

HD-studiet i Finansiering
Hovedopgave – forår 2012

Opgaveløser: *Ulrik Nikolajsen*

Vejleder: *Karsten Poul Jørgensen*

Afhandlingens titel:

ER REALKREDITTEN KALIBRERET TIL FREMTIDEN?
– en beskrivende analyse af ejerboligbelåning, primært funderet i et historisk og
behavioural finance perspektiv.

Opgaven er:
IKKE FORTROLIG – kan frit læses

Handelshøjskolen i København (CBS)

ER REALKREDITTEN KALIBRERET TIL FREMTIDEN?
– en beskrivende analyse af ejerboligbelåning, primært funderet
i et historisk- og behavioural finance perspektiv.

1. INDLEDNING	3
1.1 FORMALIA, FORFATTERENS BAGGRUND OG MOTIVATION	3
2. AFHANDLINGENS STRUKTUR	4
2.1 PROBLEMFOMULERING	4
2.2 MODEL- OG METODEVALG	4
2.3 AFGRÆNSNING OG KILDER	6
3. PERSPEKTIVERENDE INTRODUKTION TIL REALKREDIT	7
3.1 DEFINITIONEN AF REALKREDIT – EN SPROGLIG TILGANG	7
3.2 HISTORISK OG TEORETISK BESKRIVELSE AF DET DANSKE SYSTEM - HERUNDER DE SÆRLIGE KARAKTERISTIKA.....	8
3.2.1 <i>Indledende internationalt perspektiv</i>	8
3.2.2 <i>Dansk historie</i>	8
3.2.3 <i>Realkredit- og Hypotekforeninger</i>	11
3.2.4 <i>Balanceprincippet</i>	12
3.3 SAMMENFATNING	14
4. ØKONOMI SOM VIDENSKAB– en historisk og teoretisk ramme for realkreditte	14
4.1 ØKONOMISK HISTORIE – EN KRONOLOGISK TILGANG	14
4.1.1 <i>Om økonomiens historie</i>	15
4.1.2 <i>Indflydelsen på danske økonomer og deres paradigmer</i>	16
4.1.3 <i>Neoklassisk økonomi</i>	18
4.1.4 <i>Det 20. århundrede – Keynes, monetaristerne m.fl.</i>	20
4.2 SAMMENFATNING	21
5. ALMEN ØKONOMISK TEORI	21
5.1 NYTTETEORI.....	22
5.2. HOMO ECONOMICUS	23
5.3. RATIONALITET	24
5.4. MORAL HAZARD.....	24
5.5. ASYMETRISK INFORMATION – OG ADVERSE SELECTION	25
5.5 KAPITALSTRUKTURTEORETISKE OVERVEJELSER.....	26
5.5.1 <i>Behov for fremmedkapital</i>	26
5.5.2 <i>Interesseskonflikt mellem långiver og låntager</i>	27
5.6 SAMMENFATNING	28
6. BEHAVIORAL FINANCE – og anden menneskelig adfærd.	28
6.1 INDLEDENDE TIL BEHAVIORAL FINANCE	28
6.2 GENNEMGANG AF DE MEST RELEVANTE FÆNOMENER.....	30
6.2.1 <i>Eksempler der modificerer tesen om de efficiente markeder</i>	30
6.3. LÅNTAGERADFÆRD I FORBINDELSE MED EJERBOLIGEN, LEJEBOLIGEN OG PRIVATØKONOMIEN SOM HELHED.	35
6.3.1 <i>Udtræk af visse dele af "Lånefest? Betydningen af kreditfinansieret forbrug blandt udvalgte grupper i den danske middelklasse"</i>	36
6.4 SAMMENFATNING	39

7. BOLIGFORBRUG OG -REGULERING	39
7.1 BOLIGFORBRUGET I DANMARK OG GÆLDSSÆTNING HOS DANSKE BOLIGEJERE.....	40
<i>Boligforbruget.....</i>	<i>40</i>
<i>Boligejernes gældssætning.....</i>	<i>41</i>
7.2 REGULERING OG JURIDISKE EMNER	42
7.2.1 Regulering af boligmarkedet - Lejeretlige betragtninger.....	42
7.2.2 Regulering af boligmarkedet – Skatteøkonomiske betragtninger.....	44
7.2.3 Kreditretten m.v.....	45
7.3 SAMMENFATNING	48
8. BOLIGØKONOMISK TEORI.....	48
8.1 Den boligøkonomiske grundmodel – Ligevægtsteorien.....	48
8.2 Cashflow eller User costs - det økonomisk-teoretiske perspektiv?.....	49
8.3 Tobins <i>Q</i>	51
8.4 SAMMENFATNING	52
9. ET KORT INDBLIK I KONJUNKTURFORLØB, KRISER OG VOLATILITET	52
9.1. <i>Bobler, New Era og Volatilitet</i>	52
9.2. <i>Anticykliske tiltag og Basel III</i>	55
9.3. <i>Kontrol over makroøkonomien?</i>	55
9.4 SAMMENFATNING	56
10. DEN SENESTE CYKLUS – 1980'ERNE OG FREM TIL I DAG	56
10.1 SITUATIONEN I 80'ERNE OG EF	56
10.2 SKÆRPET KONKURRENCE.....	58
10.3 FINANSIELLE SUPERMARKEDER	59
10.4 "NYE" LÅNETYPER	60
10.4.1 ARM – Rentetilpasningslån og Variabelt forrentede lån.....	60
10.4.2. Afdragsfrihed - Indhold og vedtagelsen heraf.....	61
10.4.3. SDO – Særligt dækkede obligationer	63
10.5 SAMMENFATNING	63
11. DISKUSSION – og forslag til fremtiden.....	64
11.1 "PRØVEBALLONERNE" - DE NYE FORSLAG FRA AKTØRERNE:	64
11.1.1 Nykredit/Totalkredit	64
11.1.2 Realkredit Danmark (og Nordea).....	66
11.1.3 BRF Kredit	67
11.2 EGENTLIG DISKUSSION.....	68
<i>Pendulet svinger nu fra liberaliseringer mod opstramning</i>	68
<i>Faglige paradigmer.....</i>	69
<i>Fundamentalanalyse eller teknisk analyse?</i>	71
<i>Makroøkonomien og prisudsving på boligmarkedet.</i>	72
<i>Stabilisering – hvordan?</i>	73
<i>Makroøkonomiske betragtninger</i>	73
<i>F1-lån og makroøkonomien</i>	75
<i>Pris i forhold til løbende afkast (boligtjenesteydelsen) og realisation af pantet</i>	76
<i>Optionsteori og Bobler.....</i>	77
<i>Værdiansættelsen – Realkreditinstituttet og SKAT.....</i>	77
<i>Boligforbruget.....</i>	79
12. KONKLUSION	81
13. Litteraturliste.....	83

1. INDLEDNING

1.1 Formalia, forfatterens baggrund og motivation

Nærværende opgave har det formelle opdrag at tjene som hovedopgave på HD(Finansiering). Forløbet frem hertil er imidlertid længerevarigt.

Den samfundsvidenskabelige og økonomiske metode indeholder evnen til at undres. Herved undersøges sammenhænge og der skabes nye og mere præcise forklaringer.

I 2007 havde jeg undersøgt nok sammenhænge til at opnå juridisk embedseksamen (cand.jur).

Min hunger efter de økonomiske sammenhænge havde her levet en noget udsultet tilværelse, hvorfor jeg som nyuddannet kandidat startede karrieren i et mellemstort pengeinstitut (Amagerbanken). Der var her et stort fokus på finansiering af fast ejendom og byggeri. Efterfølgende har jeg fortsat arbejdslivet med fast ejendom andetsteds (Slots- og Ejendomsstyrelsen).

Realkredit er for mig derfor en naturlig interesse og et ditto valg. Dette skyldes dels, at det har været relevant for mig gennem mit arbejde, med de problemstillinger der har vist sig der, men også fordi det taler til den makroøkonomiske nysgerrighed i mig, idet realkreditten, qua bl.a. de enorme beløb, ofte vurderes - eller i hvert fald diskuteres¹ - at have en stor indflydelse på konjunkturerne i samfundet.

På baggrund af de seneste par års udvikling nationalt (og globalt) forekommer det mig særligt interessant at rette fokus på områderne, der er beslægtede med finansiell styrke, pantsikkerhed/kredittab og den gældende regulering heraf.

Her i starten af 2012 har medierne fortsat den intensive dækning af finans-/gældskrisen og dens betydning for realkreditten. Denne aktuelle debat har også haft indflydelse på aktualiteten og retningen for nærværende afhandling.

¹ Litteraturmængden herom overvældende. Lunde (1998b) er et enkelt eksempel.

2. AFHANDLINGENS STRUKTUR

2.1 Problemformulering

Meget er sket på de finansielle markeder siden 200 års jubilæet i 1997. Jeg stiller derfor hovedspørgsmålet:

Er realkreditens nuværende udformning den rette til at imødegå fremtiden eller er der brug for justeringer?

Relevante underspørgsmål kan være:

- Med baggrund i historien: Hvad kan vi lære? Og hvad skal der gøres?
- Er der grundlag for at overveje samt måske gennemføre en ændring af lånevilkårene, herunder: de procentuelle lånegrænser, afdragsfrihed og rentevilkår?

En sådan vurdering skal foretages ud fra både:

- makroøkonomiske, særligt konjunkturovervejelser
- individorienterede nyttehensyn
- hvorvidt hensyn til ændringer i konkurrenceforhold tilsiger det.

- Kan der med fordel, ikke mindst ud fra en utilitaristisk tilgang, opnås konjunkturdæmpende tiltag.

- Hvilken rolle har de afdragsfrie lån, evt i samspil med lånegrænser og andre bevillingsvilkår, for konjunkturfølsomheden?

2.2 Model- og metodevalg

Opgaven vil tage udgangspunkt i en historisk bagudskuende teoretisk beskrivelse af realkreditsystemet. Diverse samfundsforhold har ændret sig undervejs og det vil således også være relevant at betragte samspillet mellem realkrediten og dens omverden. Tidsforløbet der har spændt over omtrent 2 århundreder har således også været vidne til ændringer i og opståen af nye videnskaber.

Herefter vil analysen intensiveres fra omkring 1980'erne og frem til i dag. Dette sker ud fra en antagelse om, at generelt vil en begivenhed med stor nærhed i forhold til nutiden, som udgangspunkt være mere relevant for nutid og fremtid. Dette kan begrundes i flere forhold, dels er samfundet mere ens med det nutidige, blandt medarbejderne i branchen er der i et vist omfang stadig personer tilbage fra denne periode, men fremfor alt er det førende argument for nødvendigheden af et indgående kendskab til den tidsperiode, at den ligger i umiddelbar sammenhæng med, eller ligefrem er en del af, den seneste

boligøkonomiske konjunkturcyklus.

Den anførte analyse vil ud fra en metodisk teoretisk tilgang bedst være at beskrive som metodepluralisme. Der vil således overordnet set naturligvis være tale om en økonomisk afhandling, men i sin analyse inddrages hjælpeværktøjer, der i større eller mindre grad har deres faglige (oprindelige) tilhørsforhold andetsteds.

Fordelen ved metodepluralismen er at der sjældnere overses relevante - og måske endda veldokumenterede - forklaringsmodeller, for de situationer der betragtes og behandles. Verden er kompleks og som følge heraf kan der være brug for forskellige videnskaber til at beskrive de nuancer og forskelle, som der oftets vil være på forskellige situationer der også rummer lighedstræk.

Ulempen ved metodepluralismen er derimod, at den kan beskyldes for i praksis at tilgodese forfatterens mere eller mindre skjulte arbejdshypotese, idet den efter et "mix'n'match"-princip i højere grad tillader inddragelse af netop den teori, der måtte være anvendelig for bekræftelsen af tesen. På denne måde adskiller den sig fra fx den logiske positivisme og dens tilhørende falsifikationsprincip. Sidstnævnte videnskabsparadigme havde sin storhedstid i 1930'erne

Ikke enhver kronologisk udvikling er et udtryk for, at det senere stadie er en højere sandhed end det førnævnte. Derimod vil man ofte kunne spore et "tidens pendul"², der svinger mellem to yderpunkter, for evt. i nogen grad at falde til ro i et moderat midterpunkt.

Bevidstheden om metoden tjener et ganske væsentligt formål. Såvel forfatteren som den samtid opgaven skrives i bør have i erindring - både for udarbejdelsesprocessen, som for den læser der måtte læse afhandlingen om et eller flere år ud i fremtiden.

Det videnskabelige mål er naturligvis, at udarbejde en objektiv og tidsneutral analyse, men med støtte i ovennævnte citat og faren ved metodepluralismens "mix'n'match"-mulighed skal det fremhæves, at jeg - i overensstemmelse med betydelige dele af min samtid - er kritisk overfor de problemer, som den finansielle krise har påvist.

Det vil således ikke være svært at fremskaffe argumenter for ændringer (typisk stramninger) begrundet i krisen, ej heller måske for store ændringer.

Det svære, måske umulige hvis man anskuer fra en logisk positivistisk vinkel, vil være at bevise, på objektiv, neutral og videnskabelig vis hvorledes der skal ske ændringer, der uden diskussion vil være gavnlige.

² Østergaard (2009)

Såvel min baggrund anført i indledningen, problemformulering og metodevalg bør derfor erindres når man betragter hermeneutikken, altså læren om forståelse og fortolkning. Et særligt underproblem er beskrevet af Anthony Giddens i form af den ”doble hermeneutik”:

”Hvor positivismen anser forskeren som en neutral agent der undersøger verden påpeges det inden for hermeneutikken, at observationer altid vil være præget af forskerens egen forståelse af det der observeres. Dermed kommer forskeren til at fortolke det der allerede er fortolket og kan således aldrig tilnærme sig verden som neutral observatør. Ved at fortolke verden er forskeren desuden med til selv at konstruere en forståelse af denne, som også vil kunne præge fremtidige fortolkninger.”³

Det centrale er således, at man i samfundsvidenskabelig metode må erindre, at der foregår en iterativ proces med genfortolkning af allerede fortolket materiale.

Jeg har til imødegåelse heraf valgt overfor læseren åbent at fremlægge såvel min baggrund som det faktum, at jeg forud for denne opgave sidder med en tese om at kreditten muligvis har været rigelig, og at stramninger kan være påkrævet etc.

2.3 Afgrænsning og kilder

Den første afgrænsning vil være den, at fokus er rettet mod realkredit for ejerboliger og den kobling der er derfra til boligmarkedet generelt. Kun i det omfang det måtte være relevant herfor, til perspektiveringsformål eller lignende, vil der blive inddraget materiale for erhvervsejendomme, sommerhuse eller andet.

I lighed med mange andre har også jeg interesseret mig for den offentlige debat (af såvel medier som markedsaktører), der særligt i disse år har været ført omkring realkreditten og boligmarkedet.

Denne debat må uværgeligt medføre, at flere af disse artikler også inddrages. Deres rolle må belyses, hvilket kan skærpe behovet for kildekritik.

Den beskrevne problemformulering tager udgangspunkt i danske forhold og empiri. Dette medfører et naturligt udgangspunkt i dansk litteratur. Udenlandsk litteratur vil tillige være relevant – dog primært den af teoretisk karakter.

³ <http://da.wikipedia.org/wiki/Hermeneutik>. Referencen er således i overensstemmelse med andre kilder der beskriver problemstillingen, der er beskrevet blandt andet i *Central Problems in Social Theory* af Anthony Giddens, (1979).

Metodevalgets brede belysning levner næppe megen plads til empiri eller deciderede udregninger, idet fokus naturligt må blive en mere teoretisk beskrivelse. Den begrænsede empiri og databehandling skyldes også, at det næppe er et særligt anvendeligt værktøj til processen.

Endelig skal det bemærkes, at afhandlingen som nævnt vil tage sit udgangspunkt i historik, behavioral finance, og en regulatoriske forhold vedr. lånevilkår m.v.

Derimod vil der ikke i nærværende ske behandling ved en talbaseret stresstestorienteret eller kapitalkravs-baseret tilgang.

3. PERSPEKTIVERENDE INTRODUKTION TIL REALKREDIT

3.1 Definitionen af realkredit – en sproglig tilgang

Det kan muligvis umiddelbart synes banalt, men indledningsvist bør der alligevel startes med en sproglig analyse af selve ordet ”realkredit.

Ordets 2. del ”kredit” volder ikke de store problemer eller overraskelser idet dets primære betydning er *”henstand med betalingen”* og *”tillid til en persons troværdighed eller betalingsevne”*⁴, hvilket de fleste mennesker antageligt kan fortælle uden et opslag i en ordbog.

Derimod bliver svaret nok mere usikkert, hvis man spørger blandt en tilfældig gruppe mennesker hvad ordets 1. del *”real”* egentligt betyder. Ordbogen⁵ beskriver flere afarter af den samme betydning, idet de alle afledes af det latinske *”realis”* der beskrives som ting eller sag, der er væsentlig. Dette ses således i en betydning som noget der *”eksisterer i virkeligheden”* (i kontrast til mere uhåndgribelige begreber, som fx tanken, kundskaben m.v.) I en anden og lignende betydning anvendes ordene *”hører til virkeligheden, det faktiske, haandgribelige”*. Disse kulminerer i den tredje anførte betydning *”som hører til, angaar tingen, sagen selv ell. det væsentlige ell. det saglige, praktiske, realia; ogs. (jur.): som angaar, hører til ting (undertiden spec. grundejendom) i modsætn. til personer.”*

I en afhandling⁶ fra 1958 om begrebet kapitalmarked ses også beskrivelsen *”reale goder (jord, bygninger, maskiner, varelagre etc)”*

⁴ <http://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=kredit&select=kredit,1>

⁵ <http://ordnet.dk/ods/ordbog?query=real.3> (begge henvisninger sker fra sproget.dk, som forestås af Dansk Sprognævn)

⁶ Winding (1958), s. 7. (En bog om det danske kapitalmarked udgivet i anledning af Bikubens 100 års jubilæum i 1957)

Således forstås også hvorledes beskrivelsen af det sammensatte ord forekommer:

”Real-kredit, en. (jur. og □) kredit, som gives mod pant (mods. Personalkredit). Hertel.A.464. Vinding Kruse.E. I.70. / fra ODS bind 17, 1937”^{7 8}

Det kan på en anden måde udtrykkes således, at det er helt centralt, at lånet ydes på baggrund af sikkerhed i realiserbart pant. Mere implicit ligger det så, at der er tale om fast ejendom⁹.

3.2 Historisk og teoretisk beskrivelse af det danske system - herunder de særlige karakteristika.

I det foregående afsnit fremkom et fundament for den følgende historiske gennemgang. Denne er også nødvendig idet kredit mod pant i fast ejendom jo også kan være tilfældet for et almindeligt banklån, hvad enten det er i Danmark eller i udlandet.

3.2.1 Indledende internationalt perspektiv

Et internationalt kig på de seneste års finansielle markeder byder på krise og uro. Freddie Mac og Fannie Mae's problemer i USA er kun enkeltstående eksempler på hændelser, der bør give næring til nysgerrighed efter viden om det danske realkreditsystem. Imens ovennævnte amerikanske institutioner måtte overtages af staten grundet enorme tab, så har dansk realkredit stadig til gode at efterlade investor med et kredittab. Spørgsmålet rejser sig herved, hvad er de unikke karakteristika?

3.2.2 Dansk historie

Historisk er der over de sidste 200 års utvivlsomt sket en udvikling. Københavns brand i 1797 blev startskuddet, der i ekstraordinær grad skabte et behov for et velfungerende kreditmarked i København. Som følge heraf blev kreditforeningstanken født. I løbet af de seneste 50 år er organiseringen af realkrediten imidlertid ganske ændret og især i den sidste halvdel af perioden er

⁷ <http://ordnet.dk/ods/ordbog?query=Realkredit>

⁸ I øvrigt bemærkes, at Frederik Vinding Kruse (jf. Eyben 1999) var juridisk professor på Københavns Universitet. Som hans primære værker betragtes ”Ejendomsretten I-V” og ”Tinglysning”.

Hans baggrund for at udtale sig om realkredit synes derfor relevant, se endvidere afsnit 4.1.2. om den tids kobling mellem jurister og økonomer..

⁹ Definition af fast ejendom skal, i lighed med pantets afgrænsning i TL § 37 og 38, ikke følges nærmere her. Der kan dog henvises til Tinglysningslovens (TL) § 10 skt. 1 sammenholdt med Udstykningslovens § 2 stk. 1.

foreningstankegangen i vidt omfang afløst af en overgang til aktieselskaber. Sidstnævnte må endvidere vurderes, at have en mere kapitalistisk profitmaksimerende tilgang, end den oprindelige foreningstankegang, der vel ideologisk havde større lighed med forsikringsbranchen og den brand, der igangsatte den.

Imidlertid er det ikke kun i Realkreditternes organisation og ”dagsorden” - eller formål om man vil – at der er sket en ændring over tid. I takt med samfundsændringer og tiders tendenser er der også sket ændringer på andre områder.

Udover den sproglige forsmag på realkreditens indhold, så vil en betydelig del af befolkningen nok kunne nikke genkende til Michael Møllers formulering; ”Realkredit består af ydelse af lån med sikkerhed i fast ejendom gennem udstedelse af obligationer”, men dette er heller ikke nok til at få en dybere forståelse af systemet eller det, der gør det unikt.

Som tidligere realkreditkendetegn (frem til for omkring 60 år siden) kunne man med Michael Møllers ord¹⁰ - i forbindelse med 200-års jubilæet i 1997 - have anført følgende kendetegn:

- *Lån, der var uopsigelige fra obligationsejernes side (tidligere gensidigt opsigelige)*
- *Det solidariske ansvar mellem låntagere*
- *Ydelse af lån med sikkerhed i fast ejendom uden personvurdering*
- *Finansiering med udstedelse af obligationer efter balanceprincippet*
- *Foreningstankegangen, nemlig en forening af låntagere*

Møller anførte allerede dengang, at der i tidens løb var sket ændringer på samtlige punkter.

Særligt skal det anføres, at

- det solidariske ansvars udbredelse er kraftigt på retræte,

og man kan nok med relation hertil, tillige anføre

- at foreningstankegangen tillige er ophørt

samt på måske mere centrale områder, at

- personlig kreditvurdering i dag tillige spiller en rolle for bevillingen af lån, og

¹⁰ Møller (1997), s. 23

- balanceprincippet nu anvendes med visse afvigelser

Indførslen af den personlige kreditvurdering må antageligt ses som et brud på den ovenfor af Vinding Kruse anførte definition, (jf. ordene modsat personalkredit). Rettelig skal det dog anføres, at de to sikkerheder, pant og personlig hæftelse, som vi også ser det i dag "naturligvis" ikke er hinanden ekskluderende (modsat I USA, hvor debitor kan opgive pantet og slippe for restgælden¹¹).

Når kreditvurderingen alligevel bør anføres som et paradigmeskift skyldes det at en stærk kreditvurdering i dag er en fordel for den der ønsker at opnå kredit, hvorimod det dengang tilsyneladende var en decideret ulempe. Dette ses i citater¹² fra konkrete lånesager:

"Det er ganske udtrykkelig mod Fundatsen at låne kassens Penge til saa rige Folk."

og

"Så meget jeg endog som Ven agter Hr. Kammerherre Lindenchrone, kan jeg dog ikke nægte, at jeg gjerne havde ønsket, at han, som er en rig Mand, ej havde adresseret sig til os, som maa og bør foretrække trængende."

Møller anfører videre om Kreditkassen for husejere i Kjøbenhavn, at:

"Kreditforeningen søgte derfor i betydeligt omfang at yde de lån, som den almindelige markedsmekanisme havde svært ved at yde, herunder 2. og 3. prioritetslån og lån i mindre ejendomme med mindre velstående ejere"

Formålet var altså et samfundsmæssigt behov for også at kunne skaffe finansiering til de knap så kapitalstærke. Et behov, der bunder i det simple faktum, at opførelsen af fast ejendom medfører et stort kapitalbehov omkring opførelsestidspunktet, hvorimod afkastet (forstået som nyten i at have tag over hovedet) samt debtors betalingsevne naturligt først kommer løbende derefter.

I indledningen af denne opgave er det anført, at ingen investor nogensinde har lidt kreditrelaterede tab på danske realkreditobligationer. Dette må naturligvis ikke forveksles med at realkreditinstitutterne aldrig har lidt et tab. Paradokset i at yde kredit til formodet svagere (end de stærkeste) debitorer og til 2. og 3. prioritetslån leder naturligt hen til endnu et underemne af det historiske forløb, såvel som en central problemstilling for nærværende afhandling.

¹¹ Se fx Mjøhlhus (2009)

¹² Møller 1997, s. 57

3.2.3 Realkredit- og Hypotekforeninger.

Forud for ethvert køb er der behov for en købesum. Afhængig af købers likviditet og aktivets pris er der i større eller mindre grad behov for fremskaffelse af ekstern finansiering. Dette helt generelle forhold har således også nær sammenhæng med ”pkt. 5.5 kapitalstrukturteori” og ”pkt. 10.3 Finansielle supermarkeder”

Gældende lovgivning¹³ i dag er den – meget simplificeret - at ejerboliger (og visse andre boligformer) kan realkreditfinansieres op til 80 % af boligens værdi. På den måde adskiller hele gruppen sig fra andre ejendomstyper, der kun kan belånes i lavere grad; fx land-og skovbrugsejendomme med 70 %, div. øvrige erhvervsejendomme og fritidshuse med 60 %, samt ubebyggede grunde med 40 %.

De gældende regler er nødvendige at kende for den historiske sammenligning, og forud for denne kan man - herunder køberne i markedet - fejlagtigt antage, at disse regler er universelle og uforanderlige.

