

Forbered dig på stigende renter

ECB har indledt en gradvis normalisering af pengepolitikken og ventes at sætte renten op i 1. halvår 2019. Der forventes yderligere renteforhøjelser i løbet af 2019 og i 2020. Markedsrenten er steget på forventningerne om stigende inflation og renteforhøjelser fra ECB. Der forventes yderligere stigninger i markedsrenten, og det giver anledning til at genoverveje virksomhedens finansieringsstrategi.

I de senere år har vi tilbagevendende analyseret mulighederne for hel eller delvis omlægning af låneporteføljen fra variabel til fast rente¹. Analyserne har taget udgangspunkt i attraktive kursniveauer på 30-årige fastforrentede lån kombineret med økonomiske udsigter, som pegede imod (midlertidige) stigninger i renteniveauet. Vi vurderer, at tiden nu igen er inde til at overveje hel eller delvis omlægning til fast rente, selvom kursniveauet pt. er en smule under anbefalelsesværdige niveauer.

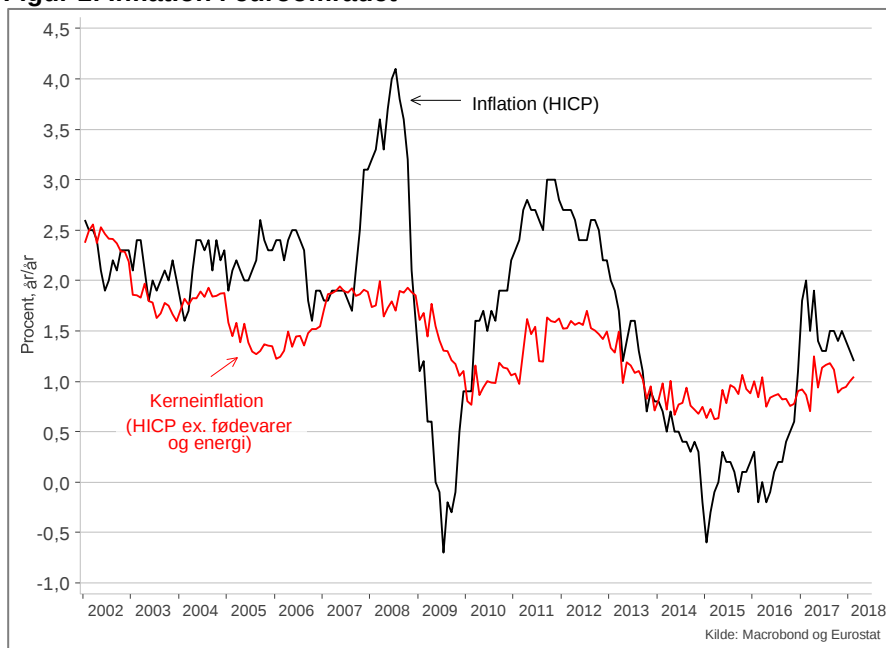
Notatet omhandler L&F's forventninger til økonomi og renter samt konsekvensberegninger for mulighederne på realkreditmarkedet.

Pengepolitikken normaliseres

I euroområdet og Danmark er tiden med historisk lave renter ved at være slut. Økonomien er blevet markant forbedret, og inflationen er gradvist stigende.

Når den europæiske centralbank (ECB) fastsætter renterne, sker det ud fra en målsætning om prisstabilitet, defineret som en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Inflationen ligger p.t. fortsat pænt under målsætningen, men udviklingen peger opad.

Figur 1: Inflation i euroområdet



I vurderingen af de fremtidige inflationsudsigter anvendes en række økonomiske og monetære nøgletal, herunder væksten i udlån og pengemængde. Retningen i disse nøgletal understøtter forventningen om højere inflation.

Samlet set tegner der sig et billede af en let stigende inflation op imod inflationsmålet. Dermed synes vejen banet for en gradvis normalisering af pengepolitikken, hvis udviklingen fortsætter.

