

Cand.merc.Fir

Institut for Finansiering

Kandidatafhandling

Det finansielle markedes betydning internationalt set for  
boligprisernes kraftige og langvarige stigning

Daniel Bjørn Hansen

Vejleder: Jens Lunde

Afleveringsdato: 29. juni 2009

Copenhagen Business School 2009

## Indhold

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| Executive summary.....                                    | 4  |
| 1 Indledning.....                                         | 5  |
| 1.1 Problemformulering .....                              | 8  |
| 1.2 Afgrænsning.....                                      | 10 |
| 1.3 Metode .....                                          | 10 |
| 1.4 Kilder.....                                           | 11 |
| 2 Boligprisernes udvikling.....                           | 12 |
| 2.1 Problemer ved at måle og sammenligne boligpriser..... | 12 |
| 2.2 Boligprisudviklingen.....                             | 13 |
| 2.3 Renten .....                                          | 17 |
| 2.4 Gældsudvikling .....                                  | 18 |
| 3 Deregulering og innovation .....                        | 21 |
| 3.1 USA .....                                             | 21 |
| 3.2 England .....                                         | 24 |
| 3.3 Danmark .....                                         | 25 |
| 3.4 Andre lande .....                                     | 26 |
| 3.4.1 Tyskland.....                                       | 27 |
| 3.4.2 Schweiz .....                                       | 27 |
| 3.5 Betydningen af realkredit .....                       | 28 |
| 3.6 Delkonklusion .....                                   | 28 |
| 4 Finanspolitisk stramning.....                           | 31 |
| 4.1 Lavere realrente .....                                | 31 |
| 4.2 Udhulede skattefordele.....                           | 32 |
| 4. 2 Delkonklusion .....                                  | 33 |
| 5 Valg af boliglån .....                                  | 35 |
| 5.1 Risiko.....                                           | 35 |
| 5.1.1 Den optimale verden .....                           | 35 |
| 5.1.2 Fordelingen af låntyper .....                       | 36 |
| 5.2 Afdragsprofil .....                                   | 38 |
| 5.3 Delkonklusion .....                                   | 41 |
| 6 Forbrugerne.....                                        | 42 |
| 6.1 Forbrugernes forståelse .....                         | 42 |
| 6.2 Førsteårsydelsen.....                                 | 43 |

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 6.3 Undervurdering af risikoen.....               | 45 |
| 6.4 Moral Hazard .....                            | 47 |
| 6.5 Et dansk eksempel .....                       | 49 |
| 6.6 Delkonklusion .....                           | 51 |
| 7 Långiverne .....                                | 53 |
| 7.1 Markedsgørelsen af finanssektoren .....       | 53 |
| 7.2 Undervurdering af risikoen.....               | 56 |
| 7.3 Delkonklusion .....                           | 57 |
| 8 Markedspsykologi.....                           | 59 |
| 8.1 Boligpriserne i historisk perspektiv .....    | 59 |
| 8.2 Markedspsykologi i det lille perspektiv ..... | 61 |
| 8.3 Psykologien som samfundsfænomen.....          | 63 |
| 8.4 Delkonklusion .....                           | 64 |
| 9 Konklusion .....                                | 66 |
| 10 Perspektivering.....                           | 68 |
| 11 Litteraturliste:.....                          | 69 |
| Bilag A: Realkreditgæld pr. indbygger .....       | 72 |
| Bilag B: Gæld i forhold til BNP .....             | 73 |
| Bilag C – Factsheet Germany .....                 | 74 |
| Bilag D – Factsheet Denmark.....                  | 80 |

# Executive summary

How does the development of the credit markets affect the price on houses? This question is the focus in this report.

During the last 30 years we have seen a transformation of the credit markets for mortgage loan in many countries. In the past markets for mortgage loan were heavily regulated, but also very cheap because of economic support from the state. Today, the markets are "market friendly" in many countries. In some countries, however, markets have not changed very much and remain regulated today.

Many of the new loans have led to a reduction in monthly payment and thus made it possible to borrow more money. This has driven the house prices to a higher level than ever before. The main disadvantage of these new loans is that house owners today are very exposed to risks - especially the risk of an increase in the interest rate.

The reason why house owners choose these risky loans seems to be a lack of financial understanding. Many do not have the skills to understand simple finance, others underestimate the risk of increased interest rate levels and large numbers of house owners have a very short planning horizon. This all leads to a focus on the monthly payment today.

However, this development could not have been possible without the lenders. During the last 30 years the financial sector has changed from a cautious business to a business in search for profit. Another reason is the low interest rate which has driven lenders to take more risk taking and finally lenders also seem to have really underestimated the risk of losing money.

# 1 Indledning

Hvad bestemmer egentlig boligpriserne? Arbejdsløsheden? Renten? Afdragsfrie lån? Grådige bankdirektørers lønbonusser? Svaret på spørgsmålet kan synes bredt og uoverskueligt, og det afhænger i høj grad af, hvem man spørger, og hvilke faktorer man kigger på.

Et muligt sagligt og neutralt svar finder man hos IMF, der i 2004 lavede en bred undersøgelse af emnet, hvori der var medtaget nogle andre faktorer end normalt. Undersøgelsen blev foretaget på data fra 18 lande i perioden 1971 til 2003.<sup>1</sup>

Resultatet af undersøgelsen var, at tre undersøgte forhold viste sig at have en signifikant betydning for boligpriserne. De tre forhold var sidste periodes ændringer i boligpriserne, forrige periodes affordability ratio – dvs. reale huspriser i forhold til realindkomsten – og endelig fundamentals. Det første forhold viser, at boligmarkedet er et ineffektivt marked, hvor prisdannelsen sker langsomt. Koefficienten i undersøgelsen er på 0,521 svarende til, at ca. halvdelen af forrige periodes stigning eller fald kan overføres direkte til den næste. Det andet forhold viser, at der synes at være et gennemsnit for, hvad boligerne kan koste i forhold til indkomsten. Stiger boligerne mere end indkomsten, vil de have en tendens til at vende tilbage mod gennemsnittet. Det sidste forhold, fundamentals, er formuleret noget anderledes end normalt. Ud over det man normalt kigger på med indkomst, skat og rente, så er der i denne undersøgelse også medtaget fire andre faktorer. Den ene er en kreditvækst. Den anden er en vækst på aktiemarkedet, der vel er tænkt som en form for formueangivelse. Den tredje er befolkningsvæksten, og den fjerde er den noget kryptiske betegnelse bankkrise (hvordan man så ellers kvantificerer den slags til noget, man kan sætte ind i en formel).

Selvom der er en statistisk sammenhæng mellem de enkelte faktorer, skal man dog være opmærksom på, at det ikke nødvendigvis er det samme som, at boligpriserne så også styres af dem.

---

<sup>1</sup> IMF (2004), s. 74-76

Det kan også skyldes, fx at både aktiemarkedet og boligmarkedet styres af de samme faktorer: Rente, indkomst, konjunktursituation mv.<sup>2</sup>

De ”almindelige” fundamentals, som fx rente, indkomst og skat er en klassisk tilgang til emnet. Jeg vil gerne undersøge den påvirkning, som de finansielle markeder kan tænkes at have på boligpriserne. Problemstillingen er blevet aktualiseret af den igangværende finanskriser, hvor der har været røster fremme om, at risikovillige banker, liberaliseringer af lånemarkeder mv. har pustet boligpriserne op. Boligpriserne er de senere år kommet op i et leje, der er historisk højt. I USA taler man om, at bankerne har lånt alt for meget ud til folk, der ikke var kreditværdige – de såkaldte subprime lån. Herhjemme har det især været de afdragsfrie lån, der i medierne har præget debatten om boligpriserne, selvom også en forklaring om grådige bankdirektører efterhånden synes at have vundet en lige så stor tilhængerskare i medierne.

Når emnet er interessant, så er det især, fordi det er en del af den debat, der har været i medierne omkring især de afdragsfrie lån. De afdragsfrie lån er dog kun en mindre del af en lang større, international udvikling, der er foregået over de seneste tre årtier. Derfor er det også nødvendigt at brede emnet ud over flere lande og flere låntyper, og derudover også medtage en række andre faktorer.

Derudover er emnet også interessant, fordi det på en måde lyder temmelig banalt, men ved nærmere eftertanke virker ganske paradoksalt. Banalt fordi boliger langt hen ad vejen handles på baggrund af de månedlige ydelser, men paradoksalt fordi den slags økonomisk set er helt forkert. De månedlige ydelser er jo blot et udtryk for drænet på likviditeten. Det siger intet om, hvad det reelt koster at bo i en bolig.

Hvis man tænker over, hvad der påvirker boligpriserne, så er det ikke umiddelbart disse faktorer, man tænker på. Man tænker i stedet på user cost, renten, indkomsten, arbejdsløsheden, skatten mv.

---

<sup>2</sup> Pointen er taget fra Miles (1993), s. 6, hvor han argumenterer for, at sammenfaldet mellem forbrug og huspriser snarere skyldes, at de er drevet af samme faktorer end en årsag/virkningssammenhæng mellem de to. Leamer (2007) s. 151-152 argumenterer for, at der også kan være statistiske sammenhænge, som udelukkende skyldes tidsmæssige sammenfald i ellers uafhængige begivenheder.

og på udbudssiden primært byggeomkostningerne. Introduktionen og udbredelsen af nye låneformer indgår slet ikke i overvejelserne. Det kan man forvisse sig om ved at se på de formler, fx vismændene, Nationalbanken eller Danmarks Statistisk benytter sig af. De er alle sammen bestemt af user cost på den ene eller anden måde.

Jeg synes, at en undersøgelse af de finansielle faktoreres betydning for boligpriserne er spændende netop, fordi det er en anderledes måde at anskue problemstillingen på end den traditionelle, samtidig med at det er vinkel, der passer fint til den i medierne omtalte diskussion.

## 1.1 Problemformulering

På baggrund af ovenstående vil jeg undersøge følgende spørgsmål:

*Hvorfor er boligpriserne internationalt set steget så voldsomt i årene frem til 2006 set i lyset af den udvikling, der er sket på finansmarkederne?*

Finansmarkeder skal forstås bredt, som værende lånerestriktioner, strukturer hos virksomhederne på markedet, renten mv. Tilsvarende skal år 2006 ikke forstås bogstaveligt, men som en understregning af, at det er den seneste stigning i boligpriserne, som satte ind i 1990'erne og varede indtil omkring 2006/07.

For at kunne besvare dette spørgsmål vil jeg besvare følgende underspørgsmål:

- Hvilken udvikling er der sket på kreditmarkederne historisk og på tværs af landegrænserne?
- Hvilken betydning har denne udvikling haft for boligejernes valg af låntype?
- Hvordan påvirkes låntagernes adfærd af denne udvikling i relation til boligpriserne?
- Hvordan er långivernes adfærd påvirket af udviklingen på de finansielle markeder?
- Påvirkes boligpriserne overhovedet nævneværdigt af udviklingen på finansmarkederne?

Vægten i opgaven vil være at undersøge de nye låntyper, der er kommet på markedet de seneste tre årtier, især det seneste årti. Jeg vil primært undersøge, hvorfor disse lån er blevet så populære.

Opgaven er opdelt i to overordnede dele. Den første del koncentrerer sig om en beskrivelse og analyse af udviklingen på kreditmarkederne, mens den anden del fokuserer på aktørernes adfærd og forståelse.



Jeg vil starte med kort at præsentere prisudviklingen på boligmarkedet i en række lande i kapitel 2. Dernæst vil jeg undersøge liberaliseringen og dereguleringen af kreditmarkeder i kapitel 3, mens jeg i kapitel 4 vil diskutere betydningen af liberalisering og deregulering, når der samtidig er sket en stramning af finanspolitikken og et fald i inflationen.

I den anden del vil jeg først i kapitel 5 præsentere, hvordan låntyperne burde fordele sig, hvordan det er i praksis. Dernæst vil jeg undersøge og diskutere forbrugernes adfærd, herunder deres finansielle forståelse, i kapitel 6, mens jeg vil behandle långiversiden i kapitel 7.

Jeg vil slutte med i kapitel 8 at forsøge at undersøge problemstillingen via en anden tilgang for på den måde at komme hele vejen rundt omkring udviklingen.

Det må understreges, at det ikke er hensigten med opgaven at konkludere noget som helst med sikkerhed, og ej heller at udråbe en ansvarlig for udviklingen på boligmarkedet. Det kan ikke blive andet end kvalificerede gæt og forsøgsvise forklaringer, da man ikke kan undersøge faktorerne enkeltvis. Hvis boligpriserne i Danmark steg, efter man indførte de afdragsfrie lån, er det så fordi, at der var en sammenhæng? Man kan ikke vide det, for der er ingen mulighed for at undersøge, hvordan boligpriserne ellers ville have udviklet sig. Ligeledes er det heller ikke muligt at finde svar ved at sammenligne med andre lande, da ingen lande er identiske med hensyn til rente, ledighed, løn, strukturer på finans- og boligmarkedet mv. Man kan i stedet tale om, at noget sandsynligvis har haft en påvirkning, da der er sket en ændring i forhold til tidligere og i forhold til andre lande, men fastslå det med sikkerhed, kan man ikke.

Opgavens formål er i stedet at analysere og diskutere hvorvidt, der kan tænkes at være en effekt fra finansmarkederne på boligpriserne, og på hvilken måde. Der vil så vidt muligt blive inddraget kilder, der modsiger hinanden, for på den måde at nuancere opgaven og opnå en mere saglig konklusion.

## 1.2 Afgrænsning

Jeg vil i opgaven kun beskæftige mig med ejerboliger og helårsboliger, selvom konklusionerne herfra sikkert ikke vil afvige meget i forhold til sommerhuse og andelsboliger. Geografisk vil fokus være på Danmark og de angelsaksiske lande, mens andre OECD-lande, især dem der skiller sig ud, også vil blive berørt om end i mindre grad. Enkelte andre lande vil blive nævnt, men ellers ikke behandlet i større udstrækning.

Det er hensigten med opgaven at undersøge tingene på et overordnet plan. Bl.a. fordi konklusionen på opgaven dermed, kan overføres på andre liberaliseringer/stramninger, end lige netop de i opgaven berørte. Derfor vil meget konkrete faktorer, som eksempelvis user cost, ikke blive berørt i opgaven, da det kræver meget konkrete tal og forudsætninger, der varierer afhængig af personen og boligen. Af samme grund vil der heller ikke blive anvendt meget konkrete eksempler i opgaven, men i stedet mere generelle eksempler.

Der vil i opgaven blive behandlet lån af forskellige typer, men alt overvejende vil dette være en simplificering af virkeligheden. Der vil groft sagt kun blive skelnet mellem fastforrentede og variabelt forrentede, selvom der findes forskellig former for kombinationer af lån med renteloft. Disse lån vil blive behandlet som værende variabelt forrentede, og det bevirker, at der vil ske en overvurdering af konsekvenserne ved en rentestigning og dermed en overvurdering af risikoen ved de variabelt forrentede lån.

## 1.3 Metode

Jeg vil ikke selv indsamle data, men udelukkende benytte andres arbejde, som jeg så vil diskutere og holde op mod hinanden. De tekster og teorier, jeg vil benytte, vil primært rette sig mod USA og England. Jeg vil derfor løbende forsøge at koble disse til forholdene i andre lande, først og fremmest Danmark, for på den måde at sætte tingene i perspektiv.

## 1.4 Kilder

Jeg vil så vidt muligt anvende objektive kilder. Dvs. kilder hvis forfattere er rimeligt uafhængige af begivenhederne, såsom tekster fra forskningsinstitutioner, centralbanker, ministerier, IMF og OECD. Jeg vil dog i mindre grad anvende afhængige kilder fra eksempelvis Realkreditrådet, men som sekundær litteratur.

