

Kreditkrisen:

Baggrund, analyse og fremtidsudsigterne

28. maj 2008

I dette strategikommentar ser vi nærmere på hovedårsagen til den seneste tids uro på de finansielle markeder - kreditkrisen.

Vores konklusion er:

Finanssektoren er på vej mod en normalisering, og mens der stadig er faresignaler i forhold til den amerikanske boligsituation og økonomi, kan de fleste danske boligejere trække vejret lidt lettere.

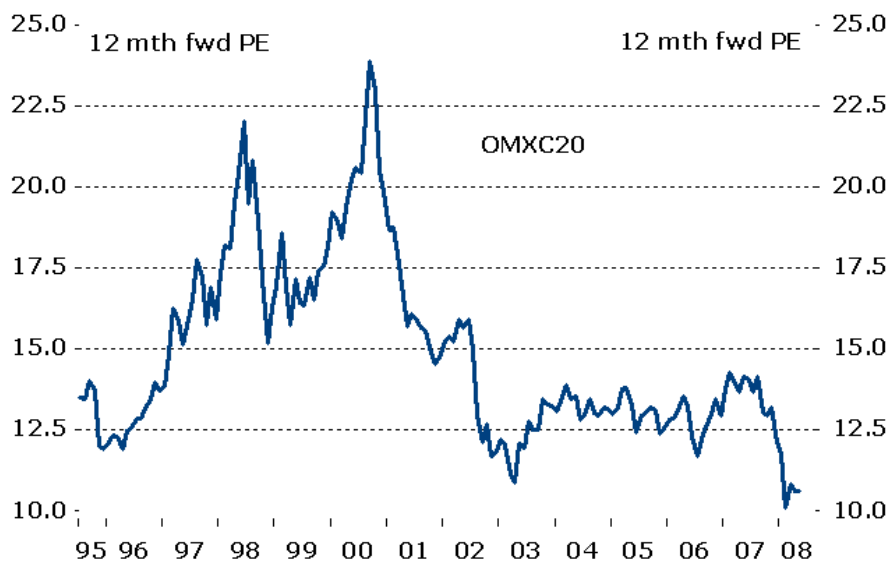
Indledning

I knap et års tid har megen spalteplads i medierne – både finansielt orienterede og almene – været brugt på emnerne subprime krise og kreditkrise. I denne kommentar beskriver vi baggrunden for denne krise og udpensler, hvordan den har indflydelse på henholdsvis de amerikanske boligejere og de finansielle institutioner i USA og Europa.

Der er altid op- og nedture - også kaldet konjunkturcyklusser - i den globale økonomi. Når det går rigtig godt, kan aktiemarkedet dog i perioder glemme dette faktum. Spørgsmålet er dog, om der var forvarslers på kreditkrisens ankomst.

Set i bakspejlet er det altid nemt at pege på faktorer, der kunne indikere, at aktiekurserne skulle falde. Kigger man på aktiernes prissætning i forhold til virksomhedernes indtjening, så skyldes de seneste års betydelige kursstigninger på aktiemarkederne imidlertid hovedsageligt, at virksomhedernes indtjening voksede støt i perioden. Som det ses af figuren på næste side, er der altså ikke tale om en boble på aktiemarkedet, som det var tilfældet i 2001, og det er ikke i virksomhedernes økonomi, man skal kigge efter forvarslers.

Forvarslerne og forklaringerne skal i stedet søges i det økonomiske barometer. Det første forvarsel, vi finder, er amerikanernes generelle forbrugs- og opsparingsmønster, hvor stigninger i huspriserne og aktiebeholdninger i udpræget grad har drevet det amerikanske forbrug. Stagnerende boligpriser var den første varselsslampe. Dernæst var olieprisens kraftige stigning i 2007 også en forvarsel om et stagnerende forbrug i USA i 2008.



Source: Reuters Ecowin, Danske Markets Equities

Disse faktorer synes i sig selv ikke tilstrækkelige til at sende de globale økonomier til tælling. Derimod er den efterfølgende kreditkrise, som har ført til store nedskrivninger hos især de amerikanske investeringsbanker, af mere nævneværdig betydning, idet den stiller spørgsmålstegn ved stabiliteten i den vestlige verdens bankstrukturer og den seneste tids finansielle produkt-innovation.

Når man skal analysere effekten af den seneste tids uro, er det derfor nødvendigt at skelne mellem på den ene side betydningen af kreditkrisen for de amerikanske forbrugere via boligmarkedet og på den anden side betydningen for den finansielle sektor.

