

Fixed Income

Behov for ensretning af det danske realkreditmarked

Nordea Markets, 3. august 2015

Kombinationen af balanceprincippet, krav fra myndighederne og realkreditinstitutternes ønske om et bredt produktudbud har medført, at mængden af obligationer er eksploderet de seneste 10 år. Den regulering, der rammer den finansielle sektor i disse år, har én fællesnævner: Store likvide serier uden for mange specielle egenskaber er nøgleordet. Dermed er konklusionen i vores øjne krystalklar: Det danske marked skal strømlines for igen at komme op blandt verdens bedste realkreditsystemer!

I denne analyse argumenterer vi for, hvorfor dette er skadeligt for markedet, og vi anfører en række mulige løsningsforslag til forbedring af likviditeten.

- Hvorfor vokser antallet af serier?
- Konkrete forslag til at øge likviditeten.
- Er løsningen at afvige fra balanceprincippet?
- De mange fondskoder forringer bankernes netting-muligheder og dermed likviditeten.
- LCR kan gøre repoer væsentligt dyrere.
- NSFR spøger stadig ...
- Bliver leverage ratio 6% for G-SIFI'er?

Antallet af fondskoder er vokset markant

Grafen nedenfor viser med al tydelighed, hvordan realkreditinstitutterne, specielt Nykredit, over de sidste 10 år har øget antallet af fondskoder markant. Denne stigning er en konsekvens af en række faktorer.

De danske myndigheder har lavet en række tiltag, som påvirker markedslivligheden negativt:

- Spredning af RTL-auktionerne til flere terminer (Nationalbanken, tilsynsdiamanten) har betydet en massiv stigning i antal fondskoder og dermed udhulet seriestørrelserne.
- L89 begrænser mulighederne for at genbruge obligationer.
- Kravet om at tilbyde CITA-baserede lån, hvis man ønsker at tilbyde CIBOR-lån.

Kombinationen af spredningskravet til flere terminer sammen med de andre krav har medført en accelererende stigning i antallet af fondskoder.

Udover krav fra myndighederne er realkreditinstitutterne pga. konkurrencemæssige forhold nervøse for ikke at have alle produkter på hyldeerne, hvilket qua balanceprincippet medfører et stort antal små illikvide obligationer. Realkreditinstitutterne har historisk taget markedet for givet og fokuseret på låntagersiden.

Anders Skytte Aalund
Chief Analyst
Anders.aalund@nordea.com

Uffe Kalmar Hansen
Senior Analyst
Uffe.kalmar.hansen@nordea.com

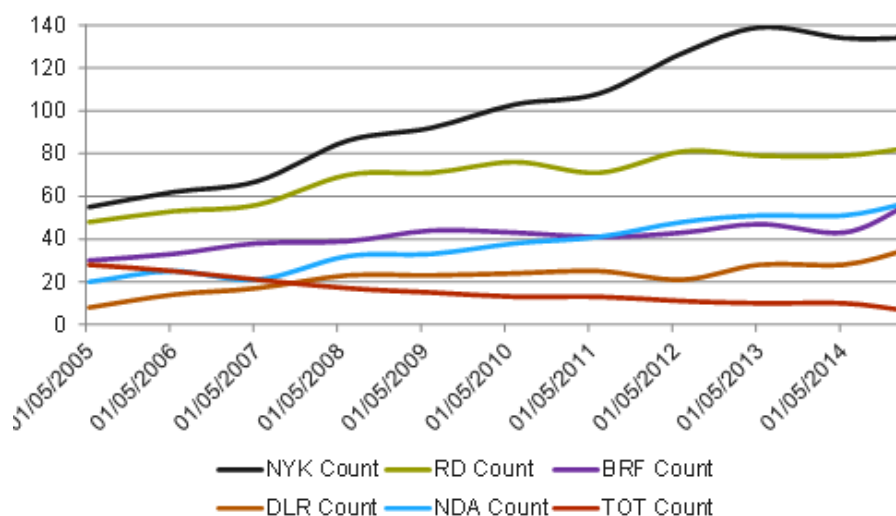
Indhold

Antallet af fondskoder er vokset markant.....	1
Effekterne af den dårligere likviditet allerede synlige i markedet.....	2
Kun en mindre del af bankreguleringen er implementeret.....	2
Forslag til at forbedre likviditeten uden at droppe balanceprincippet.....	3
En løsning kan være en delvis udfasning af balanceprincippet 5	
Ingen mulighed for netting betyder mindre bruttobalancer og dårligere likviditet.....	6
Leverage ratio på 6% for G-SIFI'er?	6
Negativ indflydelse fra LCR på mulighederne for repo.....	7
Stigende renter vil følge den	

Realkreditinstitutterne kan ikke længere tage for givet, at der er et fungerende marked for illikvide obligationer.

