

ER DER FOR MEGET SPEKULATION I LANDBRUGSERHVERVET?

Af Inger Larsen, Danmarks Statistik, Fødevareerhverv og Brian H. Jacobsen, Fødevareøkonomisk Institut, Københavns Universitet

Mange landmænd har i de seneste år anvendt finansielle instrumenter i håb om at reducere deres rentebetaling i en periode, hvor den samlede gældsætning er øget. Regnskabsresultater fra 2008 viser imidlertid, at anvendelsen af SWAP og andre finansielle instrumenter har givet store tab og øget den samlede rente. Spørgsmålet er, om landmænd har været for lette ofre, og om de har været klar over den risiko, de pådrog sig? Har kreditgivere, i deres iver for at sælge disse produkter, forklaret nok om de mulige risici, som den enkelte landmand løber?

Introduktion

Landbrugets samlede gæld var ved udgangen af 2008 på 302 mia. kr. Af denne gæld er 71 pct. realkreditlån, 22 pct. er pengeinstitutgæld, og resten vare- og anden gæld. Generelt har landbrug i Danmark en højere gældsandel end i andre EU lande, og finansieringsomkostningerne er derfor også meget højere, og de er steget meget fra 2006 til 2008. Gælden er steget i 2008, men gældsprocenten faldt fra 53 til 46 pct., fordi der har været konjunkturstigninger på 4,0 mio. kr. pr. bedrift grundet den højere offentlige vurdering.

I alt 77 pct. af realkreditlånene har variabel rente, og det vurderes, at en rentestigning på 1 pct. betyder, at landbrugets renteudgifter vil stige med op imod 2,4 mia. kr. Realkredit- og

pengeinstitutgæld i fremmed valuta er stigende, og udgør henholdsvis 52 og 31 pct. Stigning i kursen på schweizerfranc har givet store kurstab på valutalån i 2008. Stående lån, hvor der ikke betales afdrag, udgør 53 pct. af realkreditlånene og 90 pct. af bankgælden. Det vurderes endvidere, at pengeinstitutter i 2008 øgede rentemarginalen. Renten på nye realkreditlån er steget med 0,9 pct. point for de fastforrentede og 0,6 pct. point for rentetilpasningslån fra 2007 til 2008.

I de seneste år ses et stigende brug af finansielle instrumenter og øget risikovillighed i form af variable forrentede lån og øget anvendelse af stående lån. Denne tendens mod øget risikotagning genfindes også i andre sektorer og lande. Generelt er de fastforrentede lån de sik-

reste, derefter følger lån med variabel rente, dernæst kommer SWAP i egen valuta og endelig SWAP i andre valutaer. Grundlæggende skal den øgede risiko omkring finansiering afspejles i den lavere lånerente ved produktet.

Det interessante er, hvordan brugen af finansielle instrumenter har påvirket resultatet og den samlede rentebetaling i erhvervet. Har landmænd fået den lavere lånerente, som de forventede, da de indgik disse aftaler?

Hvad er SWAP?

SWAP er et engelsk udtryk, som betyder at bytte. Som landmand kan man bruge en SWAP til at bytte renter. Eksempelvis kan man bytte lange renter med en høj rentesats ud med en kort rente, hvor renten normalt er lavere. Under forudsætning af, at den variable rente er lavere end den faste rente, vil SWAP-forretningen isoleret set give et nettooverskud. En valutawrap er, som navnet angiver, en aftale, hvor valutakursen også kan påvirke den rentebetaling, der skal foretages.

En SWAP-aftale er relateret til bedriftens gæld og er typisk en 3-årig aftale. Men der laves aftaler på op til 30 år. Disse aftaler vil være mere rentefølsomme, men til gengæld er der større chance for at genvinde tab. Bemærk dog, at eksemplet i faktaboksen »lokker« med en rentebesparelse på 0,3 procentpoint.