## 2 Boligprisernes udvikling

I dette kapitel vil jeg kort præsentere de faktuelle oplysninger omkring boligmarkedet, renten og boliggylden. Kapitlet er tænkt dels som en underbygning af de i indledningen nævnte påstande om boligmarkedet, og dels er det meningen, at kapitlet skal fungere som et fundament for den videre del af opgaven.

### 2.1 Problemer ved at måle og sammenligne boligpriser

Hvor meget er boligpriserne egentlig steget de senere år? Spørgsmålet kan umiddelbart lyde meget nemt at besvare. Boliger handles løbende. Derfor skulle man tro, at det var nemt at skaffe oplysningerne, og så vise resultatet i en graf. Helt så nemt er det på ingen måde. Der er en stribe af problemer, når man skal udarbejde en sådan graf.

Det første og måske mindste problem er, at man skal korrigere for inflationen, hvis man skal kunne sammenligne over tid. Det er der dog allerede taget højde for i mange internationale undersøgelser, så det er normalt ikke noget problem, men man skal alligevel være opmærksom på det.

Et andet problem er, at man skal måle på den samme bolig over tid. Dvs. at eventuelle forbedringer i boligmassen skal man på en eller anden måde korrigere for. Nye boliger bliver hele tiden større og bedre, og derfor må man forvente, at det giver sig udslag i højere priser. Dertil kommer forbedringer i de eksisterende boliger, hvilket igen må forventes, i hvert fald delvist, at afspejle sig i priserne. Situationen kendes fra Danmark, hvor der især i de seneste år er foretaget en masse forbedringer i landets boliger, og det har til tider været noget nær umuligt at få fat i en håndværker (omend billedet i dag er vendt). Hvor meget, det reelt betyder, er svært at vurdere, men at det ikke er ubetydeligt illustreres af, at Håndværksrådet og ejendomsmæglerkæden Home har anslået den samlede værdi af forbedringerne i 2005 og 2006 til helt op mod 200 mia. kr. svarende til en

tredjedel af stigningen i boligpriserne.<sup>3</sup> En del af dette tal vil dog være almindelig vedligeholdelse, og derfor skal tallet tages med et vist forbehold.

Et tredje problem er, hvordan man måler. Et godt eksempel på denne problemstilling finder vi i Danmark, hvor vi måler på kontantpriser. Kontantpriserne i Danmark er dog en relativ ny måde at måle boligpriser på, og derfor er det ikke uproblematisk, når man skal sammenligne med boligpriserne fra tidligere perioder.

Man kan også pege på problemer med, om der måles for hele landet eller kun for en del af landet. I Danmark måler man normalt for hele landet, mens andre landes prisindeks kun dækker udvalgte områder, typisk de større byområder.<sup>4</sup> Alene derfor må man forvente, at der er store forskelle i landes udsving på boligmarkedet, hvor de lande, der kun medtager dele af boligmarkedet, vil have større udsving end lande, hvor indekset tages af hele boligmassen.

Et sidste problem er, at de forskellige indeks typisk kun løber over en kort periode. Hvis man vil have et længere perspektiv, er man derfor ofte nødt til at sammenstykke indekset ud fra flere forskellige opgørelser, hvilket selvsagt svækker validiteten af tallene betydeligt.

Alle disse problemer gør, at det er meget vanskeligt at sige noget helt nøjagtigt om boligpriserne på tværs af landene. Eksempelvis må man forvente, at lande, der benytter boligpriser for byerne, vil vise væsentligt større udsving end lande, der benytter priser for hele landet. Situationen kendes hjemme fra Danmark, hvor boligpriserne eksempelvis i København, er mere volatile end i resten af landet. Derfor skal tallene for boligmarkedet ikke opfattes som udtryk for eksakte værdier, men snarere som udtryk for den bedst mulige beskrivelse af udviklingen.

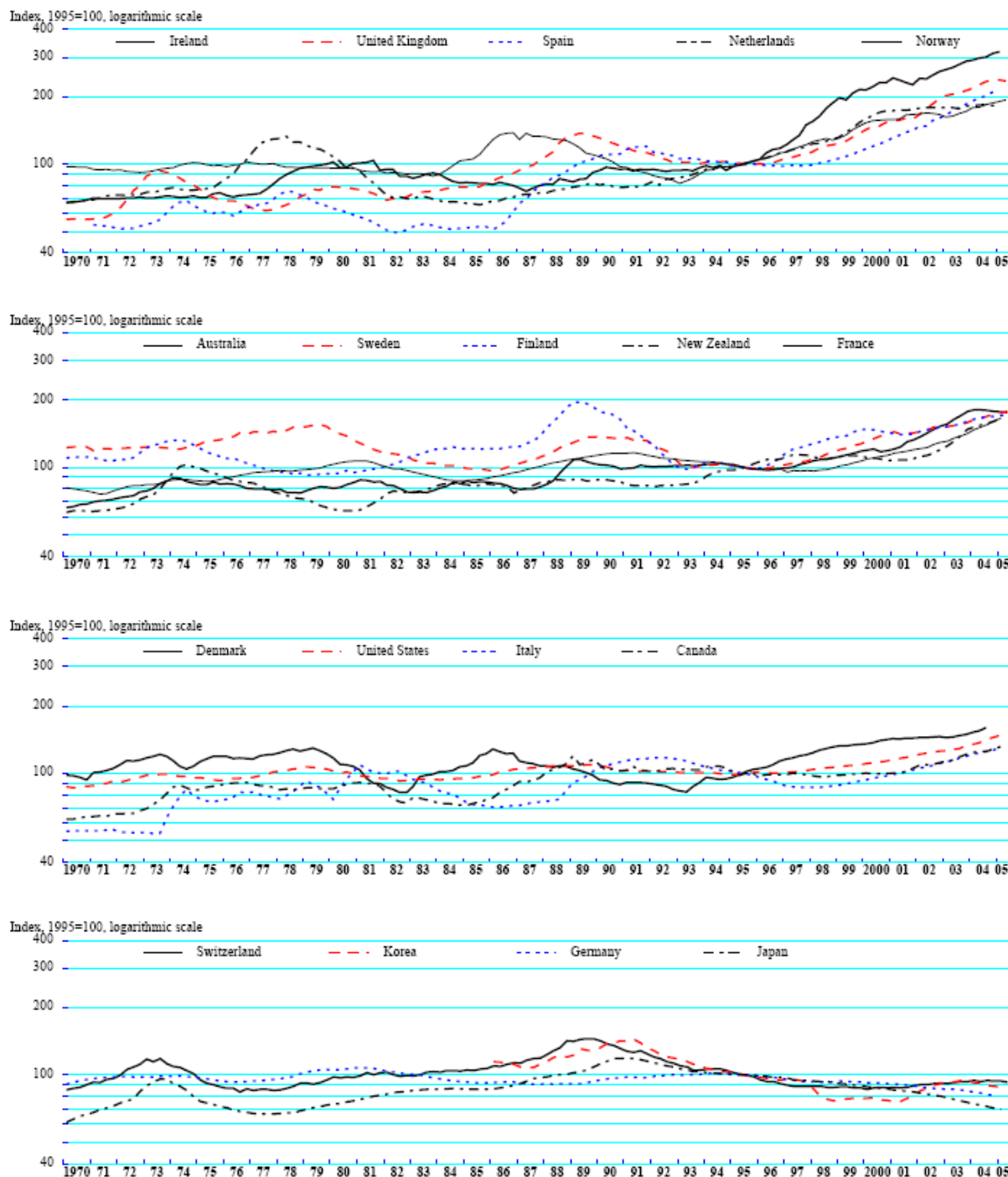
## 2.2 Boligprisudviklingen

---

<sup>3</sup> Berlingske Tidende (2006)

<sup>4</sup> OECD (2006), bilag A1

Nedenfor er vist nogle figurer for de reale boligpriser i en række OECD-lande i perioden 1970 til 2. kvartal 2005. Tallene er baseret på en række forskellige indeks og opgørelsesmetoder, jf. ovennævnte, og er derfor ikke helt sammenlignelige.<sup>5</sup>



Figur 1. Boligprisernes udvikling fra 1970-2005 i udvalgte OECD-lande. Udvikling i reale priser. Kilde: OECD (2006), side 5, figur 1.

<sup>5</sup> Se OECD (2006), bilag A1 for definitioner. Hvert land har sin egen definition, der er suppleret med tal fra BIS.

Opgørelsen sluttede desværre allerede i 2005, mens boligpriserne først toppede året efter. Det er derfor, at de fleste kurver viser en voksende tendens. Havde man taget 1-2 år yderligere, så ville man se, at priserne steg yderligere, for herefter at begynde at falde. Bemærk i øvrigt at skalaen er logaritmisk, hvilket får såvel stigninger som fald til at virke mindre i forhold til en afbildning efter en normal skala. Til gengæld kan man så se, at stigningerne (og faldene) i priserne virker meget konstante. Der er for de fleste lande ikke nogen tendens til, at stigningen begynder at aftage i slutningen af perioden.

Figurerne viser, at boligpriserne overordnet set bevæger sig i cykler af forskellig varighed. De enkelte landes udvikling varierer meget, men der synes alligevel at være nogle sammenfald. Eksempelvis oplever alle landene en top i boligpriserne i slutningen af 1980'erne. Et andet sammenfald er den aktuelle stigning i boligpriserne, som i mange lande sætter ind i midten af 1990'erne, og som er usædvanlig stor og usædvanlig lang sammenlignet med tidligere tider<sup>6</sup>.

Figurerne viser også, at selvom boligpriserne udvikler sig forskelligt i landene, så er der alligevel nogle klare ligheder. Bl.a. kan man se, at boligpriserne de senere år er steget til et niveau, der ikke er set tidligere for en række af landenes vedkommende. Størrelsen varierer fra land til land, men der er tale om noget, der ligner en fordobling for en række af landene. Man kan endvidere se, at der også tidligere har været store prisstigninger på boligmarkedet, bl.a. i 1980'erne, hvor mange lande, herunder Danmark, oplevede stigende boligpriser og efterfølgende fald.

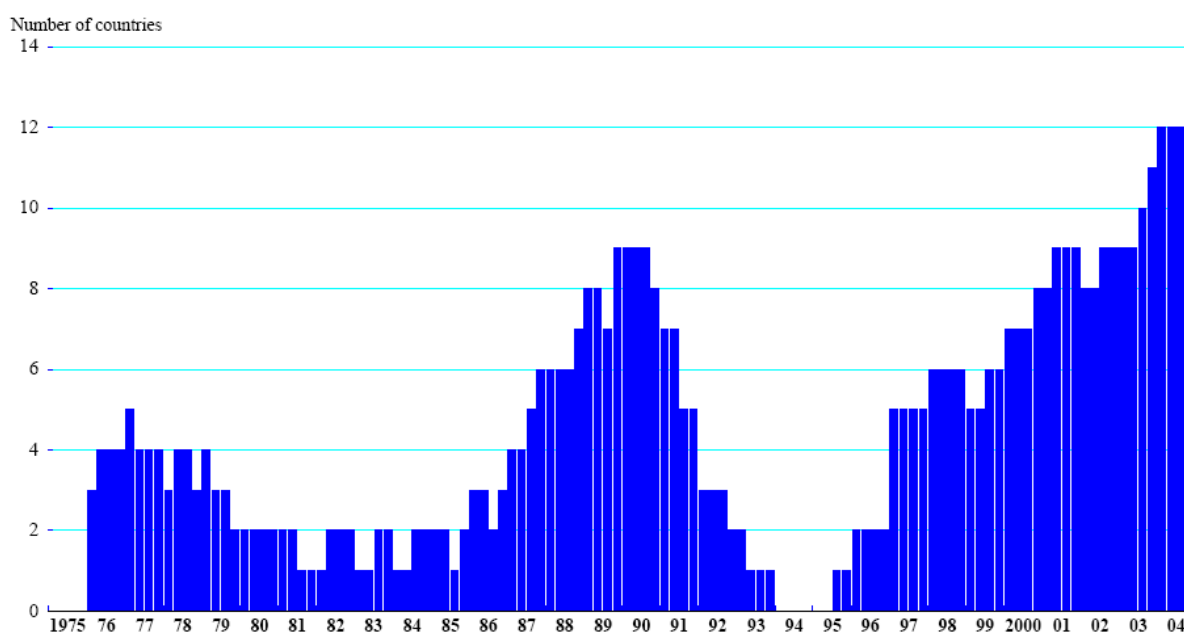
En anden ting, man kan se, er, at der trods lighederne også er nogle lande, hvor prisudviklingen går i en helt anden retning. Schweiz og Korea haft rimelig konstante boligpriser siden 1995, mens Tyskland og Japan har haft markant faldende boligpriser. De to sidstnævnte, men især Japan, har de sidste mange år været præget af lavkonjunktur, så det er måske ikke så underligt, at det har sat sig spor i boligpriserne.

---

<sup>6</sup> OECD (2006), s. 6-9 har en større gennemgang og underbygning af cyklerne.

Man skal være klar over, at landenes cykler også afhænger af, hvordan strukturen er i de forskellige lande. Det kan bedst illustreres ved et eksempel: I Danmark tager det lang tid fra boligejerne kommer i økonomiske vanskeligheder, og til boligen kommer på tvangsaktion. Det kan tage op til et år. I USA derimod går det meget hurtigere: Kommer en boligejer i økonomiske vanskeligheder, kan han sende nøglen til realkreditinstituttet og lade boligen gå på tvangsaktion. Når først en tvangsaktion er gennemført, kan man som udgangspunkt ikke forfølge boligejeren længere. Derfor må man forvente, at prisudviklingen foregår i forskelligt tempo i de enkelte lande.

Man kan måske bedre, eller i hvert fald på anden måde, illustrere, at udviklingen på boligmarkedet er international. Nedenstående figur viser, hvor mange lande, der har oplevet markante stigninger i boligpriserne over en periode på fem år:



Figur 2. Antal lande (ud af 17 OECD-lande) med en stigning i de reale boligpriser på mere end 25 % over en periode på 5 år. Kilde: OECD (2006), side 10, figur 2.