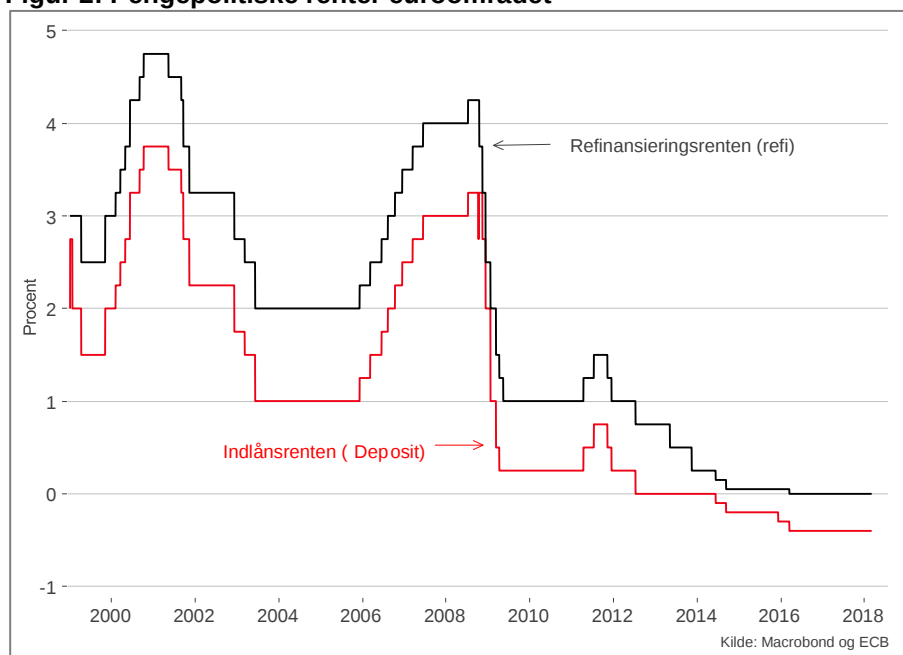
En normalisering vil formentlig finde sted i tre trin. Først ophører ECB's opkøb af værdipapirer, dernæst hæves renten moderat, og endelig nedbringes ECB's balance, der er svulmet under de store opkøb af værdipapirer.

Frem til udgangen af 2017 købte ECB værdipapirer for netto 60 mia. euro om måneden. Siden er opkøbene reduceret til 30 mia. euro om måneden. Der er generelle forventninger om, at opkøbsprogrammet ophører allerede til september, eller nedtrappes yderligere for at ophøre helt ved udgangen af 2018.

Renteforhøjelser fra ECB i horisonten

Når opkøbene er ophørt, er næste skridt at hæve renten. Forud for renteforhøjelserne vil ECB signalere ændringer i renten. Hvis udviklingen i priser, økonomi og monetære forhold fortsætter som hidtil, forventes dette at finde sted i andet halvår 2018, hvorved renten kan sættes op til marts/april 2019. Måske senere, men næppe meget før.

Figur 2: Pengepolitiske renter euroområdet



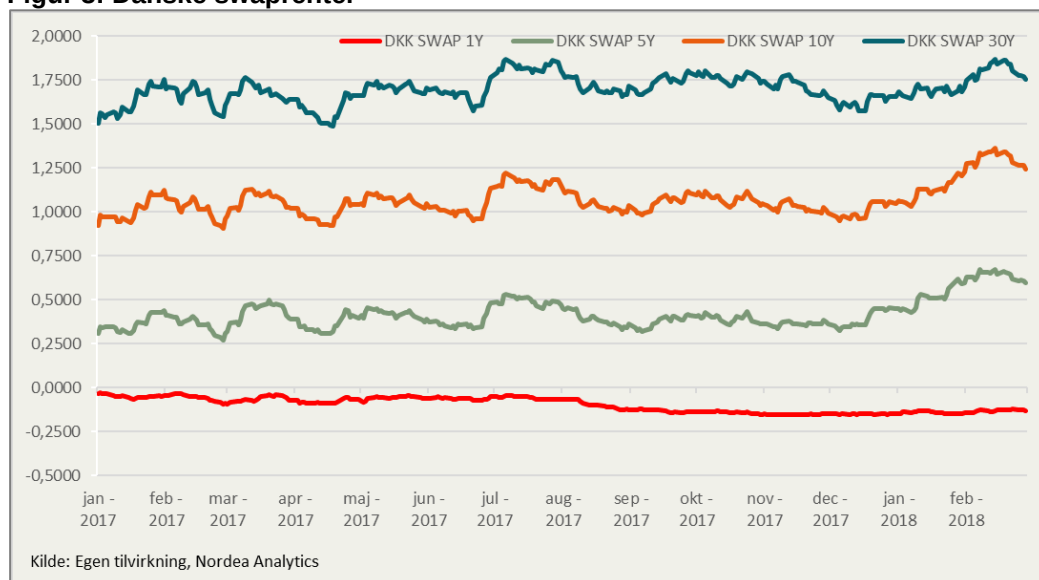
Tempoet i ECB's renteforhøjelser er fortsat meget usikkert og afhænger af, om opsvinget fortsætter med samme styrke, og om løn- og inflationspresset ændres.

Muligt fald i markedsrenterne på kort sigt

Markedsrenterne har været gradvist stigende siden december 2017 med et nyligt lille tilbagefald. Det er især de mellemlange og lange renter, der er steget. Således steg de 5- og 10-årige danske swaprenter

med hhv. 0,35 % og 0,41 %, mens den 30-årige danske swaprente steg 0,29 % frem til medio februar. I samme periode var den 1-årige danske swaprente stort set uændret.