Det har været en farbar vej, da likviditeten i markedet har været i stand til at oppebære de mange fondskoder. Problemet er imidlertid, at dette ikke er tilfældet længere, og at problemet med de mange fondskoder vokser, i takt med at reguleringen af den finansielle sektor indarbejdes. Dermed bliver realkreditinstitutterne nød til fremadrettet i højere grad tage højde for markedet og ikke kun fokusere på låntagersiden.

Udvikling i antallet af ISIN-koder med cirkulerende mængde større end DKK 1 mia.



Sværere at handle illikvide obligationer i det nuværende marked...

Effekterne af den dårligere likviditet allerede synlige i markedet

Regulering bliver implementeret i forskelligt tempo blandt markedsdeltagerne, men i takt med at alle markedsdeltagerne får implementeret reguleringen, bliver konsekvensen i stor grad den samme, nemlig at prisen for at tage illikvide obligationer på bøgerne bliver højere, og obligationsrenterne bliver dermed højere.

Vi ser allerede, at illikvide obligationer er blevet problematiske at handle og at bid-offer stiger på disse. Det vil få den konsekvens, at investor fremadrettet vil kræve højere renter på disse obligationer, da der skal indregnes højere omkostninger ved et fremtidigt salg.

Konsekvensen kan på sigt blive, at illikvide obligationer ikke sælges via *market-maker* bøger, men handles i kommission. Det vil efter vores vurdering betyde større udsving i priserne, da *market-makers* typisk har en dæmpende effekt på markedet. Dermed stiger mark-to-market risikoen på illikvide obligationer, hvilket igen vil få investor til at kræve højere renter for at købe dem.

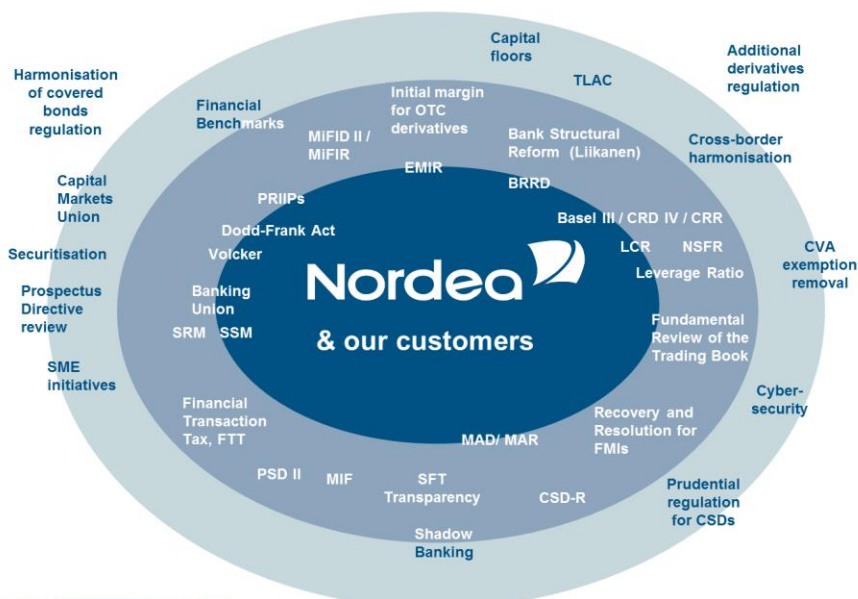
Kun en mindre del af bankreguleringen er implementeret

...og der er stadig meget regulering der ikke er trådt i kraft.

Figuren nedenfor illustrerer hvilken del af reguleringen, der er blevet implementeret (den mørkeblå ellipse), hvilke reguleringer vi ved kommer inden for de kommende år (den lyseblå ellipse), og hvilken regulering der ligger længere ude i fremtiden (den yderste ellipse).