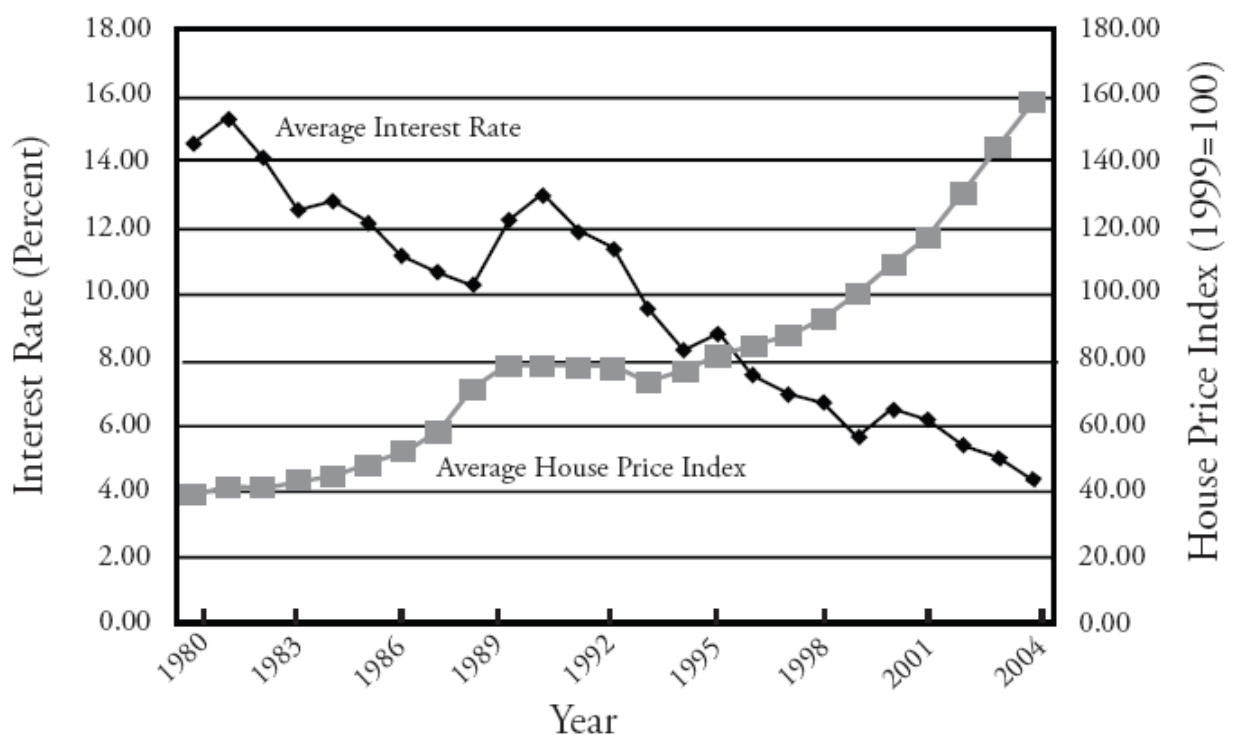
Figuren viser, at det ikke kun er stigningen i boligpriserne, der har været historisk stor i den seneste periode. Det er også stigningens omfang og længde, der har været i en hidtil uset skala. Figuren er mere flad i den første del af perioden, mens udsvingene er større i den sidste. Det kunne indikere, at



der er blevet større grad af korrelation landene imellem igennem perioden. Undersøgelser tyder dog på, at det ikke er tilfældet. Korrelationen OECD-landene imellem er på omkring 0,4<sup>7</sup>, svarende til at omkring 40 % af bevægelserne på boligmarkedet er internationalt synkroniserede.

## 2.3 Renten

I samme periode som boligpriserne er steget markant, så er renten i landene faldet. Det gælder såvel den korte som den lange rente. Renten topper i de fleste lande i starten af 1980'erne og falder herefter igennem resten af perioden. Især i tiden efter terrorangrebet 11. september 2001 var renten særdeles lav. Nedenstående figur illustrerer udviklingen:



Figur 3. Den globale, nominelle rente sammenholdt med den globale prisudvikling på boliger 1980-2004. Kilde: Green & Wachter (2007), s. 27, figur 3.

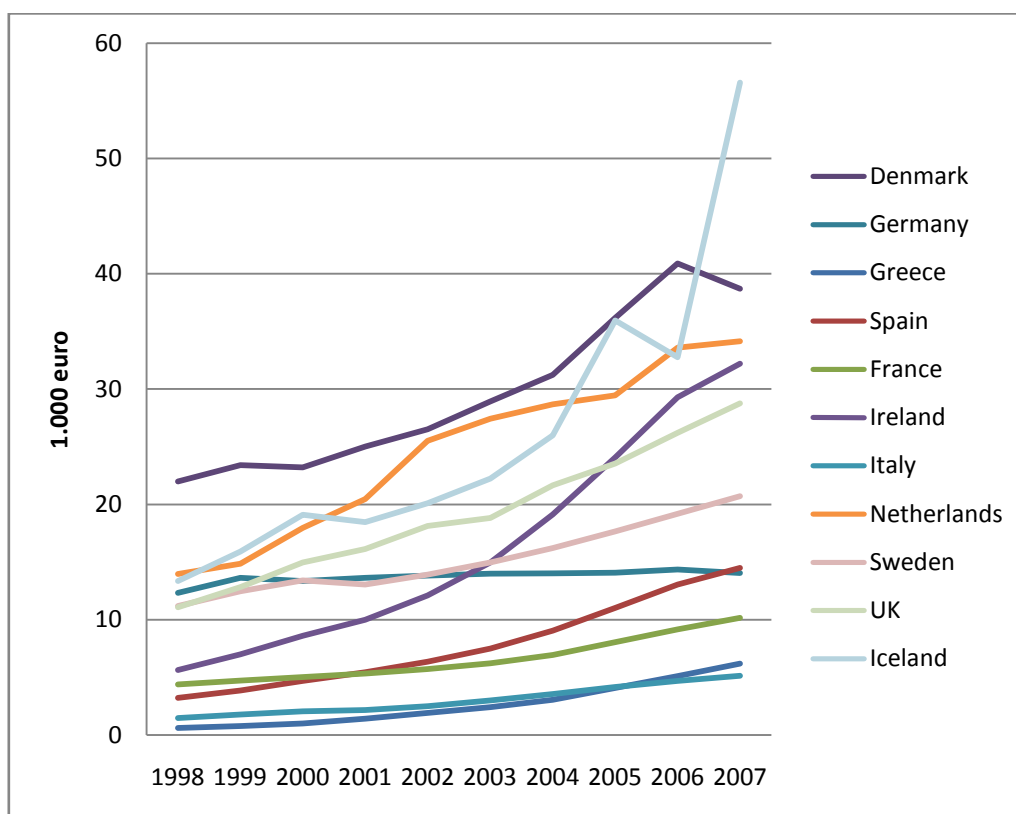
<sup>7</sup> IMF (2004), s. 80.

Der er tale om en gennemsnitlig rente på realkreditlån og boligprisudvikling for en række industrilande.

Figuren viser, at boligprisernes stigning de sidste 30 år tilsyneladende hænger fint sammen med det tilsvarende fald i renten.

## 2.4 Gældsudvikling

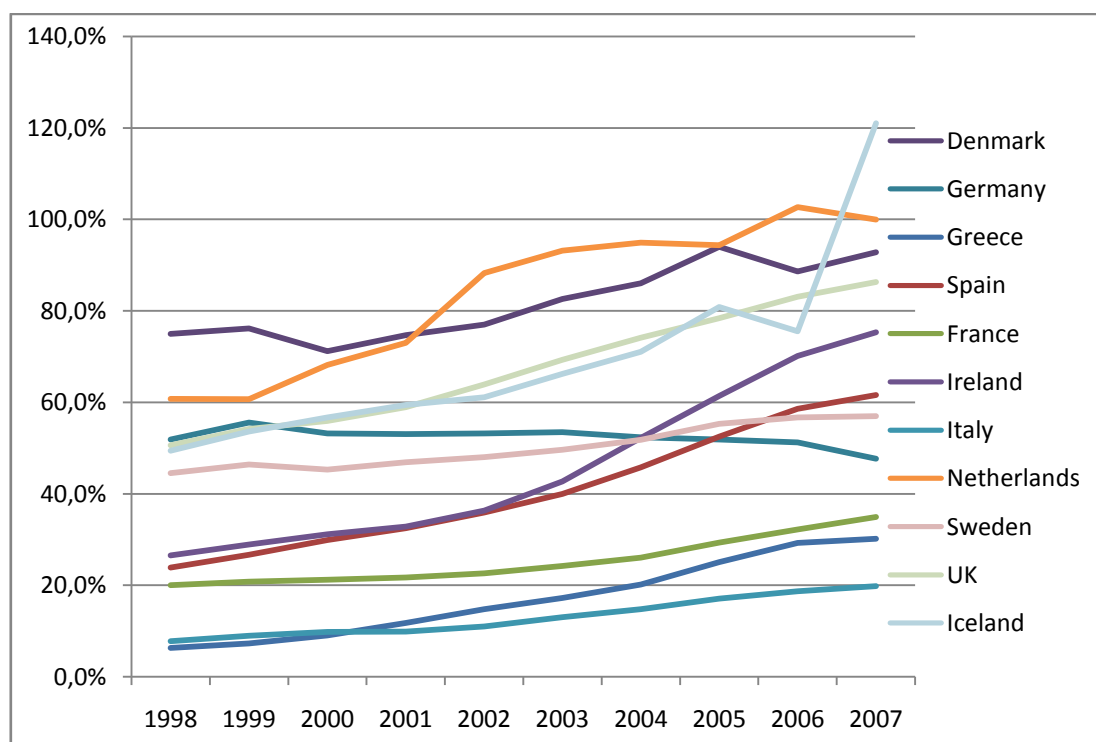
Det sidste afsnit i dette kapitel handler om boliggælden. Der tænkes her på realkreditgæld og lignende. Almindelig bankgæld er ikke med i opgørelserne. Gælden er steget meget de seneste år. Nedenstående figur viser boliggældens udvikling i udvalgte europæiske lande i perioden 1998-2007. Figuren viser gælden pr. indbygger:



Figur 4. Realkreditlån pr. indbygger opgjort i antal 1.000 euro. Hele talmaterialet kan ses i bilag A. Kilde: Hypostat 2007, s. 58.

Figuren viser, at gælden er steget markant i næsten alle lande. I lande som Irland, Spanien og Island er gælden steget mest med helt op til 470 %. Måske et forvarsel om den økonomiske krise, der skulle ramme netop disse lande meget hårdt få år senere? Fælles for disse lande er, at det også er her, at boligprisstigningerne har været kraftigst. Tyskland er det eneste land i figuren, hvor gælden er nogenlunde konstant i perioden, samtidig med at landet også er det eneste land, der ikke har oplevet store prisstigninger. I et gennemsnit af alle landene er gælden steget med 200 %. Bemærk i øvrigt at Danmark er det land, hvor boligejerne er mest forgældede, bortset fra Island. Enkelte af landene i figuren er ikke med i euroen, hvorfor noget af udsvingene kan skyldes kursudsving.

Noget af stigningen kan forklares med, at der har været højkonjunktur i samme periode. Et land som fx Irland har i samme periode oplevet en meget høj økonomisk vækst. Forskellen mellem landene kan være, at der er en tilsvarende forskel på velstandsstigningen landene imellem. Det kan man korrigere for ved at sammenligne gælden med bruttonationalproduktet:



Figur 5. Realkreditlån i forhold til BNP. Hele talmaterialet kan ses i bilag B. Kilde: Hypostat 2007, s. 57.

Figuren viser, at stigningen i gælden også er markant i forhold til den generelle velstandsstigning i samfundet i øvrigt. Der er altså ikke blot tale om en forøgelse af gælden som følge af den generelle økonomiske udvikling. Der er derimod tale om en signifikant stigning i gælden i husholdningerne.

Stigningerne bliver dog generelt noget mindre, når man opgør dem på denne måde. Den gennemsnitlige stigning er nu "kun" på 90 %. Klart mindre, men stadig er der tale om, at gælden, i forhold til samfundsøkonomien som helhed, nu udgør dobbelt så meget. Konklusionen er, at der er sket en massiv gældsættelse af boligejerne internationalt set. Samtidig kan man ane en vis sammenhæng mellem gældsættelsen og boligprisstigningerne. Det vil blive behandlet nærmere i de næste kapitler.

# 3 Deregulering og innovation

I dette kapitel vil jeg beskrive og forklare udviklingen indenfor regulering og deregulering af boliglån ydet som realkreditlån, samt den innovation af nye låntyper, der ligeledes har fundet sted de senere år. Realkreditlån og det engelske ord ”mortgage”, som de udenlandske kilder henviser til, betyder egentlig ikke det samme. Mortgage er blot lån med pant og altså en meget bredere betegnelse. Derfor er alle mortgage lån heller ikke det samme som de danske realkreditlån, der er karakteriseret ved, at de kun udbydes af realkreditinstitutter, at de bliver solgt videre som obligationer, der handles i markedet, at der er gode kreditfølgingsmuligheder osv. Realkreditlån er blot den danske type af mortgage loans. Nogle af forskellene vil jeg beskrive under de enkelte lande. I denne opgave vil betegnelsen realkreditlån blive benyttet som synonym for mortgage.

Der vil i dette kapitel blive beskrevet den generelle internationale udvikling på området, men der vil være fokus på landene, USA, England, Danmark, Tyskland og Schweiz, som alle er nævnt i forrige kapitel, og som repræsenterer både de ligheder, men også nogle af de forskelle, der har været i de forskellige lande.

## 3.1 USA

I USA i de første årtier af 1900-tallet benyttede man sig af korte, variabelt forrentede lån, når man skulle finansiere boligkøb. Systemet viste sig dog ikke at være så robust som forventet, og da krisen kom i 1930'erne, og med den deflationen, brød systemet sammen. I stedet indførte man, som en del af New Deal, et nyt system, hvor boligejere fik lange, fastforrentede lån. Udbyderne af realkreditlån, først og fremmest de såkaldte ”Savings and loan associations”<sup>8</sup>, fik dækket deres behov for likviditet til finansiering gennem den korte markedsrente samt via lån fra staten til en rente under markedsniveauet. På den måde var det muligt at yde boliglån til en meget lav rente. Samtidig hævede man belåningsgraden, så folk havde nemmere ved at finansiere deres bolig.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Det er en virksomhedstype, som vi ikke kender i Danmark. Det er en slags sparekasse, der er specialiseret i realkreditlån. Dvs. at den udbyder realkreditlån, som den så selv ligger inde med. Den er en amerikansk institutionstype, selvom lignende virksomheder findes i England og Irland.

<sup>9</sup> Green & Wachter (2007), s. 40-42

Bagsiden af medaljen var så, at systemet var voldsomt reguleret. Det betød bl.a., at der var lagt konkurrenceforvridende elementer ind i lovgivningen, der sikrede, at der var tale om lokal kreditformidling: Den enkelte udbyder måtte kun gøre forretning indenfor et bestemt geografisk område, og i flere stater var der helt frem til 1970'erne direkte forbud mod at åbne mere end én filial.<sup>10</sup>

En anden ulempe ved systemet viste sig fra midten af 1960'erne. På det tidspunkt begyndte rentekurven at ændre form, og da hældningen blev negativ over nogle måneder i slutningen af årtiet, blev udbyderne af realkreditlån truet af konkurs. Noget måtte gøres. Regeringen greb ind i 1968, reglerne blev ændret og nye strukturer skabt på markedet for realkreditlån. Til det sidste hørte bl.a. oprettelsen af Freddie Mac, som skulle sikre likviditet til udbyderne af realkreditlån. En anden måde at forsøge at løse problemerne var at (gen)indføre variabelt forrentede realkreditlån, om end kun i begrænset omfang og kun i en begrænset periode. Myndighederne greb nemlig hurtigt ind og forhindrede yderligere udstedelse af denne låntype.<sup>11</sup>

Krisen blev overvundet, bl.a. fordi de makroøkonomiske faktorer, det vil først fremmest sige rentekurven, ændrede sig igen og blev mere gunstige. Men det varede kun en begrænset periode. Den næste krise indtraf allerede ti år senere, i slutningen af 1970'erne, da rentekurven atter vendte. Denne gang var hældningen desværre endnu mere negativ, og problemerne derfor større. Atter blev realkreditudbyderne truet af konkurs, da værdien af deres aktiver (lange fastforrentede obligationer) svandt kraftigt ind, mens den korte markedsrente, der skulle finansiere det, omvendt steg ganske voldsomt. Yderligere problemer opstod, da huspriserne for første gang siden 2. Verdenskrig begyndte at falde. Tidligere var priserne kun steget, hvilket betød, at kreditrisikoen var begrænset. Igen greb staten ind. Flere restriktioner blev ophævet, bl.a. fjernede man et renteloft, den geografiske begrænsning samt forbuddet mod variabelt forrentede lån (et forbud som dog havde været meget uklart). Samtidig ændrede man obligationerne ved at koble sikkerheden for den faste ejendom direkte til obligationen for på den måde at kunne videresælge obligationerne. På den måde kom realkreditudbyderne ikke til at hænge på hele risikoen selv. Området blev atter mere på markedsvilkår.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Rajan (2005), s.5

<sup>11</sup> Green & Wachter (2007), s. 44-46

<sup>12</sup> Green & Wachter (2007), s. 46-47

USA er altså gradvist gået fra at have et meget stramt og reguleret, mens også statsstøttet marked for boligfinansiering, til at have et marked, der fungerede mere på markedsvilkår. En anden måde denne markedsgørelse kommer til udtryk på, er via obligationsejernes sammensætning. Systemet var oprindeligt skabt til Savings and Loan Associations, som i deres velmagtsdage ejede små 60 % af realkreditobligationerne. Denne ejerandel er efterfølgende faldet voldsomt og er nu kun ca. 10 %. I dag er de fleste amerikanske realkreditobligationer pakket i puljer, som igen ejes af en mængde forskellige investorer - banker, forsikringsselskaber, mv.<sup>13</sup> Disse obligationspuljer vil blive behandlet nærmere i et senere kapitel.

