

Februar 2015

Enestående mulighed for at styrke landbrugets finansielle robusthed

En kombination af svag økonomi, lav inflation og uro på de finansielle markeder har medført en rekordlav rente. Selvom vi ikke forventer, at renten stiger foreløbig, er det ikke usandsynligt, at vi måske snart rammer bunden på den lange rente. Som gældstynget erhverv er vi nødt til at forholde os til, at rentefaldet giver nogle muligheder, som vi måske aldrig får igen i vores levetid.

Der skrives økonomisk historie i denne tid. Den europæiske økonomi står på randen af deflation, kronen er under pres opad, og renterne er ikke blot historisk lave, de korte renter er sågar negative. Lægges hertil en skrøbelig global økonomisk vækst, kun med USA som undtagelse samt en eskalerende gældskrise i dele af Euro-området, volatile råvarepriser og geopolitisk usikkerhed i Østeuropa og Mellemøsten, har vi en ekstrem eksplosiv økonomisk og finansiell cocktail af risiko. Vi har bevæget os ind i ukendt land.

I dette klima er den økonomiske politik ekstremt udfordret. Målsætningen er, at væksten kommer tilbage til sit potentiale, og at inflationen vender tilbage til de ønskede 1,5-2,0 pct. Men finanspolitikken rolle i Europa blev stort set udspillet allerede under finanskrisens første par år. Kun ganske få lande har endnu et lille finanspolitisk råderum til at stimulere økonomien. Og pengepolitikken er udfordret i en grad, der er uden fortilfælde. USA, UK og Japan har foretaget kvantitative lempelser med opkøb af statsobligationer og andre værdipapirer for at presse renten og valutakursen ned. Nu følger Euro-området samme spor.

Fastkurspolitikken er en bundgarnspæl for dansk økonomisk politik, men...

For Danmarks vedkommende er der endnu en dimension i spil – fastkurspolitikken. Efter at markedet pressede schweizerfrancen gennem loftet over for euroen, har markedet kastet sin kærlighed på danske kroner. I et dramatisk forsvar af fastkurspolitikken har den danske Nationalbank interveneret for svimlende milliardbeløb, så valutareserven nu er historisk høj. Derudover har banken gennemført sin helt egen danske version af kvantitativ lempelse gennem stop for udstedelse af statsobligationer. Virkningen er ikke til at tage fejl af; renten presses ned, og indtil nu er kronen forblevet i det snævre udsvingsbånd.

Det er SEGES primære forventning, at fastkurspolitikken opretholdes. Fastkurspolitikken har tjent Danmark godt gennem mere end 30 år i form af økonomisk stabilitet, et inflationsanker, valutasikkerhed for væsentlige dele af eksportsektoren samt finanspolitisk disciplin. På tværs af det politiske spektrum er der stor opbakning til fastkurspolitikken.

Konsekvensen af at ophæve kronens binding til euroen vil da også være, at en stor del af eksporten vil blive udkonkurreret, ikke mindst fødevareeksporten, og varer på hjemmemarkedet vil blive udkonkurreret af billig import. Endvidere vil danske virksomheders omkostninger til risikostyring og valutakursafdækning stige, og den enorme danske valutareserve og danske formuer i udlandet falde i værdi. Dansk økonomi vil blive sendt til tælling.

Nationalbankens kamp mod markedet vil med stor sandsynlighed fortsætte en tid endnu, og kampen kan tvinge Nationalbanken til yderligere intervention og måske endnu lavere renter og direkte opkøb af

stats- og realkreditobligationer for at presse markedsrenterne yderligere ned. Og selvom det ikke er SEGES primære scenarium, kan det naturligvis ikke helt udelukkes, at markedets pres bliver så stort, at Nationalbanken må udvide udsvingsgrænserne eller midlertidigt suspendere bindingen til euroen.

