ikke fra politisk hold tages tiltag til at hjælpe landbruget. Samlet set giver renterisikoen, kreditrisikoen og den store andel af muligt kommende konkurser en risiko for realkreditsektoren som i værste fald kan vise sig at blive systemisk.

Systemisk risiko har været i fokus i de senere år både indenfor EU og i Danmark. Dette har udmøntet sig i øgede kapitalkrav fra EU's side i form af CRR og CRD IV kravene som skal sikre at der er tilstrækkelig kapital i de enkelte institutter til at modstå eventuelle økonomiske vanskeligheder. Kapitalkravene medvirker ikke til at mindske opbygningen af systemisk risiko, men tager hånd om eventuelle konsekvenser skulle de materialisere sig. Med kapitalkravene sikre man sig i højere grad imod både eksponeringen overfor cykliske aktiver, kvag den modcykliske buffer. Hvad angår interconnectedness så bliver denne risiko modarbejdet via et øget krav til de institutter som er en del af en koncern da de i den forbindelse skal stille yderligere sikkerhed. Endeligt modarbejdes too – big – to – fail problematikken af SIFI bufferkravet, hvor systemisk vigtige finansielle institutter identificeres og stilles overfor ekstra kapitaldækningskrav, for at Nationalbanken ikke skal være lender of last resort i tilfælde af en ny finansiell krise.

Samlet set står den danske realkreditsektor godt rustet i forhold til de kommende skærper som kravene medføre. Enkelte institutter vil dog skulle stille yderligere sikkerhed for at opfylde de fuldt implementerede krav i 2019.

Fra Finanstilsynets side er der indført en tilsynsdiamant, som skal sikre at udlånet i det danske realkreditsystem sker på en holdbar måde og samtidig mindsker opbygningen af systemiske risici. Det kan konkluderes at de enkelte institutter er begyndt at tilpasse deres udlånsporteføljer i forhold til tilsynsdiamantens pejlemærker, og at flere af pejlemærkerne allerede er opfyldt. Der skal dog ske en fortsat tilpasning før institutterne fuldt ud opfylder de fem pejlemærker. Det kan konkluderes tilsynsdiamanten allerede har haft effekt imod at skabe et mere sikkert realkreditudlån, men der er fortsat brug for forbedringer i de kommende år. Det er Finanstilsynets holdning at sektoren som helhed vil nå at komme i mål i forhold til pejlemærkernes fulde implementering i 2020.

Overordnet set kan det altså konkluderes at der fra lovgivningsmæssig side er gjort tiltag til forbedringer og sikring af det danske realkreditsystem. Disse tiltag har haft en mærkbar og positiv effekt, men der er fortsat væsentlige risici i det danske realkredit system.

Ud fra analysen kan vi konkludere at de enkelte risikofaktorer i sig selv ikke vil være decideret systemiske, men den samlede effekt af dem kan blive systemisk.

Det lader til at der er sket et paradigmeskifte i det danske realkreditsystemet som betyder at der fra lovgivningsmæssig side er blevet gjort tiltag både i form af refinansieringslovgivningen,

stramningen af kapitalkravene og Finanstilsynets tilsynsdiamant, som modarbejder den systemiske risiko og dette har gjort systemet mere sikkert, men det har endnu ikke gjort at systemet er risikofrit.

Den nuværende systemiske risiko i det danske realkreditsystem hænger tæt sammen med de politiske lempelser der er gjort på området og de enkelte risici er tæt forbundne. Man er i gang med at modarbejde de risici der er opstået som konsekvens af de indførte lempelser, men man er fortsat ikke i mål.