Lånegrænserne, og for dens sags skyld andre vilkår (herunder låneformål, afviklingstid og afdragsvilkår), har imidlertid ændret sig set mange gange i det historiske perspektiv.

Det skal endvidere nævnes, at kreditforeningerne både har været mere talrige i antal og opdelt på såvel geografiske områder og til dels beslægtet hermed, hvorvidt der var tale om land eller by. Overvejelser omkring almindelig kyndighed ved specialisering, lokalkendskab og inspektion af panter har haft betydning herfor.

Mest bemærkelsesværdigt og beslægtet hermed må dog nok påpeges opdelingen i realkreditforeninger (1. prioritets-pant) og hypotekforeninger (2. og/eller 3. prioritet).

Et eksempel på en definition¹⁴ af en hypotekforening kan ses her:

”betegnelse for en kreditforening, der blev oprettet fra 1895 med det formål at yde 2. prioritetslån. Hypotekforeninger blev afskaffet med Realkreditreformen i 1970.”

En i hvert fald meget vigtig grund til afskaffelsen heraf, var den betydelige grad af dobbeltarbejde der lå i, at en sag skulle behandles et ekstra sted. Behovet for

¹³ Jf. lov nr. 1261 år 2010 om realkreditlån og realkreditobligationer i § 5 stk.1-3.

¹⁴

http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Realkredit_mv./hypotekforening

hypotekforeninger skyldtes, at forud for stiftelsen af Københavns Hypotekforening i 1895 var lånegrænsen i realkreditforeningerne 60 %, og man frygtede et prestigetab¹⁵ ved en udvidelse af denne grænse.

Mere konkret beskrevet var det altså at søge adgang til en mere organiseret finansieringskilde til de resterende 40 %. Forinden hypotekforeningerne var låntager overladt til et mere "Wild West"-præget marked direkte hos private investorer, hvilket kunne indeholde bl.a. højere rentemarginal, samt vilkår hvorefter långiver kunne opsiges lånet.

Som det ses er der altid tale om en afvejning mellem ønsket om at tilvejebringe tilpas billig kapital til låntager og dennes behov, herunder hans ønsker til finansiell gearing på den ene side – og på den anden side, at sikkerheden i form af pantet, med tilstrækkelig vished dækker låntagers forpligtelser. Dette skisma har som ovenfor beskrevet over tid givet sig til udtryk i forskellige ændrede lånegrænser i form af værdiprocentsatser mellem lån og pant.

Disse procentsatser er udtryk for en simpel og derfor forståelig mekanisme, hvilket muligvis har været medvirkende til en høj grad af differentieringer og ændringer over tid – såvel som blot forslag herom.

Imidlertid er der andre, og lige så væsentlige forhold at tage i betragtning når realkreditforeningerne har skullet sikre sammenhængen mellem lån og pant, og i hele taget, haft til formål at eliminere den finansielle risiko.

3.2.4 Balanceprincippet

Økonomiske kriser i samfundet generelt såvel som mere branchespecifikke risici har fra tid til anden givet anledning til betydelige tab hos realkreditselskaberne, men altså ikke tab der ikke har kunnet rummes inden for den "stødpude" i form af reserver, som selskaberne har haft opbygget måske/måske ikke på grund af den finansielle regulatoriske lovgivning herom.

For at undgå tab af diverse art for realkreditinstituttet (der i givet fald skulle tære på reserverne) er det en del af dansk realkredits "DNA", at dens virksomhed sker i overensstemmelse med balanceprincippet.

Det går ud på, at der er et 1:1 forhold mellem de obligationer der udstedes, og de lån der optages. Dette eliminerer mange former risici totalt, fx valuta, rente og varighed. Kreditrisikoen er herefter den eneste risiko.

Når man er vant til balanceprincippet forekommer dette – man fristes til at drage en digressionær parallel til demokratiet – som en selvfølgelighed. Ikke desto

¹⁵ Realkreditkommissionen, 1966, s. 24

mindre anvendes princippet typisk ikke i samme grad i udlandet og i indenlandske forhold ses det jo heller ikke i bankernes forretningsmodel, der med en ofte anvendt populær betegnelse, lever af at kortsigtede indlån udlånes langsigtet – med den rentefordel, der ligger i den prisstruktur.

Bemærkelsesværdigt er det imidlertid, at balanceprincippet, der ses som kernen af dansk realkredit, ikke kan tages for givet, idet det fra tid til anden er fraveget i mindre grad, men oftest med et tvivlsomt resultat.

Uden at foregribe senere passager i afhandlingen alt for meget skal det bemærkes, at balanceprincippet i de senere år dog må siges at være anvendt med modifikationer i de senere år, fx på løbetiden idet der jo i hvert fald skal ske løbende refinansiering af de variabelt forrentede lån.

Nationalbankens vurdering af balanceprincippets anvendelse var i 2006 således:

”Det danske balanceprincip betegnes generelt som stramt – men det er dog ikke strammere, end at de danske realkreditinstitutter stort set ikke anvender den indbyggede fleksibilitet. De tager i praksis stort set ingen likviditets-, rente-, eller valutakursrisici.”¹⁶

De formelle regler findes i øvrigt i ”bekendtgørelse om obligationsudstedelse, balanceprincip og risikostyring – nr. 945 år 2011”

Når realkreditinstitutterne tilsyneladende er tilbageholdende med at løbe risici, der bryder med balanceprincippet kan det muligvis forklares med at dette – baseret på historien – må siges at være et godt valg.

Således anfører Møller¹⁷ at Kreditkassen for Husejere i København i forbindelse med statsbankerotten var påtvunget en afvigelse fra balanceprincippet, hvilket naturligt gav problemer idet der var tale om at forpligtelserne holdt sølvpariteten hvorimod aktiverne undergik nedskrivning.

Endvidere anfører Møller at der - i forbindelse med overdreven tiltro til fastkurssystemets evner – opstod alvorlige problemer i forbindelse med udstedelse af realkreditobligationer i fremmed valuta i årene omkring år 1900. Fortegnene var dog her modsat idet realkrediten selv var initiativtager og statsindgreb måtte agere redningsplanke.

¹⁶

[https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Analyse_vedroerende_saerligt_daekked_obligationer/\\$file/Daekkendeobligationer_dec06.pdf](https://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Analyse_vedroerende_saerligt_daekked_obligationer/$file/Daekkendeobligationer_dec06.pdf)

¹⁷ Møller (1997), s. 20

3.3 Sammenfatning

Realkreditlånet har i højere grad været bundet til ”sikkerheden i murstenene” end tilfældet er i dag. Dels har der tidligere ikke været fokus på en personlig kreditvurdering, og dels har den højere vægt på pantesikkerheden været set ved en lavere lånegrænse, dog i kombination med hypotekforeningerne. Udviklingen dengang ses at være fokuseret på konkrete samfundsmæssige behov - fx at yde kredit til ”de trængende” – ved solidarisk hæftelse. Senere er retningen mere styret af en profitmaksimerende kommerciel tankegang, end samfundets behov.

4. ØKONOMI SOM VIDENSKAB– en historisk og teoretisk ramme for realkredit

Tidligere i nærværende opgave blev der (i afsnit 2.2.) gjort overvejelser omkring på hvilken måde afhandlingen skulle findes svar på sine spørgsmål – via fokusområder og metodik.

Tilsvarende problemer har den økonomiske videnskabs tænkere stået over for i deres forsøg på en økonomisk kortlægning af den yderst komplekse størrelse som vi kalder et samfund – et sted hvor ændringer sker i et uendeligt virvar af tiltældigheder og kædereaktioner.

For at opnå en bedre forståelse af de specifikke realkredithistoriske forhold findes det givtigt at opnå et nærmere indblik i den økonomiske teoriverdens udvikling. Dette vurderes gavnligt for dels at kunne samholde diverse udsagn i forhold til dets samtid og dermed opnå en basal forståelse for de paradigmer der har været gældende over tid.

Endeligt er det relevant for at opnå en fundamental faglig ramme, hvorpå de mere specifikke boligøkonomiske og realkreditøkonomiske forhold kan indsættes og fortolkes i forhold til.

4.1 Økonomisk historie – en kronologisk tilgang

I metodeafsnittet blev der anført et eksempel på hvorledes den metodiske ”comme-il-faut” har ændret sig over tid. Den økonomiske videnskabs historie kan hverken i sit udspring eller i sin udvikling over tid sige sig fri for at være præget heraf.

På internationalt plan kan man muligvis gå længere tilbage, men i denne sammenhæng findes der til en kort indføring i det økonomiske fag (til belysning af realkreditens teoretiske og samfundsmæssige ramme) ikke anledning til at gå

længere tilbage end 1479, hvor Københavns Universitet (KU) blev oprettet¹⁸. Den økonomiske videnskab var ikke at se i den forbindelse, idet de eneste fire fakulteter på KU på daværende tid var teologi, jura, medicin og filosofi.

4.1.1. Om økonomiens historie

Den amerikanske nationaløkonom og Harvard-professor John Kenneth Galbraith anførte¹⁹ om den historiske mangel på kilder:

"Historikere har ledt flittigt og med lidet held efter væsentlige formuleringer af nationaløkonomiske idéer i den videnskabelige og gejstlige tankegang i de 1000 år, der fulgte efter opløsningen af romerriget. Udbyttet har været magert, ligesom det var hos grækerne og romerne. Og igen er det ikke svært at finde årsagen. Det grundlæggende økonomiske liv i middelalderen havde ikke megen lighed med det moderne økonomiske samfund. Derfor var der kun lidt, der krævede beskrivelser af nationaløkonomi, som vi opfatter den i dag.

Før den moderne tid ses primært nogle overvejelser af økonomisk karakter, der er begrundet i naturretten. Økonomi som sådan handler om at styre husholdningen. Overgangen til at være et samfundsøkonomisk anliggende ses hos merkantilismen, der havde sin storhedstid i 1600-tallet og dele af 1700-tallet. Merkantilistisk teori indebar et formål om, gennem samhandel og positiv betalingsbalance (dvs. primært salg) at ophobe og opbygge stå stort et lager af ædelmetaller som muligt.²⁰ Kolonialiseringen i perioden var netop en konsekvens af ønsket om at være selvforsynende og dermed undgå indkøb, der ville skade ædelmetalbeholdningen.

Med Ludvig den 14.s ord ses den direkte forbindelse mellem husholdningsøkonomi og nationaløkonomi i udtrykket²¹ *"l'état c'est moi"* (dansk: staten det er mig).

I øvrigt bør det nævnes at merkantilisterne dengang havde en kritisk holdning til konkurrence. En monopolistisk kontrol med pris og produkt blev derfor godkendt²² i jagten på ovennævnte formål.

Som modreaktion herpå opstod fysiokraterne (les Économistes) i 1700-tallets Frankrig. Det filosofiske udgangspunkt udsprang af naturretten (le droit naturel) og idet dette udgangspunkt blev anerkendt sideløbende med den private

¹⁸ http://da.wikipedia.org/wiki/Københavns_Universitet

¹⁹ Galbraith (1988), s.27

²⁰ Galbraith (1988), s.41 med følgende såvel som foregående sider.

²¹ Estrup m.fl. (2004), s.13.

²² Galbraith (1988), s. 41

ejendomsret skabtes den sidenhen mere almindeligt kendte parole *"laissez faire, laissez passer"*. Det centrale er en modstand mod merkantilismens monopoler og toldbarrierer, og fysiokraterne mente, at al rigdom og samfundsressourcer udsprang af landbruget hvorfor naturretten var en naturlig ledsager.

Af særlige naturretlige overvejelser skal det nævnes, at renter i århundreder er blevet anset for den stærkes utilbørlige udnyttelse af den svage. Dette ændredes først da²³:

"...renten blev omdefinert som betaling for produktiv kapital – da det blev indlysende klart, at den, der lånte penge, tjente penge ved det og derfor retfærdigvis burde dele noget af udbyttet med den oprindelige långiver – blev den agtværdig"

Heri ses en kobling til samfundets kapitalapparat og samlede produktion.

Efterfølgende udkom i 1776 Adam Smiths *"An inquiry into the Nature and Causes of the Wealths of Nations"* der var et opgør med merkantilismen. Værket kom til at præge tiden med den industrielle revolution og den er blevet et symbol på markedsøkonomiens fortræffeligheder og klassisk økonomisk teori.

Det beskrives heri hvorledes, egennyttige interesser får samfundet til at fungere. Der er altså ikke længere tale om nationaløkonomi alene som værende et stort husholdningsregnskab.

Det klassiske citat som gengives igen og igen²⁴, er således:

"It is not from the benevolence of the butcher, the brewer or the baker that we expect our dinner, but from their regard to heir own interest."

Den liberale såvel som den samfundorienterede tilgang er her tydelig.

4.1.2. Indflydelsen på danske økonomer og deres paradigmer

For nu at vende tilbage til realkreditten, så må det erindres at Københavns brand i 1797 og den følgende dannelse af Kreditkassen for husejere i Kjøbenhavn, således foregik omtrent 20 år efter Adam Smiths omtalte værk.

Som tidligere anført var der imidlertid endnu på Københavns Universitet ikke dannet et økonomistudium, hvorfra uddannede mennesker kunne anvende deres erfaring til gavn for realkreditten. Således giver nationaløkonom Hans Winding

²³ Galbraith (1988), s. 18

²⁴ Møller (1997), s. 37 på originalsproget – og tillige Galbraith (1988), s. 62

Pedersens artikel²⁵ ”Et blik på fortiden – hvad ville man med politstudiet?” en interessant indføring i skabelsen af politstudiet samt indholdet over tid.

Han anfører således – jf. følgende citat - at økonomisk videnskab er et noget uregelmæssigt bekendtskab på den tid:

”I København fandtes der fra sidste del af 18. årh. ved universitetet og andre steder i visse perioder lærestole i økonomi og statistik, men noget regelmæssigt studium, endsige en særlig eksamen, var der ikke tale om”

I 1833 blev nedsat en kommission, der skulle fremkomme med forslag til en kameralistisk²⁶ eksamen. Artiklen fremhæver - fra kommissionsarbejdet²⁷ - følgende passus, hvor Adam Schmidt fremtræder:

”Den, der efter vor tids opfattelse ramte nærmest ved pletten, var juristen, professor Schlegel. Han havde læst Adam Schmidt og mente, det var noget af den slags, man navnlig måtte koncentrere sig om i det nye studium”

Lidt senere i artiklen ses følgende passus, hvori den tidligere nævnte naturret ligeledes er fremtrædende:

”Selve det kommissorium, der fastlagde retningslinjerne for kommissionens arbejde, bærer vidne om at være skrevet ud fra det 18. årh.s tankegang. Efter den måtte man for at gavne almenvellet ikke mindst fremme kendskabet til de naturlove, hvoraf produktionsresultatet afhænger”

Brødrene Ørsted var henholdsvis formand og menigt medlem af kommissionen, og der er nok en sammenhæng deri, at det blev drøftet i hvilket omfang uddannelsen skulle bygge videre på forudgående kundskaber i jura eller af polyteknisk karakter.

I forhold til finansiering og realkredit i den form som vi umiddelbart kender det i dag, kan det bemærkes, at Winding i 1972 anførte således om uddannelsen dengang:

”Det oprindelige sigte med planerne om en kameralistisk eller statsvidenskabelig eksamen var, som vi har set, uddannelse af embedsmænd. Og man kan spørge, hvad en højere uddannelse i

²⁵ I nationaløkonomisk tidsskrift, bind 120 (1982), nr. 1 s. 88
<http://tidsskrift.dk/visning.jsp?markup=&print=no&id=89559>

²⁶ benævnelsen for de kundskaber, som en embedsmand i kameralforvaltningen havde brug for.

²⁷ Samme artikel, s.89

økonomi og statistik ellers skulle bruges til i et samfund, hvor der endnu ikke var nogen private banker, ingen kreditforeninger, (..)”

Resultatet blev, at undervisningen blev placeret hos det rets- og (herefter tillige) statsvidenskabelige fakultet, og det anslås i artiklen at indholdet af uddannelsen var omtrent ligeligt fordelt på jura hhv. økonomi og statistik.

Videre i artiklen gennemgås studiets ry i folkemunde samt diverse ændringer herunder særligt indførelsen af driftsøkonomi for en øget kommerciel vinkel omkring år 1930. Dette må ses som et betydeligt træk fra embedsmandsstudiet i retning af et egentligt økonomistudie.

Afslutningsvist vil jeg fra denne artikel citere en passus til støtte for en senere tese i afhandlingen:

”I det sidste tiår, hvor bevillingerne er begyndt at flyde noget rigeligere og der efterhånden også er kommet et stigende udbud af kandidater, hvorfra kvalificerede unge lærere kan fås, er der kommet en hel del nye valgfrie fag til. Det gælder ikke mindst forskellige discipliner af matematisk-statistisk-operationsanalytisk karakter med driftsøkonomisk orientering.”

Når fokus igen rettes på realkreditte i den tilsvarende periode er der altså ikke noget umiddelbart støtte for, at der har været en større eller længerevarende akademisk økonomisk baggrund som inspirator for dens oprindelige udformning.

Når Adam Smiths markedsøkonomi i vidt omfang er gældende i dag, så må det dog også erindres, at den mellemliggende periode også har budt på andre strømninger.

Særligt bør den kooperative bevægelse²⁸ fremhæves. Oprindeligt blev den set i det engelske landbrug samtidig med Smith, men i danske forhold sås den i skikkelser af realkreditte, de gensidige forsikringsselskaber, sparekasser og brugsforeningen.

Smith må i øvrigt sammen med navne som Ricardo og John Stuart Mill henføres til den periode som kaldes de klassiske økonomer.

4.1.3. Neoklassisk økonomi

Med den neoklassiske økonomi sker et væsentligt skift i metoden, hvilket vurderes særligt væsentligt for nogle overvejelser senere i nærværende afhandling.

²⁸ Møller (1997), s.41.

Dette paradigmeskifte beskrives således af Jespersen²⁹:

Klassikerne betjente sig metodemæssigt overvejende af verbale beskrivelser af disse for dem væsentlige fordelingsmæssige spørgsmål (...). Ofte supplerede de deres fremstilling med illustrative regneeksempler.

Det var altså – udover klassekamp, fordeling af samfundets goder og ideologi - de sproglige udtrykte overvejelser og modeller der var centrale, og som eventuelt fik støtte af matematikken.

I den neoklassiske økonomi, der i 1870'erne³⁰ for alvor bryder igennem som en ny retning, ses en anden tilgang. Heri ses³¹ den metodiske individualisme, hvor enkeltindividerne (forbruger eller virksomhed) ses indarbejdet i en matematisk model, der sammenfattes i et stort ligningssystem – en såkaldt ligevægtsmodel.

Jespersen anfører videre:

*Neoklassikerne satte således samfundsøkonomien på ligningsform. (...). Det var med betydelig inspiration fra den videnskabsteoretiske retning, som betegnes (**logisk**) **positivisme**³², at den neoklassiske teori blev udviklet. (...) Ikke mindst førte det til en bedre forståelse af prisdannelsen i et markesøkonomisk system, (...)"*

Idet jeg finder den neoklassiske tilgang for værende central i nutidig økonomi - og med dens ligevægtsbetragtninger central for i hvert fald dele af boligøkonomien, som den kendes i dag – finder jeg anledning til yderligere at recitere beskrivelsen fra wikipedia.no hvis indhold jeg med en vis kildekritik ikke finder grundlag for at tilsidesætte, idet, dens referencer forekommer aldeles fyldige og lødige, og idet der ikke forekommer umiddelbare afvigelser fra Galbraith (1988) eller Estrup (2004):

Blant det store overveiende flertallet av akademikere blir nyklassisk teori ansett for å være overlegent alle alternativer, og det er derfor dominerende i dagens økonomiundervisning.

Likevektsbegrepet er sentralt for disiplin og identifikasjon i nyklassisk økonomi. Likvekt er ikke et statisk begrep, men omfatter også dynamiske

²⁹ Estrup (2004), s.23

³⁰ Estrup (2004), s.99

³¹ Estrup (2004), s. 23

³² Der er foretaget fed markering her, idet bemærkes at i kilden er der allerede foretaget kursivering. Det er dog min vurdering, at der i originalfremstillingene alene er foretaget denne fremhævning af pædagogiske henvisende årsager.

situasjoner med usikkerhet, imperfekt konkurranse, begrenset rasjonalitet, heterogene beslutningstakere, osv.

4.1.4. Det 20. århundrede – Keynes, monetaristerne m.fl.

Den neoklassiske økonomis metode anvendes i vidt omfang stadig, men har dog også sine begrænsninger, fx i 1970'erne hvor begrebet stagflation ikke passede i ligevægtsmodellen³³. Begrebet nævnes specifikt her idet problemet med høj inflation og ditto beskæftigelse er særligt relevant for boligøkonomien og dermed realkreditten. Således ses flere undersøgelser, herunder *"Ledighed og ejerboligpriser"*³⁴ hvori ledighed og rente er de helt centrale elementer for huspriser - og dermed i denne sammenhæng realkreditens pant.

Inden vi kom så langt i historien udgav Keynes dog allerede i 1936 – og dermed i kølvandet på the great depression - det banebrydende værk *"The General Theory of Employment, Interest and Money"*.

Særligt det neoklassiske arbejdsmarked hvorefter arbejdsløshed blot skyldes et udbud af for dyr arbejdskraft havde Keynes svært ved at acceptere. Således udtalte han sig allerede i et radioprogram *"Poverty in Plenty"* i 1934 således³⁵:

"Hvorfra ved vi (økonomer), at det økonomiske system er selvregulerende, hvis blot priser og lønninger er tilstrækkeligt fleksible? (...)det er ikke noget, vi ved, det er noget vi hidtil har antaget, og blot fordi vi har gjort denne antagelse i århundrede, behøver den jo ikke være rigtig (...)"

Dette opgør som Keynes tager med de selvregulerende markedsmekanismer må beskrives som fundamentalt grundlæggende for megen økonomisk politik herunder ekspansiv finanspolitik, centralbankrenter – og i en danske realkreditkontekst, tillige ændringer i lånevilkår ved kartoffelkuren, dens ophævelse m.fl.

I dagens politiske dagsorden, kan man endda med en vis rette hævde, at effekten såvel som det gavnlige ved disse indgreb ikke drages i tvivl. (Således står mangan en politiker klar med lanceringen af hjælpepakker til "at kick-starte dansk økonomi" uden en snert af spørgsmålstegn ved effekten heraf).

Som afrunding skal kort nævnes monetaristernes markant anderledes syn herpå.

³³ Estrup (2004), s. 23.

³⁴ Jørgensen (2010)

³⁵ Estrup (2004), s. 130

Monetarismen der er nært forbundet med Chicago-skolen og Milton Friedman - der modtog nobelprisen i 1976 - må netop ses som et opgør med den tanke om stimulerende adfærd som Keynesianerne mener økonomien ofte har brug for.

Monetaristerne mener derimod, at pengemængden er helt central i samfundet, og at det som følge heraf for den økonomiske stabilitet gælder om at holde en lav men frem for alt fast stigningstakt i inflation og dermed pengemængden. Økonomien betragtes i høj grad som selvregulerende og de udsving der ses forklares med de mange fejlagtige indgreb som keynesiansk politik har medført.

Derudover menes det, at *"sammenhængen mellem pengeefterspørgsel og pengeindkomster er stabil på længere sigt"* og at pengemængdeændringer påvirker på længere sigt kun prisniveauet, ikke ligevægtsværdiens realøkonomiske størrelser (»neutralitet«)³⁶

Yderligere om monetarismen skal ikke forfølges her, men især pointen om stabile (ligevægts)priser, synes værd at forfølge senere.

Den økonomiske historie kan naturligvis skrives i meget længere form end formålet her kan tilsige, og således må det nævnes, at yderligere kunne de i denne sammenhæng mindre væsentlige grupperinger "den historiske skole" og "den østrigske skole" også være behandlet. Sidstnævntes business cycle-teori ligger ikke langt fra overvejelserne omkring kojunkturer og prisudsving.

Det må som altid dog erindres, at bokse, skel og andre kategoriseringer primært eksisterer på et pædagogisk plan, til fordel for et overblik, der til gengæld uværgerligt kan medføre tab af nuancer økonomerne imellem.

4.2 Sammenfatning

Det ses, at den økonomiske teoris historie er tæt koblet til de holdninger, mål, strømninger og problemer, der ses i den samtid hvorved de er skabt. Dette ses fx på opgøret med merkantilismen, problemer med den store depression såvel som stagflation. Det rationelt baserede ligevægtsparadigme synes dog stadig at være det dominerende udgangspunkt, som dog tillader plads til at blive suppleret og modificeret af andre teorier.

5. ALMEN ØKONOMISK TEORI

36

Nationaløkonomisk Tidsskrift | (1981) | Bind 119, "Monetarismen - teoretiske principper og praktiske erfaringer" Økonomisk Institut, Københavns Universitet, Niels Thygesen
<http://tidsskrift.dk/visning.jsp?markup=&print=no&id=87968>

Den økonomiske historie og til dels et vist indblik i dens metode er gennemgået ovenfor. De mere specifikke forhold og for afhandlingen relevante problemstillinger, der gennemgås har det til fælles, at det er skabt af denne videnskabelige ramme.

Derimod kan den teori jeg vil inddrage i det følgende til dels siges at være udtryk for relativt generelle økonomiske problemstillinger – og i andre tilfælde mere specifikke boligøkonomiske forhold.