Historisk mulighed for at optimere finansieringsstrategien

Det kan ikke skjules, at baggrunden for de ekstremt lave renter er dystre. Efterhånden er hele myndighedernes værktøjsskate i brug for at "normalisere" situationen, og værktøjerne er enten opbrugt eller bliver strakt til det yderste. Indtil stabiliteten er genoprettet, vil markedsrenterne fortsat svinge kraftigt og kan måske endda komme endnu længere ned.

I lyset af mange landbrugsvirksomheders høje gæld, høje finansieringsomkostninger og begrænsede handlefrihed, skal der på det kraftigste opfordres til at overveje, hvordan den aktuelle situation kan udnyttes til at forbedre bedriftens finansielle forhold.

Fordelene ved at udnytte det ekstreme rentefald til at omlægge hele eller dele af realkreditbelåningen til fast rente med længere løbetid, er mange:

- Sikring mod fremtidige stigninger i den korte rente.
- Mulighed for en konverteringsgevinst ved stigninger i den lange rente.

Som det ses i eksemplerne nedenfor, er rentefølsomheden meget stor på obligationer med lav kuponrente og lang løbetid, og det giver gode muligheder for at opnå en markant reduktion i restgælden ved at konvertere opad når/hvis renten stiger.

- Delvis afdækning af valutakursrisiko.

Udfordringen af fastkurspolitikken gør det nødvendigt at tage risikoen for en styrkelse af kronen med i betragtning. En direkte risikoafdækning heraf kan foretages med lån i euro. Der betales dog i øjeblikket en merrente i forhold til lån i danske kroner. Et alternativ kan derfor være fastrentelån i danske kroner. Hvis fastkurspolitikken må opgives, vil efterspørgslen efter danske obligationer formentlig ret hurtigt falde. Der kan endda blive tale om et større tilbagesalg som led i profithjemtagning. Det vil medføre højere renter, hvilket giver mulighed for en konverteringsgevinst. På den måde kan en lang, fast rente delvist fungere som afdækning af valutakursrisikoen.

- Endelig kan en nedbringelse af virksomhedens finansielle risiko anvendes aktivt i forhandlingerne med den finansielle samarbejdspartner, når bidragssatser, rentemarginaler o.lign. skal fastsættes.

Ulemperne ved at omlægge til fast rente med længere løbetid er bl.a.:

- At den lange rente er højere end på de helt korte lån.

Selvom denne merrente er beskeden, er vi naturligvis klar over, at mange landbrugsvirksomheder er udfordret på likviditeten, da priserne på flere af landbrugets produkter aktuelt er lave. I den situation vil der dog ofte være forståelse hos den finansielle part, idet der er klare fællesinteresser i at nedbringe renterisikoen samtidig med, at det åbnes for en både sandsynlig og væsentlig konverteringsmulighed.

Samlet set giver den ekstreme situation på de finansielle markeder ud fra en strategisk betragtning en enestående, historisk mulighed for at styrke landbrugets finansielle robusthed, hvor risikoen nedbringes markant, og restgælden eventuelt kan reduceres betydeligt. En fantastisk mulighed i både den enkelte virksomhed og i branchen som helhed, hvis realkreditgæld er på over 270 mia. kr.

Fakta om udvalgte alternativer

Nedenfor vises følsomhedsberegninger på udvalgte finansieringsalternativer. Valg af finansiering er en individuel afgørelse for hver virksomhed og afhænger blandt andet af likviditetssituationen, den ønskede afdragsprofil og forventninger til den fremtidige renteutvikling. I den nuværende situation spiller det desuden også en vigtig rolle, hvilken aftale landmanden er i stand til at indgå med banken.

For overskuelighedens skyld er der kun valgt at illustrere fem lån i form af et F1, F5 samt 10, 20 og 30-årige lån. Fravalget af andre låntyper som CITA og CIBOR6M lån er ikke et udtryk for, at disse lån ikke er anbefalelsesværdige.