14.0 Perspektivering

Hvis der skulle forskes videre i forhold til den systemiske risiko i dansk realkredit kunne det være relevant at analysere data på et mikrop lan, hvilket alt andet lige burde kræve at projektet blev udfærdiget i samarbejde med Nationalbanken eller Danmarks Statistik, da disse data er personfølsomme. Igennem specialeperioden har vi kontaktet Boligøkonomisk Videncenter, for adgang til deres Boligøkonomisk database på Aarhus Universitet, som de har i samarbejde med Danmarks Statistik, men da det dette er personfølsomme data, kunne vi ikke få adgang til disse. Et projekt som dette vil kunne bero på data omkring de enkelte familiers gældsforhold, gældsserviceringsbrøk samt hvilke låntyper de har valgt. På den måde kunne en rentefølsomhedsanalyse laves på de enkelte familier i de forskellige regioner i landet. Dermed kunne det vurderes eksempelvis hvor meget husene ville falde i pris i tilfælde af store skift i renten og hvor stor en indflydelse en rentestigning vil have på familiernes gældsserviceringsbrøk. En markant rentestigning burde alt andet lige betyde at huspriserne burde falde da omkostninger ved at bo stiger, det vil primært ramme familier med rentetilpasningslån, da kursværdien af gælden ikke er hedget imod en rentestigning. Derfor kunne det være relevant at udarbejde en boligpris model for at vurdere rentefølsomheden. Hvis boligprisfaldet i tilfælde af en rentestigning kunne bestemmes og man samtidig gik ind og kiggede på låntyper og deres kursudvikling kunne der udvikles et mere nøjagtigt estimat for den samlede systemiske risiko for de danske realkreditinstitutter. Det kunne bestemmes hvor stor en del af obligationsrestgælden der ikke var dækket af markedsværdierne på boligerne, og dermed om realkreditinstitutternes kapitaldækning er tilstrækkelig i forhold til differencen.

Ydermere kunne det være interessant at studere låntagers og långivers adfærd i forhold til boligkøb. Det kunne både være en vurdering af kreditgivningens størrelse, valg af låntype og om det skal være med eller uden afdrag. Hvad dette angår så ville det være interessant at kigge på hvad indførelsen af rentetilpasning og afdragsfrihed har haft af psykologisk effekt både for den enkelte låntager og for rådgivningen i realkreditinstitutterne. Ud fra dette kunne man kigge på hvordan denne adfærd har påvirket den systemiske risiko i realkreditsystemet og om de indførte tiltag har tilstrækkelig psykologisk effekt til at ændre denne adfærd.

15.0 Litteraturliste

Acharya, Viral V., Cooley, Thomas F., Richardson, Matthew P., Walter, Ingo (2011) "Regulating Wall Street". John Wiley & Sons, Inc. s. 64 + 412

Andelsforeningernes Fællesrepræsentation (2013) "Andelsboligforeningernes Bidragssatser"

Andelsforeningernes Fællesrepræsentation (2015a)

Hentet d. 26.09.2015 fra: <http://www.abf-rep.dk/lov-og-fakta/køb-og-salg-af-andelsbolig/andelsboligens-kendetegn/>

Andelsforeningernes Fællesrepræsentation (2015b)

Hentet d. 26.09.2015 fra: <http://www.abf-rep.dk/lov-og-fakta/oekonomi/andelsvaerdiberegning/>

Andersen, Asger L., Christensen, Anders M. og Nielsen, Nick F. (2012) "Familiernes formue og gæld", *Danmarks Nationalbank – Kvartalsoversig, 2. Kvartal 2012 – Del 2*

Ankersborg, Vibeke og Boolsen, Merete Watt (2007) "Tænk selv! Videnskabsteori og undersøgelsesdesign i samfundsvidenskab" *Forlaget Politiske Studier. Kapitel 1.*

Baldvinsson, Cato., Bender, Torben., Busck – Nielsen, Kim og Rasmussen, Flemming Nytoft (2011) "Dansk Bankvæsen" 6. Udgave, Karnov Group Denmark A/s. Kapitel 6

Bank of International Settlements (2010) "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems"

Bekendtgørelsen om lov om finansiel virksomhed (2015). Nr. 182 af 18 Februar 2015 kapitel 10. Hentet fra: www.retsinformation.dk 11-07.2015

Bloch, Lenn Mikkelsen., Krarup, Michael Leander., Krath, Thomas Kilde (2014) "Lov om regulering af refinansieringsrisiko". *Finans/Invest 2/14.*

Boligøkonomisk Videncenter (2012) ”Konsekvenser af huslejeregulering på det private udlejningsboligmarked”. September 2012. Afsnit 2.1

Boligøkonomisk Videncenter (2015) ”Bolig og tal 5 – Boligpriserne i 1.kvartal 2015”
Udgivet. Juni 2015, *Boligøkonomisk Videncenter ved Marc Lund Andersen*.