5.1 NYTTETEORI

Penges værdi ligger som bekendt i, at det er et vel anerkendt betalingsmiddel, som der er tillid til. Penge, hvad enten vi taler mønt eller seddel, kan hverken spises, give husly eller lignende og er således blot en praktisk substitut, der kan flytte betalingsevne over tid og sted - i modsætning til naturalieøkonomien, hvor nytten udveksles direkte.

Økonomers beskæftigelse med nytteteori er ikke nogen ny størrelse. Naturretten må som minimum beskrives som en forløber for nytteteorien. Dette ses fx hos John Locke³⁷:

Der er dog nogle begrænsninger på den naturlige ret til at tilegne sig dele af den uberørte natur. Det er således ufornuftigt og imod naturretten at tage mere, end man har brug for, og det er også forkert at tage så meget, at der ikke er nok tilbage til andre.”

I citatet ligger både nyttebetragtninger i at et givent gode skal gøre nytte for den enkelte, men også en optimal udnyttelse, idet der tages et vist hensyn til om godet kan gøre endnu større nytte hos andre mere trængende.

Den der formentligt oftest forbindes med utilitarismen som værende dens grundlægger er Jeremy Bentham. Han mente³⁸ at samfundslykken var summen af samtlige borgeres totale lykke. På dette niveau mente han, at enhver persons handling var udtryk for en afvejning mellem de to eneste begreber der findes, nemlig lyst og ulyst. Nytte og glæder af diverse goder etc. tilkommer efter en afvejning af den nødvendig mængde ulyst, i form af arbejde m.v. Kun hvis lysten (målt på længde, intensitet m.v.) er større end ulysten vil der ske et bytte.

Jevons³⁹ viser i et eksempel med æbler og pærer, at ”grænsenytten” (bytteforholdet) ændres med udbud og efterspørgsel. Besidder man æbler til

³⁷ Fink (1995), s.56.

³⁸ Fink (1995), s.91.

³⁹ Estrup (2004), s. 67

overflod, vil man betale med relativt flere af disse, såfremt man samtidig er knap på pærer og vice versa.

Heri ses en nyttebetragtning der samtidig er forløber til den nyklassiske teori med udbuds- og efterspørgscurver.

En svaghed ved Benthams teori er, at den konsekvent nytteorienterede tilgang i mange sammenhænge synes for vidtgående eller i hvert fald ikke inddrager andre relevante forhold, der – som det ses senere - anvendes i menneskers beslutningsproces. Han er beskrevet som en excentrisk person hvis ånd

”... ikke var typisk for det almindelige menneskes natur. Han havde ingen sympati for mange af de naturlige og stærkeste følelser i menneskenaturen...”⁴⁰.

Som det også anføres, skal hans teorier derfor ses i dette lys.

For den der måtte ønske at forfølge emnet yderligere kan der om de problemer der kan siges at være knyttet til Benthams nyttemåling henvises til Svend Marker-Larsens *”Cost-Benefit Analysens Velfærdsteoretiske Basis”⁴¹.*

5.2. Homo Economicus

Begrebet homo economicus eller economic man kædes sammen med blandt andre John Stuart Mill. Det centrale er dog, at det bruges som et begreb, der er forholdsvist stærkt sammenhængende med de tidligere nævte overvejelser af Bentham, Smiths egeninteresse og den nyklassiske skoles betragtninger om marginalnyttens og trang til at beskrive beslutningstagen i et matematisk univers.

Begrebet omhandler altså en rationel, matematisk og individcentreret tilgang.

Problemet hermed kan siges at være beslægtet med David Humes ”is-ought-problem”. Det er muligt at ”homo economicus” kan være en ønskværdig adfærd i nogle sammenhænge. Den beskrevne adfærd kan imidlertid på visse måder beskrives som et normativt mål eller ideal, der ikke tager højde for, at den observerede og beskrevne adfærd - som det ses i afsnit 6 – kan være ganske anderledes.

⁴⁰ Dalberg-Larsen (1977), s.115

⁴¹ Svend Marker-Larsen (2005), s. 18

5.3. Rationalitet

Der er imidlertid stor anledning til at foretage en dybere analyse og beskrivelse af rationalitetsbegrebet. Dette skyldes, at realkreditte opererer på et område, der typisk opfattes som rationelt baseret (forstået på den måde som førnævnte teoretikere har tænkt det), men hvor dette måske ikke altid er tilfældet.

Selve ordet "ratio" er latinsk og betyder på dansk "fornuft" eller "beregning". I førstnævnte ligger jo allerede en tilstedeværelse af både bevidsthed og en form for logik eller anden saglighed, men i sidstnævnte er der en oplagt kobling til matematikken og ditto økonomisk teori.

"Ratio" har endvidere kobling til det engelske "reasons" og det danske "ræsonnement".

Der er imidlertid grundlag for at diskutere et videre omfang af rationalitetsbegrebet, end det rent logisk-matematiske.

Som en kontrast er vi som videnskabsfolk ikke i tvivl om, at beslutninger der alene er truffet på baggrund "plat-og-krone", tarotkort, astrologi, numerologi m.v. er uvidenskabelige og de må også være irrationelle.

Der foreligger imidlertid – også på baggrund af menneskets adfærd, som præsenteres senere i opgaven – en mellemkategori, hvor det i hvert fald kan diskuteres om en beslutning er truffet på et rationelt grundlag, eller hvor den i hvert fald i så fald må begrundes med andre (rationelle) årsager, end de rent matematisk-finansielle.

Eksempler herpå kunne fx være at man med de nødvendige antagelser forsøger at tage profit på andres irrationelle adfærd, der afviger fra fundamentals fx i forbindelse med bobler. Et mere udtalt eksempel, kunne være at man anerkender sine irrationelt begrundede svagheder. Dette kunne fx være ens gentagne manglende evne til at spare op, trods objektivt finansiell styrke hertil, og som følge heraf vælger en tvungen opsparingsform med lavere forrentning.

5.4. Moral Hazard

Hvad enten man anvender den stringente egennytte-orienterede homo economicus, eller en anden personmodel, der ikke udelukkende er ærlig og altruistisk, så vil der i adskillige sammenhænge til stadighed opstå moral hazard-problemer.

For at beskrive begrebet vil jeg henvise til den kendte økonom Paul Krugman der opstiller følgende definition:

*” any situation in which one person makes the decision about how much risk to take, while someone else bears the cost if things go badly”.*⁴²

Begrebet, der således indeholder en interessekonflikt, kendes i sin rene form fra forsikringstageren der ændrer adfærd på forsikringsselskabets bekostning.

I realkreditte ses problemstillingen flere steder, dog ikke altid i den ovennævnte form hvor der er helt adskilt mellem beslutningstageren på den ene side og den der bærer omkostningerne på den anden.

Blandt andet ses varianten, hvor låntagers interesse i et stort lån ganske vist umiddelbart forpligter ham – men i tilfælde af senere manglende betalingsevne rammes også realkreditselskabet og i sidste ende de øvrige låntagere gennem bidragssatsen.

5.5. Asymetrisk information – og adverse selection

Med asymetrisk information forstås, at parterne – der her typisk vil være låntager og långiver – ikke besidder den samme mængde eller samme kvalitet af informationer omkring de forhold, der måtte være relevante for en aftale.

Der kan være relationer til moral hazard eller tale om at man mere eller mindre bevidst søger at tilbageholde information, eller at man vurderer det ikke er muligt at overvinde forskellene i informationsniveau. Sidstnævnte kan fx skyldes at det ikke er muligt idet omkostningerne vurderes for høje.

Et problem med den asymetriske information er, at den kan medføre en forkert vurdering af risici, og dermed en forkert prissætning af de påtagne risici. Dette kan i sig selv medføre en ”adverse selection”-situation og såfremt disse forhøjede risici realiseres kan det udvikle sig til en selvforstærkende spiral.

Dette scenarie kan være dybt problematisk og centralt for forsikringsselskaber, banker og realkreditinstitutter og søges derfor modvirket ved en højere grad af graduering af prissætning og om muligt også informationsniveauet.

Et eksempel på et optræk til en sådan spiral kunne være såfremt et realkreditinstituts obligationer afsættes til lavere kurs end konkurrenters tilsvarende obligationer, idet investorer kræver et risikotillæg.

⁴² <http://pulsereview.com/?p=1179#> hvor det anføres, at Krugman er forfatter til ”The Return of Depression Economics” (1999), der nu er opdateret i indhold og til titlen ”The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008”

Dette vurderes at være tilfældet da BRF-kredits obligationer - i hvert fald i en overgang i 2010⁴³ - blev handlet til en kurs, der fraveg de øvrige realkreditinstitutter.

5.5 Kapitalstrukturteoretiske overvejelser

5.5.1 Behov for fremmedkapital

Indledningsvist skal det helt elementært konstateres, at købet af en ejerbolig - i stedet for at dække sit boligbehov (forstået som tag over hovedet og et rum for ens liv) – betyder at man slipper for at betale husleje i ordets egentlige forstand. Hermed menes – i modsætning til mediernes ofte flerfoldige og upræcise anvendelse af ordet – primært, at man ikke længere har en månedlig udgift til en udlejer.

På den anden side kræver købet af en bolig en betydelig mængde kapital, der så er grundlaget for det månedlige nytteafkast (der gør at man slipper for ovennævnte husleje).

Kapitalbehovet, der er lig med købsprisen (i denne sammenhæng ser vi bort fra flytteomkostninger og lign.), fremkommer for de allerfleste køberes vedkommende som en kombination af dels personlig egenkapital (typisk kaldet en udbetaling) og dels fremmedfinansiering der består af realkreditlån. Såfremt denne sammensætning ikke rækker udvides fremmedfinansieringen typisk med et banklån, men til tider har også sælgerpantebreve (eller ejerskiftepantebrev) været anvendt – typisk hvor finansieringen i samfundet har været knap.

I det historiske afsnit så vi, at det blev legalt at kræve renter for sin udlånte kapital, og vi så at realkrediten oprindeligt adskiller sig fra den rene personalkredit i kraft af sin sikkerhed og den følgende lavere rente.

Det centrale spørgsmål bliver med andre ord hvorledes det optimale forhold mellem egenkapital og fremmedkapital til køb af bolig findes.

Bagudrettet kender vi nok eller har hørt om personer, der har betalt deres bolig ud, og det har nok været en langsigtet drøm for mange på et tidspunkt.

Det er imidlertid slet ikke sikkert, at det er det økonomisk rationelle at gøre, selv for de personer, der måtte være så økonomisk privilegerede. Problemstillingen ses at være aktuel⁴⁴ for en ikke ubetydelig andel af mennesker, hvilket blandt

⁴³ <http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE1104570/brf-kunder-betaler-dyrt-for-deres-boliglaan/>

⁴⁴ <http://www.aeldresagen.dk/temaer/Sider/betale-huset-ud-eller-ej.aspx?emne=Arbejdsliv+og+%C3%B8konomi>

andet må tilskrives, at realkreditbelåningen i en årrække - før indførslen af afdragsfrie lån – havde krav om afdrag og en maksimal løbetid på 30 år.

Såfremt låntagers marginale låneomkostninger på realkreditlånet er lavere end anden gæld, eller hvad investeringsmarkedet evt. kan tilbyde skal den rationelle boligejer jo beholde sin realkreditgæld. (Der skal dog naturligvis tages højde for skat og risiko på afkastet).

Der er således almen accept omkring, at realkredit er en meget billig låneform med lave renter. Ikke desto mindre er der dog ikke tvivl om, at risikoen på fremmedkapitalen stiger såfremt der anvendes en højere gearing. Dette skal huskes ved overvejelser omkring forholdet med fremmedkapital og egenkapital, men dette er naturligvis ikke noget særsyn.

Jeg finder med baggrund i ovenstående anledning til at foretage en parallel til corporate finance-området, og Miller & Modiglianis beskrivelser om kapitalstruktur. En del af budskabet i denne model er, at der findes et optimum for forholdet mellem egen- og fremmedfinansiering. Dette skyldes at der er tale om en afvejning af to modstående hensyn. På den ene side står fordelene ved at anvende fremmedkapital på grund af de lavere renter. (I det tilfælde på grund af rentefradraget). På den modsatte side er, at konkursrisikoen ved en for stor fremmedfinansiering medfører en for stor stigning i risikopræmien.

På nogenlunde tilsvarende måde står man i realkreditte med et skisma mellem at såvel realkreditinstitut og låntager gerne vil stiftet lånet, men størrelsen på lånet må begrænses af hensyn til konkursomkostningerne. Sikkerheden for lånets tilbagebetaling afhænger således af låntagers betalinger og i sidste ende pantets værdi.

Denne afvejning har over tid, som tidligere beskrevet i det historiske, haft forskellige udfald. Der er dels tale om ændringer i hæftelsesform, men de primære ændringer i forhold til ovenstående må nok henføres til ændringerne i lånegrænserne.

5.5.2. Interesseskonflikt mellem långiver og låntager

Ved fastlæggelsen af regler, der regulerer forholdet mellem egen- og fremmedkapital, hvilket typisk har været en fast procentuel lånegrænse af handelsværdien, er der imidlertid også andre forhold der bør overvejes.

En ting er at priser har det med at fluktuere og at handelsværdien trods udarbejdelse af statistikker m.v. i forskellig grad er et skønspræget arbejde.

Et andet forhold er, at rationelle låntagere og rationelle långivere som

udgangspunkt har forskellige - og modstridende - interesser.

Den rationelle långiver vil dels for at overholde regler, dels for at sikre sit pants værdi og rigtige prissætning af risici være interesseret i en korrekt prisvurdering. Det kan til tider diskuteres om långiver i opgangstider agerer i overensstemmelse hermed.

Den rationelle låntager derimod vil have et incitament til at få vurderingen presset mest muligt op. Dette kan enten skyldes, at han prøver at sikre sig et lån han ellers ikke ville have fået (hvilket dog i nogle tilfælde næppe er i hans egen interesse). Alternativt sikrer han sig bare en ”pænere” økonomi der synes at have en større egenkapital – og mere håndgribeligt lavere bidragssatser på lånet eller mulighed for at indfri andre dyrere lån.

Der kan således ligge en interessekonflikt af moral-hazard lignende karakter. Med et meget lånevilligt realkreditinstitut ligger der imidlertid et interessefællesskab i at øge vurderingen.

På den måde kan det siges, at der er en vis parallel til moral hazard som beskrevet ovenfor.

Det kan i øvrigt tilføjes, at en sådan interessekonflikt ikke er nyskabende i realkreditteorien. Historisk set havde man et tilsvarende problem i de gamle kreditforeninger hvor den første bølge af låntagere var kommet på sikker fode og derfor tøvede med at optage nye låntagere i foreningen, idet deres risiko alt andet lige måtte være større.⁴⁵

5.6 Sammenfatning

Nytteteorien ses at have en kobling til ligevægtsteoriens paradigme og den rationelt funderede normative tilgang. Homo economicus har sine fordele, men der ses imidlertid flere eksempler på velbeskrevne økonomiske fænomener, der generelt forhindrer fuldkommen efficiens på markedet og dets ligevægt. Dette ses også specifikt at gælde på kapitalmarkedet.

6. BEHAVIORAL FINANCE – og anden menneskelig adfærd.

6.1 Indledende til Behavioral Finance

I afsnit 4 og 5 er præsenteret noget af den baggrund, der også er et nødvendigt grundlag for til fulde at forstå de erkendelser og teorier som disciplinen

⁴⁵ Møller (1997), s.113.

behavioral finance indeholder, samt den kontekst som den skal fungere i og være et fortolkningsbidrag til.

At kalde behavioral finance for en selvstændig disciplin er måske nok korrekt, men det er centralt, at der indhentes værktøjer fra andre videnskaber end økonomiske, men med formål at støtte og forbedre forklaringsvnen i de hidtil kendte økonomiske modeller, der som beskrevet ofte tager udgangspunkt i rationelle ligevægtsbetragtninger, hvilket tilsyneladende ikke altid giver en tilfredsstillende forklaringsgrad.

Behavioral finance anses ofte som en forholdsvis ny disciplin og det er da korrekt, at megen af den litteratur der beskrives som sådan er fra de seneste 2-4 årtier. Det kan beskrives som en form for et gennembrud da Daniel Kahneman i 2002 fik nobelprisen for:

“having integrated insights from psychological research into economic science, especially concerning human judgment and decision-making under uncertainty”

Heri ses hvordan denne viden forbindes med de eksisterende og mere traditionelt orienterede økonomiske teorier, men det er vigtigt at holde sig for øje, at der ikke er tale om et helt nyt fænomen. Adam Smiths betragtninger (fx det i afsnit 4.1.1. refererede) indeholdt også til dels studier af adfærd, men mere interessant er det at påpege det der til tider synes for længst at være glemt, nemlig at Keynes og flere andre havde betydelige beskrivelser af denne nu til tider glemte side af økonomien. Således har Thaler anført følgende som sin konklusion i en artikel⁴⁶ om Irving Fishers indflydelse på området:

“Fisher along with Edgeworth, Vilfredo Pareto and others, helped introduce mathematics to economics. Young economists are taught these modern concepts (equations, diagrams and the like) but rarely go back and read the surrounding text. If they did they would discover that these economists, as well as many others of Fisher’s generation (e.g. John Maynard Keynes and A.C.Pigou) were very aware of the influence of behavioral factors (such as self-control and fashion) often left out of modern economics⁴⁷. It is time to stop neglecting the words and time to start updating our equations to include these behavioral factors.”

Som anført havde flere af disse økonomer deres storhedstid omkring 30’ernes ”great depression” og det synes oplagt at den periode har været en stor inspirator til at studere markedspsykologi og hermed beslægtet adfærd. Det bemærkes i

⁴⁶ ”Irving Fisher: Modern Behavioral Economist”, Richard H Thaler, American Economic Review, (maj 1997), s. 439-441

⁴⁷ I citatet henvises til ”Choice over time” af George Loewenstein

Øvrigt, at de nævnte økonomer må beskrives som ganske forskellige, men at anerkendelsen af "behavioral factors" altså var et træk, der var foreneligt med deres, i øvrigt ofte matematiske tilgang til økonomi.

I det følgende skal der derfor sættes fokus på nogle af de teorier og begreber fra behavioral finance, der oplagt findes at kunne være relevante for realkreditte og som vil være centrale værktøjer i det følgende.

Endelig skal det bemærkes, at disciplinen opererer med mange begreber og at disse i divergerende grad kan siges, at overlapper hinanden. Der vil således være adgang til en berettiget diskussion og man må være indstillet på, at der ikke altid er et klart entydigt svar, men dette adskiller sig jo ikke meget fra "den almindelige" økonomiske verden, der som bekendt også ofte fyldt med kompleksitet, antagelser, potentielle fejlkilder m.v

6.2 Gennemgang af de mest relevante fænomener

6.2.1 Eksempler der modificerer tesen om de efficiente markeder

I afsnit 5.3. blev rationalitetsbegrebet udsat for en kortere belysning og drøftelse, der kan være relevant uden for de tilfælde som vitterligt kan "koges ned" til at kunne sættes på en rent matematisk formel uden derved at have, skåret væsentlige dele fra. Det er ikke ret mange beslutninger der er så rent matematisk-logisk orienterede, så de kan det.

Nogle af de mest veldokumenterede forhold fra teorien bør antyde, at der er høj sandsynlighed for at hovedopgaver som nærværende afhandling ikke er mere fyldige eller mere gennearbejdet end nødvendigt og alligevel afleveret forholdsvist tæt på fristen. Med andre ord har mange personer en udbredt tendens til at benytte sig af heuristics, være "avoiders" eller blot prokrastinere mere end der tjener deres egeninteresse udfra en rationelt begrundet tilgang. Disse tilbøjeligheder, der afviger fra det rationelle paradigme gennemgås i det følgende.

Heuristics er en samlebetegnelse for det forhold at mennesket træffer beslutninger i situationer, hvor en gennearbejdet, grundig og analytisk tankeproces simpelthen ikke er en mulighed. Det er altså en helt nødvendig evne at kunne prioritere mellem store og små spørgsmål, og især for sidstnævntes vedkommende kunne træffe beslutninger på tommelfingerregler, intuition eller andre kun let krævende beslutningsgrundlag. Denne evne og vidt anvendte adfærd passer ikke ubetinget godt med hypotesen om de efficiente markeder, hvor aktørerne træffer sine rationelle beslutninger på grund af al tilgængelig information og med en rationel begrundelse.

Et af de mere pudsige forhold ved teorien om de efficiente markeder er i øvrigt, at den i mine øjne i et vist omfang kan siges at bide sig selv i halen. Antag fx at man i et kort øjeblik ser bort fra et konkret individs individuelle risikopræference, og øvrige behov ved en investeringsbeslutning fx planlægning af udløbstid. Tesen om de efficienter markeder fortæller derfra, at den ene aktie (eller faste ejendom) er lige så god som den anden, idet enhver information og risiko er indregnet i kursen (prisen). Det konkrete individ kan herefter lige så godt købe i blinde og vælge tilfældigt, da han ikke har incitament til at bruge tid på noget der ikke gør en forskel (i forbedring af afkast). Den rationelle adfærd bliver herefter at bruge sin tid på noget andet - fx lønarbejde, da dette optimerer hans velstand. Den grundlæggende tese om investors rationalitet, som grundlag for markeder med fuld information, fører således i et vist omfang til at i hvert fald nogle investorer ikke vil følge denne adfærd.

Et andet forhold der taler for denne (ikke-informerede) adfærd er det forhold, at mange mennesker, i divergerende grad, ikke kan karakteriseres som "planners" hvilket ellers er nødvendigt for at kunne følge en rationel økonomisk adfærd, men derimod mere er at karakterisere som "avoiders".

Denne trang til at undgå typisk ubehagelige eller krævende forhold kan give sig udtryk i mange forhold. Trangen til at prokrastinere kan således ses i livsforhold generelt, men er også stærkt udtalt i finansielle sammenhænge, fx at øge sin opsparing/afdrag på realkreditlån eller i forhold til sin pensionsordning (eller mangel på samme.) Således ses der i pensionsammenhæng en stor effekt af fx tvungen opsparing/automatisk indmeldelse, idet "default"-adfærden er meget stærk. Det synes umuligt, at forklare ud fra et rationelt paradigme, at den tid det tager at melde sig ind i en pensionskasse (eller at kontakte sit realkreditinstitut og bede om at påbegynde afdrag) på nogen måde kan have indflydelse på hvad det rationelt rigtige valg er.

Sammenhængende med denne trang til at udsætte er en adfærd der kaldes "hyperbolic discount function". Denne adskiller sig fra den finansielt anvendte eksponentielle diskonteringsfaktor, idet nytten altid er "højere i dag, end i morgen". Slankekur eller pensionsopsparingen påbegyndes altid "i morgen". Det er svært at argumentere for at denne adfærd ikke også skulle kunne få indflydelse for mange låntagere, der står foran et potentielt skifte fra flex- til fastforrentede realkreditlån. Baseret på ydelsen er det alt andet lige sjovere at skifte den anden vej.

Hyperbolic discounting kan ikke kun betyde en udskydelse af krævende adfærd (pensionsopsparing, afdrag på lån, rygestop m.m.⁴⁸) men kan selvsagt også betyde, at man undervurderer påtagne forpligtelser, der naturligt ligger i fremtiden, ud fra den samme morale, at "det klarer man til den tid" eller "det

⁴⁸ For yderligere om hyperbolic discounting se evt. Parisi (2005), s. 128

løser sig nok". Dette kan oplagt føre til den adfærd, at boligkøberne undervurderer transaktionsomkostninger ved omsætning af fast ejendom, idet mæglersalæret jo er en sælgeromkostning.

Køberne er sandsynligvis enten ikke opmærksomme på at der ofte er et 1:1 forhold mellem et køb og det senere salg (hvis man ikke skal sælge ejendommen på et tidspunkt, for at flytte videre skal i hvert fald ens dødsbo, og dermed rammes ens eventuelle arving da i et vist omfang). Ukendskab til størrelsen - der af Lunde⁴⁹ flere steder anføres til ca. 10 % - kan også have betydning, men hyperbolic discounting er et oplagt forklaringsværktøj på et beløb der ligger år ud i fremtiden. Når man som potentiel boligkøber står med en "akut forelskelse" i en given ejendom er det sjældent det følgende salg der har størst fokus.

For den boligejer, der dog alligevel lykkedes med at få oprettet en pension eller - vigtigere i denne sammenhæng – forholdt sig til sit realkreditlån (hvilket i øvrigt i opsparingsøjemed bør ses sammen med pensionen) er der imidlertid adskillige yderligere udfordringer.

Der er ikke kun forskelle i personers appetit på risiko, men også i hvilke sammenhænge den fremtræder. Benthams klinisk-analytiske lyst-ulyst-baserede opfattelse er nu noget overhalet af Kahnemans expected utility theory, ifølge hvilken - at tab gør mere ondt end en numerisk tilsvarende gevinst, og hvor den marginale nytte af en gevinst er aftagende jo større gevinsten bliver. Eksempelvis bliver man med andre ord ikke dobbelt så glad for at vinde 1000 kr. som 500 kr.

Derimod er mennesker typisk meget dårlige til at realisere et tab, hvilket får os til at holde på dårlige aktier – og antageligt betyder dette også at man udlejer de ejerboliger, som ikke kan realiseres til købsprisen, i større omfang end det er rationelt. Med fagterm kaldes det en break even-effect at der påtages øgede risici for at eliminere et tab og situationen til at "gå i nul". Den ansvarlige rationelle kreditchef vil derimod undgå at kaste gode penge efter dårlige.

Et andet problem der kan hænge sammen med både sidstnævnte og heuristics er menneskets inferiøre evne til at bearbejde og forholde sig til risici. Derimod ser vi ofte verden som sort eller hvid, sjældnere i gråtoner.