Figur 3: Danske swaprenter



Siden medio februar er de mellemlange og lange renter korrigeret med 0,1 %. Vi forventer dog, at tilbagefaldet er midlertidigt, og at markedsrenten vil stige igen. Denne forventning er i sagens natur usikker. Flere forhold kan bremse eller vende udviklingen, herunder et svækket opsving, faldende råvarepriser eller en styrket euro.

Vi vurderer dog, at der er ganske god dynamik i det europæiske opsving, og at inflationen vil stige yderligere – men ikke dramatisk - på mellemlangt sigt. Derudover ventes stigningen i den lange amerikanske rente at have en afsmittende effekt i Europa. Vi skønner således, at der nu er større sandsynlighed for højere renter end tidligere på mellemlangt sigt.

Der kan derfor være god grund til at overveje, om den igangværende korrektion i obligationsrenterne bør anvendes til at fastlåse renten på hele eller dele af låneporteføljen. Dette er særlig relevant, hvis virksomheden har skatteevne og god likviditet. Renterne er fortsat meget lave, og i det lys kan der være potentiale for en tilstrækkelig stor rentestigning til, at restgælden på realkreditlån kan reduceres betragteligt.

Overvejelser vedrørende en eventuel omlægning er altid individuel, og det anbefales, at der foretages konsekvensberegninger, som viser effekten på forskellige lånetypers likviditet og kapitalværdi ved en ændring i renterne.

Konsekvensberegninger

Til at illustrere konsekvenser ved forskellige finansieringsalternativer benyttes horisontomkostningsmetoden, som gennem beregning af periodeomkostninger viser de samlede låneomkostninger ved at holde lånet over en given horisont.

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 lånetyper er ikke et udtryk for, at disse lån ikke kan være anbefalelsesværdige.

Tabel 1: Finansieringsalternativer

	Obligationsrente	Bidrag	Optagelseskurs
F1	-0,32%	1,00%	101,30
F5	0,41%	1,00%	102,91
10 år, 0,5 %	0,50%	0,80%	98,12
20 år, 1,5 %	1,50%	0,80%	97,39
30 år, 2,0 %	2,00%	0,80%	97,06

Tabel 1 viser renten på F1 og F5 med januar refinansiering, kuponrente på 10-, 20- og 30-årige lån, respektive bidragssatser og aktuelle optagelseskurser pr. 1/3 2018. Som det ses, er renten på F1 lånet negativ med - 0,32 %, mens F5 lånet har en rentesats på 0,41 %. For nemheds skyld har begge lån en bidragssats på 1,0 %, hvilket ikke nødvendigvis er i overensstemmelse med praksis, da F1 lån generelt har et højere bidrag end F5 lån.

Som alternativ til F-lånene har vi opstillet tre fastforrentede obligationslån med bidragssats på 0,8 %. Til trods for en lavere bidragssats på de fastforrentede lån medfører højere obligationsrenter, at likviditeten belastes hårdere end på F-lånene. Dette er dog kun under forudsætning af faldende eller uændret rente. Ved faldende rente er rentetilpasningslån naturligvis det billigste lån, men selv ved små rentestigninger ændrer billedet sig.

Tabel 2 viser konsekvensen af renteændringer på et lån til kr. 10 mio. ved uændret rente samt en rentestigning på hhv. 1 og 2 pct.

Tabel 2: Periodeomkostninger 1-årig horisont

	Periodeydelse	Dagsværdiændring	Periodeomkostninger
Renteskift: 0%			
F1	kr. 353.023	kr. -309.152	kr. 43.871
F5	kr. 394.301	kr. -179.238	kr. 215.063
10 år, 0,5 %	kr. 959.672	kr. -762.570	kr. 197.102
20 år, 1,5 %	kr. 604.660	kr. -310.089	kr. 294.571
30 år, 2,0 %	kr. 500.232	kr. -167.422	kr. 332.810
Renteskift: 1%			
F1	kr. 370.696	kr. -292.023	kr. 78.673
F5	kr. 394.301	kr. -530.309	kr. -136.008
10 år, 0,5 %	kr. 959.672	kr. -1.212.285	kr. -252.613
20 år, 1,5 %	kr. 604.660	kr. -997.166	kr. -392.506
30 år, 2,0 %	kr. 500.232	kr. -1.001.738	kr. -501.506
Renteskift: 2%			
F1	kr. 388.486	kr. -274.863	kr. 113.623
F5	kr. 394.301	kr. -868.479	kr. -474.178
10 år, 0,5 %	kr. 959.672	kr. -1.630.372	kr. -670.700
20 år, 1,5 %	kr. 604.660	kr. -1.696.362	kr. -1.091.702
30 år, 2,0 %	kr. 500.232	kr. -1.885.209	kr. -1.384.977

Kilde: Egne beregninger ud fra LIMA

Note: Alle periodeudgifter er før skat, og der ses bort omlægningsomkostninger.