En anden måde at vise denne udvikling, er, at værdien af de samlede realkreditlån i USA er steget ganske voldsomt. Fra 15 % af husholdningernes aktivmasse i 1949 til 28 % 30 år senere og videre til 41 % i 2001. Tilsvarende er realkreditgælden målt i forhold til BNP steget fra ca. 15 % i 1950 til omkring 30 % i 1970'erne. I dag udgør realkreditgælden som andel af BNP over 70 %.<sup>14</sup>

Alligevel er det nok for ensidigt at sige, at ændringerne udelukkende skyldes kriserne. Eller at ekspansionen i långivning kun skyldes deregulering. En anden årsag er renten, der har været faldende, især fra starten af 1980'erne og frem til i dag. Det har gjort alternativerne til de regeringsstøttede realkreditlån billigere og mere attraktive. Det er dog ikke noget særkende for USA. De faldende renter er et globalt fænomen.

En tredje årsag, man kan pege på i denne forbindelse, er de teknologiske ændringer. Dereguleringerne er ikke kun drevet af kriser, men også af den teknologiske udvikling. Mere konkret så skal den teknologiske udvikling forstås som bl.a. de landvindinger, der er sket indenfor vurdering og prisfastsættelse af risiko samt det gradvise mere effektive marked. I dag er det langt nemmere at indsamle, bearbejde og gemme informationer end tidligere.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Green & Wachter (2007), s. 43

<sup>14</sup> Green & Wachter (2007), s. 38-39

<sup>15</sup> Green & Wachter (2007), s. 24, White (2007), s. 73

Det seneste skud på stammen af nye låntyper i USA er de meget omtalte subprimelån. Subprimelån er egentlig blot lån, der ydes til folk, som ikke opfylder Fannie Mae eller Freddie Macs kriterier for långivning, og som derfor foregår i et finansieringssystem parallelt med det regeringsstøttede (og mere regulerede) system.<sup>16</sup> Lånene adskiller sig dog også fra de traditionelle boliglån ved at have nogle helt andre strukturer. Der er fx lån uden afdrag eller sågar lån med negativ amortisation, hvor rentebetalingen er lavere end renten i en periode, og hvor den manglende rentebetaling så lægges oveni hovedstolen. Det er bl.a. de såkaldte 2-28 (eller 3-27) lån, hvor renten er meget lav de to (tre) første år, mens den er højere de resterende 28 (27) år.

### 3.2 England

Udviklingen i England ligner i meget høj grad den amerikanske udvikling. Oprindeligt blev boliglån i England hovedsageligt udbudt af ”building societies”<sup>17</sup>. Disse lån var meget regulerede, men samtidig var de også meget billige – typisk var renten lavere end markedsrenten – og upåvirkede af konjunkturer og markedsændringer. Systemet mindede i høj grad om det amerikanske, men var blot endnu ældre. De såkaldte ”building societies” har rod tilbage til første halvdel af 1700-tallet.

I 1986 ændrede systemet sig, da politikerne vedtog ”The Building Society Act”. Ændringen betød dels, at ”building societies” måtte udbyde almindelige bankydelser, og dels medførte det en åbning for, at andre banker måtte udbyde variabelt forrentede boliglån. Det havde tidligere kun været muligt for bankerne at udbyde boliglån med fast rente, men disse lån kunne ikke konkurrere med den lavere rente, man kunne få hos de forskellige ”building societies”.<sup>18</sup>

Lovændringen og den faldende rente gennem 1990’erne betød, at de kommercielle bankers markedsandel på boliglån steg ganske voldsomt i de efterfølgende år. I 1991 havde de en markedsandel på knap 30 % af boliglånene, mens andelen ti år senere var steget til ca. 75 %. Denne

---

<sup>16</sup> Green & Wachter (2007), side 50

<sup>17</sup> En form for sparekasse, der især udbyder boliglån. Den minder om de amerikanske ”savings and loan association”, men har også siden 1986 drevet almindelig bankvirksomhed.

<sup>18</sup> Green & Wachter (2007), s. 23



udvikling fandt sted på bekostning af ”building societies”, hvis andel i perioden faldt fra ca. 65 % til 15 %.<sup>19</sup>

Det engelske marked for boliglån består i dag af utroligt mange låntyper<sup>20</sup>. Langt de fleste lån (over 95 %) er variabelt forrentede lån, hvor renten er låst fast i op til fem år, men typisk er den slet ikke låst overhovedet (dvs. den kan variere når som helst). Lange fastforrentede lån er nærmest ikke-eksisterende i England. Lån, hvor renten er fast i mere end ti år, udgør under én procent af den samlede lånemasse.<sup>21</sup>

### 3.3 Danmark

Det danske realkreditsystem er i sit udgangspunkt meget forskelligt fra de øvrige landes. For det første er selve systemet det ældste i verden grundlagt sidst i 1700-tallet<sup>22</sup>. For det andet har der aldrig været tab på realkreditobligationerne modsat fx USA, hvor der i perioder har været voldsomme tab. Der er historiske eksempler på tab op mod 20 % realkreditlån – vel at mærke før de seneste subprime lån og andet kom på markedet<sup>23</sup>. Endelig er muligheden for at købe obligationerne tilbage til markedskurs også helt enestående og kendes ikke andre steder fra, om end USA har et system, der minder lidt om det<sup>24</sup>.

Hvor man i USA har haft en nogenlunde jævn udvikling med stadig flere lempelser af reglerne fra 1930’erne, så er den danske udvikling mere ujævn med både stramninger og liberaliseringer under vejs. I 1970 indførte man en ny lov, der strammede op på den hidtidige lovgivning og satte den typiske løbetid for realkreditlån ned til 30 år. I starten af 1980’erne blev lånegrænserne sat op til 80 % af boligens værdi, men allerede få år efter skete der en ny stramning i forbindelse med Kartoffelkuren. Her indførtes en bestemmelse om, at nye realkreditlån skulle være 20-årige

---

<sup>19</sup> Green & Wachter (2007), s. 23

<sup>20</sup> På hjemmesiden <http://www.mortgages.co.uk/> kan man se en oversigt over de forskellige typer med alt fra fastforrentede lån til grønne (i betydningen bæredygtige) lån og islamiske lån. I alt 24 forskellige låntyper er oplystede.

<sup>21</sup> HM Treasury (2008), side 18, figur 1.3

<sup>22</sup> Muelbauer (2007), s. 312-313

<sup>23</sup> Green & Wachter (2007), s. 57

<sup>24</sup> White (2007), note 8

mixlån<sup>25</sup>. Den regel blev fjernet igen i starten af 1990'erne, og få år senere kom endnu en lempelse, da man gjorde det muligt at udstede variabelt forrentede lån<sup>26</sup>.

Den seneste lempelse kom i 2003, da man indførte et helt nyt produkt nemlig afdragsfrie lån. Afdragsfriheden er i loven begrænset til ti år, men kan principielt set fortsætte i det uendelige, hvis blot man kan få refinansieret lånet senest hvert tiende år.

Både variable og afdragsfrie lån, eventuelt i kombination, har vist sig at være særdeles populære. Variabelt forrentede lån udgjorde således knap 46 % af udlånsmassen i 4. kvartal 2008, mens de afdragsfrie lån udgjorde 49 %. Tre ud af fem afdragsfrie lån optages med variabelt forrentede lån, heraf en del med renteloft, hvilket betyder, at ca. 30 % af det samlede udlån er variabelt forrentede afdragsfrie lån.<sup>27</sup>

### 3.4 Andre lande

Udviklingen væk fra regulerede og statsstøttede boliglån og over til fleksible lån på markedsvilkår er ikke noget, der er enestående for den vestlige verden. Samme udvikling kan spores i store dele af den øvrige verden. Som eksempel kan nævnes Bangladesh og Sydkorea, som på trods af, at de to lande, især Bangladesh, ikke har kapitalmarkeder, der ligner den vestlige verdens, alligevel har gennemgået en lignende udvikling<sup>28</sup>.

Men trods lighederne mellem de allerede nævnte lande, så betyder det ikke, at udviklingen har været identisk i resten af verden. Flere af de konservative lande indenfor boligfinansiering er

---

<sup>25</sup> En hybrid mellem annuitetslån og serielån

<sup>26</sup> Primær kilde: Østrup (2002)

<sup>27</sup> ”Realkreditudlånet 4 kvartal 2008”. Da et enkelt af realkreditselskaberne ikke er medlem af Realkreditrådet, kan tallene ikke siges at være helt dækkende for det samlede udlån, men det kan dog give et meget godt billede af situationen.

<sup>28</sup> Green & Wachter (2007), s. 30-36

forblevet traditionelle og har dermed ikke gennemgået den samme udvikling i forhold til at liberalisere markedet for boligfinansiering<sup>29</sup>.

### 3.4.1 Tyskland

Et af de lande, der på dette område klart adskiller sig fra de tidligere nævnte lande, er Tyskland. Landet har traditionelt været mere konservativt inden for boliglån og er forblevet konservativt.<sup>30</sup> Standardlånet er stadig et langt fastforrentet lån. Lån med en fast rente i mere end 5 år udgør således i dag næsten 70 % af lånemassen.

Det tyske marked for boliglån er meget fragmenteret og udbydes primært af landets mere end 2.000 banker, selvom også andre finansielle aktører er involverede i boliglånene<sup>31</sup>. Til sammenligning er der kun fem selskaber i Danmark, der udbyder realkredit til ejerboliger<sup>32</sup>.

### 3.4.2 Schweiz

I Schweiz er udviklingen også gået i en helt anden retning end næsten alle andre lande. Den schweiziske boligfinansiering ydes af landets mange banker. Traditionelt har man haft både fastforrentede og variabelt forrentede lån, men de senere år er en ny gruppe af forskellige låntyper kommet til. Schweiz kan derfor på overfladen godt minde om de andre lande, som har været beskrevet hidtil.

Men det, der adskiller landet fra de andre, er, at disse nye lån slet ikke har vundet frem i nævneværdig grad. Tværtimod bevæger tendensen sig væk fra de mere risikable lån og over til de traditionelle fastforrentede lån. I 1994 udgjorde de fastforrentede lån kun knap 25 % af alle lån, men 10 år senere var næsten tre ud af fire lån med fast rente. Samme konservative tendens kan man se på

---

<sup>29</sup> White (2007), s. 72

<sup>30</sup> White (2007), s. 72

<sup>31</sup> Factsheet: Germany, s. 4

<sup>32</sup> Factsheet: Denmark, s. 5

en række andre områder i Schweiz. Fx er lånegrænserne lavere end i andre lande – der kræves eksempelvis min. 20 % friværdis for at få adgang til realkreditlån – og hos mere end ni ud af ti låntagere er boligen belånt med mindre end to tredjedel.<sup>33</sup>

### 3.5 Betydningen af realkredit

Indtil videre har dette kapitel handlet om realkreditlån, men man kan med rette spørge, om ikke betydningen af realkreditlånenes betydning for boligpriserne er noget overdreven. Michael Møller og Niels Christian Nielsen påpeger i deres gennemgang af den danske realkredits historiske udvikling, at ved de tidligere lave belåningsgrader på omkring 50 % var kreditrisikoen meget lav. De skriver et sted: ”Pointet er selvfølgelig, at havde man ikke haft kreditforeninger, så havde låntagerne nok fået finansieret disse lån på anden måde; det var ikke her, det store problem var.”<sup>34</sup>

Med samme logik kan man jo sige, at i dag, hvor lånegrænsen er omkring 80 % i mange lande, så er det de sidste 20 %, der er problemet. Derfor burde man nok koncentrere kræfterne mere omkring bankerne, som jo er dem, der skal finansiere de 20 %, og knap så meget om realkreditinstitutternes udlån. Det er jo nok tvivlsomt, hvor mange især førstegangskøbere, der kan erlægge en femtedel af boligens pris i udbetaling, så de kan klare sig kun med realkreditlån.

### 3.6 Delkonklusion

I de sidste tre årtier er der i en række vestlige lande sket en række ændringer i den måde, boliger finansieres på. Der er sket en gradvis liberalisering, hvor flere forskellige låntyper er blevet tilladt. Tidligere var det lange, fastforrentede lån, der var den dominerende og i mange tilfælde var det den eneste låntype overhovedet. I dag er der i de fleste lande et bredt udvalg af lån til rådighed med forskellige former for variabelt forrentede lån, lån med en længere løbetid og ændrede afdragsformer.

---

<sup>33</sup> Brown (2005)

<sup>34</sup> Michael Møller (1997). NB: Passagen findes ikke i alle udgaver af artiklen.

Endvidere er der på det strukturelle plan sket store ændringer i perioden. Fra at have været et stramt statskontrolleret system med mange restriktioner, fungerer markedet for boliglån i dag i langt højere grad på markedsvilkår. Det vil sige, at prisdannelsen sker frit, og mange bindinger på lånevilkårene er væk.

Ikke alle lande har dog oplevet denne udvikling. Nogle lande er i stedet forblevet i det stramme og regulerede system, hvor der er en masse reguleringer og begrænsninger i mulighederne for at udbyde boligfinansiering. Det mest kendte eksempel på et sådan land er Tyskland, mens et land som Schweiz er – om ikke lovgivningsmæssigt, så dog reelt – også rimelig konservativt indenfor dette område.

Mange – måske alle – af de nyskabelser, der er sket indenfor boligfinansiering den seneste årrække er blevet brugt til et klart formål: At få den månedlige ydelse ned. Boligejerne skal have den mindst mulige månedlige betaling overhovedet.<sup>35</sup> Dermed har det været muligt at låne mere, uden at ydelsen blev sat væsentligt op.

Det kan ske på tre måder: Man kan skifte fra fast til variabel rente. Man kan forlænge lånets levetid, og endelig kan man reducere afdragene, så ydelsen kun består af rentebetalinger. Alle tre måder har man i en eller anden form set i både Danmark, England, USA og en række andre lande. Længst er man nok gået i USA, hvor man – som tidligere beskrevet – har haft lån med negativ amortisation i en kortere periode. Det er næppe noget, der kommer til at brede sig i nærmeste fremtid, og af samme grund må man formode, at lempelserne er ved at være ovre for denne gang. Man kan dårligt forestille sig måder, hvorpå man kan reducere de månedlige betalinger yderligere.<sup>36</sup>

Foreløbig kan det dog konstateres, at der i hvert fald er et tidsmæssigt sammenfald mellem den forøgede gæld og de stigende boligpriser. Ligesom det kan konstateres, at der er en sammenhæng mellem landenes lempelser, deres stigninger i boliggælden og så deres boligpriser: De lande, der har oplevet lempelser og en vækst i nye låntyper, er også de lande, hvor gælden er steget og hvor

---

<sup>35</sup> Lunde, Scanlon & Whitehead (2008), s. 115-116

<sup>36</sup> Lunde, Scanlon & Whitehead (2008), s. 115-117

boligpriserne ligeledes er steget. I lande som Tyskland og Schweiz, der har været reaktionære på dette område, er stigningerne derimod udeblevet. Det kunne tyde på, at liberaliseringerne af kreditmarkederne betyder en øget låntagning, som så igen presser boligpriserne op. I kapitel 5 vil jeg kigge nærmere på den låntagning, der er sket i perioden.