Dette kan hænge sammen med at de fleste er overconfident m.a.o. har for stor tillid til sig selv og egner evner, herunder dømmekraft. Dette gælder især mænd. En overdreven risikovillighed i forbindelse med låntagen (det går jo nok) kunne være en konsekvens, ligesom en overdreven konverteringslyst (i tillid til ens evne til at forudsige renten) kunne være en oplagt parallel til mændenes velkendte "excessive trading" på aktiemarkedet.

⁴⁹ Lunde (1997)

Den begrænsede evne til at vurdere risici har antageligt flere ansigter. Allererst bør påstanden, som nogle måske vil finde kontroversiel, dog understøttes med en henvisning⁵⁰:

"First, focusing on the former, people often have difficulty understanding risk, and hence they don't really know how to answer the scoring questions. Most commonly, people have great difficulty, in seeing that risk is very horizon-specific"

Som det allerede er påvist havde flere af de neoklassiske økonomer fokus på disse forhold, hvilket dog til tider senere synes at være enten "gået i glemmebogen" eller i hvert fald stærkt fortrængt at det rationelle paradigme og de efficiente markeder.

Problemet med at håndtere risici ses også i håndteringen af sandsynligheder, hvormed menes (både positive og negative udfald). Således fremkom Kahneman⁵¹ og Tversky i 1992 med deres "prospect theory", hvori de påviste at mennesket har en skæv behandling af sandsynligheder, hvorefter usandsynligheden overvægtes.

Typisk set overvægter man altså de små sandsynligheder og undervægter de meget sandsynlige. Der er altså en lille tilnærmelse af "der er kun to muligheder i lotto (enten vinder jeg den store gevinst eller også gør jeg ikke, og sandsynligheden må derfor være ca. 50% for hver"). Denne skæve vægtning kan utvivlsomt også have betydning på forskellige områder, forventninger til renteændringer, boligprisens udvikling eller konverteringsadfærd må betragtes som oplagte bud.

Allerede i 1921 påpegede den amerikanske økonom Frank Knight (1885–1972) således nødvendigheden af at adskille riskiko og usikkerhed i afhandlingen "Risk, Uncertainty, and Profit"⁵²:

"Uncertainty must be taken in a sense radically distinct from the familiar notion of Risk, from which it has never been properly separated.... The essential fact is that 'risk' means in some cases a quantity susceptible of measurement, while at other times it is something distinctly not of this character; and there are far-reaching and crucial differences in the bearings of the phenomena depending on which of the two is really present and operating.... It will appear that a measurable uncertainty, or 'risk' proper, as we shall use the term, is so

⁵⁰ Ackert (2010), s. 327

⁵¹ Ackert (2010), s. 40

⁵² Ackert (2010), s. 7. og http://en.wikipedia.org/wiki/Knightian_uncertainty.

far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all."

Dette kan til dels siges at have betydning på den måde, at mennesket agerer forskelligt på risiko og usikkerhed. Der siges at være en ambiguity-aversion, altså en aversion mod tvetydighed. Dette er påvist i Ellsbergs paradoks, ifølge hvilken⁵³:

"people prefer to bet on an urn with 50 red and 50 blue balls, than in one with 100 total balls but where the number of blue or red balls is unknown"

Analysere man lidt logisk på situationen når man frem til, at sandsynligheden i begge tilfælde er 50% for hver farve, men det er normalt at flygte fra det ukendte - eller ikke være i stand til logisk at fremdrage den slutning.

Dette kan siges at relatere sig til et andet udbredt fænomen nemlig framing, hvorefter en beslutningstagen bliver afhængig af kontekst, hvordan beslutning præsenteres, herunder hvilke alternativer der præsenteres for beslutningstageren.

Beslutningstagen er endvidere også påvirket af en status quo-bias, der altså indebærer, at man har en tendens til at foretrække det allerede valgte blandt flere alternativer.

Såfremt der træffes en beslutning kan denne dog også påvirkes af helt åbenlyst irrationelle parametre idet der ved en virkning kaldet anchoring afledes et bud der pga. indbygget dovenskab eller andet ikke er fuldt justeret via rationel deduktion. Eksperimenter har således vist sammenhæng mellem fx betalingsvillighed for en flaske vin og personens tilfældige tildelte personnummer⁵⁴. Anchoring kan ske ud fra helt irrelevante parametre, men kan naturligvis også ske ud fra delvist relevante. Dette kan fx være købesummen for naboens hus, hvad man selv har købt det for, eller noget helt tredje.

Herding er endnu en relevant adfærd, der iøvrigt kan have stor sammenhæng med anchoring. Den korteste måde at beskrive fænomenet er lemming-effekt, altså at man gør noget blot fordi alle andre også gør det samme. Effekten kan være ganske stærk og kan føre til at man fraviger ellers åbenlyse konklusioner.

Endelig er der grund til at nævne en af de mest centrale i denne sammenhæng bubbles og dumber fools-game.

⁵³ http://en.wikipedia.org/wiki/Ambiguity_aversion

⁵⁴ Baumeister (2010), s. 746

Begreberne heuristics (i form af at situationen og særligt måske dens risici ikke tænkes ordentligt igennem) og herding (i en form for hyperbolic discount i jagten på den hurtige gevinst) kan være medvirkende parametre til de bobler, der fra tid til anden præger aktiemarkeder, råvaremarkeder, og ikke mindst ejerboligmarkedet. Der er altså tale om en prissætning, der løber af sporet (oftest i opadgående retning). Mange aktører opdager det formentligt ikke før det er for sent, men en andel er antageligt også bevidst om at aktiverne allerede er overvurderede ud fra fundamentals, men et aktiv er jo ikke overvurderet, hvis det kan sælges, endnu dyrere i morgen – og således foregår der et dumber fools-game, idet netop han er køberen, og det gælder om ikke at være den der sidder med ”sorteper” (det fundamentalt overvurderede aktiv) når boblen brister.

Afslutningsvist skal det bemærkes, at disse afvigelser naturligvis på ingen måde er udtømmende fra den fagdisciplin der kaldes behavioral finance. Nogle af de nævnte er forstærkende og korrelerede, hvorimod andre kan betragtes som delvist modstridende. Det er der ikke noget mærkeligt i, og det må erindres, at nogle personer kan være højt påvirket af den ene og andre personer af de til dels modstridende effekter. Centralt er det dog at der synes at være ganske stærk dokumentation for de nævnte effekter, der alle kan siges at fravige det rationelle paradigme.

6.3. Låntageradfærd i forbindelse med ejerboligen, lejeboligen og privatøkonomien som helhed.

Menneskers adfærd kan imidlertid også beskrives ud fra andet end økonomiske psykologisk litteratur. Således kan en kombination af kvantitativ og især kvalitativ analyse også løfte sløret for hvorledes beslutninger træffes i det virkelige liv. Dette kan have betydning for hvornår og hvordan man køber og sælger ejerbolig, og dermed fx også hvordan lånereglerne i realkrediten bør indrettes

Der er dels grænser for rammerne af nærværende afhandling, men tillige også hvor meget dette kan belyses i nærværende sammenhæng. Jeg finder det derfor tilstrækkeligt, for at udtrække visse hovedpointer, at henvise til en enkelt fremstilling.

Denne findes ganske relevant af flere årsager. Dels diskuteres sammenhængen mellem boligmarkedet og det private forbrug ganske ofte og den udvalgte sociologiske kvalitative analyse er udarbejdet på middelklassen, der må vurderes at udgøre den største del af boligmarkedet – om end i et vist omfang delvist den nedre ende heraf, idet ejerboligenandelen er stigende med indkomsten, ligesom lejeboligen er overvægtet i lavindkomstgrupperne.

6.3.1 Udtræk af visse dele af "Lånefest? Betydningen af kreditfinansieret forbrug blandt udvalgte grupper i den danske middelklasse"

Indledningsvist skal det bemærkes, at den udgivne bog på 180 sider er udgivet efter nedsættelse af en arbejdsgruppe på Center for Kreditret og Kapitalmarkedsret på CBS.

Formålet har været at søge at kortlægge viden om hvornår og hvorfor der lånes til forbrug og i forhold til hvad der "investeres i". Der foretages gennemgående en sondring mellem lejere og ejere i et forsøg på også at opdrive eventuelle forskelle. En dybere gennemgang ligger uden for nærværende opgave, men enkelte pointer, med overvægt fra ejersiden, skal fremhæves.

Det påpeges eksempelvis indledningsvist i undersøgelsen⁵⁵, uden at det dog er dokumenteret, at der stadig kan ses sammenhænge mellem samfundsforholdene i 70'erne og normen op at spare op først, modsat 80'ernes og 90'ernes "køb og betal senere"-forbrugsmentalitet. Fra indledningens præsentation af den overordnede konklusion citeres:

Det er en hovedpointe, at økonomiske handlinger – konkret i form af kreditfinansieret forbrug – er baseret på en grundlæggende social orientering. Opfyldelsen af "standardpakkens" indhold bidrager således til, at aktørerne kan realisere socialt anerkendte tilværelser.

Standardpakker⁵⁶ er et sociologisk begreb fra 50'erne, der dækker over en liste af varer og tjenesteydelser, der til sammen set giver en socialt acceptabel levestandard. Det centrale i nærværende sammenhæng er imidlertid den sociale orientering, der tilsyneladende er en betydelig del af nærmest enhver form for kreditfinansiering.

Blandt de yngre er boligvalget (ejer såvel som lejer) typisk sket efter et ønske om storbyliv og geografisk nærhed i forhold hertil. Blandt de ældre ejere er beslutningen om indtræden i ejerboligen derimod ofte set som en halvtilfældig nødvendighed pga. af den boligknaphed, som også beskrives i nærværende afhandlings punkt 7. Såvel lejere som ejere er dog ganske bevidste om den udvikling i priserne de til tider er sluppet for (faldende), men på dette tidspunkt mest er gået glip af (stigende priser).⁵⁷

⁵⁵ Lyng Andersen (2010) s. 18.

⁵⁶ Lyng Andersen (2010) s. 22.

⁵⁷ Lyng Andersen (2010) s. 88

Om sammenhængen mellem lånefinansieret forbrug og den medfølgende risiko bemærkes det⁵⁸:

”De yngre informantene i en etableringsfase av livet som gjør kreditt til et viktig middel i pakkeorienteringen. Dessuten er de vokst opp og inn i et forbrukersamfunn med svært effektive markeder for varer og kreditt. Dette gjør dem både lånevillige og disponert for moderne kredittprodukter som overtrekksmuligheter og kredittkort. De eldre, derimot, er sosialisert inn i en annen samfunnsvirkelighet hvor lån – spesielt til forbruk – har en mer negativ valør. Verken lejetakerne eller eierne er derfor utstrakte brukere av for eksempel kassekreditt – en låneform som jo har den egenskapen at den synliggjør overforbruk med røde minustall på bankkontoen.”

Med ovenstående forholdsvis lange citat er der flere pointer at udlede. Dels ligger det implicit i konklusionen, at de forskellige generationer har oplevet forskellige tider og at deres beslutningsgrundlag ikke bærer af et fuldt informationsgrundlag, herunder med kig i de økonomisk historiebøger, men betydeligt funderet i de oplevelser som de ”tilfældigvis” har været eksponeret for. Dette har god belæg i behavioral finance både i form af heuristics generelt, men også i den konkret variant, hvor man træffer beslutning ud fra hvad man umiddelbart kan komme i tanke om.

Lånevilligheden og livsfasens etableringsrelaterede kapitalbehov blandt de unge – med mindre tanke på regningen i fremtiden – åbner mulighed for en tese om at de unge kunne tænkes at være betydeligere brugere af de afdragsfrie realkreditlån.

Endelig signalerer citatets sidste afsnit, at mennesket reagerer i forhold til den dårlige samvittighed forbundet med fx røde tal, selvom dette egentligt ikke siger noget om den totale økonomiske situation. Denne adfærd kan måske være velbegrundet ved en udvidet anvendelse af rationalitetsbegrebet, men indenfor en stringent økonomisk-teoretisk ramme hvor realkreditlån, pensionsopsparing lønindkomst m.v. betragtes samlet i et ”life cycle”-perspektiv er det svært at finde et grundlag herfor.

Betragt følgende tænkte alt-andet-lige-eksempel:

To husstande. Den ene husstand har afdragsfrihed på realkreditlånet. Den anden husstand har afdrag, men som følge deraf behov for den nævnte kassekredit.

⁵⁸ Lyng Andersen (2010) s. 144

Ud fra et nettoformuesynspunkt - eller kapitalstrukturbetragning à la Miller-Modiglianis – er det svært at finde et rationelt grundlag for at den samme marginale krone skulle være et mere uansvarligt forbrug i tilfældet med de røde tal.

Der er i ovenstående grundlag for at antage, at mennesker anvender en variant af hvad der i behavioral finance-teorien beskrives som mental accounting⁵⁹.

Dette har forbindelse til den sidste pointe fra undersøgelsen som jeg vil trække frem. Indholdet heraf er⁶⁰:

*”At kreditfinansiering af forbruget er et spørgsmål med stærke moralske undertoner, fremgår alene af det forhold, at man i alle de undersøgte grupper forholder sig til en norm om, at man grundlæggende ikke **bør**⁶¹ låne til forbrug.”*

Som en konsekvens fremgår det yderligere at kreditfinansiering sker efter et moralsk forsvar fx hvor der er tale om fornødenheder. Således beskrives det⁶²:

”Den empiriske analyse viser, hvordan denne mekanisme sætter sig i informanternes handlingsrepertoire. Først og fremmest har vi set, at økonomiske handlinger overvejende begrundes socialt.”

og særligt vedrørende beslutningen om erhvervelse af fast ejendom fremgår det:

”Alligevel forholder det sig sådan, at lejerne i praksis aldrig har været i nærheden af at satse på at blive boligejere – selv ikke efter at have stiftet familie – mens ejerne ikke ser ud til at have haft noget eksplicit ønske om at investere i fast ejendom. Til trods for at netop dette valg er blandt de allervigtigste i enhver aktørs økonomiske liv, er det ”bare blevet sådan”⁶³”

Man skal naturligvis være forsigtig med at basere sine overvejelser alene på én undersøgelse, men meget tyder på, at moralske overvejelser og tilfældigheder på et individuelt plan kan have stor betydning for de potentielle boligejere.

⁵⁹ Hermed menes, at man mentalt ”åbner og lukker” forskellige underkonti i stedet for at se det som et samlet hele. Et klassisk eksempel er at det for mange er afgørende om man taber teaterbilletten til 10 dollars eller en 10 dollar-seddel på vej til biografen, idet udgiften mentalt kumuleres og betalingsvilligheden ikke rækker til 20 dollars – uanset at tabet på 10 dollar er det samme i begge situationer.

⁶⁰ Lyng Andersen (2010) s. 146

⁶¹ Fremhævet med fed som erstatning for at originalen allerede var kursivet.

⁶² Lyng Andersen (2010) s. 165

⁶³ Lyng Andersen (2010) s. 165

Undersøgelsen gør sig endvidere nogle overvejelser omkring udviklingen – og nogle norske økonomers anbefalinger – hvorefter det anbefales, at al gæld samles i boligen (begrundet i rentens størrelse) og denne herefter fungerer som ”sin egen bank”. Det anføres om disse overvejelser derudover, at dette kan føre til forøgede gælds niveauer med de problemer det kan føre til.

At renten baseret på lån i boligen skulle være lavere synes ikke særligt norsk, og overvejselsen må vurderes absolut relevant herhjemme – ikke mindst i lyset af at udbredelsen af de afdragsfrie lån, og boligkreditter ofte er anført som strategi om at fjerne anden højere forrentet gæld – og således en rationel beslutning, der skulle være neutral målt på den totale gældsmængde.

Afslutningsvist skal det, som det også anføres i undersøgelsen, særligt bemærkes, at resultaterne af en sådan undersøgelse må antages i et eller andet omfang at være udtryk for et øjebliksbillede af de dynamiske holdninger (måske særligt i forhold til standardpakkens indhold), der formentligt fremkommer med skiftende samfundskonjunkturer.

6.4 Sammenfatning

Både udfra et teoretisk behavioral finance-perspektiv, såvel som denne empiriske og kvalitative undersøgelse af danske forhold synes det at være uundgåeligt at meddrage forhold også af menneskelig karakter ved overvejelser omkring realkreditsystemet, dets lånegrænser m.v.

7. BOLIGFORBRUG OG -REGULERING

Alle har - som det også fremgik af punkt 6 - brug for tag over hovedet og boligområdet berører, om ikke andet indirekte, af samme årsag alle.

Mere interessant er det, at det engagerer og interesser mange. Dette synes tydeligt, hvad enten man fokuserer på den offentlige og ofte politiske debat om hvorvidt ændring i ejendomsskatter, finansiering eller noget tredje er ”mirakelkuren” på snart sagt ethvert problem.

Dette glødende engagement har dog muligvis til tider den bivirkning – også hos områdets fagkyndige – at man i blinde beridder sin kæphest i en fast retning, uden hensyntagen til at omverdenen måtte ændre sig undervejs, eller at der skal være plads til at man fagligt kan skifte opfattelse.

Mange af aktørerne er endvidere sat i verden for at varetage partsinteresser, hvilket deres indlæg også kan bære præg af.⁶⁴

I det følgende skal dog visse faktuelle forhold på boligmarkedet belyses. Dette skyldes, at disse forhold findes centrale for dels en forståelse af det aktuelle boligmarked, dets ligevægtstilstand og i det hele taget, men også for en senere beslutningstagen omkring vilkårene for finansiering.

7.1 Boligforbruget i Danmark og gældssætning hos Danske Boligejere

Boligforbruget

Danskerne har det højeste boligforbrug i verden målt på antallet af m² pr. person.

Det har været tilfældet længe, og vi har været klar over det længe. Endvidere er det et boligforbrug, der også synes at være af en høj standard. Finansministeriet beskrev således⁶⁵ allerede i 1997 forholdene på det danske boligmarked således,

”Gennem de seneste 50 år er der sket en fordobling af den samlede boligmasse - fra knap 1,2 millioner boliger i 1945 til 2,4 millioner i 1994. Det massive nybyggeri i 1960'erne og 1970'erne og den betydelige byfornyelsesindsats i 1980'erne og 1990'erne har betydet, at boligbestanden er vokset langt hurtigere end befolkningen, og at der i dag bor langt færre i hver bolig.”

⁶⁴ Fx synes denne forfatter at vinklen i publikationer fra LLO kan være ensidig til tider, om end fagligheden som sådan ofte er tilfredsstillende.

⁶⁵ <http://www.fm.dk/publikationer/1997/danmark-som-foregangslandbrperspektiver-for-den-offentlige-investeringspolitik/3-offentlige-investeringer-har-aendret-det-danske-samfund/>

Boks 4. Danmarks position på boligområdet

- Der er mange boliger - 2,4 millioner - i forhold til befolkningens størrelse på godt 5 millioner. Der bor således i gennemsnit 2,1 personer i hver bolig. Den såkaldte boligdækningsgrad - antallet af boliger pr. 1.000 indbyggere - ligger blandt de højeste i Europa.
- Boligerne er store, idet der med en gennemsnitsstørrelse på 107 kvadratmeter er ca. 50 kvadratmeter til rådighed pr. beboer. Gennemsnitsdanskeren har et større boligareal til rådighed end borgerne i alle øvrige EU-lande. Gennemsnitssvenskeren, der råder over næstmest boligareal, har 12 pct. mindre plads end danskeren.
- Boligerne er generelt af høj kvalitet. F.eks. har 97 pct. af boligerne eget toilet, 91 pct. har eget bad og 95 pct. har centralvarme. Andelen af boliger helt uden installationsmangler er med ca. 90 pct. blandt de højeste i EU.
- Boligmassen er alsidig med hensyn til ejerformer, størrelse, udstyr og pris.
- Boligstandarden er forholdsvis ny. Knap halvdelen af boligerne er opført efter 1960.

Kilde: Boliger og Byggeri, Boligministeriet, 1995, Housing in Europe, Statistics on Housing in the European Union, EU-kommissionen, 1994, Økonomisk Oversigt, Økonomiministeriet, 1995.

I 2004 var tallet angiveligt steget til 51 m² pr. person og miljøbelastningen i forbindelse med det store forbrug blev italesat i artiklen ”*Danskerne har verdensrekord i boligfrås*”⁶⁶. Det er værd at bemærke, at nærværende tal altså var gældende før indførelsen af de afdragsfrie lån i realkredit (2003) og at de variabelt forrentede lån først begyndte at få betydelige markedsandele omkring dette tidspunkt, hvorfor disse altså heller ikke kan antages at have været et centralt led i dette.

De store boliger og deres følgende højere energiforbrug førte i øvrigt for nyligt i kombination med de lave renteniveauer i en enkelt opgørelse af Spar Nord⁶⁷ til den situation at energiudgifterne oversteg renteudgifterne.

Boligejernes gældssætning

Det hævdes ofte, typisk i pressen, at danskerne er det mest forgældede folkefærd, der på dette punkt overgår mange af de lande vi ellers ynder at betragte som økonomisk uansvarlige.

Hvad der imidlertid sjældent nævnes er, at det må anses for i betydelig grad at hænge sammen med adgangen til så billig og så ”moralisk accepteret” en kreditfacilitet som realkredit. Dette skyldes, at størrelsen på gæld man som låntager kan servicere (især uden afdrag, men også med) stiger betragteligt med lavere realrente/ låneomkostninger

⁶⁶ <http://energi-miljo.dk/arkiv-pdf/x10-energipolitik/1-04-s24-10.pdf>

⁶⁷ <http://www.energimagasinet.dk/2012/03/husejeres-udgift-til-energi-er-hojere-renterne/>
http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/227372/energiregningen_tordner_i_luften.html

I øvrigt synes danskerne ifølge Nationalbankens opgørelse i ikke ubetydelig grad at have evne til at foretage opsparing ved siden af den nominelt umiddelbart store gæld.⁶⁸

7.2 Regulering og Juridiske emner

7.2.1 Regulering af boligmarkedet - Lejeretlige betragtninger.

I afsnit 4 så vi i den økonomiske historie, at der fra især Smith og de neoklassiske økonomer haves et markedsorienteret paradigme med egennytte-tænkende aktører der tilsammen danner en markedslikevægt.

Hos mange af nutidens økonomer anvendes dette paradigme fortsat på beskrivelse af det samlede boligmarked, men dette sker typisk som et indspark for at belyse hvilke reguleringsgevinster, som lejerne på det danske boligmarked tilgodeses med. Som eksempler herpå kan findes redegørelser fra mange sider, herunder OECD, DREAM m.fl.

Disse reguleringsgevinster fremkommer som følge af den betydelige regulering som størstedelen af lejeboligmarkedet er underlagt, hvilket således modificerer den fri prisfastsættelse som ellers ligger som en implicit antagelse i supply-demand-ligevægten fra afsnit 4 og 5, særligt 4.1.3.

Nærværende afsnit kan som sket angives som regulering og samtidig som lejeret. Imidlertid er det her nødvendigt at holde fokus, hvorfor formålet med nærværende afsnit naturligvis ikke er juridiske spidsfindigheder, men primært at beskrive de økonomiske følger, der er formålet med den regulering, der naturligt er sket ad juridisk vej.

Et fokus på denne regulering forekommer nødvendigt da det udgør en så central del af det danske boligmarked – både ejer, lejer, andel m.v. - at det ikke kan give mening at behandle realkreditten og dens ejerboliger, uden samtidig at have en basal forståelse for ejernes alternativer og muligheder både før, under og efter et ejerskab af ejerbolig.

Den mest væsentlige pointe i den betydelige regulering består i at der i en meget stor del af lejeboligmarkedet er lagt et loft over den leje der må opkræves fra udlejerside. Dette hidrører fra et socialt hensyn om at beskytte den svage og en regulatorisk tilgang til en historisk boligknaphed. Den ”midlertidige” lovgivning der kan føres tilbage til både første og sidste halvdel af det 20. århundrede er imidlertid stadig gældende for en meget betydelig del af boligmassen.

⁶⁸

[http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Finansiel%20statistik/\\$File/Finansiel%20statistik.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Finansiel%20statistik/$File/Finansiel%20statistik.pdf)

Den afgørende sondring i forhold hertil består deri, at private udlejningsboliger opført efter 31. december 1991 ikke er undergivet lejeregulering, og derfor således udlejes efter det neoklassiske paradigme og fri prisdannelse mellem udbud og efterspørgsel.

Det private lejeboligmarkeds regulerede boliger derimod, er undergivet maksimaludlejningsbegreberne ”det lejedes værdi” og ”omkostningsbestemt husleje” og selv disse begreber er ikke udtømmende. Således er de såkaldte ”småejendomme” for eksempel underlagt førstnævnte begreb – der dog skal tendere sidstnævnte.

En ”rabat” eller reguleringsgevinst, efter disse regler, til lejer på 25-50% synes ikke usædvanlige i forhold til de frie markedskræfter. Denne subsidiering er naturligvis forbunden med det høje boligforbrug, der blev anført ovenfor i punkt 7.1.

Det er imidlertid ikke kun reguleringsgevinster og manglende mobilitet på boligmarkedet, der er problematisk i denne sammenhæng.

I 2012 koster det 136 kr. at få prøvet sin sag og lejeniveauet i huslejenævnet. Dette burde betyde en høj virkningsgrad af reglerne. Dette er imidlertid ikke hele sandheden. Dette skyldes til dels det konfliktelementet der ligger i en sådan sag, og lejer har sjældent nogen stor interesse i at ”ligge i krig” med sin udlejer – somme tider kan dette også skyldes sociale relationer, fordi man kender udlejer i forvejen, eller har fået boligen formidlet ”gennem nogen der kender nogen”.