Bomgaard, Lotte og Laustsen, Kim (2009) ”Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip”.
Finans/Invest 6/09

BRF(2015a): ”Delårsrapport 1. Halvår 2015” *udgivet: 18 august 2015*

BRF (2015b) ”Solvensbehov for BRFkredit a/s for 2. Kvartal 2015” *Udgivet 18 august 2015*

Dam, Niels A., Hvolbøl, Tina S., Rasmusen, Morten H., (2014) ”Boligmarked i flere hastigheder”,
Danmarks Nationalbank

Danmarks statistik (2015) ”Boligopgørelsen 1. Januar 2015”.
Udgivet: 8 april 2015, nr .166

Danske Bank (2012) ”Flash Comment – Danmark, Nu er der tal på stigningen i ejendomsskatten i 2013”.
Danske Research

Danske Bank Group (2015+2014) ”Internal Capital Adequacy Assessment” 30 juni 2015+30 juni 2014.

DLR kredit A/S (2014a) ” Halvårsrapport 1. halvår 2014” Udgivet: 14 august 2014

DLR kredit A/S (2014b) ”Årsrapport 2014”

DLR kredit A/S (2014c) ” Tilstrækkeligt kapitalgrundlag og solvensbehov for DLR Kredit 3. kvartal 2014” Udgivet: 14. august 2014

DLR kredit A/S (2015a) ”Delårsrapport 1. kvartal 2015”

DLR kredit A/S (2015b) ”Halvårsrapport 1. halvår 2015” Udgivet: 13 august 2015

DLR kredit A/S (2015c) ”Tilstrækkelig kapitalgrundlag og solvensbehov for DLR kredit 3. Kvartal 2015” Udgivet: 13. august 2015

Erhvervs- og Vækstministeriet (2012) ”Rapport om etablering af et systemisk risikoråd i Danmark”, *Erhvervs- og Vækstministeriet, juni 2012*

Erhvervs- og Vækstministeriet (2013) ”Vækstpolitisk Tema nr. 2 – Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån”, *Erhvervs- og Vækstministeriet, januar 2013*

Europa- Parlamentet (2013) ”Europa- Parlamentet og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013”, udgivet 26. juni 2013. ”Om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012”. Forordningens betragtning 1. Artikel 92 + 93.

Finanstilsynet (2014a) ”Udpegning af systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI)”

Finanstilsynet (2014b) ”Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter”, dokumentet er oprettet d. 02.12.2014 og sidst redigeret d. 02.12.2014

Hentet d. 23.06.2015 fra: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Pressemeddelelser/Arkiv-PM/Presse-2014/Pressemeddelelse-tilsynsdiamant-realkreditinsitutter-021214.aspx>

Finanstilsynet (2015a) ”Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter”, dokumentet er oprettet d. 29.01.2015 og sidst redigeret d. 04.02.2015

Hentet d. 23.06.2015 fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Finanstilsynet/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Tilsynsdiamant-realkreditinstitutter.aspx>

Finanstilsynet (2015b) ”Realkreditinstitutter Markedsudvikling 2014”

Finanstilsynet (2015c) ”Hybrid Kernekapital”

Hentet d. 13.09.2015 <https://www.finanstilsynet.dk/da/Leksikon/Hybrid-Kernekapital.aspx>

Finanstilsynet (2015d) ”Redegørelse om inspektion i Nykredit Realkredit A/S”

Udgivet 11 maj. 2015 Finanstilsynet.

George, Co-Pierre (2011) ”Basel III and Systemic Risk Regulation – What Way Forward”,. *Global Financial Markets No. 17 2011* s. 4

Goodhart, Charles og Hofmann, Boris (2007) ”House Prices & the Macroeconomy: Overview”,. Oxford University press.

Grosen, Anders (2010) ”Basel III – et fæstningsværk i bankreguleringens Maginot-linje?”.

Finans/Invest (8/10)

Grosen, Anders (2011) ”Pensionsselskaber som jordejere”

Finans/invest (4/11)

Grosen, Anders og Jakobsen, Svend (2009) ”Det danske realkreditsystem og SDO-lovgivningen”.

Finans/Invest (6/09)

Grosen, Anders og Raaballe, Johannes (2011) ”Dansk realkredit – nu med systemisk risiko”.

Finans/Invest (1/11)

IMF (2012) ”Dealing with household debt”. Chapter 3 in: IMF 2012: Growth Resuming. Dangers Remain. World Economic Outlook. April 2012. *International Monetary Fund*.

International Monetary Fund (IMF) (2014) ”2014 Article IV consultation” IMF country report no. 14/331. *Udgivet: December 2014*

Jakobsen, Morten (2011) ”Da priserne på landbrugsjord mistede jordforbindelsen”

Finans/Invest (3/11).