## 4 Finanspolitisk stramning

I de to forrige kapitler har jeg skitseret de lempelser, der er sket af finansmarkederne og rentepolitikken de seneste årtier. I samme periode som alt dette har fundet sted, er der paradoksalt nok sket en finanspolitisk stramning, der forringer mange af fordelene ved ejerboliger, og dermed burde udligne effekterne. Dette ses meget tydeligt i Danmark, men det er også sket i en række andre lande. Jeg vil her kigge på to faktorer: Renten og skatten.

### 4.1 Lavere realrente

Det er rigtigt, som tidligere beskrevet, at renten er faldet i perioden, men det samme er inflationen. I beskrivelserne af de forskellige landes udviklinger har stort set alle de kilder, jeg har brugt hidtil, peget på, at renten har været faldende. Flere af kilderne pointerer eksplicit, at der er en endog meget kraftig statistisk sammenhæng mellem den faldende rente og de stigende boligpriser i perioden. Man kan også se det af figurerne i kapitel 2. Ligesom det er et ofte fremført argument i medierne. Green og Wachter gør dog – i en enkelt sætning – opmærksom på, at der faktisk aldrig er påvist nogen statistisk sammenhæng mellem realrenter og huspriser: ”Interestingly, no relationship is found between real interest rates and house prices”<sup>37</sup>

Det er interessant, da det relevante jo ikke er, hvad den nominelle rente er. Det interessante er, hvad man reelt skal betale, når man indregner både skatten og inflationen. Disse to størrelser er ofte meget forskellige, omend udviklingen går i retning af en lavere skattefordel og pt. også en lavere inflation.

Endvidere må man overveje, hvad det egentlig betyder, at der ikke er nogen sammenhæng mellem de reale renter og boligpriserne, mens at der er en sammenhæng mellem de nominelle renter og boligpriserne. Betyder det, at sammenhængen skyldes en psykologisk effekt? At boligkøberne tror, at det er blevet billigere at købe bolig, blot fordi den nominelle rente er faldet? Det er svært at vide,

---

<sup>37</sup> Green & Wachter (2007), s. 29

men det er en nærliggende tanke, når nu det i sidste kapitel fremgik, hvordan man i en række lande havde gjort, hvad man kunne for at mindske ydelsen. Det er jo også en psykologisk effekt, da ydelsen jo intet har med de realøkonomiske omkostninger at gøre.

## 4.2 Udhulede skattefordele

I Danmark ses denne udvikling meget tydeligt. I starten af 1980'erne toppede renten på realkreditobligationer. Dengang var renten over 20 % p.a., men er siden faldet kraftigt helt ned til omkring 4 % p.a. i runde tal. I samme periode er rentefradraget blevet voldsomt udhulet. Fra 70 % til 33 % (under forudsætning om negativ kapitalindkomst). Inflationen er faldet fra over 10 % til 2 %. Det vil altså sige, at realrenten efter skat faktisk er steget i samme periode. Den var kraftigt negativ i starten af 1980'erne, da den nominelle rente var høj, men i dag hvor den nominelle rente er lav, er den reale rente efter skat faktisk højere. Den har i de senere år været svagt positiv.

Det udhulede rentefradrag er dog ikke noget isoleret dansk fænomen. Det kendes også fra andre lande, fx England, hvor rentefradraget helt blev fjernet i år 2000.<sup>38</sup>

En anden fordel, der er blevet mindre gennem årene, er værdien af den manglende beskatning. Da ejere så at sige betaler leje til sig selv, sparer de skatten af lejen. For at kompensere for dette har nogle enkelte lande en (mild) beskatning af ejerboliger. Et af de lande er Danmark, der har ejendomsværdiskatten. Et andet land, der adskiller sig her, er Schweiz, hvor beskatningen er relativ hård, men også vanskelig at beskrive, da den varierer kantonerne imellem.<sup>39</sup> Men det er som nævnt kun de færreste lande, der overhovedet har en sådan skat. Derfor er det billigere at bo i en ejerbolig end i en lejebolig. Denne besparelse er dog afhængig af, hvor høj skattesatsen er. I de fleste lande er skatten på indkomst i samme periode sænket ganske betragteligt, fx i USA og England, hvor den højeste marginalskat er blevet sænket fra henholdsvis 70 % og 83 % til ca. 40 %. Groft sagt er skattefordelen for ejerboliger i disse to lande blevet halveret.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> J. P. Morgan (2002), s. 13

<sup>39</sup> Brown (2005), s. 1-2

<sup>40</sup> Hendershott & White (2000), s. 261



Hvorvidt det samme gør sig gældende i Danmark er lidt sværere at sige. Marginalskatten i Danmark er i samme periode sænket fra ca. 73 % til 63 % (eller 33 % hvis der er tale om negativ kapitalindkomst). Til gengæld er beskatningen af ejendomme i samme periode også blevet sænket via skattestoppet i 2001, som har fastlåst skatten i absolutte tal og dermed i praksis har sænket beskatningen. Eftersom boligerne er steget ganske voldsomt i pris siden 2001, og eftersom ejendomsværdiskatten er lavere for visse grupper, så er en effektiv ejendomsværdiskattesats på 0,5 % nok et rimeligt skøn.<sup>41</sup> Den officielle sats er på 1 %. Vismændene har nogle beregninger i deres rapport fra 2001 omkring den optimale ejendomsværdiskat. Her benytter de satsen for negativ kapitalindkomst som beregningsgrundlag og når frem til en optimal sats på 2 % (33 % af obligationsrenten på 6 %)<sup>42</sup>. Man kan diskutere om 6 % i obligationsrente ikke er for meget i dag, hvor renten er lavere. Men samtidig kan man overveje, om ikke boliginvestering er mere risikabelt end statsobligationer, og derfor skal kræve en højere rente som kompensation. Derfor vil jeg fastholde, at en rente på 6 % nok ikke er helt forkert.

I dag er fordelene ved ejerboliger derfor ca. 1,5 % i boligens værdi (forskellen mellem den optimale sats på 2 % og den reale på 0,5 %). Da såvel renten som skatteprocenten var højere tidligere, var besparelsen i forhold til den ”korrekte” ejendomsværdiskat altså større førhen. Således er der også i Danmark sket en reduktion i skattesubsidieringen af ejerboliger i forhold til lejeboliger<sup>43</sup>.

Selvom renten i perioden har været faldende og dermed har gjort det billigere og mere attraktivt at optage lån, så har det også mindsket skattefordelene ved ejerboliger. Det har altså nok gjort det billigere at låne, men isoleret set, så er fordelene ved ejerboligen som boligform blevet forringet i takt med den faldende rente.

## 4. 2 Delkonklusion

---

<sup>41</sup> Det er uhyre vanskeligt at beregne, da den nominelle sats ikke er ens for alle boligejere, og den effektive sats derudover også afhænger af, hvor længe man har boet i boligen, samt hvordan boligpriserne har udviklet sig.

<sup>42</sup> Det Økonomiske Råd (2001), s. 250-255

<sup>43</sup> Man kan diskutere om sammenligningen både her og hos vismændene er helt god, da den bygger på en sammenligning med privat udlejning, som udgør en stadig mindre del af boligmassen.

Sideløbende med lempelserne af kreditmarkederne er der i mange lande sket en finanspolitisk stramning. Det er primært sket i forhold til skatten, hvor rentefradraget er blevet mindre i en række lande. Samtidig er inflationen faldet, hvorved realrenten efter skat er steget, selvom den nominelle rente er gået ned.

Den lavere rente og en generelt lavere beskatning af afkast i mange lande betyder ligeledes, at de skattemæssige fordele ved at bo i ejerbolig sammenlignet med lejeboligen er blevet forringet. Derfor burde den samlede effekt af de i forrige kapitel beskrevne lempelser på kreditrestriktionerne rent logisk ikke være så stor endda, da de samlede udgifter for ejerboliger ikke er blevet mindre.

## 5 Valg af boliglån

Hvis man sammenligner figurerne over prisudviklingen på boliger i kapitel 2 med beskrivelsen af de forskellige landes udvikling, som beskrevet i kapitel 3, kan man se, at der er en sammenhæng mellem de to ting. USA, England og Danmark har alle oplevet kraftige stigninger, de har alle oplevet stigninger i de private husholdningers gæld og endelig har alle tre lande løsnet restriktionerne på finansmarkederne, hvorved nye låntyper har vundet frem. Tyskland og Schweiz derimod har oplevet henholdsvis faldende og stabile boligpriser, mens begge lande har været tilbageholdende med lempelser, øget gæld og nye låntyper. Tyskland har været det juridisk, mens Schweiz har været det i praksis.

Kapitel 3 skitserede udviklingen og fremkomsten af nye låntyper. I dette kapitel vil jeg kigge nærmere på, hvorfor og hvorvidt boligejerne overhovedet skulle vælge de nye låntyper. Det centrale spørgsmål i dette kapitel er, hvorvidt boligejerne vælger nogenlunde den rigtige låntype, eller om der generelt benyttes alt for risikable lån. For at belyse dette er det nødvendigt at skelne mellem de to grundlæggende ændringer, der er sket af realkreditlånene: Ændret (større) risiko og ændret afdragsprofil.

### 5.1 Risiko

Helt overordnet så er de variabelt forrentede boliglån mere risikable end de fastforrentede. Det skyldes, at låntageren selv bærer renterisikoen. Omvendt får låntageren også en gevinst for at påtage sig denne risiko, da variabelt forrentede lån generelt må anses for at have en lavere rente, da rentekurven som oftest har en positiv hældning, dvs. at den korte rente er lavere end den lange.

#### 5.1.1 Den optimale verden

I dette afsnit vil jeg undersøge nærmere, hvordan forbrugerne opfører sig i den optimale verden. I en sådan verden er individernes adfærd rationel, dvs. at man foretager en nøgtern kalkule over

konsekvenserne ved det ene valg kontra det andet og vurderer fordele og ulemper. Hvad sker der, hvis jeg bliver arbejdsløs? Hvad sker der med renten fremadrettet? Hvor lang tid skal lånet løbe osv. Ud fra det finder man så den optimale bolig og den optimale låntype.

Det er værd at huske på, at dette i høj grad er en individuel vurdering. De enkeltes økonomiske situation og risikoprofil gør, at resultatet i sidste ende også vil være individuelt. Hvad der er det rigtige for person A, er ikke nødvendigvis det rigtige for person B.

Ud fra denne tankegang virker det fornuftigt nok med alle de liberaliseringer og dereguleringer af lånemarkedet, som er beskrevet i kapitel 3. Jo flere valgmuligheder, desto bedre mulighed er der for den enkelte til at optimere netop sin egen låneportefølje. Man kan argumentere for, at visse grupper, især de velpolstrede husejere, hvor gælden er lav i forhold til indkomsten, er bedre tjent med variabelt forrentede end med fastforrentede lån, da de kan bære risikoen for rentestigninger.

I denne verden vil der være en mængde usikkerheder: Ens egen økonomiske situation, rentens udvikling, inflationens udvikling, boligprisernes udvikling, beskatningen osv. Alle disse usikkerheder gør, at det mest optimale realkreditlån helt overordnet set må være de lange, fastforrentede lån, hvor man kan vide sig sikker på de fremtidige betalinger langt ud i fremtiden og dermed reducere en del af usikkerheden. Der vil dog være meget stor variation hos forskellige befolkningsgrupper. Især de meget forgældede, som ikke kan tåle renteændringer, og unge mennesker, der har en meget usikker fremtidig indkomst, vil være tilbøjelige til at vælge fastforrentede lån.<sup>44</sup>

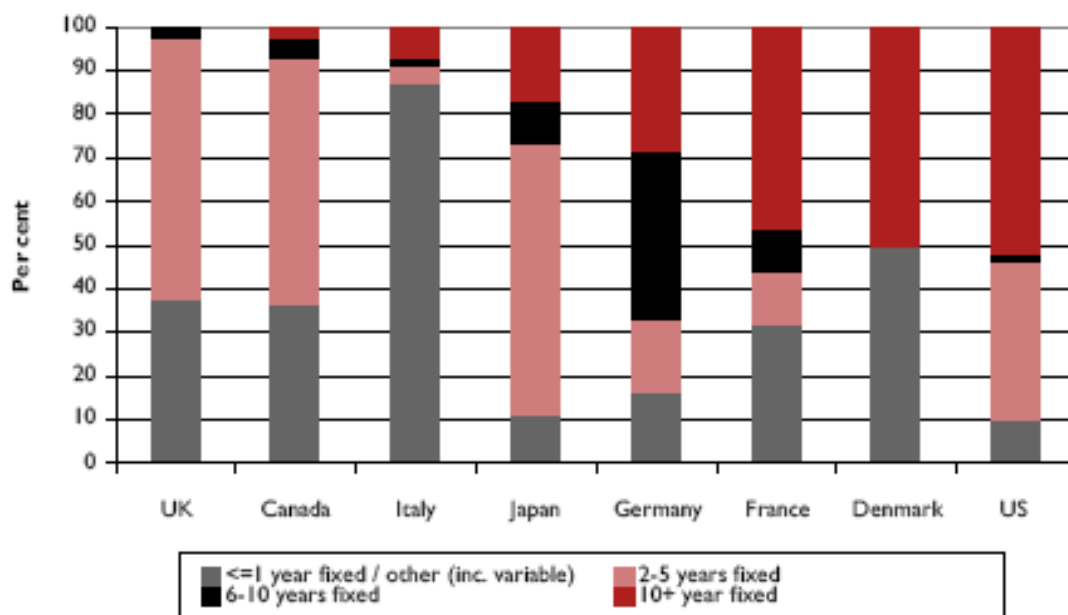
### 5.1.2 Fordelingen af låntyper

Det var den optimale verden. Der er ikke sat procenttal på i afsnittet ovenfor, men man må alligevel forvente, at de fastforrentede lån tegner sig for langt den overvejende del af låntagningen, hvis

---

<sup>44</sup> Miles (2004): Kapitel 2

befolkningen følger nogenlunde forventningerne. Nedenfor er vist fordelingen af realkreditlån i udvalgte lande:



Figur 6: Fordelingen af realkreditlån fordelt på variabelt og fastforrentede lån. Kilde: HM Treasury (2008) figur 3.1

Som det fremgår af figuren, så passer tallene ikke med det forventede. Der er generelt alt for få, der vælger lange fastforrentede lån, og tilsvarende for mange, der benytter variabelt forrentede lån.

Man kan også se, at der er meget stor forskel fra land til land. De lange fastforrentede låns andel svinger fra 52 procent i USA til under 1 procent i England. Danmark og USA er de eneste lande, hvor de fastforrentede låns andel ikke ligger markant under det forventede. Denne forskel landene imellem kan der være flere forklaringer på.

En del af forklaringen på forskellene landene imellem kan være den historiske udvikling, hvor det i høj grad er de enkelte landes tradition, der er afgørende. Men det er ikke nogen helt god forklaringsmodel. Et land som fx Danmark indførte jo først de variabelt forrentede lån i 1998, og sammenlignet med figurens øvrige lande har vi den næsthøjeste andel af disse lån.