Det ligger uden for nærværende opgaves ramme og plads at foretage en nærmere uddybning af lejeretten og dens begreber, herunder det cirkulære begreb ”det lejedes værdi”.

Det måske mest problematiske aspekt i mine øjne er imidlertid, at reglerne er yderst uigennemsigtige og yderst svært tilgængelige for den almindelige borger – men også for långiver og låntager. Således er adgangen til indsigt i huslejeniveauer begrænset og fragmentarisk, hvilket skyldes at huslejenævnene ikke offentliggør statistikker herom, og vejledning er ofte begrænset til det minimale idet der reelt skal foreligge en tvist.

Problemet beskrives ganske godt af en pressemeddelelse⁶⁹ af 3. marts 2011 fra ejendomsforeningen Danmark. (Enkelte ville måske anføre at der kan være tale om et partsindlæg fra udlejerside, men åbenhed, information og tilgængelige regler burde være i alle parter interesse). I uddrag citeres:

⁶⁹ http://www.ejendomsforeningen.dk/multimedia/Pressemeddelelse_jeg_f_ler_mig_snydt.pdf

”Som det er nu, kan boligejerne ikke indhente de nødvendige oplysninger fra kommune eller huslejenævn. Det gør det umuligt at fastsætte en lovlige husleje for deres lejemaal, siger Torben Christensen, direktør i Ejendomsforeningen Danmark.”

Dette problem gør det ganske sværere for långiver og låntager at vurdere den konkrete ejerbolig som et aktiv, der kan give et givent afkast. Dette er et problem idet køb af ejerbolig altid vil være en blandt flere muligheder herunder en lejebolig. For långiver er det problematisk, at der ikke er fri adgang til huslejeniveauer. Dette ville være ønskværdigt som et bidrag til en vurdering af aktivets fundamentalværdi – modsat dets aktuelle markedsværdi – hvilket igen kan være aktuelt ved skilsmisse, jobskifte, ejerskab af mere end én bolig, eller andre situationer hvor en udlejning kan være aktuelt at overveje eller ligefrem nødvendig.

Man kan opstille den tese, at en långiver der frit kunne betragte lejeniveauerne, (der synes at fluktuere mindre end ejendomsmarkedet generelt), måske i højere grad ville være mere ensartet i sine lånetilsagn i forhold til konjunkturerne, hvilket måske kunne bidrage til en større stabilitet på boligmarkedet.

7.2.2 Regulering af boligmarkedet – Skatteøkonomiske betragtninger

Den skattemæssige behandling af boligmarkedet, herunder særligt forskellene boligformerne imellem, har en tendens til hurtigt at blive en ganske omfattende størrelse, hvilket formålet i denne sammenhæng ikke kan berette.

Der skal dog fremtrækkes nogle enkelte centrale bemærkninger fra området. Indledningsvist kan det bemærkes, at ejerboligformen er hårdere ramt end andelsboligen, der trods dens løbende afkast i form af boligydelse til dens ejerkreds ikke er beskattet i nær samme omfang.

Dette betyder dog ikke at ejerboligen som sådan er hårdt beskattet. En opgørelse heraf, hvor beskatningen på det løbende afkast i forhold til andre aktivtyper vil – afhængig af valgte forudsætninger – typisk nå frem til at ejerboligen er relativt lavt beskattet, trods den løbende relativt intense politiske debat herom.

En ”neutral” beskatning ville angiveligt medvirke til at lavere boligforbrug end det rekordhøjde vi har p.t.

Mere interessant i nærværende sammenhæng er imidlertid at holde sig for øje, hvilke muligheder der kunne tænkes at være i skattesystemet. Fra tid til anden (typisk i opgangstider) overvejes det således om en avancebeskatning kunne

være en fordelagtig løsning til at beskatte de – angives det – mere eller mindre tilfældige og store kapitalgevinster. En sådan overvejelse eller forslag lever sjældent længe, formentlig blandt andet på grund af de immobilitetsgener og problemer som et sådant forslag ville skabe – ud over naturligvis den politiske modstand hos de berørte. Imidlertid er det centrale her, at et sådan forslag må antages at ville have en stabiliserende effekt, idet opturene ville blive mindre givtige – og herdingadfærden antageligt lidt mindre.

En decideret destabilisering skete imidlertid med skattestoppet⁷⁰ fra 2001 hvorefter såvel maksimalvurdering såvel som den progressive skattegrænse blev låst fast til kr. 3.040.000. Beskatningen herover på 3% blev hermed sat ud af kraft for senere prisstigninger.

Den daværende økonomiske ”overvismand” Peter Birch Sørensen udtalte sig i 2009 således⁷¹ om effekten heraf:

”Debatten om boligmarkedet har mest handlet om de afdragsfrie lån. Men jeg tror, man i høj grad undervurderer effekterne af skattestoppet. Havde vi fastholdt det gamle system, havde vi ikke fået så hård en nedtur i dag. Med fastfrysningen af ejendomsskatterne afmonterede man en vigtig stabilisator i økonomien, som kunne have lagt en dæmper på prisstigningerne. Og det er ikke småpenge, vi taler om», siger Peter Birch Sørensen”

Realkreditens panter steg som følge heraf under opturen, men der er som bekendt lige så langt ned som der er op, og ændringen kan gå den anden vej, hvilket bør erindres. Desværre er en regulering af ejendomsskattereglerne som bekendt ikke indenfor realkreditselskabernes kompetence, men det er et vilkår ved virkeligheden, som de eller lovgiver på realkreditområdet må tage med i betragtning.

7.2.3 Kreditretten

For at indlede med et helt banalt udgangspunkt at navigere udfra, så er udgangspunktet i dansk ret det latinske udtryk ”*pacta sunt servanda*”, der betyder at aftaler skal overholdes. Hertil kommer så naturligvis en god del undtagelser herunder de i lejeretten allerede nævnte.

Dette udgangspunkt modificeres imidlertid også på visse punkter i kreditretten, idet den juridiske virkelighed betyder at ikke alle kreditaftaler skal overholdes til punkt og prikke. Der indtræder med andre ord ugyldighed. Dette skyldes ofte

⁷⁰ http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og Afgifter/660.html?rel

⁷¹ <http://politiken.dk/erhverv/article765245.ece>

lovgivers ønske om at beskytte den formodet svage eller mindreviidende part, hvilket er et almindeligt hensyn, i øvrigt i lighed med lejeområdet.

At udlåne store beløb og dermed pålægge store forpligtelser er et betydeligt anliggende – særligt naturligvis i den situation hvor forpligtelsen til kreditor overgår evnen hos debitor.

Af væsentlig betydning i kreditretten er derfor udover krav til oplysninger og information hvornår ovennævnte er opfyldt i en sådan grad, så kreditor helt eller delvist mister sit krav på tilbagebetaling i overensstemmelse med aftalen.

Dette har naturligvis betydning på den måde, at realkreditsystemet (eller bankerne som det senere vil fremgå i punkt 10.3.) må tage disse regler i betragtning – ikke kun for sit omdømme og medarbejderens nattesøvn – men tillige af hensyn til sit cashflow.

Dansk realkredit anvender som bekendt et personligt gældsprincip, hvor gælden fortsat eksisterer såfremt ejendommens sælges med tab (fx ved misligholdelse kombineret med teknisk insolvens pga. faldende boligpriser) og den personlige hæftelse bliver derfor særligt vigtig. Det bemærkes, at adskillige stater i USA, ikke følger dette princip, hvilket fører til den moral hazard-situation at låntager kan stoppe sine betalinger ved blot at aflevere nøglerne til huset⁷².

Uanset hvor fjernt det måtte lyde, så bemærkes det, at princippet også anvendes i dansk ret⁷³ ved diverse former for aktivfinansiering - for private typisk biler.

Formålet er utvivlsomt, at undgå overforgældede individer, men mere primært at undgå en overbelåning og for optimistisk vurdering ved belåningen. Således burde i USA opnås, at man undgår problemstillingen med at långiver har et moral hazard-incident (til skade for låntageren) med for høje belåning, hvorimod låntager har et moral hazard-incident, så snart markedsværdien er lavere end nabohuset⁷⁴.

⁷² Mjølhus (2009), sidetal i endelig udgave ukendt, (men tilsyneladende Kapitel 3, 8. side under afsnittet "d) non recourse loans")

⁷³ Oprindelige trepartsforhold jf. Kreditaftalelovens § 35: *Kreditgiveren skal søge sig fyldestgjort for sit tilgodehavende ved tilbagetagelse af det solgte, jf. dog § 36, stk. 2. Kreditgiveren kan kun i de tilfælde, der er nævnt i §§ 41-42, foretage udlæg i forbrugerens øvrige aktiver. Karnovs Note 100: Den almindelige regel er således, at sælger må nøjes med tilbagetagelse af den solgte ting og ikke kan gøre udlæg - hverken i denne eller andre ting. Formålet er at motivere en ejendomsforbeholdssælger i forbrugeret til at fastsætte en afviklingstakt for gælden, så restgælden til enhver tid dækkes af restværdien*

⁷⁴ Som beskrevet her på internetforum her

<http://community.nytimes.com/comments/bucks.blogs.nytimes.com/2010/01/27/should-you-walk-away-from-your-mortgage/> : "The best strategy I have seen is when people in California bought another house in their neighborhood at half price and then their first house go into

I DK er situation jo så den omvendte, at kreditinstituttet i højere grad (dog under hensyntagen til kreditrisiko) har incitament til et "for stort" lån, qua den større forretning der er i dette. Kreditretten kan i det omfang den regulerer dette være et værn herimod.

I dansk ret og banksektoren har man på området for privat kaution indenfor det seneste årti set et paradigmeskifte der har indført en holdning og henstilling⁷⁵, der i praksis fungerer som en betydelig indskrænkning på anvendelsen. Domstolenes afgørelser har næppe været uden indflydelse herpå.

Der ses dog ikke nogen retlig eller brancherelateret indflydelse når det gælder realkreditlån. Princippet om begrænset hæftelse til aktivets værdi gælder som anført fx under visse omstændigheder for biler, men boliger er tilsyneladende en anden sag.

Således henvises som en indikator – ikke en udtømmende redegørelse – for retstilstanden til den juridiske artikel trykt i Ugeskrift for Retsvæsen "U.2008B.368 *Frarådningspligt i kreditretten*" af ph.d-stipendiat Tanja Jørgensen.

"At der skal meget til, for at kunden får medhold, gælder ikke blot ved investering, men også ved kreditgivning. Sag 207/2007 er et nyere eksempel herpå.

I sag 207/2007 havde en studerende og enlig mor til tre mindreårige børn henvendt sig til sin bankrådgiver om køb af et bestemt sommerhus til en pris af 775.000 kr. Hun havde spurgt, >> 370 >> om hun havde råd til købet, og var forberedt på, at det ikke kunne lade sig gøre. (...) rådgiveren »under hensyn til hendes beskedne indtægter udtrykkeligt burde have frarådet [min fremhævelse] hende at købe sommerhuset«, (...) hendes nye rådgiver havde anbefalet at sætte sommerhuset til salg."

Fremhævningerne er hendes. Det ligger udenfor nærværende, at gengive hele citatet, men mine bemærkninger hertil er, at der trods flere i mine øjne tungtvejende grunde - herunder graverende fejl, eksplicit ønske om rådgivning og stærkt tvivlsom økonomi – kun opnås en dissensafgørelse Den har antagelig haft samme virkning, men det må bemærkes, at to medlemmer ikke har fundet tilstrækkeligt ansvar for långiver.

foreclosure." (Om end der skal udvises kildekritik, så har jeg tillid til problemstillingens eksistens)

⁷⁵ <http://www.finansraadet.dk/politik/henstillinger/beskyttelse-af-private-kautionister.aspx>

Artiklen og den nævnte afgørelse peger således klart i retning af, at kreditretten og dens nuværende omfang på ingen måde kan anses som en beskyttelse mod for stor långivning i forhold til debtors evne.

7.3 Sammenfatning

Boligforbruget i Danmark er rekordhøjt og relateret hertil er - i kombination med det effektive finansieringssystem - den totale gældssætning ligeledes høj. Dette høje boligforbrug skyldes også en betydelig grad af subsidiering på lejeboligområdet og den begrænsede adgang til data om legale lejeniveauer gør, at lejeniveauet ikke i praksis indgår i en fundamentalanalyse, der kan hæmme udsvingene i ejerboligpriserne. Samme type af stabiliserende effekt er tillige fjernet med skattestoppet.

Sidstnævnte forhold betyder høj volatilitet i priserne, og det bånd som "ligevægtstilstanden" typisk bevæger sig indenfor er i den højere ende, qua de nuværende forhold.

8. BOLIGØKONOMISK TEORI

Hidtil i opgaven er dele af den almene økonomiske teori beskrevet, samt hvorledes den på visse områder modereres af indsigt fra behavioral finance. I det følgende kan denne viden bruges til at skabe en kontekst for behandlingen af udvalgte centrale elementer af boligøkonomisk teori.

8.1 Den boligøkonomiske grundmodel – Ligevægtsteorien

"The Property and Capital Markets"⁷⁶ fra 1996 af DiPasquale & Wheaton bærer blandt danske fagøkonomer beskrivelsen "den boligøkonomiske grundmodel".

Ideen med modellen er gennem en iterativ tilgang at beskrive den løbende tilpasning som ejendomsmarkedet til stadighed er underlagt.

Teorien (der iterativt bevæger sig gennem faserne, lejeniveau, kapitaliseringsfaktor udtrykt ved den inverse rente, ejendommens pris, byggeomkostninger, justering i totaludbud – og følgelig en ny runde) kan anskues som værende stærkt funderet i neoklassisk teori og dens rationelle matematiske paradigme, hvor alt er baseret i en ligevægtsantagelse, uanset at modellen pr. definition anerkender og beskriver den dynamiske udvikling.

⁷⁶ DiPasquale & Wheaton, (1996)

I en kompleks verden bør det således også betragtes som fordelagtigt med en model, der på denne måde simplificerer markedet, idet det kan føre til et større overblik.

Udover at modellen som udgangspunkt ikke skænker megen tanke til mennesket irrationelle adfærd, så indeholder den også adskillige rationelt baserede problemer ved anvendelse på det danske ejerboligmarked. Helt centralt kan man således i hvert fald påpege problemet med kapitaliseringsfaktoren som følge af de efterhånden meget anvendte korte rentetilpasningslån.

Kapitaliseringsfaktorens usikkerhed og volatilitet må jo således i et omfang siges at ændre sig med andelen af rentetilpasningslån og udsvingene i renter og forventninger hertil – uagtet at en ligevægtsteori nok i højere grad burde baseres på en, antaget mere stabil, lang rente fx 15-30 år.

Herudover baserer modellen sig jo i høj grad på lejepriser, og da en boligejer jo kun indirekte kan siges at bo til leje hos sig selv eller som alternativ til en privat lejebolig, er dette heller ikke en ganske problemfri beskrivelse af markedsmekanismen. At de danske - af huslejenævnet godkendte - huslejeniveauer er svært tilgængelige som nævnt i afsnit 7.2.1 bidrager heller ikke til anvendelsen.

De mange nyopførelser i københavnsområdet omkring år 2005, herunder fx Ørestad viser også et andet problem. Således kan det antages at ligevægten aldrig indfinder sig. Når højere ejendomspriser udmønter sig i en beslutning om nyopførelse er der i hvert fald to betydelige trusler mod den mættede ligevægt. Dels tager det tid at opføre og siden hen udsluse en bygningsmasse på markedet. Renten kan have ændret sig i denne periode. Endvidere opføres nemt flere boliger end mankoen egentligt tilsagde, hvorfor der nemt havnes i en ny "ligevægt" et helt andet sted end forudsat. Denne ligevægt kan også have sine fordele, men den gradvise finjustering som modellen kan give indtryk af finder i hvert fald ikke altid sted – ofte fordi tilpasningen boligudbuddet tager lang tid.

8.2 Cashflow eller User costs - det økonomisk-teoretiske perspektiv?

Det fremgår adskillige steder i teorien, at boligkøbere i stort omfang baserer deres beslutning om køb af boligen på størrelsen af 1. årsydelsen. Heri ligger der da i hvert fald en eller anden form for rationel adfærd i forsøget på at forholde sig til hvad ens privatøkonomi kan bære.

Fra den store mængde af relevante informationer, der kan skabes i forbindelse med et køb af fast ejendom ses således også 1. års udgifter som et lovpligtigt i krav i forbindelse med udarbejdelse af salgsoptillingen. Den "blåstempling" der

ligger i at et offentligt udarbejdet regelsæt indeholder dette fokus er antageligt også medvirkende til at køber – kombineret med heuristics – i betydelige grad fokuserer på 1. års ydelsen. Dette fokus ses også andre steder. Således har boligkøberne i højinflationsårene i 70'erne været "home safe" hvis blot han klarede de første par år. Markedsmonopolet for fastforrentede lån såvel som at lånegrænsen på 80% kun skulle opfyldes ved udstedelsen, har således tidligere fjernet boligkøbers bekymringer for andet forhold end hans egen fortsatte beskæftigelse.

Ligeledes ses det ofte udregnede begreb "boligbyrden"⁷⁷, der måler udgiften ved køb af en bolig ved det aktuelle niveau for boligpriserne, renten på en 30-årig realkreditobligation, boligskatte mv. set i forhold til indkomsten.

Ovenstående cashflow-baserede tilgang har den fordel, at det er relativt nemt at forholde sig til det statiske billede der dannes.

Imidlertid anvendes i teorien også det mere langsigtede begreb "user costs" når det skal klarlægges hvad det koster at eje og bo i en given bolig. Således ses der hos Lunde⁷⁸ en beskrivelse der baserer sig på en fremskrivning af nutiden, idet også den formodede værditilvækst medregnes i totaløkonomien. User cost-begrebet ses i øvrigt behandlet flere steder. Således blev tilgangen senere anvendt af Det Økonomiske Råd i 2001 og før Lunde ses den hos Miles (1994).

Der er naturligvis også begrænsninger for user cost-modellen, der dog har sin klare berettigelse i sit forsøg på at behandle boligen som det duale gode. Således bør det nævnes, at der naturligvis må gøres nogle øjeblikks-antagelser om de anvendte rentesatser ligesom fx optionselementet i konvertingsadgangen eller senere renteændringer ikke umiddelbart fremtræder.

Derimod nævner Lunde de betydelige transaktionsomkostninger, som ejerboligen indeholder – og dermed også et afkald på fleksibilitet. Transaktionsomkostningerne eller de deraf relaterede omkostninger sættes dog ikke ganske uproblematisk på formel.

Det mest problematiske er dog formentligt, som det anføres af Lunde i artiklen⁷⁹:

"Reale kapitalgevinster såvel som reale kapitaltab vil forekomme hyppigt, da ejerboligpriser synes væsentlige mere volatile end forbrugerpriserne"

⁷⁷ <http://www.realkreditforeningen.dk/nyheder/nyt/2011/december/boligbyrden-lavere-end-i-1980'erne>

⁷⁸ Lunde (1998a)

⁷⁹ Lunde (1998a), under afsnit 4.3.

Da ejerboliger ofte også købes for kortere tidshorisonter (og dermed ikke på tværs af flere konjunkturcykler) kan prisudviklingen på aktivet nemt bliver den overskyggende faktor, der hensætter de øvrige led i user cost-modellen til en opstilling af måske mere akademisk interesse.

Begrænsningen for user cost-opstillingen er således, at den primært forholder sig til en sammenligning af de forskellige boligformer. Derimod kan den kun indirekte - ved betydelige udsving i omkostningerne på boligformerne set over tid - bruges som en indikator på konjunkturudsving og/eller uforholdsmæssig stor søgning til ejerboligen ved en prisboble – eller modsat fortegn ved lejeboligen.

Derimod siger den intet om allerede opførte ejendommers ”korrekte pris”, hvorfor den altså ikke udtrykker sig om hvor eller hvordan ligevægtsprisen i givet fald findes.

8.3 Tobins Q

Der findes imidlertid teori der beskæftiger sig med at prisfastsætte aktivet. Også på dette område ses en anvendelse af principper der har været anvendt andetsteds på kapitalmarkedet. Tobins Q der oprindeligt anvendtes på forholdet mellem et aktieselskabs kursværdi på børsen og dets indre værdi overføres herefter til ejendomme.

Princippet ses i det følgende citat⁸⁰:

“The incentive for new building can be measured by comparing the value of old homes with the cost of building new ones. The new ones won't be duplicates of the old, but will be close functional substitutes. We could expect residential investment to be sensitive to the housing q.”

James Tobin (1978, p. 425)⁸¹”

Tobins Q anfører i tæller og nævneren af en brøk hhv. aktivets aktuelle værdi og totalomkostningerne ved at frembringe et nyt aktiv. Er brøken =1 er markedet i balance. Værdier over 1 tyder på et overvurderet aktiv og vice versa.

Helt basalt kan det jo siges, at denne tilgang ikke er anderledes end fx når en let brugt bil prisfastsættes i forhold til en ny. Den er antageligt lidt mindre attraktiv,

⁸⁰ <http://www.socialpolitik.de/tagungshps/2005/Papers/Werwatz.pdf> - “Real Estate Valuation and Tobin's Q: An Empirical Analysis” af Rainer Schulz and Axel Werwatz

⁸¹ Tobin, J.: 1978, Monetary policies and the economy: The transmission mechanism, Southern Economic Journal 44, 421-431.

og så skal der ske fradrag for slid, samt korrektioner for evt. andre mindre forskelle, fx kapitalbindingen.

8.4 Sammenfatning

Såvel Tobins Q og den boligøkonomiske grundmodel beskriver hvorledes boligpriserne på langt sigt har en sammenhæng med omkostningerne ved at bygge et tilsvarende gode. Grundmodellen beskriver ydermere hvorledes det kan forklares, at fluktuationerne ofte bevæger sig væk fra denne ligevægt. User cost-modellen er derimod formentlig for kompliceret til at boligkøberne inddrager den, og den forklarer kun forskelle i omkostninger, og den bringer ikke direkte et bud på boligens korrekte (ligevægts)pris.

9. ET KORT INDBLIK I KONJUNKTURFORLØB, KRISER OG VOLATILITET

9.1, Bobler, New Era og Volatilitet

I afsnit 6.2.1. introduceredes herding og "dumber fools"-game som to af årsagerne til de ligeledes nævnte bobler, der fra tid til anden opstår i økonomien. Historien har budt på en nærmest endeløs række af bobler baseret på aktiver lige fra tulipanløg, guld, USA's aktiemarked i 20'erne, IT-boblen og fast ejendom i utallige eksempler herunder Japan i 80'erne. Eksemplerne skal ikke nærmere forfølges her, men den tilgængelige litteratur er righoldig.

Som tidligere nævnt har disse kriser tidligere medført en interesse for de psykologiske effekter.

I nyere tid bør i hvert fald nævnes Robert J. Shiller, der inden for den seneste dekade med særdeles imponerende timing har evnet både at påpege et overvurderet aktiemarked såvel som markedet for fast ejendom i USA. I bogen "Irrational exuberance" beskriver han adskillige årsager og mekanismer, der kan føre til disse bobler.

Opgaven med at spotte disse bobler er særdeles vigtig og interessant. Dette skyldes ikke kun at en sådan evne må betegnes som yderst profitabel, men også fordi det er af stor makroøkonomisk interesse.

Årsagen hertil er, at der er betydelig forbindelse mellem priserne på ejendomsmarkedet og makroøkonomien som helhed. Der ses til tider en diskussion, der kan minde om hønen eller ægget. Jens Lunde⁸² belyser sammenhængen mellem privatforbruget og ejerboligpriserne. Dette er givetvis

⁸² Lunde (1998b)

en interessant diskussion, men afgørende i første omgang er i hvert fald, at der ER en forbindelse mellem de to størrelser. Leamer anfører sin vurdering i publikationen med den selvforklarende titel *"Housing is the business cycle"*⁸³.

En virkelig interessant gennemgang af store kriser i historisk og globalt perspektiv (krisen kan sagtens være nationalt fundereret, men der isoleres ikke til kun at se på USA) ses foretaget af Reinhart og Rogoff i *"This time is different"*⁸⁴. Denne bog supplerer og understøtter adskillige af de pointer, som Shiller også frembringer.

Stærke tilhængere af teorien om de effiente markeder vil angiveligt kunne fremkomme med en lang række af argumenter for deres overbevisning. Det samme kan Shiller med flere som støtte for markedernes manglende perfektion. Den store slagmark i den forbindelse skal ikke tages her, men nogle enkelte pointer skal frembringes, idet de vurderes særligt vigtige for den følgende diskussion.

Shiller anfører således blandt flere argumenter følgende passus⁸⁵, der kan siges at have god relation til Tobins Q:

"In both the stock market and the housing market, people have only the fuzziest idea what these investments are really worth, what their prices ought to be. They may be able to judge (...) whether one house is overpriced relative to another, but they just do not know how to judge the overall level of prices. Much more salient in their minds is the rate of increase of the prices, something that they talk and hear about a lot in a time of rapid price change, and that has subtle effects on their demand for speculative assets"

Den stadig stigende efterspørgsel i opgangstiderne - blandt andet som følge af ovenstående effekt – ses også i de faser at et konjunkturforløb, som Hyman P. Minsky beskriver i artiklen⁸⁶ *"A theory of systemic fragility"*. Minsky inddeler de kronologiske tilstande i Hedge, Speculative and Ponzi-Finance. Groft skitseret kan dette beskrives således, at Hedge er den sunde tilstand hvor, der igangsættes investeringer med positiv NPV og der er en konservativ kreditkultur og fokus på håndfaste værdier og cash flows. Da dette går godt og jagten på profit altid er til stede følger Speculative-tilstanden, hvor investeringerne kun går godt på visse betingelser, behov for refinansiering og fortsat stigende priser eller lignende. På det danske ejendomsmarked har fx andelsboligfinansiering i

⁸³ Leamer (2007)

⁸⁴ Reinhart (2009)

⁸⁵ Shiller (2005), s. 208

⁸⁶ Minskys *"A theory of systemic fragility"* er trykt i *"Financial Crises"* E. Altman and A. Sametz, (1977)

nogle eksempler de senere år bygget på antagelser om fortsat salg af andele som en foudsætning for foreningens økonomi, og der synes dermed i hvert fald at være tale om speculative-tilstanden. Endeligt overgår denne til ponzi-tilstanden, hvor pyramidespil er den korteste rammende beskrivelse.