Jensen, Peter Engberg (1997) ” Realkreditlån med rentetilpasning – En større succes denne gang”

Finans/Invest (8/97)

Joyce, Michael., Miles, David., Scott, Andrew og Vayanos, Dimitri (2012). "Quantitative easing and unconventional monetary policy – An introduction" Side F274. The Economic Journal, 122 (November) 2012.

Jørgensen, Peter Løchte (2013) "Om renteswaps, andelsboligforeninger og landmænd",
Finans/Invest (6/13)

Landbrugets FinansieringsBank (2015) "Halvårsrapport 2015"
Landbrugets FinansieringsBank

Larsen, Bjarne G., Tørnes-Hansen, Stig., Kristiansen, Klaus (1997) "FlexlånTM – fremtidens realkreditlån.", *Finans/Invest* (2/97)

LR Realkredit A/S (2014a) "LR Realkredits solvensbehov og den tilstrækkelige kapital", Opgjort pr. 30 juni 2014.
Udgivet: 22. august 2014.

LR Realkredit A/S (2014b) "Risiko- og kapitalstyring 2014"

LR Realkredit A/S (2015a) "Delårsrapport for 1. halvår 2015"

LR Realkredit A/S (2015b) "LR Realkredits solvensbehov og den tilstrækkelige kapital", Opgjort pr. 30 juni. 2015.
Udgivet: 17. august 2015

LR Realkredit A/S (2015c) <http://www.lr-realkredit.dk/om-lr-realkredit-as/> . Hentet 07-10-2015

Lunde, Jens (2009) "Boligcyklen i dyster fase: Boligprisernes vej ned ad en rutsjebane",
Finans/Invest (7/09)

Lunde, Jens (2012a) "Husholdningsgælden – et dansk bidrag til gældskrisen?", *Finans/Invest* (6/12)

Lunde, Jens (2012b) ”En analyse af de danske familiers gældsætning og finansielle sårbarhed”., *Finans/Invest* (7/12)

Lunde, Jens (2013a) ”Boligudgifter og user costs – en undervisningsnote

Lunde, Jens (2013b) ”Ny form for skattesnyd - SKAT snød andelsboligkøberne”
Skattefagligt November 2013

Lunde, Jens (2015) ” Smukt princip eller...” Boligsiden.dk 16.9.2015
<http://bolignyheder.boligsiden.dk/2015/09/smukt-princip-eller/>

Ministeriet for by, bolig og landdistrikter (2012) ”Andelsboligforeningers anvendelse af lån med tilknyttede renteswap- aftaler” *August 2012*

Ministeriet for by, bolig og landdistrikter (2014a) ”Andelsboligsektoren i tal”
Udgivet: 17.10.2014.

Ministeriet for by, bolig og landdistrikter (2014b)
Hentet 26.09.2015: <http://www.mbbi.dk/nyheder/nyhed/ny-lov-med-skaerpede-krav-til-stiftelse-af-andelsboligforeninger>

Ministeriet for by, bolig og landdistrikter (2015) ”Låneoptagelse i en andelsforening”
Hentet 26.09.2015: <http://mbbi.dk/bolig/andelsboliger/drift-af-en-andelsboligforening/laaneoptagelse-i-en-andelsboligforening>

Mybanker.dk (2015) Sammenlign bidragssatser på realkreditlån d. 7/7 - 2015,
<http://www.mybanker.dk/sammenlign/bolig/bidragssatser/>

Nationalbanken (2009) ”Pengepolitik i Danmark”. *Danmarks Nationalbank*. Kapitel 1.

Nationalbanken (2014a) ”Det systemiske risikoråd”. Publiceret d. 25 april 2014.

<http://www.nationalbanken.dk/da/finansielstabilitet/risikoraad/Sider/Default.aspx>. Hentet d. 12 september 2015.

Nationalbanken (2015a) ”Kvartalsoversigt 2. Kvartal 2015”. *Danmarks Nationalbank*

Nationalbanken (2015b) ”Finansiel Stabilitet 1. Halvår 2015”. *Danmarks Nationalbank*

Nationalbanken (2015c) ”Den danske finansielle sektor”

Publiceret d. 5 august 2015.

