



Dato : 30. november 2004
J.nr. : 631-1
Sagsbeh. :
Org. enhed : 3. Kontor

Realrenteforudsætning i relation til Femern Bælt forbindelsen

Realrenten er en af de centrale antagelser i de finansielle konsekvensberegninger vedrørende en fast forbindelse over Femern Bælt. Nedenfor redegøres nærmere for realrentebegrebet og de anvendte forudsætninger i analyserne af Femern Bælt forbindelsen.

Hvad er realrenten?

Realrenten defineres som den faktiske, nominelle rente korrigeret for den forventede inflation.

Når en investor køber en obligation, dvs. låner penge ud, har vedkommende et vist afkastkrav, som kan opdeles i et reelt afkast af investeringen og en kompensation for inflationen i den periode, investor forventer at beholde obligationen.

Købes f.eks. en 10-årig dansk statsobligation er den nominelle rente ca. 4 pct. p.a. (medio november 2004). En del af denne rente må dog anvendes til at kompensere for den købekraftsføringelse (inflation), der sker i de næste 10 år, så det reelle afkast af investeringen (realrenten) må reduceres med den forventede inflation. Forventer investoren f.eks. en gennemsnitlig inflation i perioden på 2 pct. p.a., vil realrenten være 2 pct., jf. følgende regnestykke:

$$\begin{array}{r} 4 \text{ pct. p.a. (nominel, effektiv rente)} \\ - \underline{2 \text{ pct. p.a. (forventet inflation)}} \\ 2 \text{ pct. p.a. (realrenten).} \end{array}$$

Der er en meget tæt sammenhæng mellem den nominelle rente og inflationsforventningerne. Hvis de generelle inflationsforventninger stiger til eksempelvis 3 pct. p.a., vil investorerne alt andet lige forlange et højere nominelt afkast på 5 pct. p.a. for at være lige så godt stillet som før. I praksis kan en meget stor del af udsvingene i de nominelle renter forklares med ændrede inflationsforventninger, jf. også nedenfor.

Hvilken realrente anvendes i analyserne af Femern Bælt forbindelsen?

I brosekskabernes langsigtede beregninger vedrørende tilbagebetalingstid mv. anvendes en forudsætning om realrente og ikke den nominelle rente. Det gælder også i de foreliggende beregninger omkring Femern Bælt forbindelsen.

Årsagen hertil er, at taksterne for at passere de faste forbindelser forudsættes at blive prisreguleret i takt med den almindelige inflation. Selskabernes indtægter stiger derfor i takt med inflationen, hvorfor økonomien ikke er afhængig af det fremtidige inflationsniveau.

Det betyder, at den nominelle rente ikke i sig selv påvirker økonomien i de faste forbindelser. Stiger inflationen, vil den nominelle rente blive presset op, jf. ovenfor, men indtægterne vil stige i samme takt og kompensere for de øgede (nominelle) renteudgifter. Det modsatte gør sig naturligvis gældende ved faldende inflation. Det er derfor alene realrenten, der har betydning for tilbagebetalingstid mv.

Forudsætningen om prisregulering af taksterne er helt central i denne sammenhæng. I forhold til Storebæltsforbindelsen er denne prisregulering direkte forudsat i lovgivningen, og i Øresundsforbindelsen anvendes samme princip. I relation til Femern Bælt forbindelsen er en sådan prisregulering derfor en naturlig del af de anvendte beregningsforudsætninger.

Den nominelle rente (og dermed inflationen) har dog betydning i én sammenhæng, nemlig udviklingen i selskabernes nominelle gæld og dermed den absolutte størrelse af staternes garantiforpligtelse, men staternes mulighed for at indfri udvikler sig også i takt med inflationen.

Realrenteantagelser i broprojekterne

I de gennemførte analyser af Femern Bælt forbindelsen anvendes som central forudsætning en realrente på 3,5 pct. p.a. Der er endvidere gennemført et større antal følsomhedsanalyser, der viser effekten af såvel højere som lavere realrenter.