Disse faser i konjunkturer og boblers forløb er nyttige til beskrivelse og perspektivering af de faser, som ejendomsmarkedet til tider ses at gennemgå – og med stor sandsynligvis også den kreditbehandling, der ligger bag finansieringen. Denne cyclus ses i høj grad også på ejendomsmarkedet.

Yderligere to pointer skal der medtages her. Den ene er, at såvel Shiller som Rogoff og Reinhart bemærker, at et væsentligt element i dette forløb er den tilsyneladende menneskelige overbevisning i opgangstider om at ”This time is different” – den her gang ”vokser træerne faktisk ind i himlen”. I teorien anvendes begrebet en ”New Era”-tankegang.

I bagklogskabens lys er det naturligvis nemt at være belærende, men i den fase som Minsky beskriver som speculative er der ofte vitterligt en tro på at der er tale om en bæredygtig udvikling. På ejendomsmarkedet ses den ofte begrundet i demografisk udvikling, mangel på landområder eller andet, der søges som begrundelse for at fravige Tobins Q.

Den anden pointe er den tankevækkende, at Shillers ovenfor anførte citat kommer fra afsnittet ”Speculative volatility in a free society” hvoraf også følgende fremgår. Efter nogle bemærkninger om teorien om det efficiente markeds store mangler anfører han følgende⁸⁷:

”Their all-too-human behavior has been heavily influenced by news media that are interested in attracting viewers or readers, with limited incentive to discipline their viewers or readers with the type of quantitative analysis that might give them a correct impression of fundamental value.”

Med baggrund i den stadig stigende nyhedsmængde og informationsstrøm er det næppe grund til at tro at dette fænomen skulle være aftagende. Om end man naturligvis skal være åben over for andre opftattelser og teorier, så er der i hvert fald her næppe noget argument for at de konjunkturcykler og bobler, som vi har set i århundreder skulle blive mindre – tværtimod.

Med andre ord er der ikke sikkerhed for, men dog grund til at antage det som et muligt scenarie, at volatilitet i fremtiden ikke ser ud til at mindskes, men måske snarere øges. Dette støttes antageligt også af den demografiske udvikling med stadig større urbanisering. Dette fører i sig selv ikke til mærkbart større

⁸⁷ Shiller (2005), s. 207

langsigtede ejendomsværdistigninger, men det er en ofte udbredt populistisk forklaringsfaktor (af New Era-typen) indtil boblen brister, hvorfor dette antageligt kan være medvirkende til en forstærket volatilitet, om end vi som nævnt ikke med sikkerhed kan sige noget herom.

9.2. Anticykliske tiltag og Basel III

Som tidligere set i det historiske afsnit har den primære sikkerhed ligget i pantet. Dette er et kernevilkår ved realkreditens lån mod 1.prioritets pant i fast ejendom – og det skal det blive ved med. Fokus er således, at der i højere grad skal være tale om et sikkert pant frem for en reserve at tære på. Reglerne er imidlertid relevante for hvor stor LTV realkrediten kan arbejde med i en eventuel ny fastlæggelse af lånegrænser.

Tab på kreditter er en uundgåelig del af at låne penge ud. Over tid har også regnskabs- og kapitaldækningsregler ændret sig, herunder i 2005 (IFRS)⁸⁸ og 2007 (Basel II).

Kapitaldækningsreglerne og kravene til reserverne har ændret sig over tid. Med Basel III-reglerne foretages der ændringer, der på ingen måde er overraskende tidspunktet taget i betragtning. Således indeholder reglerne primært en styrkelse af kapitalkravene, hvilket må betragtes som en helt naturlig følge af en nedtur, som finans- og gældskrisen, der kan betragtes som et eksempel på den af Minsky opstillede konjunkturproces/udvikling i udlånskultur.

Den statiske forøgelse af kapitalkravene suppleredes derudover af øgede anticykliske tiltag. Der ses heri både et kærkomment modtræk til den af Shiller anførte øgede volatilitet. Det bemærkes, at der herved ses i et vist omfang at være tale om pendulets vandring. Således betød ændrede regnskabsregler pr. 1. januar 2005 at der ikke måtte hensættes til forventede, men ikke realiserede tab. Dette skulle ske gennem en polstring af solvensen hvilket dog i bagklogskabens lys ikke skete i tilstrækkelig grad. De øgede anticykliske tiltag kan ses som et modtræk på dette, idet der da skal henlægges i gode tider før tabene realiseres.

9.3. Kontrol over makroøkonomien?

I afsnit 9.2 sås regelændringer i et forsøg på at optimere reglerne til ”det nye bedre”. Der var således blot tale om den seneste, men ej sidste, aftapning af økonomers forsøg på at tøjle økonomien, hvilket tillige fremgår af afsnit 4, hvor man ikke mindst med Keynes troede at *”Now we know how we can control the*

⁸⁸ Se evt. mere om disse regler, der havde betydning opgørelsen af tab og hensættelser.
[http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Finansiel_stabilitet_2007_pub/\\$file/ka_p06.htm#_ftn1](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Finansiel_stabilitet_2007_pub/$file/ka_p06.htm#_ftn1)

economy – hold on, wait a minute... no we didn't...”. Der var altså også tale om en form for New Era eller New Economy som anført af Estrup⁸⁹.

Man havde ikke til fulde lært at styre økonomien, hvilket sås da stagflation opstod. Et senere eksempel ses deri at man i store dele af den vestlige verden har forsøgt at skabe sikkerhed og stabilitet ved en fast lav rente, inspireret af monetaristisk teori. Det syntes næsten at være på vej til en ny æra, men som Reinhart og Rogoff anfører:

“In hindsight, it is now clear that a single-minded focus on inflation can be justified only in an environment in which other regulators are able to ensure that leverage (borrowing) does not become excessive.”

Det seneste paradigme, i form af den lave fast rentepolitik, skabte – eller var antageligt medvirkende til - den credit boble, der førte tilbage til udgangspunktet: ustabilitet.

9.4 Sammenfatning

Således har vi (igen) ingen enegyldig opskrift på den stabile økonomi – og en sådan hører formentligt bedst hjemme i den kasse der indeholder ”new era”-tankegange, hvilket må erindres i det følgende.

Tværtimod er der grunde til at antage, at volatiliteten er stigende. Den øgede urbanisering (der anvendes som new era-argument) og mediernes stadigt stigende indflydelse er blandt argumenterne herfor.

10. DEN SENESTE CYKLUS – 1980'ERNE OG FREM TIL I DAG

Som tidligere er anført er det ganske interessant at foretage et lidt dybere indblik i den seneste såvel som den foregående cyklus der tidsmæssigt støder op hertil, idet udviklingen ofte ikke kan isoleres, men bør ses i den sammenhæng som der er i tid.

10.1 Situationen i 80'erne og EF

Danmark indførte fastkurspolitikken overfor D-marken i 1982. Rentespændet faldt og i kølvandet fulgte nogle år, hvor dansk økonomi var glødende og boligpriserne steg, alt imens en trussel om overophedning var overhængende og betalingsbalancen stærkt negativ.

⁸⁹ Estrup (2004), s. 20

Som følge heraf og et modtræk hertil blev kartoffelkuren og skattereform gennemført i 1986. Først senere har man kunnet se, at det opstrammende indgreb - hvor mix-lånene⁹⁰ blev indført og rentefradagsretten sænket, således at især de første års ydelse steg betydeligt – reelt kom på et tidspunkt, hvor boligpriserne rent faktisk havde toppet og antageligt allerede var på vej ned. Stærkt faldende boligpriser var et resultat.

Fra EF gik påvirkningen i retning af det indre marked og der kom en påvirkning med direkte betydning for realkredit:

”Først i forbindelse med beslutningen i 1988 om det indre marked opnåedes der enighed om at indføre helt frie kapitalbevægelser. Herved kom også de kortfristede bevægelser med i liberaliseringen, fx indskud i banker samt finanskreditter. Direktivet herom trådte i kraft 1.7.1990 (...)”⁹¹

Denne udvikling kan spores i megen af den litteratur der findes fra den tid. Først og fremmest ses fra februar 1994 – i kølvandet på direktivets indførelse – Mette Lise Houmans *”Det danske realkreditsystem i et EF-perspektiv”*, hvor der foretages en komparativ analyse af reguleringen af realkredit i EF. En yngre udgave af den senere fremtidsforsker lic.scient.pol. Jesper Bo Jensen var fuldmægtig i Nykredit og argumenterede i sommeren 1991 i artiklen *”Giv realkrediten fri”⁹²* for, med hans sprogbrug, at “det lille land mod nord” skulle liberalisere realkrediten også af hensyn til den internationale konkurrence i EF.

”Dansk Bankvæsen”⁹³ beskriver udviklingen der også har principper gældende for realkredit således:

”En økonomisk udvikling og et konjunkturforløb, som det der fandt sted op igennem 80’erne og begyndelsen af 90’erne (...) kan skabe grundlag for fejltagelser og kredittab. / Mere konkret kan man sige, at en væsentlig grund til de store tab og hensættelser var den usædvanligt kraftige udlånsudvikling”.

På bagkanten heraf ses artiklen om realkredit med den beskrivende titel *”Firsernes fejltagelser er halvfemsernes ballast”⁹⁴* fra 1993.

⁹⁰

⁹¹ [http://www.denstoredanske.dk/Samfund, jura og politik/EU/EU/EU \(6. Indre marked\)](http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/EU/EU/EU_(6._Indre_marked),valideres_af_Europa_Kommisionens_egen_hjemmeside), valideres af Europa Kommissionens egen hjemmeside http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/market/article_7194_da.htm

⁹² ”Finans & Samfund”, Juli August 1991, s.12-14.

⁹³ Antageligt af grafiske årsager fremstår udgivelsen umiddelbart med navnet delt i 3 ord, ”Dansk Bank Væsen”, men det er altså denne der henvises til.

⁹⁴ ”Finans & Samfund”, nr. 9 1993, s.15-17.

Ikke kun konjunkturudsvingene i perioden er værd at hæfte sig ved. Thor Kleif beskrev i 1996 hvorledes han i 1988 havde været en del af Londons finansmiljøer på en del af Realkreditens særdeles mislykkedes eksportprojekt. I artiklen *"Plattenslagere og falske prinsesser"*⁹⁵ ses forløb, der desværre ikke står tilbage for navne som Müller og Schwartz-Thomsen. Enhver optur indeholder også forsøg på at platte sig til udlån baseret på urealistiske værdier af bagvedliggende aktiver, ved en "forretningsmodel" der i bedste fald kan beskrives som ponzi-schemes.

I de følgende afsnit beskrives forhold der herudover særligt ses grund til at hæfte sig ved.

10.2 Skærpet konkurrence

Bag ideen om de indre markeder lå og ligger et ønske om øget effektivitet og produktivitet og et af hjørnestenene heri er en skærpelse af konkurrencen.

Med anvendelsen af Jesper Bo Jensens førnævnte betegnelse, så har vi "i det lille land mod nord" oplevet dette på nærmeste hold. I 30'erne anvendtes en makroøkonomisk krise som anledning til at bygge lillebæltsbroen og derved forbedre beskæftigelsen. Da man sidenhen skulle have bygget storebæltsbroen fik man i 1989⁹⁶ en EU-dom imod sig på grund af et vilkår der skulle sikre anvendelse af dansk arbejdskraft.

Den skærpede konkurrence, som man i denne periode i stigende grad måtte lære at forholde sig til, sås også på realkreditområdet. Med citat fra "Giv realkrediten fri" var situationen følgende:

"Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer har fremhævet, at realkrediten i mange år har været præget af en usund konkurrence, som bl.a. gik ud på, at man udelukkende gik efter større markedsandel.

Med hensyn til konkurrencen har der i høj grad været tale om, at der ikke har været mulighed for at konkurrere. Lovreglerne fastlagde lånegrænserne og de maximale løbetider, og Boligministeriet hindrede konkurrence på prisen på lånene og nye konkurrenters fremkomst. Der var der for tale om en situation, hvor realkreditinstitutterne næsten kun kunne konkurrere på service og uddeling af paraplyer m.v. Det havde selvfølgelig en vis indflydelse på omkostningsniveauet og dermed i sidste ende rentemarginalen.

⁹⁵ "Finansfokus", nr. 4 1996, s.16-20

⁹⁶ Se fx Beskrivelsen af bogen "Aktuel udbudsret", der indledes med "Sagen ved EU-Domstolen om Storebæltsbroen (...) var en øjenåbner for jurister og almindelige borgere i 1989" <http://www.djoef-forlag.dk/vare/8757425965>

Den situation er i dag afløst af stigende konkurrence på realkreditområdet. Vi har set et nyt realkreditinstitut (Totalkredit), en bank med realkreditlignende lån (Den Danske Bank) og senest, at et af specialinstitutionerne (IRF) stifter et nyt realkreditinstitut, som skal give lån til erhverv som 1. prioritet. Desuden har tyske hypotekbanker annonceret, at de vil gå ind på det danske marked.”

Tidens præg af øget konkurrence og liberalisering af kreditområdet står her nærmest bøjlet i neon og der synes endog meget langt til de overvejelser, som realkreditkommissionen⁹⁷ i 1966 fremsatte, hvorefter de ikke ønskede flere end to institutioner på hvert område, netop fordi de frygtede bevilling af for store lån – præcis som Hoffmeyer anførte i citatet.

10.3 Finansielle supermarkeder

Parallelt med - og nok også som følge af - den stærke forventning om øget konkurrence fra det øvrige EU og liberaliseringen af realkreditlovgivningen sås også udviklingen med skabelsen af ”de finansielle supermarkeder”.

Den øgede integration mellem banker og realkreditinstitutioner – og for den sags skyld ejendomsmæglerkæder - blev en realitet, og den solidariske kreditforeningstanke blev som tidligere nævnt forladt til fordel for fondseje og aktielselskabsform med krav om overskud.

I det tidligere to-lags-system med både hypotekforeninger og realkreditforeninger var der en betydelig grad af dobbeltarbejde i forbindelse med ekspedition og kreditvurdering, foruden det arbejde der fulgte hos evt. ringere stillede prioriteter. Der er næppe tvivl om at der med de finansielle supermarkeder igen forsøges at effektivisere sagsbehandlingen. Af forretningsmæssige årsager er det svært at skaffe tal på, men der er næppe tvivl om at den større integration ses i kraft af pengeinstitutets antageligt større kendskab til personens øvrige forhold, samt at pengeinstituttet ofte stiller garanti over for realkreditforeningen. Til gengæld modtager pengeinstituttet så en ikke ubetydelig del af bidragssatsen, der dels skal modsvare selve formidlingen, samt risikoen i ovenstående garanti.⁹⁸

⁹⁷ Betænkning nr. 552/1970, (Realkreditkommissionen af 1966), s. 32

⁹⁸ Det er som anført svært at skaffe tal på sådanne interne samarbejdsaftaler, men forholdets eksistens kan ses fx ved Realkredit Danmarks anmeldelse af standardsamarbejdsaftaler til konkurrencemyndighederne: <http://www.kfst.dk/konkurrenceomraadet/afgoerelser/tidligere-aars-afgoerelser/afgoerelser-1999/konkurrenceraadet-den-24-marts-1999/realkredit-danmarks-aftaler-med-pengeinstitutter/>

Den øgede integration kan også siges at være indeholdt i det forhold at pengeinstitutterne ejer en ganske betydelig del af de kortere realkreditobligationer. I tider med ustabilitet kan pengeinstitutterne dog tillige have en interesse i opkøb af deres samaarbejdende realkreditinstituts obligationer, idet et sådant støtteopkøb, medfører lavere renter og dermed bedre bonitet for de kunder som de selv har udlån og kreditter til. Sidstnævnte gælder naturligvis især nyudstedelser og variabelt forrentede lån.

10.4 "Nye" Lånetyper

10.4.1 ARM – Rentetilpasningslån og Variabelt forrentede lån

Liberaliseringen af realkreditlovgivningen i 90'erne bød på en udvidelse af produkterne. Særligt RD så det som en vej til overlevelse. I 1996 kom derfor flexlånet. Ideen hermed var at tilbyde det der var velkendt i udlandet under betegnelsen ARM (Adjustable Rate Mortgages).

Der sondres teknisk set mellem "rentetilpasningslån", hvor renten justeres med årsbaserede intervaller på baggrund af nye auktioner og mellem "variabelt forrentede lån", der typisk er CIBOR-baserede og har tilpasning oftere end 1 gang om året. Typisk er sidstnævnte lån til gengæld kombineret med et renteloft.

Rentetilpasningslånene er dog klart de mest udbredte, og der vil som udgangspunkt i denne sammenhæng ikke ses større grund til at separere disse. De vigtigste sondringer i den retning er om renten er fast eller variabel og længden i finansieringen/frekvensen i renteændringerne.

Lån med fleksibel rente vandt ikke umiddelbart stor udbredelse. Først fra år 2000 begyndte låntypen for alvor at øges, og siden har den praktisk talt kun været stigende.

Lånene kom ydermere i flere former såsom fx "floaters" og caps" der havde det til fælles at de – naturligvis mod merpris - havde indbygget et loft over renten, hvilket altså kan ses som en beskyttelse for de låntagere, der trods alt fortsat ønskede en del af den sikkerhed, som de kendte fra de traditionelle fastforrentede lån.

Den i dag mest udbredte er – med RDs term – F(tal)-lånet hvor hele renten tilpasses med det antal års mellemrum, som tallet lyder på – dvs. for F1-lån med kun 1 års mellemrum. Yderligere findes lån af typen P og T, der dog ikke nyder den samme popularitet. Der er tale om lån af samme "art", men hvor hhv. refinansieringen spredt (P) og løbetiden er variabel (T).

10.4.2. Afdragsfrihed - Indhold og vedtagelsen heraf.

Med vedtagelse af lov nr. 454 af 10/06/2003 kunne de afdragsfrie lån, som omtalt i lovens § 4 udbydes pr. 1. oktober 2003. I den forbindelse bør det for god ordens skyld slås fast, at afdragsfriheden højst kan udgøre 10 af de 30 år, der ikke må have en langsommere amortisation totalt set. Reglerne så ved vedtagelsen sådan ud:

” Løbetider og afdragsprofiler

§ 3. Den maksimale løbetid er 30 år, jf. dog stk. 2. Ved fastsættelse af lånets løbetid og afdragsprofil skal der tages hensyn til pantets forventede værdiforringelse og de for pantet gældende lånegrænser, jf. § 5.

Stk. 2. (...)

§ 4. Lån til ejerboliger til helårsbrug og fritidshuse kan uanset den sikkerhedsmæssige placering ikke ydes, så de amortiseres langsommere end et 30-årigt lån, der amortiseres over løbetiden med en ydelse, som udgør en fast procentdel af hovedstolen (annuitetslån), jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Kravet i stk. 1 kan inden for lånets løbetid fraviges for en periode på op til 10 år under iagttagelse af § 3, stk. 1, 2. pkt.

Lånegrænser m.v.

§ 5. Inden for en lånegrænse på 80 pct. af ejendommens værdi kan der ydes lån til følgende ejendoms kategorier:

*1) Ejerboliger til helårsbrug.
(...)”*

Disse regler findes i dag i lov nr. 1261 af 2010.

Ved denne liberalisering var der også kritiske røster⁹⁹ fra især Enhedslisten (sammen med SF og Kristeligt Folkeparti), der frygtede at den allerede boligbesiddende ældre generation blev rigere på 1.gangskøbernes bekostning – vel at mærke en gruppe som man mente at tilgodese via den formodet lavere startydelse på et afdragsfrit lån.

Fra lovforslagsbemærkninger ses følgende passus i bemærkningerne til §4:

⁹⁹ Betænkning afgivet af Erhvervsudvalget den 8. maj 2003
<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=96369>

”For at bevare en høj sikkerhed bag realkreditobligationerne foreslås muligheden for at tilbyde afdragsfrie lån begrænset til en fravigelse på maksimalt 10 år af det hidtil gældende amortiseringskrav efter stk. 1. Med denne begrænsning er det vurderet, at det ikke umiddelbart vil være nødvendigt samtidig at nedsætte lovens lånegrænser for disse typer ejendomme.

Sammenlignes et 30-årigt fastforrentet annuitetslån med et lån ydet med afdragsfrihed de første 10 år, vil den oprindelige hovedstol med annuitetslånet efter 10 år være nedbragt med ca. 20 procent, mens hovedstolen på det 10-årige afdragsfrie lån vil være uændret, hvilket er en begrænset forskel.”

Disse bemærkninger kan danne grundlag for genovervejelse i nutiden. Særligt kan man fristes til at spørge en pantnaver med en nødlidende ejendom om han fortsat er enig i at kategorisere forskellen i nedbringelse af gælden med 20 % som ”en begrænset forskel”.

Endvidere fremgår det samme sted at:

”Afdragsfrie lån giver umiddelbart mulighed for større forbrug i den enkelte husholdning end et lån med afdrag. Til gengæld vil forbrugsmulighederne alt andet lige være mindre i fremtiden, da afdragsfrie lån mindsker friværdien i boligen. Effekten på forbruget må derfor forventes at være positiv på kort sigt, men udlignet på længere sigt.

Ændringer, der medfører lavere ydelser for nye boligejere, har erfaringsmæssigt bidraget til stigende ejendomspriser. Forslaget kan derfor medføre prisstigninger på kort sigt, men disse forventes tilsvarende udlignet på længere sigt.

Hvis de afdragsfrie lån får lige så stor succes som rentetilpasningslån, vil det betyde et årligt fald i ydelsen på ca. 2-3 mia. kr. om året.”

Gennemgående på dette tidspunkt forekom tilsyneladende en vurdering af, at afdragsfrie lån ikke øger efterspørgslen i en langsigtet ligevægtstilstand og noget kunne tillige tyde på, at succesen (den lavere ydelse) med rentetilpasningslånene har virket som en katalysator for denne liberalisering.

De afdragsfrie lån har fået stor udbredelse. Udover at de letter 1.års ydelse, så kan det også antages, at deres ”framing” har været god i markedsføringssammenhæng. ”Frihed” er et positivt ladet ord og associeres med de afdrag som låntager slipper for. En lignende succes var næppe opnået hvis

de var markedsført som ”bo til leje hos banken”, ”den evige rentefælde” eller lign.

10.4.3. SDO – Særligt dækkede obligationer

Lovgivningen om de særligt dækkede obligationer trådte i kraft i sommeren 2007 og udspringer dels af Basel II-reglerne og EU-direktiv 85/611/EØF – kendt som kapitaldækningsdirektivet. Fra forarbejderne fremgår:

»Økonomi- og erhvervsministeriet og Nationalbanken har i fællesskab analyseret konsekvenserne. Det vurderes, at de nye regler kan give pengeinstitutterne mulighed for at finansiere deres udlån billigere end i dag, og dermed kan de tilbyde deres kunder billigere lån. Det vil øge konkurrencen mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

(...)

Forslaget vil give en øget konkurrence mellem de udstedende institutter og derved forbedre danske låntageres mulighed for flere nye produkter og billig finansiering. Forslaget giver endvidere de danske institutter større mulighed for at kunne konkurrere med andre europæiske kreditinstitutter om udstedelse af særligt dækkede obligationer.«

Endnu engang blev altså ”kæphesten trukket ud af stald” idet øget konkurrence og en formodning om heraf billigere lån blev stillet i udsigt.

Den liberalisering der også er en del af SDO-lovgivningen indebærer, at de fra realkrediten kendte krav til løbetider, lånegrænser og afdragsprofiler ikke finder anvendelse for lån under 75 % (frem til 2009 var det som indfasning 70 %).

Et andet kendetegn ved SDO-lånene er at lånegrænsen på 80%, som den kendes fra realkrediten ikke kun skal overholdes ved udstedelse, men også løbende under lånets løbetid. Et fald i pantets værdi medfører, at der skal stilles supplerende sikkerhed. Forbindelsen til Basel II reglerne synes her tydelig idet der således stilles skærpede krav i nedgangstiden, hvorved kapitalreglerne synes procycliske – i modsætning til Basel III.

10.5 Sammenfatning

Med EF kom den stigende konkurrence eller måske lige så vigtigt forventningen herom. De faldende renter, der fulgte med fastkurspolitikken blev siden hen endnu lavere med ECBs rentepolitik (historiens indflydelse gør sig antageligt også gældende her i kraft af Tysklands betydelige indflydelse og erindring om Weimar-republikkens hyperinflation).

I en tid med fokus på indre markeder og øget samhandel kan kartoffelkurens

indgreb nærmest synes merkantilistisk, men effekten af kuren udeblev ikke. Boligpriserne dykkede og lagde siden hen grunden til en lang optur i perioden ca. 1993-2007, hvor stadige liberaliseringer og kontinuert stigende boligpriser blæste en boble - og gav næring til en "new era"-orienteret tro på at ejendomspriser kun kunne stige.