Blandt den regulering, der er på vej, vurderer vi, at *Leverage ratio* samt *Fundamental review of trading books* kan få store konsekvenser for realkreditmarkedet. Dermed er markedseffekterne af bank-regulering langt fra overstået, og illikviditet vil i vores øjne blive endnu sværere og dyrere at handle.

Nuværende og kommende regulering af bankerne



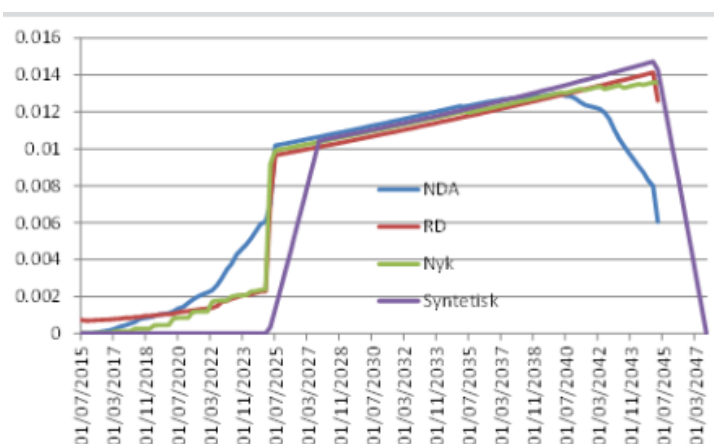
Forslag til at forbedre likviditeten uden at droppe balanceprincippet

Nedenfor har vi listet en række forslag, som institutterne kan implementere for derigennem at reducere antallet af fondskoder og øge likviditeten. De nævnte forslag kræver ikke, at pass-through-systemet udfases.

Realkreditinstitutterne kan lave en række tiltag der kan afhjælpe problemet noget.

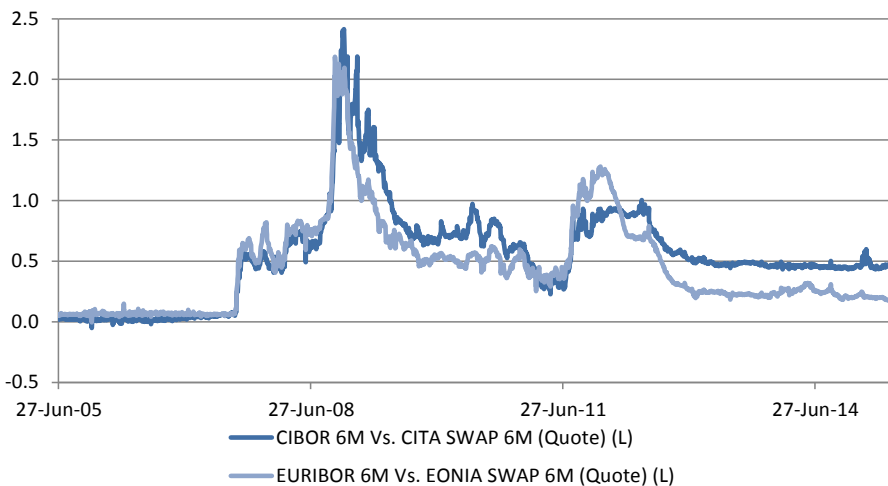
- Undlad at have både 10-, 15-, 20- og 30-årige konverterbare obligationer.
 - Det er oplagt at reducere udbuddet af løbetider i det konverterbare segment. Når der endvidere er kommet tradition for halve kuponer, betyder det, at antallet af fondskoder stiger meget, i takt med at renterne ændres. Det er ikke alle institutter, der har det fulde udbud af løbetider.
- Lån med afdrag og lån uden afdrag i samme obligation.
 - Som det er for nærværende, eksisterer der to fondskoder i 30-årige konverterbare, som kun adskiller sig ved den afdragsfri periode. Disse kan med fordel slås sammen. Det vil medføre, at prisen på den nye obligation teoretisk set bliver et vægtet gennemsnit af prisen på de to fondskoder. Det betyder, at låntagere med et afdragsfrit lån får bedre kurser, og det modsatte vil være tilfældet for låntagere, der betaler afdrag. Det vil være en svag fordel for de låntagere, der ikke betaler afdrag, hvilket er lidt mod den trend, der går i retning af at få låntagerne til at betale afdrag i højere grad. Realkreditinstitutterne kan dog kompensere for dette ved at øge forskellen i bidragssatserne mellem afdragsfri lån og lån med afdrag.
 - Eksempelvis er Nordea Kredits IO-obligationer typisk langt kortere end konkurrenternes, både hvad angår den afdragsfri periode og obligationens restløbetid.