Tabel 1: Finansieringsalternativer

	F1 Jan	F5 Jan	10 år, 0,5 pct.	20 år, 1,5 pct.	30 år, 2 pct.*
Rente	-0,57%	0,25%	0,50%	1,50%	2,00%
Bidrag	1,00%	1,00%	0,80%	0,80%	0,80%
Optagelseskurs	102,33	103,60	98,31	98,86	99,23
Indfrielseskurs uændret rentekurve	100,00	103,63	98,70	99,22	99,52
Indfrielseskurs rentekurve +1%	100,00	99,81	93,82	91,39	90,39

Kilde: Egne beregninger (Scanrate RIO system). Kurser pr. 17. februar 2015.

* Der er netop åbnet for realkreditobligationer med en kuponrente på 1,5 pct. Kursen er i skrivende stund endnu ikke attraktiv, men et fortsat rentefald kan gøre, at denne erstatter den 30-årige 2 pct. obligation. Følsomheden på 1,5 pct. obligationen er endnu højere, hvorved anbefalingerne i dette notat således blot bliver forstærket.

Tabel 1 viser renten på F1 og F5 med januar refinansiering, kuponrenten på 10-, 20- og 30-årige lån samt de respektive bidragssatser. Derudover vises de aktuelle optagelses- og indfrielseskurser pr. 31. dec. 2015, hvis renten ikke ændrer sig, samt nederst indfrielseskurserne, hvis renten stiger med 1 pct.point i starten af perioden.

Som det ses, er renten på F1-lånet pt. negativ med 0,57 % ved kursskæring på 0,1 kurspoint. For låntagere der allerede har F1 lån og skal have refinansieret deres lån er kursskæringen på 0,3 kurspoint. Her vil et tilsvarende F1-lån ved kurs 102,33 til refinansiering i april medføre en årlig rente på minus 0,32 %. Ønskes omkostningerne til kursskæring ved refinansiering minimeret og en lidt større sikkerhed for udsving i renten, er F5 lånet et godt alternativ. Her vil F5-lånet til april ved kurs 103,6 opnå en årlig rente på 0,27 % inden kursskæring på 0,2 kurspoint, som dog deles ud over 5 år. Alt i alt giver det en relativ billig sikring mod rentestigning de næste 5 år.

Som alternativ til F-lånene har vi opstillet tre fastforrentede obligationslån, der på grund af en lidt højere rente vil belaste likviditeten relativt. Dette er dog kun under forudsætning af faldende eller uændret rente. Ved faldende rente er rentetilpasningslån naturligvis det billigste lån. Men selv små rentestigninger vil ændre billedet, som det ses nederst i Tabel 1, der illustrerer faldet i indfrielseskursen ved en rentestigning på 1 pct.point. For at vise, hvad det konkret betyder i kr., har vi i Tabel 2 omregnet, hvilken konsekvens rentefølsomhederne har på et lån til kr. 1 mio.

Tabel 2: Indfrielsesbeløb og horisontomkostninger pr. 28/12 2015

Obligation	Hovedstol	Indfrielsesbeløb (før skat)		Horisontomkostninger (før skat)	
		Uændret rente	1% rentestigning	Uændret rente	1% rentestigning
F1 Jan	1.000.000	970.706	970.571	4.631	4.496
F5 Jan	1.000.000	981.105	944.981	18.501	-17.623
10 år, 0,5 pct.	1.018.000	922.368	876.813	18.128	-27.427
20 år, 1,5 pct.	1.012.000	968.850	892.472	25.716	-50.663
30 år, 2 pct.*	1.008.000	983.984	893.805	29.111	-61.069

Kilde: Egne beregninger (Scanrate RIO system)

Tabellen er opdelt i tre hovedkolonner, med lånets hovedstol i første kolonne. Anden kolonne viser lånenes indfrielsesbeløb ved hhv. uændret rente og en rentestigning på 1 pct.point. For at få et begreb om, hvad indfrielsesbeløbene betyder, introduceres i sidste kolonne begrebet horisontomkostninger ved samme rentescenarier. Horisontomkostningerne viser de samlede låneomkostninger ved at holde lånet over en given horisont, i dette tilfælde frem til årsskiftet. Beløbene er således udtryk for, hvilken effekt rentefølsomheden har på lånene.