Som det fremgår af faktaboksen, er der andre finansielle instrumenter, hvor futures, optioner og terminsforretninger er finansiell spekulation. Når aftaleperioden er slut, effektueres afregningen. Man kan selvfølgelig prøve igen, hvis man har råd til det.

Men hvad er spekulation, og er finansielle instrumenter altid spekulation? Nu er spekulation mange ting men der kan opstille flere typer af spekulation.

SWAP-aftale kan med fordel bruges sammen med et fastforrentet realkreditlån, hvor man går fra faste til variable betalinger i 3 år.

Renten for en SWAP-aftale bliver fastsat ud fra den rente, der er gældende på rentemarkedet. En 3-årig SWAP-aftale kan da sammenlignes med, at du laver følgende to transaktioner:

1. Du optager et lån med 3 måneders variabel rente og
2. Du køber obligationer med fast rente i 3 år

Under forudsætning af, at den variable rente er lavere end den faste rente, vil SWAP-aftalen isoleret set, give et nettooverskud. Ved store rente- eller valutakurstigninger kan långiver stille krav om sikkerhed for SWAP-aftalen.

Med udgangspunkt i et 4 % fastforrentet obligationslån bestemmes rentesatsen for en SWAP-aftale på følgende måde (der er ikke indregnet betaling for etablering):

Modtagerrente (låner modtager):	+4,0 %
3-årig markedsrente:	-2,5 %
Tillæg, forskel 4 % og 3-årig markedsrente:	= 1,5 %
3. mdrs. Rente i DKK:	+2,2 %
Betalerrente (låners betaling):	=3,7 %
Låners besparelse:	= 0,3 %

SWAP-aftalen vil i dette eksempel betyde, at rentebetalinger sættes ned til 3,7 %, og en besparelse på 0,3 %-point i forhold til en rente på 4 %.

Betalerrenten: Bliver løbende justeret i aftalens løbetid i forhold til udviklingen i den korte rente. Udover renten betales et SWAP-tillæg, som ligger fast i hele aftaleperioden.

Tillægget: Ved eks. en 3-årig SWAP-aftale er fastsat ud fra forskellen mellem den 3-årige rente og den rente, som man ønsker at modtage (eks. 4%).

Renteændringer: Når aftalen er indgået vil renteændringer påvirke de fremtidige indbetalinger til SWAP-aftalen. Hvis man ønsker at frigøre dig for aftalen efter en eventuel rentestigning skal man som regel indbetale et frigørelsesbeløb. Ved et rentefald kan der derimod blive tale om at få et beløb udbetalt.

Valutakursændringer: Et fald i vekselkursen over for danske kroner giver en gevinst. Omvendt giver en kurstigning i forhold til danske kroner et tab. Valutatab eller gevinst indgår i opgørelsen ved førtidig indfrielse eller ved aftalens udløb.

1) Den *traditionelle form for spekulation* består i, at man køber billigt og sælger dyrt. Det, der handles, kan være kartofler, aktier, valuta eller guld. I værste fald er det pågældende aktiv værdiløst.

2) Ved *hedging* garderer man sig over for markedets usikkerhed. Dette kan gøres ved at investere bredt, men ved den egentlige *hedging* køber man simpelthen sikkerhed (eller sælger usikkerhed), dvs. køberen overtager risikoen for en pris. Risikoniveauet øges ikke for den enkelte, og samlet skulle der ske en omfordeling af risiko fra den spekulations-uvillige og til den, der ønsker at spekulere.

3) Endelig kommer vi til den *egentlige spekulation*. Herved forstås i denne sammenhæng, at den finansielle agent er aktiv og skabende i et omfang, så han kan påvirke markedet. Et eksempel på dette kan være stormløb mod udvalgte aktier eller valutaer. Når det lykkes, skyldes det ofte, at de, der udfører spekulationen, er i stand til at låne meget større beløb, end de ejer, og dermed geare deres investering.