<http://www.nationalbanken.dk/da/finansielstabilitet/Den%20danske%20finansielle%20sektor/Sider/default.aspx>. Hentet d. 12 september 2015.

Nationalbanken (2015d) ”kvartalsoversigt 3. Kvartal 2015”. *Danmarks Nationalbank*

Nielsen, Susanne (2013) ”Håndbog i boligfinansiering”, Karnov Group Danmark A/S, 5. Udgave/1. Oplag, s. 37-40, 45-46.

Nordea (2014a) ”Individual Solvency need” Udgivet: 30 juni 2014

Nordea (2014b) ”Annual Report 2014 – Nordea Kredit Realkreditaktieselskab”

Nordea (2015a) ”Interim Report January –June 2015” Halvårsrapport

Nordea (2015b) ”Individual solvency need” Udgivet: 30 juni 2015

Nykredit (2014a) ”Interim Report – Nykredit realkredit Group 1 January – 30 June 2014” Udgivet 19 August 2014

Nykredit (2014b) ”Annual Report 2014 – Nykredit Realkredit Group”

Nykredit (2015) ”Interim Report – Nykredit realkredit Group 1 January – 30 June 2015” Udgivet 20 August 2015

OECD (2014) "Household debt", Source: National Accounts at a Glance (publication 2014)
Data hentet d. 7/7 – 2015: <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>

OECD (2015) "Economic Outlook Preliminary version June 2015"

Pedersen, Kaare (1999) "Problemorienteret projektarbejde – En værktøjsbog" *Roskilde Universitetsforlag. Kapitel 1 og 2. Printet i Kompendium til Videnskabsteori HA (almen), 6. semester 2012.*

Rangvid, Jesper (2010), "Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab". *Finans/Invest 8/10*

Rangvid, Jesper (2013) "Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring"., *Erhvervs og Vækstministeriet*

Realkredit Danmark (2015) "Delårsrapport 1. Halvår 2015"

Realkreditforeningen (2015), Statistik.

<http://www.realkreditforeningen.dk/Statistik/Pages/statistik.aspx>

Realkreditforeningen (2015a) "Refinansieringsrisici reduceret"

Hentet: 26/9-2015

http://www.realkreditforeningen.dk/nyheder/Pages/Nyt/2015/Refinansieringsrisici_reduceret.aspx

Realkreditrådet (2003), "Årsberetning 2003"

Realkreditrådet (2011), "Boligejerne har styr på deres afdragsfrie realkreditlån"

Realkreditrådet (2012), "Den klassiske danske realkreditmodel"

Realkreditrådet (2014a), "Årsberetning 2014"

Realkreditrådet (2014b) "Overview of the new Danish covered bond legislation addressing refinancing risk"

Realkreditrådet (2015a) ”Udlånet stiger og danskerne vælger rentesikkerhed” , Jayaswal, Peter.
Publiceret d. 30.07.2015

Realkreditrådet (2015b) ”250.000 lånetilbud i årets første 6 måneder” , Jayaswal, Peter 13-07-2015

Sandøe, Niels Og Svaneborg, Thomas G. (2014); ”Andre folks penge – Historien om den danske finanskriser”, *Jyllands-Postens Forlag 2014, 2. Udgave 1. Oplag*. Kapitel 6.

SEGES (2015) ” Prognose for landbrugets økonomiske resultater fra 2014 -2016”
Udgivet: Maj 2015, SEGES

SKAT (2015) ”Ejendomsværdiskat og grundskyld”., hentet d. 8/7 – 2015 fra:
<https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1823652>

Skatteministeriet (2015) ”Ejendomsværdiskat og ejendomsskat (grundskyld)”, hentet d. 8/7 – 2015
fra: <http://www.skm.dk/aktuelt/temaer/boligskat-og-de-offentlige-ejendomsvurderinger/ejendomsvaerdiskat-og-ejendomsskat-grundskyld/>

Skifter Andersen, Hans (2007) ”Private udlejningsboliger på boligmarkedet”
Statens Byggeforskningsinstitut, Aalborg Universitet 2007

Det Systemiske Risikoråd (2012), ”Rapport om etablering af det systemiske risikoråd”

Totalkredit (2014) ”H1 Interim report 2014”, *udgivet: 19 august 2014*

Totalkredit (2015) ” Interim report 2015 for the period 1 january – 30 june 2015” *udgivet: 20 august 2015.*

Økonomisk råd (2015) ”Dansk Økonomi – Forår 2015”., *De Økonomiske Råd s. 35”*

Østrup, Finn (2013) ”Landbrugets økonomiske problemer”
Finans/Invest (7/13).