Det var det helt overordnede blik på situationen. Det kan være svært at sætte det helt i perspektiv, for hvor mange boligejere kan egentlig bære renterisikoen? En af de grupper, der dog rimelig klart ikke kan klare den øgede risiko, er de unge førstegangskøbere. Deres indkomst er rimelig lav, gælden høj, og på stort set alle de tidligere skitserede risikoparametre er førstegangskøberne meget sårbare. (Fra England ved man, at mange førstegangskøbere har en meget høj gæld i forhold til indkomsten.<sup>45</sup>) Alt taler for, at netop denne gruppe burde vælge fastforrentede lån i meget stort omfang. Alligevel vælger denne gruppe også i høj grad variabelt forrentede lån. Bl.a. i Danmark, hvor hver fjerde boligejer under 30 år har et afdragsfrit lån med variabel rente<sup>46</sup> – en låntype der er mere udsat for renteændringer end de tilsvarende lån med afdrag, da ændringen i afdraget delvist kompenserer for udsvingene i renten.

Helt overordnet kan det således konstateres, at fremkomsten af nye låntyper har medført, at flere end tidligere nu vælger lån med en større risiko.

## 5.2 Afdragsprofil

Den anden ændring som de nye låntyper har skabt, er en anderledes fleksibel mulighed for at ændre afdragsprofilen på sin låneportefølje. Her består fordelene ikke i kontant belønning for øget risiko, men i stedet i, at de nye låntyper gør det muligt at optimere sine boliglån bedre og dermed skaffe sig en gevinst i forhold til de gamle og strammere vilkår. Man kunne forestille sig, at når man i højere grad kan tilpasse sin låneportefølje, så kan man også klare at låne mere, og dermed vil prisen på boliger stige, såfremt den slags gælder for tilstrækkeligt mange låntagere. Det er den tankegang, man bl.a. finder i bemærkningerne til lovforslaget om de afdragsfrie lån, hvor der står

---

<sup>45</sup> Miles (2004), s. 17

<sup>46</sup> Realkreditrådet (2008, A)

”... vil det blive muligt for låntagere i højere grad at tilpasse tilbagebetalingen af deres realkreditlån til deres situation i øvrigt. Forslaget vil således generelt medføre større valgmuligheder for låntagerne med hensyn til, hvor de vil placere deres opsparing.”<sup>47</sup>

Det er således en holdning omkring øget fleksibilitet for den enkelte låntager, der ligger til grund for tilladelsen af de afdragsfrie lån i Danmark. Man kan i så fald undre sig over, at der skulle være nogen større effekt fra lån med en ændret afdragsprofil, da afdragene er relativt små i starten, og da det fleksible danske system gør, at man også tidligere har kunnet optage tillægslån, hvis man ikke ønsker at spare op i boligen. Dermed burde der i sidste ende ikke være nogen større betydning af indførelsen af afdragsfrie lån<sup>48</sup>. Det eneste, man reelt sparer, er omkostningerne ved låneomlægningerne, som set i forhold til boligpriserne i øvrigt er temmelig ubetydelige og derfor ikke burde kunne forklare ændringerne.

De låntagere, der må forventes at gøre brug af de mere fleksible afdragsordninger, er først og fremmest de unge, som nok er hæmmet af en mangel på likviditet og så de ældre, for hvem afdrag på gælden må anses for irrelevant. Man kan argumentere for, at især sidstnævnte gruppe har været bundet af de hidtidige kreditrestriktioner og i praksis ikke har brugt deres formue inden de døde. Det kan man bl.a. se på de store summer, der hvert år arves i Danmark. Med muligheden for at vælge afdragene fra kan denne gruppe bedre optimere deres forbrug, og man må som helhed vente et større forbrug end tidligere blandt de ældre<sup>49</sup>.

Alt i alt burde man derfor forvente en rimelig lav andel af disse afdragsfrie lån, da de her nævnte grupper trods alt udgør en mindre andel af befolkningen. Den store brede gruppe af boligejere må forventes stadig at vælge lån med afdrag.

Det er imidlertid ikke tilfældet. Siden de afdragsfrie lån blev indført i Danmark i 2003, er deres markedsandel steget ganske meget år for år. I første kvartal 2009 havde de afdragsfrie lån således

---

<sup>47</sup> Bemærkninger til lovforslag om afdragsfrie lån

<sup>48</sup> Sørensen (2008)

<sup>49</sup> Nielsen (2003)

en markedsandel på hele 49,8 %<sup>50</sup>. Endvidere ligger tallene relativt jævnt fordelt over de forskellige alderskategorier, så det er altså rimelig bredt, at de afdragsfrie lån er populære.<sup>51</sup> Således har folk med en alder på mellem 40 og 60 år en andel på 40 %, mens andelen er lidt højere for de yngre og de ældre.<sup>52</sup>

Tallene for udlandet, hvor de afdragsfrie lån også har vundet frem siden midten af 1990'erne, viser tilsvarende høje andele. I England var hvert fjerde nye realkreditlån i 2005 afdragsfrit, mens mere end 5 ud af 6 nye lån i Holland i 2006 var uden afdrag.<sup>53</sup>

Man skal som det sidste lige overveje, om der kan ligge andre årsager bag den øgede renterisiko og den manglende opsparring i boligen. En mulighed er, at forbrugerne generelt er blevet mere risikovillige indenfor de senere år, og derfor vælger flere risikable lån. Det er der dog ikke rigtig noget, der tyder på. En amerikansk undersøgelse, hvor man, skønt indirekte, undersøger netop dette spørgsmål, viser en stabil risikovillighed hos den amerikanske forbruger. Faktisk har risikovilligheden været svagt stigende fra 1992-2004, men det er ikke i nogen større grad.<sup>54</sup>

En anden mulighed er, at indtægtskurven for befolkningen er blevet stejlere, og at befolkningen derfor låner mere end tidligere. Enten fordi de er blevet bedre uddannede og dermed har fået en mere ujævn fordeling af indkomsten over tid. Eller fordi der er en øget forventning om, at realindkomsten stiger mere fremover. Det sidste kan afvises rimelig klart. Befolkningens forventning om realindkomstens udvikling har ligget forbløffende konstant de seneste 25 år (1982-2007). Den første mulighed er mere oplagt. Tal fra USA viser, at generelt ændrede demografiske forhold godt kan forklare en del af stigningen i gælden.<sup>55</sup>

---

<sup>50</sup> Realkreditrådet (2009), tabel 4

<sup>51</sup> Dette modsiges dog af Lunde, Scanlon & Whitehead (2008), figur 1, der viser en meget klar forskel mellem de forskellige alderskategorier. Noget af forskellen skyldes sandsynligvis den rent visuelle fremstilling (med flere kategorier), mens resten måske skyldes, at BRF-kredit har en anden fordeling af disse låntyper blandt deres kunder end Realkreditrådet som helhed.

<sup>52</sup> Realkreditrådet(2008A), tabel 1

<sup>53</sup> Scanlon, Lunde & Whitehead (2008), tabel 8

<sup>54</sup> Dynan & Kohn (2007), s 91

<sup>55</sup> Dynan & Kohn (2007), s 91



### 5.3 Delkonklusion

Helt overordnet vælger låntagerne alt for risikable lån. Det gælder både, når det drejer sig om de forskellige former for variabelt forrentede lån, og når det handler om lån uden afdrag. I begge tilfælde burde man forvente en lavere andel, da både variabelt forrentede lån og de afdragsfrie lån som udgangspunkt henvender sig til grupper, der må betragtes som udgørende et mindretal. Enten i form af en bedre polstring eller i form af manglende behov for opsparing. Langt de fleste låntagere må forventes ikke at falde ind under nogen af disse kategorier.

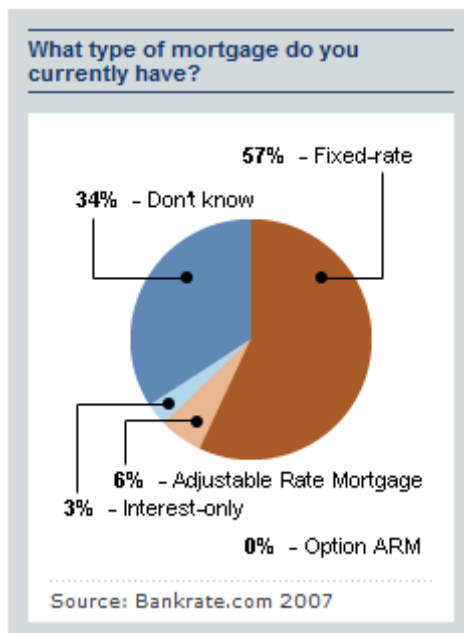
Det er endvidere stor forskel på fordelingen af lån både landene imellem og internt på de forskellige aldersgrupper. Igen viser tallene sig at gå imod forventningerne. Således er forskellene meget store landene imellem, mens forskellene mellem de forskellige befolkningsgrupper, hvor forskellene burde være, i stedet er meget små.

## 6 Forbrugerne

Forrige kapitel viste, at boligejerne i langt højere grad, end man burde forvente, vælger lån med variabel rente og udskyder afdragene. I dette kapitel vil jeg undersøge det nærmere for at finde årsagen. Der er to oplagte forklaringer: Enten holder forudsætningen om den rationelle låntager ikke, og i givet fald er det så befolkningens forståelsesevner, den er gal med. Eller også vælges de risikable lån bevidst, og hvis det er tilfældet, hvorfor så det?

### 6.1 Forbrugernes forståelse

Normalt forudsætter man, at aktørerne på markedet er nogenlunde rationelle og har et godt kendskab til tingene. Men sådan ser virkeligheden desværre ikke ud. For et par år siden blev der i USA foretaget en meningsmåling for at undersøge boligejernes forståelse for boligfinansiering. Man startede med at stille det helt simple spørgsmål, om hvilket lån boligejerne havde. Svarene var nedslående:



Figur 7. Kilde: [http://www.bankrate.com/brm/news/financial\\_literacy/March07\\_mortgage\\_poll\\_national\\_a1.asp](http://www.bankrate.com/brm/news/financial_literacy/March07_mortgage_poll_national_a1.asp)

Nu skal man nok passe på med at konkludere alt for meget ud fra en enkelt meningsmåling, men det er alligevel deprimerende at se, at hver tredje af de adspurgte ikke havde nogen ide om, hvilket lån de havde<sup>56</sup>. Valgmulighederne var trods alt ikke særlig detaljerede.

Undersøgelser fra England bekræfter dette billede. 2 ud af 3 forbrugere synes således, at finansiering i forbindelse med boliglån er for kompliceret. Bedre bliver det ikke af, at de matematiske evner hos op mod halvdelen af befolkningen kun rækker til simpelt plus og minus.<sup>57</sup> Det er meget svært at lære og forstå de forskellige lån, forskellen på den ene risiko versus den anden mv. for folk, der ikke har nogen helt klar viden om, hvad procent egentlig er.

Den rationelle forbruger med fuld information synes pludselig meget langt væk.

Spørgsmålet er så, hvis folk ikke kan finde ud af at vurdere de forskellige låntyper, hvad afgør så hvilken en låntype, de vælger? Det er ikke lige til at afgøre, men der er flere muligheder.

## 6.2 Førsteårsydelsen

Den ene mulighed er, at forbrugerne synes at fokusere alt for meget på ydelsen i det første år. Man kan helt praktisk se det, når man kigger på en boligannonce. I dag er der altid angivet en ydelse på normale vilkår, dvs. 30-årigt fastforrentet lån, og så en ydelse på baggrund af et afdragsfrit lån, hvor det selvfølgelig altid er ydelsen i den afdragsfrie periode, der er angivet. Den højere ydelse, der skal betales senere (medmindre man kan lægge lånet om på et senere tidspunkt) er aldrig angivet. Tilsvarende kan man på forskellige realkreditinstitutters hjemmeside, fx BRF-Kredit<sup>58</sup>,

---

<sup>56</sup> Undersøgelsen spurgte også til, hvad de folk, der har svaret variabelt forrentede lån, vil gøre, når renten skal justeres. Her var svarene meget mærkværdige. En tredjedel vidste ikke, hvad de ville gøre, en fjerdel svarede, at de ikke havde lånet længere til den tid og fire procent angav, at de var flyttet på det tidspunkt. Svarene her er dog behæftet med så stor usikkerhed, at man ikke kan konkludere på baggrund af tallene (9 % af ca. 1.000 mennesker er for lidt til på nogen måde at være repræsentativt). Til gengæld bekræfter det kun billedet af, at folk ikke er så rationelle og fornuftige endda.

<sup>57</sup> Miles (2004), s. 41

<sup>58</sup> <http://www.brf.dk>. Klik videre på "Privat", "Lån til køb af bolig", "Beregninger" til "Hvad må boligen koste".

beregne en boligs pris ud fra den ydelse, man har råd til om måneden. Særlig udtalt bliver regneeksemplet, når man benytter et afdragsfrit banklån til at finansiere de sidste 20 %. Så er førsteårsydelsen blevet presset så langt ned som overhovedet muligt.

Man kan, som tidligere nævnt, opfatte alle de liberaliseringer, der er sket de senere år, og som er beskrevet i kapitel 4, som værende et forsøg på at få førsteårsydelsen ned. Hvis forbrugerne ellers handler efter førsteårsydelsen – og det må man vel forvente, når nu de andre aktører, fx ejendomsmæglerne, har så meget fokus på det – så kan det være en forklaring på, hvorfor boligpriserne er steget så meget i kølvandet på de senere års lempelser af kreditreglerne.

Modsvaret på en sådan tolkning er, at det i givet fald må betyde, at huskøberne tænker endog meget kortsigtet. I givet fald må man så forvente, at de også køber alt, hvad de kan, på afbetaling, for logikken om den lavere ydelse i starten er jo den samme. Man har i tidligere tider oplevet, at husejere kunne regne nogle år frem, fx for 25-30 år siden, da høj inflation førte til begrebet ”vandgrødseffekt”. Man må da forvente, at boligkøbere nu til dags tilsvarende kan tænke lidt længere frem.<sup>59</sup>

Hvorvidt folk som helhed er kortsigtede i deres handlemåde, er svært at måle direkte. Men en måde, hvor man måske alligevel kan undersøge det, er ved at spørge befolkningen direkte. Netop et spørgsmål om horisontens længde i forbindelse med lån og opsparing indgår i en stor interviewundersøgelse, som den amerikanske centralbank udarbejder hvert tredje år. Her svarer mellem 30 % og 40 % af adspurgte (tallet varierer noget fra år til år), at de er kortsigtede – dvs. at deres tidshorisont, når de skal foretage økonomiske beslutninger, kun er ét år frem i tiden eller mindre. Til sammenligning svarer omkring 15 %, at deres tidshorisont er 10 år eller længere. Nu kan et svar i en undersøgelse naturligvis ikke uden videre tages som udtryk for de faktiske handlinger. Der vil sikkert være en betydelig diskrepans.<sup>60</sup> Man kan naturligvis ikke vide det, men det er nok ikke helt forkert at formode, at det reelle tal for den korte tidshorisont er undervurderet, da næppe alle vil indrømme det, og mange næppe er sig det bevidst.

---

<sup>59</sup> Møller (2003)

<sup>60</sup> Dynan & Kohn (2007), s 88-90

Forklaringen om, at det er ydelsen her og nu, der betyder noget, synes altså i høj grad at have bund i virkeligheden. De langsigtede konsekvenser synes i mange tilfælde mindre vigtige, når der skal træffes økonomiske beslutninger.

### 6.3 Undervurdering af risikoen

En anden mulig forklaring på låntagernes adfærd er, at de markant undervurderer usikkerheden. En væsentlig risiko er rentestigninger. Når man vælger et variabelt forrentet lån, så bærer låntageren selv renterisikoen, modsat fastforrentede, hvor den risiko er overført til låntager<sup>61</sup>. Derfor er det vigtigt, at låntageren er i stand til at vurdere risikoen for rentestigninger korrekt. En undervurdering af denne risiko kunne forklare den store andel af folk med variabelt forrentede lån.