Afdragsprofiler på 2,5% IO i forskellige institutter



- Drop CF-segmentet.
 - Dette segment er præget af meget lavt nyudlån, hvorfor det er oplagt at lukke for nye tilbud i dette segment. Segmentet er på DKK 160 mia. og består af 69 fondskoder, hvoraf blot 17 opfylder level 1b-kriteriet. Der bliver ikke udstedt i nogen af disse 17 obligationer. Eller sagt på en anden måde: Den marginale udstedelse, der er i segmentet, sker i små illikvide serier, som ikke har udsigt til at nå en anseelig størrelse.
- Færre refinansieringsterminer.
 - I takt med at det er lykkedes institutterne at flytte låntagerne fra kort funding (1-årige RTL'er) til længere løbetider, så er behovet for de mange refinansieringsterminer reduceret. RD er et godt eksempel ved blot at have to terminer, nemlig januar og april. Omvendt har Nykredit fire årlige terminer. Det er muligt, at tilsynsdiamanten i dens nuværende form kan være en udfordring for nogle realkreditinstitutter.
- Drop EUR-RTL'er.
 - Da der i praksis kun er 1-årige EUR-RTL'er, er mængden af ISIN-koder i dette segment begrænset. Men det vil stadig være en fordel, at bruge volumen i segmentet til at sikre større serier i DKK-denominerede obligationer. Vi mener, at med udsigten til en permanent stærk krone forsvinder rentefordelen ved EUR-RTL funding.
- Færre floatere (uden afdrag).
 - Efter det blev påbudt realkreditinstitutterne at tilbyde lån baseret på CITA-renten, køres der nu et dobbelt setup, hvor der udstedes både CIBOR- og CITA-baserede obligationer. Siden dette påbud kom, er CIBOR-CITA-spændet stabiliseret meget. Og da den forskel, der er i spotrenterne, samtidig i stor grad afspejles i det tillæg, der er på obligationen, så er forskellen for låntager ubetydelig. Herudover tilbydes der obligationer baseret på EURIBOR.

Udvikling i CIBOR – CITA og EURIBOR – EONIA spænd



- Drop rentetrigger i L89.
 - Denne bliver meget svær at få ændret, men grundlæggende er det et problem, at det ikke er muligt at genbruge eksisterende obligationer til funding af 1- og 2-årige obligationer.

En løsning kan være en delvis udfasning af balanceprincippet

Det specifikke balanceprincip kan måske med fordel droppes?

Historisk har balanceprincippet været en af grundstenene i den danske realkreditmodel. Den store mængde regulering, der rammer bankerne, betyder imidlertid, at balanceprincippet kombineret med realkreditinstitutternes ønske om et bredt produktudbud ikke er en farbar vej. Så enten må realkreditinstitutterne slanke produktudbudet, eller også må de opbløde pass-through-systemet.

Det kunne eksempelvis ske ved, at den store mængde forskellige lån baseret på korte renter bliver udstedt uden om det specifikke balanceprincip. Denne tilgang er kendt fra eksempelvis det svenske og det tyske og øvrige europæiske covered bond-setup. Den store fordel ved denne løsning er, at institutterne får et spillerum på låntagersiden og samtidig kan sikre få og store obligationsserier. Ulempen ved denne strategi er, at blandt andet ratingbureauerne vil se negativt på det, og det kan umiddelbart medføre lavere leeway og højere OC-krav. Omvendt kan realkreditinstitutterne bedre sikre, at de opnår den ønskede længde på deres funding, som blandt andet ratingbureauerne og tilsynsdiamenten kræver.