Ud fra tabel 1 ses det, at der ved uændret rente nærmest er uændrede indfrielseskurser, hvorfor de løbende rente- og bidragsomkostninger stort set kommer til at udgøre hele periodens omkostninger. Af den grund er de fastforrentede lån også de mest omkostningstunge. Dette billede ændrer sig ved en rentestigning. Her betyder lånenes rentefølsomhed, at låneomkostningerne i perioden for de fleste af lånene er negative. Med andre ord overstiger konverteringsgevinsten de løbende omkostninger ved at holde lånet over perioden. Dette illustreres i tabel 3, der viser beregningen for horisontomkostninger ved en rentestigning på 1 %. Horisontomkostningerne fremkommer ved at fratrække summen af betalinger og indfrielsesbeløb fra det faktiske provenu.

Tabel 3: Horisontomkostninger før skat rentekurve +1 %

	F1 Jan	F5 Jan	10 år, 0,5 pct.	20 år, 1,5 pct.	30 år, 2 pct.*
Faktisk provenu	1.000.000	1.000.000	1.000.760	1.000.406	1.000.215
Samlede rentebetalinger i perioden	-4.830	2.097	4.240	12.868	17.190
Samlede bidragsbetalinger i perioden	8.489	8.500	6.784	6.863	6.876
Samlede afdrag i perioden	30.265	26.798	85.497	37.541	21.275
Indfrielsesbeløb	970.571	944.981	876.813	892.472	893.805
Sum af betalinger og indfrielsesbeløb	1.004.496	982.377	973.333	949.744	939.146
Horisontomkostninger (før skat)	4.496	-17.623	-27.427	-50.663	-61.069

Kilde: Egne beregninger (Scanrate RIO system)

Følsomheden på lånene stiger med løbetiden. Eksempelvis vil en konverteringsgevinst på et lån på kr. 1 mio. for et 30-årigt 2,0 % lån være kr. 90.000, hvilket er kr. 45.000 mere end det tilsvarende 10-årig 0,5 % lån. Ydermere stiger følsomheden også ved afdragsfrihed. Her stiger forskellen mellem konverteringsgevinsten med og uden afdrag i takt med løbetiden. Eksempelvis vil forskellen mellem et 30-årigt 2 % obligationslån med og uden afdragsfrihed ved en rentestigning på 2 pct.point over en 5-årig horisont være kr. 45.000.

På grund af den mindre følsomhed er et 0,5 % 10-årigt obligationslån ikke velegnet som "konverteringslån". Derimod vil det være ideelt som "afdragslån". Hvis der er krav om, at der skal afdrages på lånene, vil et 10-årigt 0,5 % obligationslån give en lav rente, samtidig med at afdragsdelen er høj. Samtidig fås sikkerhed for renteudsving, idet lånet altid vil kunne indfris til kurs 100 hvert kvartal. Denne sikkerhed

opnås ikke med et F5-lån. I den situation kan det være relevant at få en konsekvensberegning på en låneportefølje, hvor en procentvis andel er placeret i afdragsfrie lån, mens endnu en andel med afdrag optages i et 10-årigt 0,5 % obligationslån. På tilsvarende vis er det værd at overveje, hvilke kombinationer af lån, der giver den bedste portefølje for netop din virksomhed.

Som nævnt indledningsvist er det ikke usandsynligt, at vi står overfor en kommende rentebund i de lange renter. Derfor anbefales det at tage stilling til mulighederne for at optimere låneporteføljen. Her skal ekstrem billig likviditet vejes op imod næsten lige så billig likviditet, men med sikkerhed og potentiale for at reducere restgælden ved en evt. konvertering. Er du villig til at lade en historisk chance for at nedbringe gælden passere?

Klaus Kaiser

Erhvervsøkonomisk chef
SEGES P/S
D +45 8740 5175
M +45 2013 5175
kak@seges.dk
seges.dk

Kenneth Kjeldgaard

Specialkonsulent
SEGES Finans & Formue
D +45 8740 5115
M +45 5185 3231
kkj@seges.dk
seges.dk