Når der i denne artikel diskuteres spekulation, er det primært traditionel spekulation, idet folk i nogle tilfælde køber produkter for at opnå en mindre rentegevinst, uden at være opmærksom på, at det i nogle tilfælde kan give store tab (valuta m.m.). Det er således ikke sikkert, at alle landmænd vidste, at det produkt, de investerede i, var et spekulationsprodukt, hvor værdien kan falde betydeligt. Når dette så kombineres med store lån (og måske gearing) grundet stor udlånsvilje fra kreditforeninger og banker, samt dyre jordkøb og en indtjening, der bliver lavere end forventet, så bliver situationen usikker. Når vi taler om spekulation i denne artikel er det landmænd, som i deres iver efter at bruge finansielle instrumenter har deltaget med en stor andel af deres egenkapital i egentlig spekulation. De har derved reduceret deres finansielle beredskab betydeligt, hvilket i sidste ende kan betyde, at landbrugsproduktionen og bedriften sættes på spil.

Tabel. 1. Indtjening og finansiering af heltidsbedrifter i 2008

2008	Driftsform	Driftsform	Driftsform	Driftsform	
Heltidsbedrifter	Planter	Kvæg	Svin	Pelsdyr	Alle
Antal heltidsbedrifter	4.563	5.056	3.765	845	14.228
Driftsresultat før renter, jordbrug	223.057	652.606	-49.464	357.583	311.562
Renteudgifter i alt	923.615	1.151.397	1.773.915	468.692	1.202.540
Heraf kursregulering, lån i a. valuta	89.062	108.702	172.833	29.466	114.668
Heraf finansielle instrumenter	134.865	219.095	297.254	70.208	203.926
Driftsresultat før driftstilskud	-792.893	-549.158	-1.907.613	-38.140	-956.440
Generelle driftstilskud	426.667	442.812	357.681	57.980	392.253
Driftsresultat	-366.226	-106.346	-1.549.932	19.840	-564.187

Kilde: Regnskabsstatistik for landbrug, DST

Landbrugets indtjening og finansieringsomkostninger i 2008

Det har ikke skortet på negative udmeldinger om landbrugets vanskelige økonomiske vilkår de seneste år. En hurtig opremsning af årsager er faldende afregningspriser, store udgifter til korn- og foderstoffer og långivernes tilbageholdenhed med kreditter. I det følgende analyseres resultaterne fra 2008, men henblik på at vurdere, hvilken betydning de finansielle udgifter har haft for landbrugets samlede resultat i 2008.

Futures og optioner (derivater eller finansielle kontrakter): I stedet for at handle et værdipapir, så købes en ret – og i nogle tilfælde en pligt – til at handle papiret på et bestemt tidspunkt ude i fremtiden. Dvs. at der kan tjenes på kursudviklingen uden at have penge bundet i det konkrete værdipapir.

Danmarks Statistik har ved udgangen af september 2009 lagt sidste hånd på tallene til Regnskabsstatistikken for landbrug for 2008. Som det fremgår af tabel 1, har de fleste driftsformer i gennemsnit haft negativt driftsresultat i 2008.

Med fokus på *driftsresultatet før renter* for alle heltidsbedrifter fremgår det, at driftsformen svin allerede her har røde tal. *Driftsresultat* for

alle heltidsbedrifter viser et underskud på godt 560.000 kr., mens svinebedrifterne har et underskud på over 1,5 mio. kr.

En af de væsentligste forklaringer på faldet i driftsresultatet er finansieringsomkostninger, som er næsten fordoblet i forhold til 2007. Det fremgår af opgørelsen, at nyudlånene i 2008 er på niveau med 2007. Under finansieringsomkostninger gemmer sig renter, kursreguleringer på lån i anden valuta kombineret med SWAP- aftaler og ikke mindst ren spekulation i optioner og terminsforretninger. Det har været en dyr cocktail.

Kursregulering i anden valuta og finansielle produkter udgør 26 pct. af renteudgifter i alt for alle heltidsbedrifter. Driftsformen kvæg ligger højest i pct. med 28, mens driftsformen svin ligger højest målt i kr. med 470.000 pr. heltidsbedrift.