Det er stadig uafklaret, i hvor stort omfang et brud med balanceprincippet er muligt jf. parireglen, der blev indført i forbindelse med covered bond-lovgivningen i 2007. Så længe den regel består, er det nok mest realistisk at gå væk fra pass-through-systemet i den korte ende af kurven, eksempelvis ved korte RTL'er og korte floatere med forskellige indeks.

Det er et stort skridt at tage for realkreditinstitutterne at gå væk fra pass-through-systemet. Ikke mindst med hensyn til omkostningerne til de systemmæssige ændringer, det kræver. Omvendt bliver de nødt til at erkende, at markedet er forandret, og at det nuværende setup ikke er holdbart i

længden, hvis vi samtidig skal have et likvidt marked, som vi med rette kan kalde et af verdens bedste.

Ingen mulighed for netting betyder mindre bruttobalancer og dårligere likviditet

Dyrere at tage illikvide obligationer på bøgerne.

En konsekvens af en række af tiltagene i den nye regulering er, at bankerne bliver tvunget til at øge fokus på, hvordan deres kapital bruges. Dette øgede fokus på brugen af kapital kombineret med netting-reglerne i *Capital Requirements Regulation* (CRR) påvirker i høj grad bankernes måde at handle obligationer på.

Historisk har handelsafdelingerne kørt med store bruttobalancer for derigennem at gøre det muligt for investorerne at handle specifikke fondskoder. Problemet med denne forretningsmodel er, at det jf. CRR ikke er tilladt at lave netting mht. specifik risiko, hvilket betyder, at store bruttobalancer vægter meget tungt med hensyn til omkostninger til kapital. Således vægter en lang og en kort position i to næsten identiske obligationer dobbelt rent kapitalmæssigt, selvom den reelle risiko er lav. Det meget store antal fondskoder i markedet gør det dermed meget dyrt at handle.

Færre fondskoder vil forbedre likviditeten i det sekundære marked.

For at sikre likviditeten i det sekundære marked er det derfor en nødvendig forudsætning, at antallet af fondskoder i markedet reduceres.

Man kan hævde, at dette problem delvis kan løses ved at implementere interne modeller i bankerne, så den specifikke risiko kommer ind i VaR-setuppet og dermed reducerer kapitalomkostningerne ved de store bruttobalancer. Udfordringen her er dog, at der jf. Basel-komiteen højst sandsynligt bliver indført et floor, så risikoen og dermed omkostningen ikke kan falde til under en given procentdel af den specifikke risiko i standardmetoden. Dermed eksisterer problemet med de store bruttobalancer for banker med interne modeller stadig, blot med en reduktion i omkostningerne.

Leverage ratio på 6% for G-SIFI'er?

Leverage ratio er kendt fra CRD, men det er sandsynligt, at der kommer ændringer og den endelige udformning derfor stadig usikker.

Balance er en meget dyr omkostning hvis det er en mangelvare.

Hvis bankernes balance bliver en knap ressource, hvilket den i et vist omfang allerede er, vil omkostningen til balancebelastning skulle indregnes, når der laves en handel. Prisen på balance er en funktion af afkastkravet på kapital og vil typisk være betragtelig. Dette vil påvirke både bruttobalancer samt repo-omfang i nedadgående retning.

Som det står i dag i CRD/CRR, bliver leverage ratio sat til 3%. Det er som udgangspunkt håndterbart, al den stund at de største danske banker i dag allerede har en højere leverage ratio og dermed lavere gearing.

Leverage ratio på 6% vil ramme vil få meget stor effekt.

Udfordringen fremadrettet er imidlertid, at Financial Stability Board (FSB) har foreslået, at G-SIFI'er, herunder Nordea, bør have en leverage ratio, der er det dobbelte af, hvad der er foreslået i Basel III, dvs. 6%. FSB er en international organisation etableret af G20-landene, der monitorerer og kommer med forslag til ændringer i det finansielle system. FSB samarbejder i vid udstrækning med Basel Committee on Banking Supervision.

Indføres der en leverage ratio på dette niveau, vil det kræve lavere balancer og/eller højere kapital, hvilket igen vil kunne få stor negativ indvirkning på

G-SIFI bankers muligheder for at køre større handelsbeholdninger samt at lave repo. Det skal her nævnes, at det vil være muligt at undgå en del af balanceproblematikken, hvis der laves repo'er via clearinghuse, således at repo'er og revers'er kan nettes (samme modpart).