Tabellen er opdelt i fire kolonner med lånespecifikationen i første kolonne og deres respektive ydelser før skat i anden kolonne. Tredje kolonne viser dagsværdiændringen ved indfrielse af lånet efter 1 år, og den sidste kolonne viser lånets samlede periodeomkostninger før skat.

Anden kolonne viser periodeyderne før skat, som består af rente-, bidrag- og afdragsbetalinger. Her ses, at rentetilpasningslånene har de mindste løbende likviditetspåvirkninger, mens det 10-årige lån på grund af høje afdragsforpligtelser har størst likviditetspåvirkning efterfulgt af 20- og 30-årige lån.

Tredje kolonne viser lånenes dagsværdiændring, som er forskellen mellem lånets dagsværdi (restgæld) på starttidspunktet og indfrielsesbeløbet på horisonttidspunktet efter 1 år. Dagsværdiændring er dermed et udtryk for lånets formueforhold og afhænger af afdragsbyrden og rentefølsomheden på lånet.

Dagsværdiændringerne stiger i takt med højere renteniveauer, og da afdragsbyrden er fast, viser forskellene i dagsværdiændringerne lånenes rentefølsomhed. Generelt stiger lånenes rentefølsomhed med løbetiden, hvilket ses af, at dagsværdiændringer stiger med renteniveau og løbetid. Eksempelvis stiger dagsværdien på et 30-årigt 2 pct. lån over kr. 800.000 ved et renteskift fra 1 til 2 pct., mens stigningen begrænser sig til ca. kr. 700.000 og kr. 450.000 for et 20-årigt 1,5 % lån og et 10-årigt 0,5 % lån.

Fjerde kolonne viser lånets periodeomkostninger, som er forskellen på lånets dagsværdiændring og periodeyderne før skat. Beløbet beskriver de samlede omkostninger ved at låne over den valgte periode. Jo større positivt beløb, desto dyrere er lånet over perioden. Omvendt er et negativt beløb udtryk for, at lånets kursgevinst (konverteringsgevinst) er højere end rente-, bidrags- og afdragsydelser.

Resultaterne viser, at fast forrentede lån har højere omkostninger end F-lånene ved uændret rente. Ved stigende rente favoriseres de fast forrentede lån, og fordelene stiger med renteniveauet. Derfor afhænger beslutningen om en evt. omlægning fra variabel til fast rente af låntagers forventninger til det fremtidige renteniveau.

Afsluttende bemærkninger

Sandsynligheden for højere renter er steget. Hvis det bliver tilfældet, viser konsekvensberegningerne i Tabel 2, at fastrentelån har gode likviditets- og formuemæssige egenskaber. Potentialet skal vejes op imod renteforventningerne på omlægningstidspunktet og tidshorisonten for rentestigningen.

Hvis rentespændet mellem den korte og lange rente er stort, og rentestigningen over en årrække enten udebliver eller er minimal, er der risiko for, at den øgede likviditetsbelastning inkl. omlægningsomkostninger overstiger konverteringsgevinsten.

Tillige gælder det generelt, at jo lavere kuponrente på obligationslånet, desto større er lånets rentefølsomhed og konverteringsmulighed, og desto lavere bliver likviditetsbelastningen.

Overvejelser vedrørende omlægning afhænger af den enkelte virksomheds forhold. Eksempelvis kan omlægning i nogle tilfælde med fordel foretages over flere omgange, afhængig af lånesammensætning, likviditet og risikovillighed. Fordele og ulemper kan endvidere afhænge af virksomhedens ejerforhold og skatteevne. Omlægning er relativt mere fordelagtigt, hvis virksomheden er personligt ejet og ejeren betaler topskat. I dette tilfælde vil det være muligt at reducere likviditetsbelastningen samtidig med muligheden for en skattefri konverteringsgevinst.

Eksemplerne viser, at fordele og ulemper ved en omlægning kan være forskellige fra virksomhed til virksomhed. Derfor er det vigtigt, at der udarbejdes individuelle konsekvensberegninger på forskellige rentescenarier, og at der tages stilling ud fra virksomhedens egne forudsætninger og forventninger til renteutviklingen.

Kenneth Kjeldgaard

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

Klaus Kaiser

Erhvervsøkonomisk chef
SEGES, Landbrug & Fødevarer
D +45 8740 5175
M +45 2013 5175
kak@seges.dk