Det fremgår af analysen, at kursregulering i anden valuta og finansielle produkter udgør et tab på henholdsvis 114.600 og 204.000 kr. pr. heltidsbedrift i 2008, svarende til henholdsvis 1,6 og 2,9 mia. kr. for alle heltidsbedrifter.

For enkelte bedrifter har tabene været enorme i 2008. De 10 største tabere, i stikprøven til Regnskabsstatistikken, har måttet se i øjnene, at kursregulering i anden valuta og finansielle produkter har udgjort tab på hen-

Tabel 2. Renteudgifter i alt i 2007 og 2008 for forskellige driftsgrupper

Renteudvikling fra 2007 til 2008	Driftsform	Driftsform	Driftsform	Driftsform	
Heltidsbedrifter	Planter	Kvæg	Svin	Pelsdyr	Alle
2007: Renteudgifter i alt, »pct.«	4,92	4,71	4,53	3,87	4,67
2008: Renteudgifter i alt, »pct.«	6,93	7,68	7,56	7,27	7,42
Rentestigning i »pct.« 08/07	40,8	63,0	67,0	88,1	59,1
Rentestigning i »pct. point« 08-07	2,0	3,0	3,0	3,4	2,8

Kilde: Egne beregninger, Regnskabsstatistik for landbrug, DST, 2007 og 2008

holdsvis 2,1 mio. og 11,6 mio. pr. bedrift. Nogle af disse tab i SWAP- aftaler er vundet ind igen i 2009, men de fleste af pengene er afregnet som optioner og terminsforretninger, hvorfor pengene er tabt.

Bedrifterne bliver større år for år, og derfor kan finansieringsomkostningerne ikke bare sammenlignes med året før. Til gengæld kan rentebetalingerne i procent af den gennemsnitlige gæld til realkreditinstitutter, banker mv. sammenlignes direkte, idet realkreditinstitutternes andel af gælden stort set er uændret.

For alle heltidsbedrifter ses, at renterne, målt i pct., er steget med 59 pct. (2,8 procent point). Det er ikke muligt nærmere at angive omfang af brugen af de forskellige finansielle instrumenter, da der ikke er kendskab til den enkelte kontrakter og løbetider m.m. Dertil kommer, at tab ved finansielle instrumenter ikke bogføres ensartet i landboforeningerne, hvorfor de i nogle regnskaber påvirker resultatopgørelsen, mens de i andre regnskaber kun påvirker opgørelsen af aktiver og passiver.

I gennemsnit bidrager udgifter til finansielle produkter med en stigning i renten på 1,25 pct. point, mens kursregulering af lån i anden valuta har kostet ca. 115.000 kr. i gennemsniteller 0,7 pct. point af den samlede gæld. Resten ca. 0,85 pct. point må tilskrives rentestigninger mv. For 2007 giver anvendelsen af SWAP en reduktion i renten på 0,23 pct. point og en gevinst på 31.000 kr. pr. bedrift.

Det skal nævnes, at de store tab på SWAP i 2008 ikke i alle tilfælde er effektueret, hvorfor de ved rente- og eller valutaændringer vindes ind igen.

Terminsforretninger/ valutaterminsforretning: Er en bindende aftale mellem køber og sælger om køb/ salg af et beløb i én valuta mod betaling i en anden valuta på en bestemt fremtidig dato eller periode. Tidshorisont kan variere fra 3 bankdage frem og helt op til 3-5 år.

Prisen på en terminsforretning: Dagskursen +/- renteforskellen mellem de 2 valutaer for den ønskede periode.

Analysen viser også at rentestigningen på bedrifter med over 3 årsværk er ikke mindre end 3,5 pct. point, mens den for bedrifter med 1-2 årsværk kun er ca. 1,5 pct. point. De store bedrifter har altså tabt mest både absolut og relativt.