Østrup, Finn (2014) ”Myndighedernes ansvar for finanskrisen”
Erhvervsjuridisk Tidsskrift Efterår 2014.

16.0 Bilag

Bilag 1: Mail fra Finanstilsynet + egne noter

Den 23/09/2015 kl. 22.13 skrev XXX@FTNET.DK>:

Hej.

Godt, at I kunne bruge informationerne.

Jeg ønsker ikke at blive nævnt ved navn i opgaven, men I er velkomne til at skrive, at ”I har talt med en medarbejder i Finanstilsynets likviditetsteam i Kontor for International markedskontakt, Funding, Likviditet og SIFI-Analyse. ”

Med venlig hilsen

xx

Specialkonsulent Kontor for International markedskontakt, Funding, Likviditet og SIFI-Analyse

Århusgade 110, 2100 København Ø Tlf.: +45 33 55 82 82 / Fax: +45 33 55 82 00
xxx@ftnet.dk www.finanstilsynet.dk

Noter fra samtale med medarbejder i Finanstilsynet.

Institutterne er endnu ikke forpligtet.

Net stable funding requirement

- Basel standard, men ikke EU standard endnu.

CRR article 411 el. 412

Article 410 – 415

Om man skal et egentligt krav

Umiddelbart basel hvis institutterne skriver noget. Da denne eneste er færdigt.

Liquidity coverage requirement (LCR – krav)

Pr. 1/10 – 2015

EU forordning 61- 2015 10/10 -14

→ Set data = Helt overordnet ser det umiddelbart fint ud.

Sidste forår 2015.

Ikke officielt krav el. Standard for hvordan de vil skrive om det.

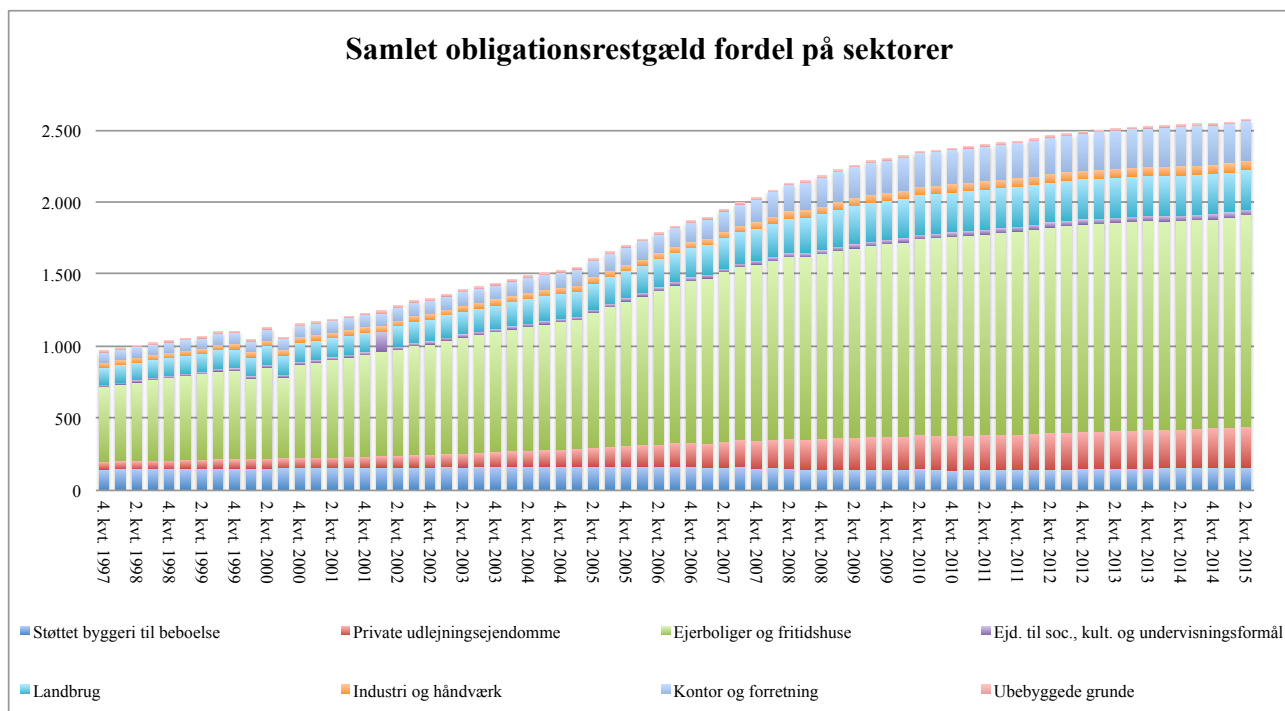
Basels med store grænseoverskridende institutter.