Det amerikanske boligmarked – betydningen af subprime

Situationen på det amerikanske boligmarked var startskuddet til den nuværende uro på de finansielle markeder. Som tidligere nævnt har boligpriserne stor indflydelse på det amerikanske forbrug. Det amerikanske boligmarked er p.t. sløjt, om end de seneste tal for salget af nye boliger er svagt positive. En egentlig vending i boligmarkedet ventes først på 12-18 måneders sigt, og det er vores vurdering, at rentenedsættelserne fra den amerikanske centralbank vil redde de mest udsatte boligejere på kort sigt.

Subprimelån er mindre kreditværdige lån, hvor låntager i en startperiode, typisk 12 til 36 måneder, betaler en mindre rente. De typiske låntagere er mindrebedlede eller førstegangskøbere, som ønsker at få fodfæste på boligmarkedet og satser på, at deres hus vil stige i værdi og dermed kunne stilles som sikkerhed for lånet. Ved omlægningen af lånet kommer låntager til at betale en højere rente, som igen er afhængig af boligens værdi og det aktuelle renteniveau.

Tabellen forneden, som er baseret på beregninger fra Deutsche Bank, viser, hvor stor en huslejestigning en familie med de såkaldte subprimelån vil kunne forvente ved en omlægning til mere kreditværdige lån. En familie vil således ved den nuværende sats på 2,00 pct. kunne forvente en huslejestigning ved låneomlægning på ca. 5,9 pct. om året. Ved et renteniveau på 1,5 pct. er stigningen blot på 1,0 pct. Dette illustrerer meget godt, hvordan den amerikanske centralbank (FED) forsøger at redde de boligejere, der er i knibe.

FED's funding rente	Huslejestigning ved Subprime omlægning
3,0%	15,8%
2,5%	10,7%
2,0%	5,9%
1,5%	1,0%
1,0%	0,0%
0,5%	0,0%

Den næste tabel, ligeledes fra Deutsche Bank, viser udstrækningen af subprime problemet på det amerikanske boligmarked. 1,8 mio. husholdninger står således overfor at skulle have omlagt deres lån i 2008, og 670.000 husholdninger står overfor at skulle have omlagt deres lån i 2009. Disse tal kan synes store set med danske briller, men de udgør trods alt kun 2,2 pct. af de samlede husholdninger i USA.

	Subprime lån
Andel af det samlede realkreditmarked i USA	5,6%
Andel af samlede husholdninger i USA	2,9%
Andel af lån, som skal ombyttes i 2008	57%
Antal husholdninger, hvor der vil ske ombytning i 2008	1,8 mio.
Andel af amerikanske husholdninger med ombytning i 2008	1,6%
Andel af lån, som skal ombyttes i 2009	21%
Antal husholdninger, hvor der vil ske ombytning i 2009	670.000
Andel af amerikanske husholdninger med ombytning i 2009	0,6%

Den ellers faretruende situation på det amerikanske boligmarked synes i denne omgang at være reddet af den amerikanske centralbank via de seneste rentenedsættelser. På lang sigt er det dog nødvendigt med en mere gennemgående ændring af amerikanernes forbrugs- og handlemønstre.

Af ovenstående ses det, at det ikke med baggrund i subprime-krisen og dens effekt på boligejerne er nødvendigt for den amerikanske centralbank at sætte renten længere ned end til 1,50-2,00 pct. Hvis renten skal længere ned vil det ske på grund af lavere vækstforventninger i økonomien. I de kommende måneder vil den amerikanske regering sende USD 110 mia. i midlertidige skattelettelser tilbage til de amerikanske forbrugere. Det forventes, at dette til en vis grad vil kunne holde en hånd under det amerikanske forbrug og dermed væksten i den amerikanske økonomi. Selvom der udtrykkes bekymringer over inflationen i råvarepriserne, indikerer de nuværende prognoser, at den amerikanske rente skal sænkes med yderligere 0,50 pct.

Finansiell produktinnovation – betydningen af subprime

Mens subprimeproblemet i relation til det amerikanske boligmarked ser ud til i første omgang at blive reddet af rentenedsættelser, og forbruget yderligere stimuleres af midlertidige skattelettelser, så er kreditchokket på de finansielle markeder straks mere alvorligt. Dette kan have mere faretruende konsekvenser for de amerikanske og europæiske økonomier.

I de seneste år har der været en betydelig "produkt-innovation" af syntetiske og afledte finansielle instrumenter i den finansielle sektor - herunder komplekse kreditprodukter som CDO'er og SIV'er. Samtidig har den lange periode med positive markeder ført til, at de professionelle investorers finansielle gearing de seneste par år har været historisk høj.