På nogle bedrifter har risikofyldte finansielle investeringer og brug af finansielle instrumenter fungeret som en genvej til at opnå den indtjening, som man ikke kan få fra den primære produktion. Dette krav kan dog også betyde, at man investerer i mere risikofyldt aktiver. Andre bedrifter har lykkedes med at bruge de finansielle aktiver som en likviditetsmulighed her i 2009, hvor det har været svært at låne i banker og kreditforeninger.

Rådgivning og råd omkring fremtiden

Nu er det ikke kun landbruget, der bruger finansielle instrumenter, for eksempel bruger Nationalbanken renteswaps i risikostyringen. Tiltagende finansiell uro indebar imidlertid, at de ikke indgik renteswaps i 2008. Generelt vurderer Nationalbanken, at indgåelse af renteswaps for 20 mia. kr. reducerer den forventede renteomkostning med ca. 275 mio. kr., uden at risikoen øges. Det vil sige, at der forventes en gevinst på 13.750 kr. pr. million, der laves SWAP for. For landbruget har der også været mindre gevinster ved SWAP-aftaler i 2007. Det viser imidlertid også, at det i år med finansiell uro er

vigtigt, at de finansielle rådgivere er opdateret, således at rådgivningen afspejler den faktiske risiko.

En række landmænd har haft et stort ønske om at anvende de finansielle instrumenter til at reducere rentebetalingen, samt at få en større indtjening fra deres finansielle aktiver. Imidlertid er erhvervet blevet advaret om, at der i takt med den øgede liberalisering af erhvervet også vil kunne forventes større udsving i priserne, fordi lagerne er små. Ingen havde forudset så store udsving i produkt-priserne kombineret med stor finansiell turbulens, men havde man holdt igen med hensyn til bl.a. jordpriser, havde udgangspunktet været et andet. En høj gældsprocent og høje rentebetalinger gør landbrugs-erhvervet sårbart over for de lave priser, som flere driftsgrene oplever i 2009. Således viser undersøgelser, at de økonomiske rådgivere mener, at måden, landmændene er finansieret på, har størst betydning for landmændene i forhold til afdækning af risiko (Landbrugsrådet, 2009).

Meget tyder på, at finansielle rådgivere (banker og kreditforeninger) har været gode til at sælge de finansielle produkter med løfter om gevinster. Som nævnt må en rentebesparelse på 0,3 procentpoint siges at være relativ beskednen. Pengeinstitutter har efterfølgende i flere tilfælde presset landmænd til at stoppe SWAP-aftalen og tage tabene. Dette gøres typisk, når pengeinstitutterne er bange for selv at miste penge.

De finansielle instrumenter kan bruges til at reducere risici, men en del landmænd vil gerne afprøve risikofyldte finansielle produkter for at betale lidt mindre i rente. Det er vores indtryk ud fra samtaler med konsulenter, at landbrugs-erhvervet ikke har været opsøgt forud for brugen af finansielle instrumenter i det omfang, man kunne forvente. Der udbydes i dag flere analyser af drifternes finansieringsrisiko, og det er vigtigt at få foretaget en sådan analyse, inden den enkelte landmand anvender finansielle instrumenter.

Kilder

Landscenteret: Landbrugets driftsresultater for 2008 (16-09-2009).

http://www.lr.dk/oekonomijura/oekonomiogjura/10-2-49resultat2008_09.htm

Landscenteret: Foreløbige driftsresultater for kvægbrug (29-4-09).

<http://www.lr.dk/kvaeg/informationsserier/kvaegforsk/2003.htm>

Landbrugsrådet (2009): Håndtering af risiko. Rapport. Januar 2009.

Dansk Landbrug (2009): Landbrugets gælds- og renteforhold 2008. Notat fra den 8. Juni 2009.

Danmarks Statistik (2009): Stort fald i svineproducenternes driftsresultat.

Danmarks Statistik (2009): Regnskabsstatistik for Landbrug 2008. Nr. 422.

<http://www.statistikbanken.dk> Landbrug og fiskeri – Økonomisk statistik – Regnskabsstatistik landbrug

Danmarks Nationalbank (2009): Statens låntagning og gæld 2007.