→ EU skal være for alle.

Nyhedscenter på tilsynets hjemmeside.

Markedsudvikling artikler til direktionen.

Bilag 2: Udviklingen i obligationsrestgæld fordelt på sektorer



Kilde: Statistik fra Realkreditforeningen – Obligationsrestgæld, 2. kvartal 2015

Bilag 3: Udvalgte nøgletal til kapitaldækning og performance

Kapitalkrav i pct.	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital (Core Tier 1)	2,0%	2,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Hybrid kernekapital (Hybrid Tier 1)	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,5%
Supplerende kapital (Tier 2)	4,0%	4,0%	3,5%	3,0%	2,0%
Permanent buffer (Core Tier 1)					
Modcyklisk buffer (Core Tier 1/Hybrid Tier 1)					
Sum	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Realkredit Danmark Group (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	43.837	44.354	44.788	44.854	44.819
Hybrid kapital	2.045				
Tier 1 capital	45.882	44.354	44.788	44.854	44.819
Total capital	46.431	45.063	45.532	45.530	45.474
Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	129.533	131.543	133.867	131.875	129.710
Common Equity tier 1 capital ratio (%)	33,8	33,7	33,5	34,0	34,6
Tier 1 capital ratio (%)	35,4	33,7	33,5	34,0	34,6
Total capital ratio (%)	35,8	34,3	34,0	34,5	35,1
Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK	15.500	15.800	13.900	15.600	15.100
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA	12	12	10,4	11,8	11,7
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK	25.700	26.000	25.600	26.200	26.000
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA	19,8	19,7	19,1	19,9	20,1
Total capital i mio. DKK	46.400	45.100	45.500	45.500	45.500
Total capital ratio i pct.	35,8	34,3	34,0	34,5	35,1
Overskydende kapital i mio. DKK	20.700	19.100	19.900	19.300	19.500
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)	16,0	14,6	14,9	14,6	15,0

Realkredit Danmark A/S (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	43.837	44.354	44.788	44.854	
Hybrid kapital	2.045				
Tier 1 capital	45.882	44.354	44.788	44.854	
Total capital	46.431	45.063	45.531	45.530	
Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	129.685	131.570	133.721	131.712	
Common Equity tier 1 capital ratio (%)	33,8	33,7	33,5	34,1	
Tier 1 capital ratio (%)	35,4	33,7	33,5	34,1	
Total capital ratio (%)	35,8	34,3	34,0	34,6	
Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK	15.500	15.800	13.900	15.600	15.100
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA	11,9	12	10,4	11,8	11,7
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK	25.700	26.000	25.600	26.200	26.000
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA	19,8	19,7	19,2	19,9	20,1
Total capital i mio. DKK	46.400	45.100	45.500	45.500	45.500
Total capital ratio i pct.	35,8	34,3	34,0	34,6	35
Overskydende kapital i mio. DKK	20.700	19.100	19.900	19.300	19.500
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)	16,0	14,6	14,8	14,7	14,9