De voldsomme bevægelser, vi for tiden ser på de finansielle markeder, skyldes i høj grad, at en række finansielle aktører er i færd med at nedbringe deres gearing. Dette kaldes de-leveraging, eller på godt dansk, rebalancering. Mange investeringsbanker er således i færd med at lukke deres gearede forretninger ned, og i et sådan brandudsalg rammes selv solide papirer som danske realkreditobligationer og solide aktieselskaber med vækst i både omsætning og indtjening.

Mens de samlede tab stadigvæk er små målt i procenter, så synes den finansielle sektor i USA og London at have problemer. Dette er senest eksemplificeret ved, at Bear Sterns solgte sig selv til den konkurrerende investeringsbank, JP Morgan, for en femtededel af aktiekursen dagen inden.

Vi ser ikke, at de danske banker har været involveret i den finansielle produktinnovation i samme udstrækning, og generelt set er de danske virksomheder heller ikke direkte berørt af denne finansielle rebalancering.

Til trods for dette har kreditkrisen alligevel ført andre tider med sig. Gang på gang har vi været vidne til, at de store internationale investeringsbanker har overrasket negativt med deres beholdninger af usikre kreditprodukter. Hvad enten dette har været forsætligt eller skyldes manglende overblik over risici, gør som sådan ingen overordnet forskel. Dette har ført til, at tilliden mellem pengeinstitutterne – også i Danmark – er forsvundet, og denne manglende tillid har ramt det såkaldte interbank-marked. Interbank markedet er pengeinstitutternes interne lånemarked.

Det skrantende interbank-marked har gjort det sværere for pengeinstitutterne at finansiere deres kortsigtede likviditetskrav. Dette øger finansieringsomkostningerne, som igen sendes videre til kunderne via strammere kreditvilkår for private og virksomheder samt højere udlånsatser.

For at lette udveksling af likviditet i det danske pengemarked har Nationalbanken åbnet en ny belåningsfacilitet, der vil køre et år frem. Det betyder, at penge- og realkreditinstitutter vil kunne belåne nye, særlige låneobligationer i Nationalbanken på ugentlig basis.

Konklusion

Kreditkrisen er ovre det værste, og de store nordiske banker synes ikke at have likviditetsproblemer. De banker, der havde subprime, har enten solgt deres eksponering eller afskrevet tilstrækkeligt til, at dette ikke er et tema mere. Ved en nærmere gennemgang er de store bankers likviditetsratio overraskende høj over hele linien med i gennemsnit 9-12 måneders likvidbeholdning (dvs. at bankerne kan klare sig 9-12 måneder uden adgang til pengemarkedet, inden de vil få problemer med udbetalinger).

Vi tror at mistilliden i interbank-markedet vil ebbe gradvist ud og ser derfor en normalisering i finanssektoren inden for de næste 6 til 9 måneder. Vi ser ikke antydninger af flere "skeletter i skabet" i Danmark eller ved de andre store nordiske banker. Vi ser den nordiske finansielle sektor som et godt bud på de aktier som vil være blandt de første til at få luft under vingerne.

I relation til husejerne i USA vil det nuværende renteniveau stadigvæk kunne påvirke de dårligst stillede, hvis ikke boligpriserne igen begynder at stige. Sammen med en historisk høj oliepris synes der stadigvæk at være faresignaler i relation til det amerikanske forbrug og dermed også den amerikanske økonomi. Set i lyset af dette, forventer vi rentenedsættelser i USA på 0,50 pct. inden for de næste 6-9 måneder.

I Danmark ser vi ikke væsentlige problemer for ejendomsmarkedet fremadrettet, hvor tvangsauktioner, til trods for at de er steget i de seneste måneder, da heller ikke er et betydende tema. Dette hænger sammen med, at vi venter faldende renter, i alt 0,50 pct. inden for de næste 6-12 måneder ude i fremtiden. Dog fremhæver den seneste vismandsrapport at strammere lånevilkår kan have betydning for huspriserne. Der er især en fare for, at priserne på ejerlejligheder i de store byer, som har været drevet af spekulation, vil falde, og at dette med en lille forsinkelse vil påvirke boligpriserne i udflytningsområderne i udkanten af disse byer. Blandt eksperterne er der bred enighed om, at disse prisfald godt kan fortsætte halvanden til to år endnu, men det skal understreges at der vil være store regionale forskelle hvad boligpriserne angår.