Negativ indflydelse fra LCR på mulighederne for repo

Realkreditobligationer endte med at blive behandlet skånsomt relativt til statsobligationer i CRD/CRR set i forhold til, hvad der oprindeligt var forslået. Indregning af realkreditobligationer som aktiv i LCR sker derfor med en højere andel og med et lavere haircut end først forventet.

LCR kan få stor indflydelse på repo...

Men bortset fra selve behandlingen i LCR-porteføljen er et mindst lige så vigtigt punkt, hvorledes repoer bliver behandlet. Dette skyldes det danske pass-through-system. I og med at en serie bliver opbygget gradvist, vil det fra "fødslen" af en ISIN-kode ikke være givet, at den kan inkluderes i LCR, hvis den cirkulerende mængde (og andre krav) ikke er opfyldt.

Stigende renter vil følge den begrænsede repovolumen

Det falder derfor tilbage på det udstedende institut at oppebære denne type obligation, hvis der ikke kan findes andre aftagere. I disse tilfælde vil det være nærliggende for instituttet at repofinansiere obligationerne. Egne obligationer må under alle omstændigheder ikke tælles med som aktiver i LCR-porteføljen, men repoforretningen påvirker LCR både i net inflow/outflow samt på porteføljeniveau.

..specielt hvis det er korrekt opfattet, at der skal ske modregning i level 1a HQLA-aktiver.

Her er det vores forståelse, at indregning af repo'er medfører en modregning i level 1a-aktiver i HQLA. Er vores tolkning korrekt, vil muligheden for at indgå repoer blive begrænset af instituttets overlikviditet i form af L1A-aktiver, hvilket entydigt medfører dyrere repo-prisning og dermed højere renter på de berørte obligationer.

NSFR

Net Stable Funding Ratio (NSFR) eksisterer forsat kun som et forslag fra Basel. Men i CRD/CRR står, at EBA inden udgangen af 2015 skal fremlægge en rapport om NSFR og om, hvad der er stabile kilder til funding, samt vurdere konsekvenserne for virksomheder og risikoprofilen på bankerne. EU-Kommissionen kan ved udgangen af 2016 fremlægge et forslag til lovgivning.

Grundlæggende kræver NSFR, at bankerne har nok stabil funding til at understøtte deres aktiver over en 1-årig horisont. Det er klart, at kommer NSFR i spil, uden at der bliver en undtagelsesregel for pass-through-fundede aktiver, vil det sætte realkreditinstitutternes fundingmodel for RTL-obligationer under et voldsomt pres.

NSFR betyder endvidere, at der kræves lang funding til en andel af repo-udlånet. Dette er både dyrt og svært at skaffe, hvorfor det også vil påvirke repo-markedet og dermed obligationsmarkedet i form af højere obligationsrenter.

Nordea Markets er en fælles betegnelse for afdelingerne Markets i Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc og Nordea Bank Danmark A/S. Oplysningerne i dette materiale er udelukkende ment som generel information og henvender sig alene til de modtagere, som materialet er rettet mod. Vurderinger samt øvrige oplysninger i materialet er gældende pr. udgivelsesdatoen og kan ændres uden varsel.

Dette er ikke en udtømmende beskrivelse af det omtalte produkt eller de dermed forbundne risici, og der gives ingen garanti for, at oplysningerne er nøjagtige eller komplette. Materialet er gennemgået omhyggeligt, og vurderingerne er foretaget efter vores bedste skøn. Oplysningerne i dette materiale er ikke investeringsrådgivning og skal ej heller ses som et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af finansielle instrumenter. Oplysningerne heri tager ikke højde for bestemte modtageres investeringsformål, finansielle situation eller behov. Det tilrådes altid at indhente relevant og konkret professionel rådgivning, inden der træffes investerings- eller kreditbeslutninger. Det bemærkes, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Nordea Markets er ikke rådgiver for så vidt angår juridiske, skattemæssige, regnskabsmæssige eller lovgivningsmæssige forhold. Dette dokument må ikke gengives, distribueres eller offentliggøres uden forudgående skriftligt tilsagn fra Nordea Markets.