Fra behavioral finance ved vi at overconfidence gælder de fleste mennesker, men særligt mænd og i højere grad topchefer (CEOs) er på grund af selection bias hårdt ramt. Cand.oecon og statsminister Anders Fogh Rasmussen var muligvis ramt af denne og en New Era tankegang, da han i 2007 mente¹⁰⁰, at de økonomiske lærebøger måtte skrives om idet han så tegn på permanente ændringer i den strukturelle ledighed. Til gengæld havde han tydeligvis lært af kartoffelkuren, idet han afviste en opstramning af det boligmarked, som han allerede så havde set toppen.

11. DISKUSSION – og forslag til fremtiden.

Der kunne gøres status her, men forud for en dybere gennemgang er der grund til at betragte Realkreditinstitutternes bud på fremtiden, idet disse selvsagt har en stor betydning for den fremtidige udvikling.

11.1 "Prøveballonerne" - de nye forslag fra aktørerne:

11.1.1 Nykredit/Totalkredit

Nykredit (og Totalkredit) har varslet indførelsen af deres "nye" tolagslån. Konceptet er en større graduering i forhold til lånets marginale risici, end den vi kender i dag. Ukendt er princippet dog ikke, da det må vurderes som ganske sandsynligt, at inspirationen ligger i historiebøgerne. Således minder tilgangen meget om den tidligere sete tilstand med både realkredit- og hypotekforeninger, dog med den forskel at der ikke her vil være tale om dobbelt sagsbehandling, idet instituttet jo er det samme.

Forslaget¹⁰¹, der indføres i 2.kvt. 2012 og omfatter nyudlån¹⁰², går ud på en opdeling i et såkaldt "grundlån" og et "toplån". Totalt set ved inddragelse af begge lån vil lånegrænserne og LTV være den samme som i dag begrænset af lovgivningen, men den yderste fjerdedel skal ligge i toplånet, således at grænsen herfor er hhv. 60% for ejerboliger og 45 % for fritidshuse.

Om opdelingen skriver Nykredit således:

¹⁰⁰ <http://www.business.dk/oekonomi/fogh-oekonomer-maa-skrive-laereboejerne-om>

¹⁰¹ <http://www.nykredit.dk/privat/info/realkredit/fakta-om-tolagslaan.xml>

¹⁰² <http://nykredit.tv/0013321451811026/hvem-er-omfattet-af-tolagslaan>

”For Grundlånet vil renten være den samme eller marginalt lavere end i dag.

Toplånet vil til gengæld have en lidt højere rente. Derudover planlægger vi, at der skal betales afdrag, og at det ikke skal være muligt at vælge F1-lån som Toplån”

Det fremgår, at de i hvert fald ikke i offentligheden har lagt sig helt fast herpå. Konceptuelt skal grundlånet altså videreføre den frihed der findes i dag, hvorimod, der er afdragspligt på toplånet, og i videomaterialet lægges der i grafikken endda op til at der er tale om et 10-årigt lån. Såfremt dette måtte blive et krav, så vil det jo betyde at lånet skal nedbringes til 60% i løbet af de første 10 år. Det vil være oplagt, at et sådant krav i givet fald er afhængigt af grundlånets vilkår, herunder afdragsfrihed og fast rente som hedge mod prisfald.

Såfremt toplånet kan udformes som 30 års-lån, vil der ikke være meget ændret i forhold til tidligere, og det må antageligt have formodningen i mod sig, at man laver så store ændringer for alene at stille krav om afdrag på en fjerdedel af lånet og lade en opstrammet kreditvurdering (indtil den forlades i en ny Minsky-proces) klare resten.

Såfremt toplånet derimod både skal være afdragspligtigt og med en maksimal løbetid på 10 år, da ses helt andre forhold at gælde. Sammenlignes der med et annuitetslån fra før 2003 vil der selv med en forholdsvis lav rente (ca. 3,6%) være hurtigere afviklingen af restgælden (til 60%). I historisk perspektiv vil dette have visse ligheder med mix-lånet i kraft af en forhøjet start ydelse, om end knap så kraftigt (idet ”toplånet” dengang havde større andel, og tillige var et serielån). Derimod kan der argumenteres for at løsningen tillige minder lidt om 70’ernes ”havregrødsår”, hvor boligkøberne spændte sig hårdt indtil den høje inflation efter få år havde løst problemet.

Det må betragtes som en styrke ved denne løsning, at der rent faktisk stilles ganske forøgede krav til købers ydelse, end den hidtidige situation, hvor afdragsfrie F1-lån kan udstedes til købere, der måske kun i begrænset grad har overblik over de risici for aktivets udvikling, som de har påtaget sig. Man kan vel kalde dem ”Husleje”-køberne. Denne løsning får derimod påkrævet en hurtigere nedbringelse af LTV, uden derved at genåbne for de i historien kendte pantebrevsmarkeder.

Det er ikke svært at se, at modellen endvidere kan ses som en mulighed for at ”omgå” SDO reglerne krav om supplerende sikkerhed ved så blot (som de også kan i dag) at anvende RO til toplånet. I den nuværende situation er obligationer imidlertid ens uanset hvor de ligger i pantet. Den divergerende risiko klares ved divergerende bidragssatser.

Det er ikke på nuværende tidspunkt klart hvordan strukturen skal være i det fremtidige setup – men det må være vigtigt at holde fokus på, at systemet ikke designes således at man med toplånet blot får skabt obligationsserier med ”sub-prime” status, modsat grundlånets ”prime”.

11.1.2 Realkredit Danmark (og Nordea Kredit)

Tiltagene fra Realkredit Danmark ligger endnu heller ikke helt fast.

Sikkert er dog, at også de – i lighed med Nykredit - ændrer prisstrukturen, jf. følgende udtalelse¹⁰³:

"Vi ønsker at gøre det mere økonomisk attraktivt at afdrage på realkreditlån, og samtidig mindske udbredelsen af FlexLån® med hyppig rentetilpasning. Det, mener vi, både er i kundernes og Realkredit Danmarks interesse, når vi ser på boligmarkedets udvikling. Den nye prisstruktur skal være med til at sikre, at vores realkreditobligationer også i fremtiden kan handles til fordelagtige priser, så vi fortsat kan tilbyde billige realkreditlån til vores kunder", siger administrerende direktør Carsten Nøddebo.

"Med den nye prismodel giver vi kunderne et endnu større incitament til at vælge lån med afdrag, hvis der er en belåning på over 60 % af ejendommens værdi. Samtidig ønsker vi, at boligejerne i højere grad vælger fastforrentet lån, FlexGaranti®, FlexLån® F3 eller F5 frem for F1-lån", slutter Carsten Nøddebo.

Herudover er informationer om deres fremtidsplaner noget der må søges uden for deres hjemmeside. Boligmarkedet og realkreditsektoren får i disse år og særligt de sidste måneder megen omtale i pressen. Blandt det mest interessante må den følgende artikel kategoriseres: ”RD overvejer enegang med loft over boliglån”(Børsen, 25. april 2012). Det ses i det følgende citat, hvordan RD foreslår en regulering, der på næsten monetaristisk vis foreslår en inflationsinspireret binding af boligprisernes udvikling.

"RD's model går i al sin enkelhed ud på, at boliger maksimalt må stige inflationen plus 4 pct. om året. RD bekræfter, at det er modellens hovedindhold, og den skal, siger RD, sikre en stabil boligprisudvikling så samfundet kan undgå fremtidige boligbobler.

Ønsker regulering

¹⁰³ <http://www.rd.dk/da-dk/privat/Kundeservice/priser-og-vilkaar/nye-priser/Pages/nye-priser-paa-realkreditlaan.aspx>

“Det, vi vil med forslaget, er at holde igen på boligprisernes himmelflugt, når det hele buldrer derudad. Det bliver vanskeligt, hvis det kun er os, der følger denne her regel, og det vil sætte os selv under gevaldigt pres, når priserne begynder at stige. Men vi har ikke taget endelig beslutning om ikke at ville gå enegang,” siger vicedirektør Klaus Kristiansen, RD.

Han oplyser, at RD har opfordret Finanstilsynet til at komme med en fælles brancheløsning.

“Vi har så prøvet at holde kortene tæt til kroppen, så tilsynet kan få arbejdsro, for vi mener, der er behov for regulering på det her område. Når tilsynet frem til, at der ikke er behov for regulering, så vil vi vurdere situationen på ny,” siger Klaus Kristiansen.”

I artiklen fremgår det videre, at Nykredit er meget uenige i denne anticykliske tilgang, idet dette hensyn varetages af Basel III. Som modsvar hertil: *”de tre andre låneudbydere RD, Nordea Kredit og BRF har pure afvist at modellen med tolagsbelåning er noget for dem.”*

I andre artikler¹⁰⁴ har det fremgået at RD direkte har ønsket at afskaffe F1 og F2-lånene.

Nordea har ikke markeret sig med et bud på et nyt forslag. De har dog erklæret sig enige i kritikken af Nykredits forslag og det må antages, at de er enige i at straminger påkrævet. Henset til RDs udmelding om at give ro til en fælles løsning kan det formentligt antages, at Nordeas manglende udmelding i vidt omfang er efter aftale i Realkreditforeningen, der kun består af RD og Nordea. Det må derfor antages, at de to aktører i væsentlig grad er enige.

11.1.3 BRF Kredit

Med forslaget *”Dynamisk tolagsbelåning - en kontracyklisk sektorløsning”* bringer BRF Kredit støtte til det kontracykliske tiltag, som også ses hos RD og i Basel III. Uddybende¹⁰⁵ om modellen hedder det fra BRFs vicedirektør Lars Sandberg:

¹⁰⁴ Fx <http://penge.dk/bolig/bolig/nykredit-solo-i-opgoer-om-afdragsfrie-boliglaan>

¹⁰⁵ *”BRF barsler med nyt boliglån”* epn.dk 10 april

2012 <http://epn.dk/privat/bolig/finans/article2745390.ece> og i Børsen (samme dato) *”BRF foreslår ny model for boliglån”*

<http://finans.borsen.dk/artikel/1/229819/brf-foreslaar-ny-model-for-boliglaan.html>

”Vi kalder det en dynamisk tolagsbelåning, fordi belåningsgrænsen kun sænkes, når ejendomspriserne stiger mere, end vi kan forklare ud fra udviklingen i de fundamentale økonomiske forhold.”

Idet det bemærkes, at der tilsyneladende er støtte fra flere kanter om anticykliske tiltag, så synes det nu alligevel lidt ejendommeligt i samspil med det følgende citat om indførelsen af SDO-lovgivningen:

”»Da afskaffede man reelt de 200 år gamle realkreditobligationer, som havde overlevet verdenskrige, oliekriser, depressioner og recessioner. Nu sidder vi så få år senere og skal reparere på det, som først lige er indført. Derfor skal vi ikke igen lave et system, som passer godt netop nu, men et system, som også passer til fremtidige konjunkturændringer. Vi skal passe på med at lave den slags flavor of the year-regulering, når konjunkturerne ændrer sig,« siger Lars Sandberg”

Det svære bliver at afgøre om der er tale om flavour of the year, når man for første gang i det 200 år gamle system overvejer at indføre en dynamisk lånegrænse.

11.2 Egentlig diskussion

Som det fremgår ovenfor er der blandt aktørerne enighed om at de er uenige, men dog uenige om hvorvidt enighed om én fælles løsning er ønskværdig eller i hvert fald påkrævet. Denne uenighed må ses som en god anledning til diskussion.

Pendulet svinger nu fra liberaliseringer mod opstramning

Enighed er der imidlertid om, at der er behov for en opstramning af vilkårene for realkreditbelåning og dermed gøres der op med en meget lang række af liberaliseringer af lovgivningen. Tidligere i historien har låne reglerne beskæftiget sig også med låneformålet, men ses der alene på lånegrænsen og afvikling er der tale om en regelafvikling, der påbegyndtes i 1990, hvor forinden dagsordenen havde været 20-årige mix-lån. Det siger selv, at kravene til 1.års-ydelse med et afdragsfrit 30 års-lån (som udbydes her 22 år senere) i reale priser er et helt andet og mindre.

Lars Sandberg anførte at man skal undgå at lave ”flavor of the year”-regler, og deri kan man nok kun give ham ret – især hvis ens faglige paradigme er baseret på en (gerne langsigtet) ligevægtstilstand. En modsætningen hertil ses i den politiske virkelighed hvor realkredit gennem en årrække er blevet anvendt som regulator i den økonomiske politik.

Dette er dygtigt beskrevet¹⁰⁶ af Mette-Lise Houman, der samtidig bemærker, at der er tale om et europæisk særsyn idet det øvrige Europa i højere grad anvendte renten som styringsmiddel. Den i slut-80'erne forventede konkurrence har sandsynligvis i høj grad givet sig til udtryk i en stor udbredelse af rentetilpasningslån.

En gennemgang af ændringerne fra 1970-1994 ses tillige hos Houman¹⁰⁷. Her som så mange andre steder ses det tydeligt, at tidens pendul ofte har stor indflydelse på hvad der er "det rigtige".

Når en sådan opstramning skal besluttet er det vigtigt at menneskelige følelser ikke fører til en overreaktion, der får pendulet til at svinge for langt. Således må det erindres at Mix-lånene må beskrives som et indgreb med tvivlsom timing på et boligmarked, der var stagneret og antageligt allerede på retur. Når pendulet nu lægger op til et retningsskifte bør det således huskes, at mix-lånene kun blev skabt som følge af en kritisk behandling i folketingsalen, herunder ved den ejendomsmægleruddannede Kirsten Jacobsen¹⁰⁸. Det oprindelige lovforslag indeholdte ikke mix-lånet, men et rent serielån. Med historien i mente er det ikke rart at tænke på hvorledes en sådan overreaktion havde påvirket boligmarkedet. Nedturen blev hård nok, og et rent serielån havde antageligt kun gjort nedturen udnødvendigt dybere.

Faglige paradigmer

I afsnit 3 og 4 sås, at der var et samspil og en udvikling imellem realkredit og samfundet. Ligeledes var den økonomiske teori naturligvis ikke isoleret fra den verden den skulle forklare.

Det er derfor relevant at se udviklingen i dette perspektiv. Det sås i afsnit 4, at neoklassisk økonomi bidrog med et ligevægtsparadigme, der stadig synes at have ganske stor, om ikke dominerende, indflydelse i den moderne økonomi. I afsnit 4.1.2. sås hvordan Winding i 1972 fremhævede den seneste udvikling på polit-studiet med fag af "*matematisk-statistisk-operationsanalytisk*" karakter.

I 1965 fremsatte Moore sin berømte forudsigtelse om at mængden af transistorer i computere ville blive fordoblet for hver 24 måneder. Den forudsigtelse har som bekendt i høj grad holdt stik, og man kan overveje om den udvikling i tilgængelig regnekraft har haft samme indflydelse på udviklingen af avanceret økonomisk statistik m.v., som den industrielle revolution og andre samfundsforhold har haft på videnskabsteori m.v som anført om logisk positivisme i afsnit 2.2.

¹⁰⁶ Se fx Houman (1994), s. 76 . Oversigt over ændringerne i perioden 1970-1993 ses

¹⁰⁷ Houman (1994), s. 65-71

¹⁰⁸ Houman (1994), s. 60, note 10

Med en vis ironi – og måske også arrogance – afviste overvismand Hans Jørgen Whitta-Jacobsen at vismændene tilhørte en bestemt skole, da Frank Aan udsatte dem for et angreb om at være ”nyliberale”. Om den skole vismændene tilhører anførte han¹⁰⁹:

”Det er en skole, hvor man benytter nogle bestemte metoder. Hvor man underbygger sine udsagn med tal, og empiri og hvor de udsagn, vi kommer med, skal ligge inden for en fornuftig teoretisk ramme. Det er 95 pct. af alle danske økonomer, der tilhører den skole”

Imidlertid må det konstateres, at der i disse år er grund til refleksion og genovervejelse. Fred Foldvary, der er kendt for sine studier af amerikanske ejendoms kriser, har som redaktør udgivet bogen ”Beyond Neoclassical economy” (1996). Heri anføres i en artikel¹¹⁰ af Peter J. Boettke¹¹¹:

”Successive generations of our brightest students are taught to play with their intellectual toys and solve imaginary problems not conforming to the conditions of real life. With that comes a distorting of our professional sense of proportions by turning a cold shoulder to any problem that cannot be presented in mathematical form.”

Blandt de bedste forudsigelser og forklaringer de senere år er kommet indsigt i bobler og New Era-tankegange således som Shiller og Reinhart/Rogoff har præsenteret dem.

Formentligt kan intet ligevægtsparadigme - uden kraftig støtte fra behavioral finance m.v. - forklare disse skift og årsagskæder.

Man må dog samtidig forholde sig til Peter Birch Sørensen, der anfører¹¹²:

”Jeg er derfor uenig med dem, der ser finanskrisen som et bevis for en fundamental krise i den økonomiske videnskab, jf. fx Collander m.fl. (2009). Man kan tværtimod argumentere for, at finanskrisen i stort

¹⁰⁹ Information, d. 31. maj 2011: ”Enhedslisten Økonomiske vismænd er blå klakører”, <http://www.information.dk/269856>

¹¹⁰ ”what is wrong with neoclassical economics (and what it’s still wrong with Austrian economics)?”

¹¹¹ Artiklens s. 3

¹¹² Sørensen (2011) ”Finanskrisen og den økonomiske videnskab”

Nationaløkonomisk Tidsskrift, juni 2011, s. 387-401.

[http://www.econ.ku.dk/pbs/Dokumentfiler/Publications%20\(Danish\)/FINANSKRISEN%20og%20videnskab%20Web%20udgave.pdf](http://www.econ.ku.dk/pbs/Dokumentfiler/Publications%20(Danish)/FINANSKRISEN%20og%20videnskab%20Web%20udgave.pdf) s. 14

omfang skyldtes, at myndighederne ikke fulgte de principper for mikroøkonomisk regulering og makroøkonomisk stabiliseringspolitik, som hovedstrømmen af økonomisk teori foreskriver.”

Der ses således ikke her optræk til et paradigmeskifte. Det er imidlertid tankevækkende, at den økonomiske videnskab ikke syntes særligt præcis, da den fortalte, at user cost ikke øgedes ved afdragsfrie lån – hvorfor boligpriserne heller ikke ville komme til det, måske udover i mindre grad midlertidigt. Efterfølgende har Nationalbanken i 2011¹¹³ vurderet effekten af afdragsfrie lån og rentetilpasningslån til at være 46 %, der skal fordeles nogenlunde ligeligt.

Dette fører frem til en pointen i næste afsnit. Afslutningsvist skal dog bemærkes, at paradigmet synes at have været en overdreven tiltro til øget konkurrence, liberaliseringer og markedets selvkorrektion.

Fundamentalanalyse eller teknisk analyse?

I den økonomiske teori kendes (ofte vedrørende aktiemarkedet) begreberne fundamentalanalyse og teknisk analyse.

Ved fundamentalanalyse vurderes således typisk hvad et aktivs værdi er ud fra hvad det er der købes (cashflows, indeholdte realaktiver eller lign.). Ved teknisk analyse forsøges derimod at finde trends i prisudviklingen, der kan bruges til at forudsige senere priser.

Det interessante i nærværende forbindelse er, at den boligøkonomiske teori også anvender begrebet fundamentalanalyse. Ved anvendelse af ovenstående terminologi burde der derfor fokuseres på indhold relateret til fx Tobins Q.

Den virkelige verden anvender imidlertid begrebet fundamentalanalyse ved at fokusere på købers betalingssevne mere end aktivets indhold. Se som eksempel Jørgensen (2010). Undersøgelsen - der henviser til lignende studier - når frem til at 82 % prisudviklingen kan forklares ved renten og ledigheden.

Denne høje forklaringsgrad begrundes jo at fokus rettes herpå, men det giver anledning til visse overvejelser. Fx giver det umiddelbart ikke meget støtte til Tobins Q – i hvert fald på kort sigt. Derudover bør det være kilde til en undren centreret omkring det faktum, at det primære afkast, nemlig bolig tjenesteydelsen ikke direkte fremgår eller anvendes som en variabel. Denne variabel indgår ellers i den boligøkonomiske grundmodel.

¹¹³ Karsten Beltoft henviser til, Kvartalsoversigten for 1. Kvartal 2011, i sit indlæg i Lyng Andersen CBS (2011), s. 40.

Der kan synes at være et paradoks. Den økonomiske teori har længe anerkendt, at ejerboliger i høj grad købes på 1. års-ydelser, og at disse falder kraftigt med de nye låntyper (især afdragsfrihed, men også korte variabelt forrentede under antagelse af almindelig rentestruktur) kan der ikke sås tvivl om. At en model der forklarer prisudviklingen kaldes fundamentalanalyse, når den beskriver købers betalingssevne – ikke aktivets implicite værdi – er én ting, men det synes inkonsekvent, samtidigt at fastholde, at ejendomspriser ikke stiger med den begrundelse, at de følger Tobins Q eller lignende i en langsigtet ligevægt.

Så længe vi med succes anerkender renten, ledigheden m.v. som de bedst beskrivende parametre for boligpriserne – lige så længe har vi et volatilt marked, hvor langsigtsligevægtsprisen er en ubrugelig indikator. En bolig kan måske nok have en (teoretisk – idet købere ikke forholder sig til den) ligevægtspris, men i de senere år har den ikke givet større pejling, end at kigge på klokken på et ur der er gået i stå - det er tilfældigt hvis den viser rigtigt.

Endvidere må det konstateres, at behavioral finance forklarer, at der eksisterer kræfter, der får priserne til at fortsætte sin retning forbi ligevægtpunktet.

Makroøkonomien og prisudsving på boligmarkedet.

Fra investeringsteorien er det almindeligt kendt at udsving og risiko om muligt bør diversificeres væk, og det gælder efter min bedste overbevisning tillige og i højere grad på boligmarkedet, hvor investeringen kan siges at have en grad af ufrivillighed da alle skal have et sted at bo, og idet investeringens størrelse og ditto udsving næsten pr. definition er stor for den enkelte investor.

Dette skyldes også at udsvingene er problematiske i en økonomisk life-cycle planlægning, hvor ejendommen ses sammen med pensionsopsparing m.v. men problematisk er det også, at udsvingene hæmmer mobiliteten på boligmarkedet (og dermed samfundets produktivitet), samt flytter rundt på store gevinster og tilsvarende (men mere belastende, jf. prospect theory) tab efter en meget tilfældig dagsorden hvori retfærdigheden synes begrænset.

Der er på denne baggrund grund til både at søge imod et system med større systemisk stabilitet, men også imod et system med lavere prisudsving på boligmarkedet. Disse vil i betydeligt omfang være sammenfaldende, men målene bør være selvstændigt erklærede mål.

Der kan argumenteres for, at makroøkonomiske hensyn (i det omfang de skal varetages ved realkreditens regler) i første omgang bør varetages ved at søge en øget stabilisering af boligpriserne. Dette bør jf. såvel Tobins Q, som den boligøkonomiske grundmodel og almindelig incitamentsadfærd føre til en dermed relateret stabilisering i mængden af nybyggeri. Denne stabilisering kan

antages at føre til færre tilfælde af overnormal profit såvel som konkurser i byggeriet. En stabilisering af prisindeks i byggeriet før også være en følge heraf med ligeartede gavnlige effekter.

Stabilisering – hvordan?

Indledningsvist synes det forholdsvis oplagt, at en genindførelse af de i punkt 7.2.2. nævnte skatter (eller en lignende form) vil kunne stabilisere – om end ikke klare opgaven alene.

Som det ses er realkreditinstitutterne fremkommet med deres løsningsforslag. Finanstilsynet har også tidligere¹¹⁴ spillet en betydelig rolle på realkreditområdet. Indtil videre har de dog ikke endegyldigt meldt ud¹¹⁵, men de finder dog en ensartethed ønskværdig.

Nationalbanken udtalte¹¹⁶ ved Nils Bernstein allerede ved udgangen af 2006, at de foretrak en lånegrænse på 70 %, hvilken holdning ikke synes at være fraveget siden. En sådan løsning vil dog indeholde adskillige problemer. Dels vil den skabe et større behov for finansiering uden for realkrediten. En yderligere bankfinansiering er en mulighed, men langt værre er hvis det genåbner et behov for pantebrevsmarkedet. En sådan situation er næppe ønskværdig.

Ud fra overvejelser i pkt. 6 kan det endvidere antages, at endnu færre vil spare op til en udbetaling før køb, da det vil være umuligt med en 70% grænse. En anden kultur kan frygtes. Endvidere kan det overvejes, om ikke 70%-grænsen forsøger at løse et problem indirekte. Således svarer de 10 %-points nedsættelse antageligt meget godt til de prisfald, der måtte følge af en moderat rentestigning, der tidligere blev hedget af det fastforrentede lån. Afdragsfriheden gør antageligt her mindre, idet afdragene på et annuitetslån er små i starten.

Makroøkonomiske betragtninger

Også andre har blandet sig i debatten. En af dem er Lars Rohde, der har en fortid i såvel Nationalbanken og Realkredit Danmark, nu direktør i pensionselskabet ATP. Allerede i 2010 påpegede han den betydelige refinansieringsrisiko¹¹⁷ der er, når beløbet andrager 1.300 mia. kr.