Nykredit Realkredit (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	50.801	53.751	52.266	55.981	56.337
Hybrid kapital	10.965	10.445	10.444		
Tier 1 capital	59.376	61.596	62.710	61.915	59.542
Total capital	59.376	61.596	62.710	65.630	63.494
 Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	 384.897	 374.788	 367.905	 380.237	 374.208
 Common Equity tier 1 capital ratio (%)	 13,2	 14,3	 14,2	 14,7	 15,1
Tier 1 capital ratio (%)	15,4	16,4	17,0	16,3	15,9
Total capital ratio (%)	15,4	16,4	17,0	17,3	17,0
 Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK					
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA					
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK	35.315	33.867			
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA					
Total capital i mio. DKK	59.376	61.596			
Total capital ratio i pct.	15,4	16,4	17,0	17,3	35
Overskydende kapital i mio. DKK	24.061	27.729	0	0	0
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)	15,4	16,4	17,0	17,3	35
 Totalkredit (DKK millions)	 2011	 2012	 2013	 2014	 2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	13.537	15.052	15.621	17.031	17.459
Hybrid kapital					
Tier 1 capital					
Total capital	16.358	18.117	18.689	19.540	19.711
 Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	 86.849	 81.614	 87.708	 93.388	 101.187
 Common Equity tier 1 capital ratio (%)	 15,6	 18,4	 17,8	 18,2	 17,25
Tier 1 capital ratio (%)	15,6	18,4	17,8	0,0	0,00
Total capital ratio (%)	18,8	22,2	21,3	20,9	19,48
 Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK	 8.946	 8.649	 8.945	 9.853	 11.286
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA	10,3	10,6	10,2	10,6	11,2
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK		16800	17.203	17.916	18.237
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA	0,00	20,58	19,61	19,18	18,02
Total capital i mio. DKK	16.358	18.117	18.689	19.540	19.711
Total capital ratio i pct.	18,8	22,2	21,3	20,9	19,5
Overskydende kapital i mio. DKK	16.358	1.317	1.486	1.624	1.474
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)	18,8	1,6	1,7	1,7	1,5

Nordea kredit (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital					
Hybrid kapital					
Tier 1 capital	14.300	14.200	14.800	18.600	
Total capital	14.303	14.240	14.760	18.561	
Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	82.200	87.900	90.000	64.900	
Common Equity tier 1 capital ratio (%)					
Tier 1 capital ratio (%)	17,4	16,2	16,4	28,6	
Total capital ratio (%)	17,4	16,2	16,4	28,6	
BRF kredit (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	9.828	9.995	10.310	10.990	11.189
Hybrid kapital					
Tier 1 capital	11.647	9.480	9.937	10.990	11.189
Total capital	11.647	9.480	9.937	11.043	11.246
Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	67.018	58.329	56.809	59.329	59.264
Common Equity tier 1 capital ratio (%)	14,7	17,1	18,1	18,5	18,9
Tier 1 capital ratio (%)	17,4	16,3	17,5	18,5	18,9
Total capital ratio (%)	17,4	16,3	17,5	18,6	19,0
Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK			5.632	6.300	
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA			9,9	10,6	
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK				6.900	
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA				11,6	
Total capital i mio. DKK				11.000	
Total capital ratio i pct.				18,5	
Overskydende kapital i mio. DKK				4.100	
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)				6,9	
DLR kredit (DKK millions)	2011	2012	2013	2014	2015 Q1
Common Equity Tier 1 capital	7.586	8.969	9.984	10.619	10.851
Hybrid kapital	5.623	5.254	3.078	1.904	
Tier 1 capital					
Total capital	13.207	14.221	13.060	12.521	12.654
Risikovægtede aktiver (Risk Exposure Amount - REA)	108.320	107.798	105.774	102.092	100.194
Common Equity tier 1 capital ratio (%)	7,0	8,3	9,4	10,4	10,8
Tier 1 capital ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total capital ratio (%)	12,2	13,2	12,3	12,3	12,6
Solvensbehov (Solvency need) i mio. DKK	8.666	8.624	8.462	8.167	
Solvensbehov (Solvency need) i pct. af total REA	8,00	8,00	8,00	8,00	
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i mio. DKK					
Kapitalbehov i forhold til "transitional rules" i pct. af total REA					
Total capital i mio. DKK	13.207	14.221	13.060	12.521	12.654
Total capital ratio i pct.	12,2	13,2	12,3	12,3	12,6
Overskydende kapital i mio. DKK	4.541	5.597	4.598	4.354	12.654
Overskydende kapital i pct. af REA (procentpoint)	4,19	5,19	4,35	4,26	12,6

Bilag 4: Mail fra Finanstilsynet

Den 28/09/2015 kl. 09.40 skrev XXX (FT) <XXX@FTNET.DK>:

Hej Kristoffer og Morten,

Vi ved ikke hvorfor Nordea ikke offentliggør deres positioner på diamanten. Det er ikke en pligt at offentliggøre dem.

Vh,

Xxx

Med venlig hilsen

XXX

Specialkonsulent, cand.polit Kontoret for Bankanalyse

Århusgade 110, 2100 København Ø

Tlf.: +45 33 55 82 82 / Fax: +45 33 55 82 00

E-mail: XXX@ftnet.dk

www.finanstilsynet.dk