I England er der lavet undersøgelser af låntagernes forståelse for renteusikkerheden. Det har vist en meget lav forståelse for denne usikkerhed. Således svarer flere deltagere i en af undersøgelserne, at de ”ikke kunne forestille sig, at en stigning på 2 % eller mere nogensinde kunne forekomme”.<sup>62</sup> Udsagnet skal sammenholdes med, at renten på realkreditlån i England i perioden 1980-2005 har varieret fra godt 5 % til knap 16 %<sup>63</sup>. To procent er ikke ret meget set i et historisk perspektiv.

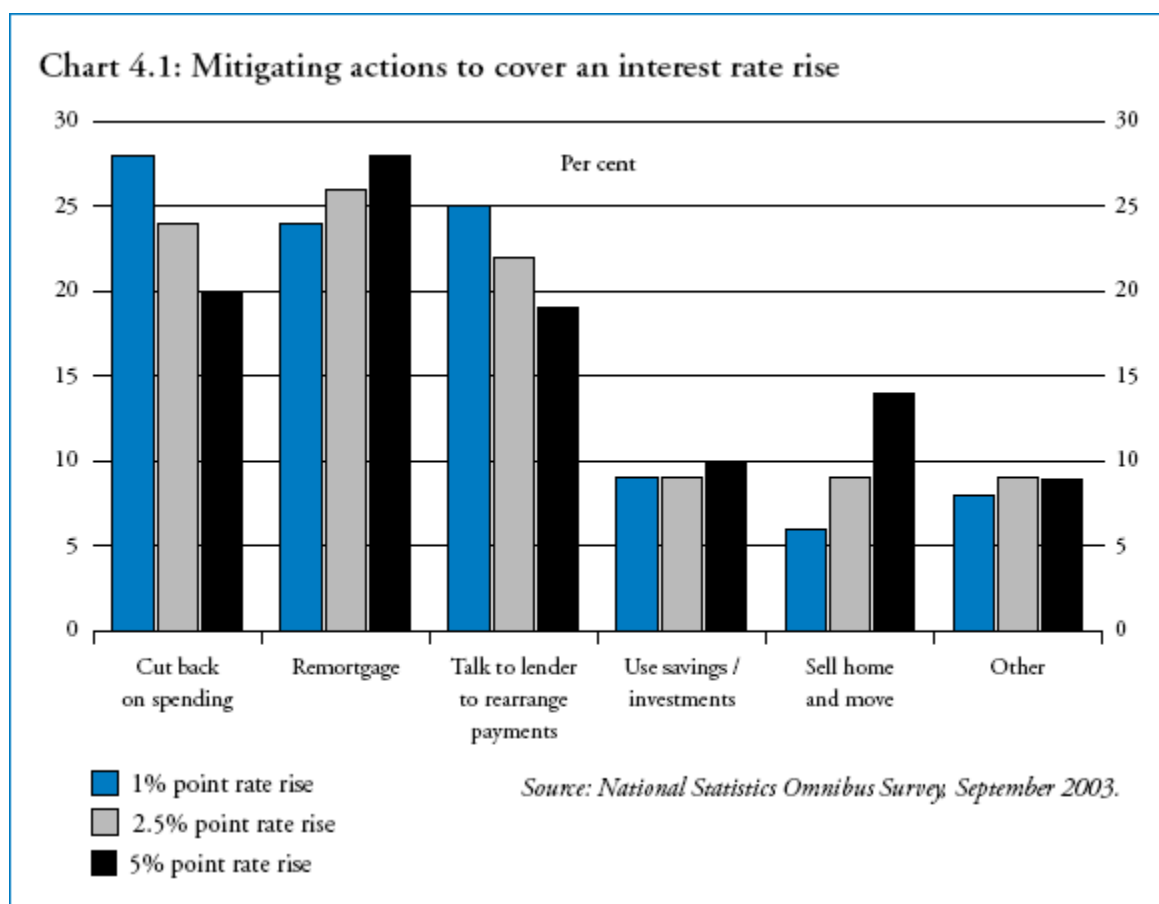
En anden undersøgelse i samme land beskæftigede sig med, hvad boligejere med variabelt forrentede lån ville gøre under tre forskellige scenarier, hvor renten kunne tænkes at stige. Undersøgelsens resultat er vist nedenfor:

---

<sup>61</sup> Helt så simpelt er det dog ikke. Fastforrentede bærer i stedet en formueusikkerhed, da værdien af gælden svinger med renten. Det kan igen modvirkes af en konverteringsret, som er en fast bestanddel i de fleste danske fastforrentede lån. Andre lande operer med andre systemer og kan derfor ikke sammenlignes med Danmark.

<sup>62</sup> Miles (2004), s. 40

<sup>63</sup> Green & Wachter (2007), s. 28



Figur 8: Afbødende tiltag for at dæmpe effekten af en rentestigning ved forskellige scenarier. Kilde: Miles (2003), figur 4.1

At skære ned på forbruget eller bruge af opsparringen (søjle 1 og 4) kan være fornuftigt nok. Mere bekymrende er det, at omkring halvdelen af de adspurgte overvejer at lægge lånet om (søjle 2 og 3), hvis renten stiger. Med variabelt forrentede lån burde man kunne klare større stigninger, inden den slags blev nødvendigt. At 6-7 % helt overvejer at flytte ved en så lav rentestigning som 1 % (søjle 5), virker meget forbløffende, og man må overveje, om de overhovedet har modtaget nogen form for rådgivning fra deres formidler af lån. Alt i alt bekræfter undersøgelsen, at folk kraftigt undervurderer renterisikoen.

Her er det måske værd at bemærke, at Nationalbanken i Danmark med jævne mellemrum foretager en undersøgelse af husholdningernes rentefølsomhed. Den minder på mange måder om ovenstående figur. Den seneste sådanne analyse fra 2007 (men baseret på tal fra 2005) viste, at de danske husholdninger ikke var nær så følsomme overfor stigninger i renten, som de engelske

husholdninger.<sup>64</sup> Det skyldes blandt andet, at den danske undersøgelse er foretaget for alle boligejere, både med fast og variabelt forrentede lån, samt at man kun medtager boligejere i beskæftigelse. Det giver alt andet lige nogle væsentlige lavere tal.

Man kan dog overveje, om ikke Nationalbanken derudover undervurderer risikoen, da kun renteudgifter og ikke afdrag på gæld indgår i beregningerne. Det kan godt være, at man i en situation med friværdis kan klare sig med kun at betale renter. Hvis folk derimod er teknisk insolvente, som der har været en del skrivelser om de senere måneder, så er det nok mere tvivlsomt, om långiver vil være tilfreds med at lade en boligejer i økonomisk ufare nøjes med at betale renter. Af samme grund må det anses for tvivlsomt om mange af boligejere, der svarer at de vil lægge lånet om faktisk også kan gøre det, når det kommer til stykket.

I denne forbindelse er det også et problem, at forbrugerne i England – og også i Danmark – rådes til at benytte ÅOP (årlige omkostning i procent), når de skal sammenligne forskellige lån. Det forudsætter nemlig, at man sammenligner to identiske produkter, før den slags sammenligninger bliver brugbare. En sammenligning af ÅOP i to vidt forskellige låneprodukter med forskellig risiko er ikke meningsfuld. Endvidere er der i England rimelig frie rammer for at beregne ÅOP, hvilket ikke gør sammenligningen af forskellige lån nemmere.<sup>65</sup> Derudover er der det problem, at udregningen af ÅOP forudsætter, at man holder lånet til udløb og ikke betaler diverse udgifter i forbindelse med omlægning, indfrielse mv. Derved er ÅOP reelt ikke særlig brugbart til at vurdere forskellige produkter.<sup>66</sup>

## 6.4 Moral Hazard

En sidste mulighed er, at folk bevidst undervurderer risikoen. Man kan ikke afvise, at flere låntagere bevidst spekulerer i, om regeringen vil komme dem til hjælp, den dag der opstår problemer. Synspunktet kan virke som en mistænkeliggørelse af boligejernes motiver, men ikke desto mindre

---

<sup>64</sup> Danmarks Nationalbank (2007), s. 83-91

<sup>65</sup> Miles (2004), s.39-40.

<sup>66</sup> Green & Wachter (2007), s. 54-56

er det værd at overveje. Det er nemlig ikke så lang tid siden, at staterne har vist sig villige til at hjælpe, når der opstod problemer på de finansielle markeder.

I forbindelse med den aktuelle finanskriser har mange lande på forskellig vis forsøgt at hjælpe boligejerne. Eksempelvis i Danmark, hvor regeringen gik ud og opkøbte realkreditobligationer med midler fra Den Sociale Pensionsfond, hvorved renten på de variabelt forrentede obligationer blev presset ned.

Det er dog ikke første gang, at den slags er sket. Omkring år 2000 bristede IT-boblen med enorme kurstab og en mindre tilbagegang i økonomien til følge. Dengang reagerede de forskellige lande, først og fremmest USA, med at sænke renten og føre en ekspansiv finanspolitik, for derved at holde hånden under økonomien, altså konkret investorernes, og i sidste ende forbrugernes, økonomi.

Man kan ikke afvise, at der i dele af befolkningen har været en opfattelse af, at hvis det gik galt for boligejerne, så ville regeringerne komme dem til hjælp<sup>67</sup>. I givet fald kan de så have haft et motiv til at sætte sig hårdere, end de reelt kunne klare, fordi hvis det gik galt, forventede de, at regeringen kom dem til hjælp.

Tankegangen om moral hazard forudsætter, at låntagerne er sig risikoen bevidst. Dermed strider det imod det jeg tidligere har fundet i dette kapitel, hvor låntagerne netop ikke kunne vurdere tingene. Tværtimod viste det sig, at flertallet faktisk ikke synes at have en særlig klar forståelse for risikoen ved forskellige låntyper. Det forudsætter også, at man er villig til at løbe en risiko, da der jo i sagens natur ikke er nogen garanti for, at staten kommer låntagerne til hjælp. Der er heller ikke noget, der tyder på, at boligejerne er specielt villige til. Det kan naturligvis ikke afvises, at visse låntagere agerer på baggrund af moral hazard. Men der er ikke umiddelbart noget, der tyder på, at det skulle være særlig udbredt.

---

<sup>67</sup> Østrup (2002)



## 6.5 Et dansk eksempel

Situationen omkring forbrugernes adfærd og forståelse, kan man illustreres med et eksempel fra den hjemlige danske kontekst. I 2003 blev det muligt for realkreditinstitutterne at udbyde afdragsfrie lån. I bemærkningerne til lovforslaget hed det bl.a., at forslaget rettede sig mod ”boligejere med en beskeden gæld i deres ejendom (som) kunne have fordel i at optrappe indbetalingen til pensionsopsparing mod at sætte opsparingen i ejendommen i bero, ligesom pensionister, der ønsker at optage et nedsparingslån, vil kunne have fordel af at anvende afdragsfrie lån.” En tredje og sidste gruppe, der specifikt peges på i lovforslaget, er folk på ”uddannelses- eller barselsorlov, hvor låntager kan have en interesse i for en periode at nedbringe ydelserne ved ikke at skulle betale afdrag på sit realkreditlån”<sup>68</sup>. Der er svært at være uenig i, at alle de nævnte grupper kan have en klar fordel i at anvende afdragsfrie lån. Det passer fint med det, jeg tidligere har fundet i kapitel 5.

Der kan altså være to formål med at optage afdragsfrie lån: Man kan enten ikke have behov for at spare op i boligen, eller man kan kortvarigt ikke have råd til det. Selvom der også i den offentlige debat er blevet fremhævet andre grupper, fx midlertidigt arbejdsløse eller folk, der hellere vil afdrage anden gæld først, så må man dog forstå, at det i alle tilfælde drejer sig om en begrænset gruppe af boligejere. Problemet er så bare, at det ikke er tilfældet i den virkelige verden. De afdragsfrie lån har en markedsandel, der er meget større, end disse grupper kan forklare. I 4. kvartal af 2008 var andelen af afdragsfrie lån i forhold til den samlede udlånsmasse oppe på hele 49,2 %<sup>69</sup>. Sagt med andre ord, det, der skulle have været for enkelte grupper af boligejere, er i stedet blevet udbredt til hele befolkningen. Det er yderst tvivlsomt, om så mange mennesker skulle være bedst tjent med afdragsfrie lån.

Man kan yderligere undre sig over, at såvel de afdragsfrie lån som andre nye risikable låntyper med midlertidige lave ydelser, fx de amerikanske subprimelån, er blevet så populære i en periode med højkonjunktur. Når konjunkturerne vender, som jo netop er tilfældet i øjeblikket, ja så er man næppe bedre i stand til at erlægge de nye og højere månedlige betalinger. Det burde være i krisetider, at den slags lån blev udbredt.

---

<sup>68</sup> [http://www.folketinget.dk/Samling/20021/lovforslag\\_som\\_fremsat/L177.htm](http://www.folketinget.dk/Samling/20021/lovforslag_som_fremsat/L177.htm)

<sup>69</sup> Realkreditrådet: ”Realkreditudlånet 4. kvartal 2008”

Realkreditrådet har i flere kronikker og interviews argumenteret for, hvorfor det trods alt er en meget fornuftig ide med afdragsfrie lån. Realkreditrådet henviser i sin argumentation til en undersøgelse, som rådet fik foretaget i maj 2008<sup>70</sup>. Undersøgelsen er udarbejdet på baggrund af interview med 378 personer, som havde valgt afdragsfrie lån som tillægslån. Allerede her må man bemærke flere faktorer, der svækker undersøgelsen. Det ene er, at det ikke vides, om undersøgelsen er repræsentativ. Normalt vil man benytte væsentlig flere personer, og der er ingen oplysninger om, hvordan personerne er udvalgt. Dette er især et problem, da undersøgelsen er ret detaljeret, og flere af svarene kun får tilslutning fra ganske få respondenter. Der skal altså ikke flyttes ret mange stemmer, før der bliver vendt op og ned på undersøgelsens konklusioner. Med andre ord så er undersøgelsens statistiske grundlag meget tyndt. Det andet er, at undersøgelsen kun omhandler personer, der har optaget tillægslån, mens Realkreditrådet benytter konklusionen på alle typer af afdragsfrie lån.<sup>71</sup> Det er muligt, at konklusionen også holder på de andre afdragsfrie lån, men det kan man reelt ikke vide.

Med disse forholdsregler in mente kan man kigge nærmere på undersøgelsen og dens resultater. I undersøgelsen blev interviewpersonerne spurgt om, hvorfor de har valgt netop et afdragsfrit lån. 28 % svarede, at de sparede penge skulle gå direkte til forbrug. Det er det tal, som Realkreditrådet primært bygger sin argumentation på. Hvis kun 28 % svarer forbrug – og dermed bekræfter fordommene om den uansvarlige låntager – så er de resterende 72 % ansvarlige. Det er den konklusion, der præsenteres i medierne til at understøtte, at ”låntagerne handler velovervejet og fornuftigt, når det handler om realkreditlån”<sup>72</sup>.

Den konklusion holder dog ikke. 17 % har svaret ”bedre økonomisk råderum” med to underkategorier. Den ene er ”Økonomisk frihed/råderum”. Det er uklart, hvad begrebet egentlig dækker over. Måske at ens økonomi er presset, måske fordi man har købt for dyr en bolig? Eller at man vil bruge pengene til andet, fx forbrug? Det er svært at vide. Den anden underkategori indeholder en svarmulighed om ”Lavere ydelse/billigst”. Det første giver sig selv. Hvad skulle

---

<sup>70</sup> Realkreditrådet 18. maj 2008

<sup>71</sup> Eksempelvis i Jensen (2008)

<sup>72</sup> Jensen (2008)

ellers være meningen med at tage et afdragsfrit lån andet end en lavere ydelse? Det sidste er økonomisk set forkert. Alle lån på markedsvilkår er som udgangspunkt lige dyre / billige.