¹¹⁴ Således beskriver den tidligere direktør situationen i 90'ernes krise. - Eigil Mølgaard (2003), s. 96-103

¹¹⁵ "Finanstilsynet overvejer at regulere stridende realkreditkæmper" af 14.02.12,

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Realkredit/article3001849.ece>

¹¹⁶ http://www.nationalbanken.dk/dndk/presse.nsf/side/Nils_Bernsteins_tale_paa_Finansraadets_aarsmoede!OpenDocument

¹¹⁷ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/198320/atp_frygter_obligationskollaps.html?rssid=investor

Denne og flere andre problemer følges til dørs i Finans/Invest nr. 1/11, hvor Anders Grosen/Johannes Raaballe i *"Dansk Realkredit – nu med systemisk risiko"* og Finn Østrup i *"Problemer i Dansk realkredit"* langer hårdt ud efter de liberaliseringer, der har ændret fundingen i realkreditte til en bankmodel med korte indlån og lange udlån - i stedet for et strengt balanceprincip.

Der er næppe grundlag for at afvise, at genfinansieringen kan udgøre et problem, som man må forholde sig til. Problemerne i 2008 hvor man ved hjælp af den Sociale Pensionsfond trådte til og tvang renterne ned, samt flere andre forhold i de nævnte artikler lader sig efter min overbevisning ikke neglicere. Sektorens beslutning om at sprede auktionerne ud over kalenderåret er et oplagt initiativ til at sprede og derved mindske risikoen, men det er næppe tilstrækkeligt. Det skader antageligt tillige pga. problemer med mange ligeartede små serier – i stedet for én stor.

Det må konstateres, at det strikse og stabile realkreditsystem aktuelt synes ofret på liberaliseringens og konkurrencens hellige alter – idet dette ved hver eneste ændring er anført som bevæggrund.

Til systemets redning foreslår Morten Skak¹¹⁸:

"For at bevare realkreditte høje troværdighed må en del af liberaliseringerne ruller tilbage. De mest risikable lånetyper bør underlægges en konjunkturbestemt begrænsning, der styres af nationalbanken"

Således gør også han sig til talsmand for nogle anticykliske tiltag i udlånsvilkårene. Dette synes, i overensstemmelse med Basel III, BRF og RD, at være den rigtige løsning. Dels styrker det ikke debitors betalingsevne – kun kreditors solvens på (kort?) sigt - når bidragssatsen øges fordi debitors gearing viste sig at være for høj. Dels synes nationalbanken at have fat i den forkerte del af brøken når de foreslår at ændre tælleren fra 80 til 70. I de senere år har vi set højvolatile priser (der er ikke udsigt til at dette mindskes, snarere tværtimod, jf. urbanisering og stigende informationsflow fra medier) og derfor har nævneren, ved anvendelse af en langsigtet ligevægtspris, i mange situationer heddet 70-80. Dette fører til, selv om lånereglerne måtte være overholdt (hvad man i start-90erne end ikke kunne tage for givet¹¹⁹) så har realkreditte reelt ydet LTV på 100+ allerede før ejendommen bliver nødlidende.

¹¹⁸ "Dansk realkredit nu og i fremtiden", Finans april 2012, s. 46

¹¹⁹ Eigil Mølgaard, (2003), s. 96-103

Det synes på denne baggrund evident, at det må genovervejes, om nævneren kan kontrolleres bedre end blot ”markedets pris er altid korrekt”. Utallige bobler viser det ikke er sandt.

F1-lån og makroøkonomien

Egentligt er det jo godt og simpelt udtænkt. En normal rentestruktur tilsiger højere forwardrenter ud i fremtiden (typisk på grund af usikkerhed). Denne antagelse kan udnyttes ved at refinansiere løbende – jo kortere tidshorisont, jo billigere for låntager. Automatsvaret fra realkreditte til ”låntager Hansen” vil altså være at det er dyrere at ”låne langt”. Det er også korrekt, men lider investor ikke bare et tilsvarende tab, pga. den lavere forrentning på sin kapital? Selve udstedelsen af obligationerne er næppe heller dyrere, snarere tværtimod da der ikke skal afholdes løbende auktioner, hvilket dog antageligt opvejes af de salg der eventuelt sker undervejs i obligationernes løbetid.

Ovenstående tankesæt kan utvivlsomt for nogen forekomme kætterisk, når det dominerende paradigme i dagens økonomi er det effiente marked og at obligationerne derfor er prisfast korrekt pr. definition.

Som modsvar hertil vil jeg henvise til Østrup (2011) der anfører, at staten i 2008 netop begyndte at udstede 30-årige obligationer, for at give pensionskasserne en vare de havde brug for til deres garanterede afkast. Det spændende ligger i fortsættelsen nemlig at han tillige anfører at det var ”god latin” (mit udtryk) i 1970’erne og 80’erne, at staten optog korte lån, da de bedre kunne håndtere de dermed forbundne risici, hvorimod husholdningerne optog lange fastforrentede.

Ovenstående spørgsmål om hvorvidt Hansen lider et tab ved at skulle skifte sit F1 lån ud med fx et F10 lån (med deraf stigende renteomkostninger til følge) kan krydres med den tanke, at han samtidig har en pensionsopsparing, og således er obligationskøber med ”den anden hånd”. Da vi i Danmark i høj grad har tvungen pensionsopsparing synes dette scenarie aldeles relevant.

Der synes at have været et paradigme i de senere år gående på, at øget konkurrence, såvel som en øget mangfoldighed af finansieringsmuligheder pr. definition er af det gode. På baggrund af tidligere i den økonomiske teori anerkendte risikobetrægtninger, såvel som i overvejelser der bunder i behavioral finance- herunder fx Hyperbolic discounting bør der stilles spørgsmålstejn ved om dette nu også er så sikkert.

Uanset hvilken holdning man indtager til ovenstående bør man dog overveje hvor lang tid renten bør være fastlåst ved et boliglån? Vi har tidligere set 30 år, som et krav – hvorimod det i dag er de korte løbetider der dominerer, dvs Cibor-baserede eller hhv. 1, 3 eller evt. 5 år.

Tager man en almindelig rentestruktur i betragtning – og forholder sig ligeglad i forhold til samfundets og pensionskassernes behov for lange renter – så vil man måske nok nå frem til, at låntagers sikkerhed for ydelsens størrelse ikke er nødvendig i alle 30 år med et annuitetslån med afdrag. Efter 20-25 år hvor restgælden er begrænset er rentefølsomheden ligeså.

På den anden side set går de fleste ind på boligmarkedet med et stort behov for finansiering i både realkredit og bank og således et lånebehov der i hvert fald er 80% eller mere. Når økonomien er spændt for i en sådan grad er man pr. definition mere risikofølsom. Antager man at Nykredits grænse på 60% er en passende markør for hvornår der er kommet en passende sikkerhed i økonomien, da vil en fastlåst rente i de første 10 år måske være et bedre kompromis mellem sikkerhed (for renteændringer og teknisk insolvens) og samtidig udnyttelse af de korte renter (der alt andet lige er lavere i en normal rentestruktur).

Med en lang forrentning ligger som indikeret også muligheden for at kursfald på obligationerne hedger et samtidigt fald i ejendomspriserne. Såvel låntager som samfundet er interesseret i dette. Af samme årsag kan det findes uheldigt, at denne ulempe ved rentetilpasningslån ikke altid belyses tilstrækkeligt.

Lånegrænserne har som nævnt ofte været ændret og på seneste også foreslået nedsat. Af ovenstående grund bør det overvejes om der bør differentieres mellem variabelt og fastforrentede lån, således at førstnævnte fx nedsættes til 70 eller 75 %. Problemet er imidlertid at følsomheden for renteændringer (der afhænger af varigheden), ikke har karakter af +/- tilstedeværelse. En teoretisk meningsfuld graduering burde derfor afhænge af den konkrete rentefølsomhed. Endvidere ændres forholdet løbende, og det ville således være problematisk med senere tillægslån eller kombinationer af fast og variabel rente.

Det bør bemærkes, ofte har været fremhævet, at realkreditinstitutioner på grund af balanceprincippet ikke har kunnet påtage sig renterisiko. Man kan med rentetilpasningslåne argumentere for, at det alligevel er sket – blot forklædt som kreditrisiko, der alt andet lige også aktualiseres i højere grad ved rentestigninger.

Pris i forhold til løbende afkast (boligtjenesteydelsen) og realisation af pantet

I medfør af ovenstående skabes et problem i forhold til belåningen og pantets realisationsværdi. I afsnit 7.2 sås, at tilgængelig indsigt i godkendte lejeniveauer såvel som vejledning heri er yderst begrænset. Dette kan antageligt medvirke (sammen med skattereglerne) til at forklare, at det ikke er en anvendelig variabel i prisudviklingen, men det er fortsat unaturligt at dette afkast ikke indgår i en fundamentalanalyse, og det er problematisk i de tilfælde hvor boligen søges lejet

ud, eller skal afhændes på tvangauktion med en lejer.

Optionsteori og Bobler

Rationalitet har mange ansigter. Fra Merton-Scholes optionsteori ved vi at en option ikke skal altid skal eksekveres, da den til tider er mere værd "dead" end "alive" På samme måde kan vi antageligt anvende Shillers påstand om at faldende boligpriser mest sandsynligt gentager sig selv, således, at det er rationel adfærd for den potentielle, at udskyde boligkøbet, selv om prisen akkurat måtte være kommet under ligevægten (boligbyrden er lav etc).

En mulig negativ boble – primært baseret på rente- og lønudvikling – blev i marts 2012 omtalt af Niels Bernstein¹²⁰. Straks overfortolkede pressen dette til at den var der (idet forudsætningerne blev bortfortolket).

Shillers betragtninger om at øget volatilitet i priserne som følge af pressens øgede indflydelse og fokus ser ud til at være korrekt. Jeg tillader mig på uakademisk vis at lade eksemplet være enestående her, men pressen havde en forstærkende indflydelse i dette tilfælde og behovet for sensationsjournalistik i en presset avis- og medieverden taler for, at dette tilfælde på ingen måde er enestående.

Værdiansættelsen – Realkreditinstituttet og SKAT

Boligkøberbeviset, hvorved en potentiel køber får papir på hvor meget han kan købe bolig for, kan muligvis også være en indikator for, at dette er et konkurrenceparameter ved valg af pengeinstitut. Er tilsagnet ikke stort nok til drømmehuset så shoppes der videre.

Det kan hurtigt beregnes, at låntager ikke kan købe uden hjælp fra førstnævnte, der pga. konkurrencesituationen kan deltage i et "dumber fool"-spil med konkurrerende institutter.

Betragtes et almindeligt hus/ejerlejlighed, der i en almindelig neutral og korrekt prisfastsat ligevægtstilstand har en pris på 2.000.000 kr. så vil de nuværende regler betyde, at der kan finansieres 1.600.000 i realkredit og resten overladt til bank og egenfinansiering i alt 400.000.

Vi antager nu at markedet er overvurderet og markedsværdien er 2,4 mio kr. Med de nuværende regler følger finansieringen tilsvarende op. Trods pantets utilstrækkelighed ændres hverken bidragsats i realkredit eller renten i banken antageligt nævneværdigt.

¹²⁰ <http://epn.dk/privat/bolig/article2729308.ece>

Ændres reglerne derimod på en eller anden måde således at belåningsværdien fastholdes til 2,0 mio. kr. (eller en mindre opskrivning heraf) er det tydeligt at finansieringen vil være en helt anden. Pludselig er det tydeligt at enten bank eller låntager vil slå bremsen i overfor købsprisen, idet de sidste 400.000 reelt må tages som et blanko-/forbrugslån - til anslået 12-15 % i rente. Dette synes at være en afgørende anden sats end et (afdragsfrit) realkreditlån.

Det synes utvivlsomt, at dette samspil vil medføre mere stabile priser – såvel som forbrug, udlånsvækst m.v.

Umiddelbart forekommer scenariet måske utænkeligt og urealistisk. Hertil skal det blot erindres, at det faktisk allerede i mindre omfang er en del af ”lov om realkreditlån og realkreditobligationer” - nr. 1261 af 2010.

”Værdiansættelse af ejendomme og udmåling af realkreditlån

§ 10. Realkreditinstituttet skal ansætte en kontantværdi af ejendommen til brug for låneudmålingen.

Stk. 2. Værdien skal ligge inden for det beløb, som en kyndig erhverver med kendskab til pris- og markedsforholdene for den pågældende type ejendom må skønnes at ville betale for ejendommen (markedsværdi). Forhold, der betinger en særlig høj pris, må ikke indgå i værdiansættelsen.

Stk. 3. Realkreditinstituttet skal ved værdiansættelsen tage hensyn til eventuel risiko for ændringer i markeds- eller strukturforhold.”

I praksis fokuseres der imidlertid mere på markeds-paradigmet i stk. 2 end på konjunkturudviklingen i stk. 3.

Hvorvidt den tilladte værdiansættelse i ovennævnte tænkte eksempel skal være 2,0 eller lidt højere kan man naturligvis diskutere længe, men der bør indføres en højere vægtning på hensynene nævnt stk. 3 end tilfældet er i dag – det kan fx være en løsning a la RDs udmelding. Den praktiske håndtering er dog ukendt og formentligt noget mere kompliceret, end Nykredits der i et historisk perspektiv kan navngives ”to-lags-belåning version 2.0.

Tilsvarende kan en sådan ansættelse (i hvert fald hvis den udgår fra Finanstilsyn eller Nationalbanken) måske anvendes hos SKAT. Det er således hverken rimeligt eller hensigtsmæssigt ud fra et samfundsmæssigt resourcesynspunkt, at borgerne skal finde anledning til at påklage deres forhøjede ejendomsvurdering, der ikke er begrundet i langsigtede holdbare, strukturelt begrundede ændringer i den langsigtede ligevægt, men derimod alene i aktuelle handler af en minimal

del af det samlede boligudbud, der reelt baseres i speculative finance eller regulære bobletilstande.

Der er endvidere er teoretisk belæg for at antage, at der blandt skaren af potentielle købere kan ske anchoring på baggrund af SKATs huspriser, således at disse ses som en regulær blåstempling af at ejendommen virkeligt har den pågældende værdi). SKAT har derimod størrelsen, ressourcerne, datagrundlaget og forhåbentligt neutraliteten, til at foretage en langsigtet stabil vurdering af ligevægtsprisen.

Den centrale pointe er, at en sådan ”fodslæbende” autonom vurdering - måske nok vil få kritik for at være ude at trit med virkeligheden - men den vil virke stabiliserende i stedet for den nuværende ”markedsværdi”-orienterede, der er cirkulær i sin vurdering og dermed procyklisk på samme måde, som en finansieringsform med faste procentuelle lånegrænser.

Boligforbruget

Det store danske boligforbrug kan skyldes flere forhold, subsidiering, klima, kultur, den store danske lighed i goder (jf. Gini-koefficienten).

Der kan dog opstilles den tese, at boligforbruget aktuelt er lidt større end den langsigtede ligevægt, som følge af at mange har ”hamstret ejerboligydelser”, som følge af forventninger om overoptimiske værdistigninger. Endelig kan boligforbruget være større end naturligt hvis man antager, at finansieringsadgangen har været unaturligt, hvis man betragter reguleringen som styret af tidens pendul.

En let opstramning af finansieringsvilkårene og dermed marginal nedsættelse af boligforbruget, vil dog næppe være ødelæggende for nogens lykke, det store boligforbrug og den høje gearing i privatøkonomien taget i betragtning.

Øvrige forhold

På en Minsky-skala vedrørende långivning må de nuværende regler antageligt beskrives som "speculative Finance". Konstruktionen i at der kan gives fuldstændig afdragsfrihed de første 10 år indenfor 80 % er problematisk fordi den – med støtte fra hyperbolic discounting – (og i nogen grad lave korte renter) kan siges at have karakter af et "teaser-loan" og bero på tiltro om stigende ejendomspriser. Man har herved fraveget et sundt princip om, at gæld skal tilbagebetales og det kan anføres, at konstruktionen har klart bedre støtte på et stabilt ejendomsmarked (som det tyskerne har oplevet de sidste årtier – men ingen ved om det fortsætter) hvilket det højvolatile danske ikke kan beskrives som.

Endelig skal det bemærkes, at en handel kommer i stand, når køber og sælger i overensstemmelse med neoklassisk økonomi mødes der hvor udbuds og efterspørgselskurven skærer. Dette kan siges ikke at være tilfældet for ejerboliger idet sælger ofte har en mere attraktiv finansiering, end den køber kan opnå, idet han i nedgangstider med en lavere købesum må imødesee et tilsvarende mindre realkreditlån (pga. 80%-grænsen).

Dette støtter sælgers anchoring og status quo biases, der i forvejen modarbejder et salg.

12. KONKLUSION

I afsnit 3 sås det hvorledes realkreditte var opstået, hvilket behov den udfyldte, og at den i historisk perspektiv har levet som en del af og i vekselvirkning med det samfund, hvori det har tjent en opgave med at flytte kapital og dermed foretaget ressourceallokering.

Denne udvikling er, som beskrevet i afsnit 4, over tid også sket med den økonomiske videnskab, der kan siges at have udviklet sig ved en form for knopskydning, der har søgt at beskrive, forklare og løse de problemer som samtidens politiske, sociale og økonomiske forhold har givet anledning til.

Tidens teknologiske udvikling eller andre forhold har endvidere til tider været medvirkende til at skabe de paradigmer, der til dels ses i den økonomiske teoris historie, men som også har haft indflydelse på de konkrete teoridannelser, der ses i afsnit 5, og som bruges til at forklare konkrete problemstillinger herunder forhold i realkreditte.

I afsnit 6 sås de seneste årtiers landvindinger, der søger at beskrive de afvigelser, som den videnskabelige metode dokumenterer der er mellem det rationelle menneske og det menneske der træffer virkelighedens beslutninger.

Endnu en afvigelse fra det neoklassiske udbuds- og efterspørgselsparadigme ses deri, at vi i vores samfund har indført lovgivning på det lejeretlige område, der fraviger disse økonomiske ”grundlove”.

Af historien kan vi lære, at kriser dukker op med jævne mellemrum og det sker på trods af, at vi til stadighed gør også erfaringer om økonomiens udvikling, og mener vi er blevet bedre til at tøjle den. Som følge heraf opstår, særligt ved lange opture, et menneskelig overmod eller ”overconfidence på økonomiens vegne”, hvorved ”new era”-tankegang flourerer. Opturen eller til tiden boblen bliver herved større – og den følgende nedtur tilsvarende større.

Flere forhold tyder på at volatiliteten er stigende og konkurrencen er blevet skærpet i de senere år. Når kunderne på et tidspunkt igen står i kø for ukritisk at få udstedt det størst mulige boligkøberbevis fra deres bank/realkredit, så er det næppe sandsynligt at et realkreditinstitut vælger at fastholde den konservative og konjunkturuafhængige vurdering, der stiller afgørende større krav til købernes egenfinansiering eller størrelsen på bankens blanco-lån.

På denne måde synes behovet for en harmoniseret sektorløsning at være

påkrævet. Gennemskueligheden for låntager og investorer (i såvel ind- som udland) taler også herfor.

Vi må nøje genoverveje hvorvidt det paradigme, der ukritisk fastslår at markedsværdien altid er den korrekte også er det vi skal forholde os til og lade styre finansieringen – og skatteansættelsen for den sags skyld.

Eksemplet med standardboligen til 2,0 mio. synes at indikere, at bidragssatsernes differentiering i den nuværende form er ganske utilstrækkelige til at skabe stabile boligpriser. Låntager har ikke tilstrækkelig anledning til hurtigt at afdrage på sin gæld. En lånegrænse på 80 %, der holder pantebrevsmarkedet i ave, kunne ellers medføre et sådant behov.

Når samfundets mange skadevirkninger ved ustabiliteten endvidere tages i betragtning synes det på tide at stabilisere kreditgivningen og dermed priserne, således at dette ikke kun sker efter en cirkulær procentuel regel i tiltro til markedets fortræffeligheder. Måske er markedet fortræffeligt, men menneskets adfærd er det ikke.

Hverken klassikernes teori eller andre værdikæder, kan bare tilnærmelsesvist forklare de prisændringer der til tider ses på ejendomsmarkedet. Disse pludselige ”værdistigninger”, stærkt forhøjede vurderinger uden konkret indhold skaber plads til de platugler, der nævnes under afsnit 10.1. Et konjunkturstabiliseret marked ville begrænse disse tab.

Også derfor må det erindres, at værditilvækst kommer på langt sigt af stigninger i samfundets velstand. Det synes nødvendigt at forholde sig hertil. Andre resultater synes at være misbrug af finansieringsinput (fx rente/lejefaktor og lejeniveau). Det er tid til at vi i højere grad inddrager data for samfundets vækst i finansieringen af ejerboliger.

Dette vil kunne dæmpe de veldokumenterede og skadelige udsving, som markedet ellers indeholder. Det skylder vi de millioner af mennesker, der er aktører på et marked, som ikke blot kan fravælges, idet alle skal bruge boligydelse.

Sammenfattende må det forventes, at konkurrencen på sigt kan være et problem for kreditdisciplinen og en sektorløsning derfor er at foretrække. Konjunkturstabiliserende tiltag er stærkt ønskede, men formentligt svære at implementere konkret. Nykredits forslag indeholder afhængig af den endelige udformning fine takter, men lider af en tiltro til ligevægtsparadigmet og en ignorance overfor den nemt dokumenterbare konjunkturcyklus.

Endelig bør de helt kortfristede lån begrænses af hensyn til refinansieringsrisikoen.

13. Litteraturliste

PRIMÆR LITTERATUR :

(Inddelt efter område, herefter sorteret alfabetisk efter forfatternavn)

Metode:

”Samfundsvidenskabelige metoder”, Erik S. Rasmussen og Per Østergaard, 2. udg. 2.opl. (2009)

Historie:

”Retsvidenskaben som samfundsvidenskab”, Jørgen Dalberg-Larsen, (1977)

”Den økonomiske teoris historie – en introduktion”, Estrup m.fl., (2004)

”Juridisk ordbog”, Bo Von Eyben og W. E. von Eyben, (1999).

”Samfundsfilosofi”, Hans Fink, (1995)

”Økonomiens profeter” John Kenneth Galbraith, 1988, (dansk oversættelse – amerikansk udgivelsesår 1987).

”Dansk realkredit gennem 200 år”, Michael Møller og Niels Chr. Nielsen, (1997).

”Betænkning nr. 552/1970”, Realkreditkommissionen af 1966, (1970)

”Et blik på fortiden – hvad ville man med politstudiet?”, H Winding Pedersen, (1982).

”Det danske kapitalmarked”, Poul Winding, (1958)

Moderne teori: Boligøkonomi, behavioral finance og realkredit:

”Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets”, Lucy Ackert og Richard Deaves, (2010)

- “8 Perspektiver på realkredit”, (red.) Lennart Lyngge Andersen CBS, (2011).
- “Advanced Social Psychology: The State of the Science” Roy F. Baumeister og Eli J. Finkel (2010)
- ”Beyond Neoclassical economy”, Fred E. Foldvary, (1996)
- ”Det danske realkreditsystem i et EF-perspektiv”, Mette-Lise Houman, (1994)
- ”Ledighed og ejerboligpriser”, Karsten Jørgensen, (2010)
- ”Housing is the business cycle”, Edward E. Leamer, (2007)
- “Transaction costs and housing economics”, Jens Lunde, (1997)
- “Boligudgifter og user costs”, Undervisningsnote af 18. sept. 1998, Jens Lunde (1998a)
- ”Ejerboligprisernes stigning og det private forbrug: den falske sammenhæng”, Jens Lunde (1998b)
- ”Cost-Benefit Analysens Velfærdsteoretiske Basis”, Svend Marker-Larsen, (2005).
- ”Housing, financial markets and the wider economy”, David K. Miles (1994)
- “A theory of systemic fragility” er trykt i “ Financial Crises” E. Altman and A. Sametz, Minsky (1977)
- ”Finanskrisen! Lånefest, boligboble - og dagen derpå”, Erling Røed Larsen, Jon Olav Mjøllhus (2009)
- ”Vagthund og sydebuk”, Eigil Mølgaard, (2003)
- ”The law and economics of irrational behavior”, Francesco Parisi og Vernon L. Smith, (2005).
- ”The Property and Capital Markets”, DiPasquale & Wheaton, (1996)
- ”This time is different” Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff, (2009)

“Real Estate Valuation and Tobin's Q: An Empirical Analysis”, Rainer Schulz and Axel Werwatz, (2005)

“Irrational Exuberance”, Robert Shiller (2005)

”Finanskrisen og den økonomiske videnskab”, Nationaløkonomisk Tidsskrift juni 2011, Peter Birch Sørensen (2011)

“Irving Fisher: Modern Behavioral Economist” i American Economic Review, Richard H Thaler (1997)

SEKUNDÆR LITTERATUR:

(Hermed menes litteratur, som der ikke er henvist direkte til, men som alligevel har været en del af processen og dermed også en del af grundlaget for forfatterens meningsdannelse)

Pensum i Boligøkonomi (Foråret 2012), CBS

Bøger og andre større udgivelser:

”Real Estate Finance and investments”, Brueggeman og Fisher (2008)

“Happiness, Ethics and Economics”, Johannes Hirata, (2011)

”Harmonisering og konvergens på realkreditområdet”, Frederik Meding, (2009)

“Realkreditrådgivning – Et studie af danskernes valg af realkreditlån og konverteringspraksis”, Boligøkonomisk Videnscenter (Rasmussen, Madsen og Poulsen), (2011)

”Market Volatility”, Robert Shiller, (1989)

”Finansielle Kriser”, Finn Østrup, (2008)

Artikler:

”De elskede og farlige flekslån”, Carsten Rasmussen, Finans nr. 5 (2012)

”Gæsten, der ikke ville gå igen” [om afdragsfrie lån], Carsten Terp, Finans nr. 9 (2011).