De hidtidige erfaringer med brosekskabernes statsgaranterede finansiering er, at den faktiske realrente har været betydeligt lavere. I de seneste 10 år har den gennemsnitlige realiserede realrente været 3,3 pct. p.a. i A/S Storebælt, 2,0 pct. p.a. i Øresundsbro Konsortiet og 2,3 pct. p.a. i A/S Øresund (de danske landanlæg). En oversigt over udviklingen i den realiserede realrente i de sidste 10 år i de tre selskaber fremgår af nedenstående figur 1. Det er især værd at bemærke, at det i relation til Storebæltsforbindelsen har været muligt at realisere en realrente på dette niveau til trods for, at en væsentlig del af projektets finansiering er sket i højrenteperioden i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

Figur 1 Realiserede realrenter i A/S Storebælt, Øresundsbro Konsortiet og A/S Øresund, 1994-2003



Kilde: Sund & Bælt Holding A/S

Der kan være forskel på det generelle realrenteniveau, der kan observeres på kapitalmarkedet på et givet tidspunkt, og på broselkabernes realrente. Broselskabernes realrenter er et udtryk for den faktiske låntagning og finansforvaltning, der er sket over en længere periode i selskaberne, og de kan derfor afvige både positivt og negativt fra den generelle realrente på et givet tidspunkt. Det er dog en rimelig forudsætning, at broselkabernes faktiske realrente vil afspejle den gennemsnitlige generelle realrente på langt sigt over projektets levetid.

Hvad er en rimelig realrenteantagelse?

Et udgangspunkt for at vurdere, hvad der er en rimelig realrenteantagelse, er det aktuelle realrenteniveau på kapitalmarkederne.

Det skal i den forbindelse understreges, at det aktuelle realrenteniveau på kapitalmarkederne ikke kun afspejler de aktuelle forhold, men også *forventningerne* til den fremtidige økonomiske udvikling.

Som nævnt ovenfor er realrenten på en 10-årig dansk statsobligation pt. ca. 2 pct. p.a., såfremt man forventer en gennemsnitlig inflation på linie med Den Europæiske Centralbanks målsætning på 2 pct. p.a. Beregningen er imidlertid afhængig af netop den fremtidige inflation, som ingen i sagens natur kender med sikkerhed, men på kapitalmarkederne er der en række forventninger til den fremtidige inflation.

I en række lande (dog ikke i Danmark) udsteder staten inflationsindekserede obligationer, hvorved værdipapirerne handles på grundlag af realrenten. Den franske stat udsteder f. eks. sådanne obligationer i euro, og disse handles pt. til en realrente på godt 2 pct. p.a. for løbetider på ca. 30 år. Realrenten for obligationer udstedt af andre stater er på nogenlunde samme niveau. Dette er altså markedets aktuelle vurdering af den langsigtede realrente.

Såvel A/S Storebælt som Øresundsselskaberne har i det seneste år optaget realrentelån med lange løbetider med en fast realrente på 2,5 – 2,75 pct. p.a., hvor der er taget højde for den danske inflation. Der er således belæg for at sige, at det forventede renteniveau på langt sigt er betydeligt lavere end forudsat i analyserne af den faste forbindelse over Femern Bælt.

På kort sigt kan realrenten naturligvis variere, som det ses af udviklingen i realrenten i broelskaberne i de seneste 10 år. En fast forbindelse er en langsigtet investering, og det vurderes, at antagelsen om en realrente på 3,5 pct. p.a. at være forsigtig på langt sigt.

Følsomhedsberegninger af realrenten

I de finansielle analyser af Femern Bælt forbindelsen er der antaget en realrente på 3,5 pct. p.a. I analyserne er tilbagebetalingstiden for forbindelsen beregnet til ca. 25 år.

Der er tillige gennemført en række følsomhedsberegninger. De viser, at en forøgelse af realrenten fra 3,5 pct. p.a. til 4,0 pct. p.a. vil øge tilbagebetalingstiden for forbindelsen fra ca. 25 år til ca. 27 år.