Andre 14 % af svarene falder under kategorien ”Andet / ved ikke”, heraf har 8 % svaret ”ved ikke”. Næsten hver tiende kan altså ikke forklare, hvorfor de har optaget et afdragsfrit lån - ikke ligefrem noget, der vidner om ”velovervejet og fornuftig” adfærd.

De mere fornuftige kategorier ”Ændring af livssituation” og ”Opsparing, pension eller investering” udgør henholdsvis 18 % og 34 % af svarene. Her kan man godt argumentere for, at det er udtryk for fornuftig og ansvarlig opførsel at optage afdragsfrie lån, selvom det er vanskeligt at fastslå ud fra så overordnede kategorier.

Det er vanskeligt at lægge de enkelte andele sammen, da der er afgivet mere end ét svar pr. deltager i undersøgelsen. Men det er altså kun ca. halvdelen, der har svaret noget, der vidner om fornuftig økonomisk opførsel. Undersøgelsen synes derfor snarere at understøtte det, jeg tidligere har fundet omkring forbrugernes manglende forståelse, fremfor at støtte Realkreditrådets egen og mere optimistiske udlægning.

## 6.6 Delkonklusion

En del af forklaringen på den store udbredelse af de risikable lån kan være forbrugernes manglende finansielle forståelse. Mange forbrugere kender meget lidt til finansiering, hovedparten tilkendegiver at de finder det for kompliceret og op mod halvdelen af befolkningen besidder så ringe matematiske evner, at de ikke kan vurdere selv de mest simple lån.

Som en konsekvens af den manglende forståelse vælger mange at fokusere meget kortsigtet. Mange vælger således at fokusere på ydelsen her og nu, i stedet for en mere langsigtet vurdering af konsekvenserne. Derudover undervurderer mange låntagere renteusikkerheden. Det kan bl.a. se derved, at mange vil komme i alvorlige økonomiske vanskeligheder selv ved beskedne rentestigninger.

Den sidste del omkring effekten af, at mange boligejere har en forventning om, at staten på en eller anden måde kommer dem til hjælp, i fald renten måtte stige til et problematisk niveau, passer ikke meget det fundne omkring forbrugerne. Det kan naturligvis ikke udelukkes, at nogen skulle agere på denne måde, men intet tyder på, at fænomenet Moral Hazard skulle være specielt udbredt i forbindelse med boligfinansiering.

## 7 Långiverne

I forrige kapitel kiggede jeg nærmere på forbrugerne. I dette kapitel er turen så kommet til dem på den anden side af bordet, både dem, der yder lånene – dvs. banker og realkreditinstitutter – men også dem, der ender med at eje lånene – banker, forsikringsselskaber, pensionskasser etc. Kort sagt långiversiden.

Det kan godt være, at forbrugerne ikke har været sig helt bevidst om de forskellige låntyper. Det kan godt være, at de mangler de basale værktøjer til at forstå og vurdere lånene. Det kan også godt være, at de konsekvent har troet, at boligpriserne ville fortsætte med at stige. Men, uanset hvordan man end ser på forbrugerne, så har de ikke været alene om det. Der har siddet nogen på den anden side af skrivebordet, der har skrevet under på låneaftalerne.

I dag hvor der er økonomisk krise, og hvor der er lidt enorme tab rundt omkring i verden, så er det især bankerne, der lægges for had. Bankerne, konkret deres ledelse, beskyldes for at have været alt for grådige i jagten på profit, hvilket så har ført til, at bankerne tog alt for store risici og i sidste ende tab. Forklaringen kan såmænd sagtens være rigtig, men spørgsmålet er så bare, hvorfor det er sket nu. Bankdirektørerne nu til dags er vel ikke mere risikovillige af natur, end deres forgængere var det?

### 7.1 Markedsgørelsen af finanssektoren

Samtidig med at der er sket liberaliseringer på lånemarkedet, er der også sket ændringer i den grundliggende struktur på finansmarkederne. For 50 år siden var bankerne generelt mindre, og de fungerede ikke på de markedsvilkår, vi kender i dag. Bankernes indskydere var små og forsigtige, men også meget trofaste. Deres største bekymring var at miste deres penge, og derfor var de interesserede i en sikker og stabil bankdrift. Det medførte, at bankerne generelt agerede meget forsigtigt. Samtidig var lønnen til ledelsen alt overvejende fast, dvs. at ledelsen ikke ville få noget

ud at løbe en risiko. Tværtimod risikerede man at blive fyret, hvis det gik galt.<sup>73</sup> Denne situation skal naturligvis ses i sammenhæng med den tidligere beskrevne situation på de finansielle markeder, hvor konkurrencen var lav, og bankerne levede en relativ beskyttet tilværelse.

I dag, hvor mange dereguleringer og barrierer er blevet fjernet, er situationen en ganske anden. Banker er ligesom mange andre selskaber. Indskyderne er nu almindelige investorer, der kræver et passende afkast af deres investering. Kan banken ikke levere det, går investoren blot hen til et andet selskab og investerer sine penge dér. Risikoen betyder mindre for investoren – hans penge er spredt ud over en række selskaber – så derfor bliver ledelsen tilskyndet til at tjene flere penge og løbe en større risiko. Det gøres fx via aflønningsordninger, hvor lønnen er koblet til bankernes indtjening, aktiekurs e.l.<sup>74</sup>

I USA ser det umiddelbart ud som om, at denne kritik var korrekt her nogle år efter, den blev rejst. Mange store banker har været i krise, og en enkelt stor finansiell institution, Lehman Brothers, er gået ned. Hvor mange banker, der har været/er i problemer, og i hvilket omfang er svært at vurdere. Men det er i hvert fald tydeligt, at det bl.a. er de helt store banker, der har været i problemer.

Man kan overveje, om denne forklaring nu også virker rigtig god, når man ser på Danmark. Her er situationen nemlig en noget anden. I Danmark, hvor antallet af banker er meget stort, og hvor en stor del af bankerne er meget lokale med stemmeretsbegrænsning, lokalpatriotiske træk mv., ser vi, at det faktisk ikke er de helt store banker, som ellers fungerer mest på markedsvilkår, der er løbet ind i problemerne. Det er i stedet de små og mellemstore banker, der er kommet i vanskeligheder efter risikable udlån. Dvs. de banker, hvor man må forvente, at presset fra markedskræfterne er betydeligt mindre.

Samtidig er konkurrencen i dag væsentligt højere mellem bankerne. De konkurrenceforvridende og beskyttende regler er væk, og den generelle konkurrence om kunder er blevet hårdere. Det medfører et øget pres på bankerne for at lede efter de gode investeringer i markedet og specialisere sig

---

<sup>73</sup> Rajan (2005), s. 2

<sup>74</sup> Rajan (2005), s. 2-3

indenfor netop deres styrker. Det, banker er gode til, er først og fremmest at generere lån. Derfor har man set en udvikling i retning af, at bankerne formidler lånene og efterfølgende sælger dem videre til andre, fx pensionskasser. Selvom banken på denne måde fjerner sig fra risikoen, så er den dog ofte nødt til selv at bære en mindre del af risikoen alligevel, typisk de første tab. På den måde bliver bankerne i virkeligheden mere udsat end dengang, hvor de bar hele risikoen.<sup>75</sup>

Den øgede konkurrence og de færre begrænsninger medfører, at hele investorsiden i boligmarkedet bliver mere og mere interesseret i at måle den enkeltes performance og sammenligne med resten af investorerne. Der findes forskellige måder at gøre dette på, men den ”rigtige” måde er at sammenholde afkastet med risikoen på en eller anden måde. Kun derved kan man afgøre, om afkastet så at sige er reelt, eller om det er fremkommet ved at løbe en større risiko. Det er imidlertid ikke så nemt at afgøre dette i praksis. Et af problemerne er, at visse derivater ikke lader sig måle særlig nemt, og da risikoen for større tab kun optræder sjældent. Dermed kan man fremkomme med meget god en performance det meste af tiden, selvom risikoen i virkeligheden er temmelig stor<sup>76</sup>. Når det er interessant i forbindelse med boligfinansiering, så skyldes det dels, at der er bygget en række derivater i form af optioner ind i mange låntyper, og dels at situationen minder om risikoen for tab ved tvangsaktion. I et prismæssigt opadgående marked er risikoen for tab på boliglån ikke særlig høj, da boligen som oftest vil kunne sælges til mere end den er belånt for. Derfor kan låntagerne komme til at undervurdere risikoen for tab, da det er længe siden, at den slags har været observeret. Et eksempel på dette kendes fra USA, hvor de to realkreditkæmper Fannie Mae og Freddie Mac under opturen på boligmarkedet blev beskyldt for at tage for høje gebyrer på deres obligationer. De to virksomheder havde nemlig kun marginale tab i perioden 1999-2004 sammenlignet med tidligere (og efterfølgende) tiders endog meget store tab.<sup>77</sup>

Der er andre årsager til den øgede risikovillighed end ændringer i reguleringer og strukturer på finansmarkederne. En af disse er den lave rente. Igennem de seneste knap 30 år er renten faldet over det meste af verden. Især i tiden lige efter IT-boblen bristede blev renten, især i USA, men også mange andre steder, sat ned til et usædvanligt lavt niveau. Se evt. figur 3 i kapitel 2.

---

<sup>75</sup> Rajan (2005), s. 1

<sup>76</sup> Rajan (2005), s. 20-21

<sup>77</sup> Green & Wachter (2007), s. 56-57

Der er grund til at tro, at renteniveauet ikke kun påvirker den risikofri rente, som jo er det normale udgangspunkt, men også risikovilligheden for investorerne. Normalt antager man i de økonomiske teorier, at den risikofri rente blot er en udefra given størrelse, som sættes ind i formlen, men som i øvrigt ikke påvirker lysten til at påtage sig risiko. I den virkelige verden er tingenes tilstand nok snarere den, at investorerne, i fald renten er meget lav, ikke føler, at de kan tjene nok på de sikre investeringer, og derfor går de over i de mere usikre. Hvis tilstrækkeligt mange tænker sådan, så vil renteniveauet altså mærkbart påvirke risikovilligheden i samfundet i modsat retning: Hvis renten går ned, går risikovilligheden op. Dette kan illustreres med to eksempler:

Det ene eksempel er forsikringsselskaber, som først opkræver en præmie hos kunderne og senere udbetaler den, kalkulerer med en vis rente, for at få indtægter og udgifter til at stemme. Deres forpligtelse ændrer sig ikke af, at renten i samfundet stiger eller falder. Hvis det sidste er tilfældet, så har selskaberne ikke andet valg end at øge risikoen for at få pengene ind den vej.<sup>78</sup> Eksemplet understøttes af, at det jo bl.a. er forsikringsselskaber, der er kommet i klemme under den aktuelle finanskrisen. Især AIG har været meget i medierne, da de måtte reddes af den amerikanske stat.

Et andet eksempel kan man finde hos hedgefondene. Her er aflønningen typisk sådan, at en manager får en vis andel af afkastet ud over et minimum (ofte 0). Når renten er høj, behøver man ikke løbe nogen risiko, da pengene så at sige kommer af sig selv. Når renten derimod er lav, så tvinges manageren til at løbe en større risiko, da han ellers kan risikere end ikke at kunne nå sit minimumsmål.<sup>79</sup>

## 7.2 Undervurdering af risikoen

Forrige kapitel indeholdt en diskussion af, hvorvidt låntagerne undervurderede risikoen ved at optage risikable lån. Der er absolut også en mulighed for, at långiverne også undervurderede kreditrisikoen og udstedte for mange lån.

---

<sup>78</sup> Rajan (2005), s. 22

<sup>79</sup> Rajan (2005), s. 22



Et eksempel på en sådan undervurdering af risikoen kunne være de mange realkreditobligationer, der blev solgt i forskellige pakker, dvs. i forskellige kombinationer. Hensigten synes at have været at få presset risikoen ned. Tilsyneladende har såvel investorer som ratingbureauer undervurderet risikoen og troet, at man også kunne mindske den systematiske risiko. Man skal være klar over, at hvis risikoen for tab ved tvangsauktion i gennemsnit er ti procent, så vil det altid være 10 % risiko for tab på investeringen uanset, hvordan man end pakker sine obligationer.<sup>80</sup>

Her er det værd at huske på, at kreditrisikoen i USA er større end herhjemme, da kreditforfølgelsen i USA stopper ved tvangsauktionen. Forbrugeren kan til hver en tid indlevere sin nøgle til realkreditselskabet, som så hænger på regningen, hvis lånet er større end boligens værdi. Som tidligere nævnt i gennemgangen af dereguleringen, så er der opstået en række lån med meget lav, ingen eller direkte negativ amortisation. Folk, der har optaget disse lån, vil efter udløbet af den korte periode med lav ydelse, stå i valget mellem at fortsætte med lånet og evt. lægge det om, sælge boligen og få friværdien udbetalt eller stoppe betalingerne og lade boligen gå på tvangsauktion. Da boligpriserne steg, kunne det være en god ide med en af de to første muligheder, men da boligpriserne begyndte at falde, vendte billedet. Nu risikerede man, at lånet var mere værd end boligen, og så var der ingen grund til fortsat at betale. Desværre for långiverne, så valgte flere personer end ventet den sidste løsning.<sup>81</sup>

Man kan opfatte ovenstående beskrivelse som sidste led i en opadgående spiral: Når boligpriserne steg, så faldt risikoen for tab, og dermed kunne realkreditselskaberne låne mere ud til boligkøberne. Når boligkøberne kunne låne mere, steg efterspørgslen og dermed prisen på boliger. Ringen er sluttet. En opadgående spiral var skabt.

### 7.3 Delkonklusion

På långiversiden har der de senere årtier været en tendens i retning af at påtage sig øget risiko. Årsagen til denne øgede appetit på risiko hænger især sammen med den ændrede struktur på de finansielle markeder, hvor de enkelte banker er udsat for en større konkurrence end tidligere.

---

<sup>80</sup> Green & Wachter (2007), s. 56

<sup>81</sup> Green & Wachter (2007), s. 53-54

Investorerne har desuden undervurderet risikoen ved boliglån. Ligeledes har den lave rente bidraget ved at give et øget incitament til at investere i mere risikofyldte aktiver.

## 8 Markedspsykologi

Indtil videre har hele opgaven bygget på en bestemt præmis: At der er en sammenhæng mellem ændringer i kreditvilkårene og boligpriserne. Det skyldes, som beskrevet i indledningen, at der er en statistisk sammenhæng mellem de to ting. Men hvad nu hvis der ikke er en sammenhæng mellem de to ting alligevel. Hvad nu hvis sammenhængen kun er et sammenfald i tid, men ikke i kausalitet?

I dette kapitel vil jeg prøve at diskutere hele udgangspunktet for opgaven ved at inddrage et nyt punkt: Psykologien. Hvad nu hvis det er psykologien, der driver udviklingen på boligmarkedet og slet ikke lånerestriktionerne, renten, risikovilligheden osv.

Oppositionen til den hidtidige tolkning finder man først og fremmest hos professor Robert Shiller, der har skrevet en stribe artikler om emnet. Hans hovedbudskab er, at det er psykologiske effekter, der primært driver prisudviklingen på boligmarkedet. Jeg vil i dette afsnit gennemgå og diskutere Shillers påstande, for på den måde at sætte spørgsmålet om kapitalmarkedernes betydning for boligpriserne i et andet perspektiv.

### 8.1 Boligpriserne i historisk perspektiv

Pointen omkring markedspsykologi er, at de normale faktorer som rente, byggeomkostninger mv. ikke spiller nogen større rolle. Boligkøb er for mange mennesker den største økonomiske beslutning i livet. Beslutningen rækker mange årtier ud i fremtiden. Derfor betyder ting som eksempelvis den korte rente i dag ikke det store, da det er forventningerne i det lange løb, der betyder noget.<sup>82</sup>

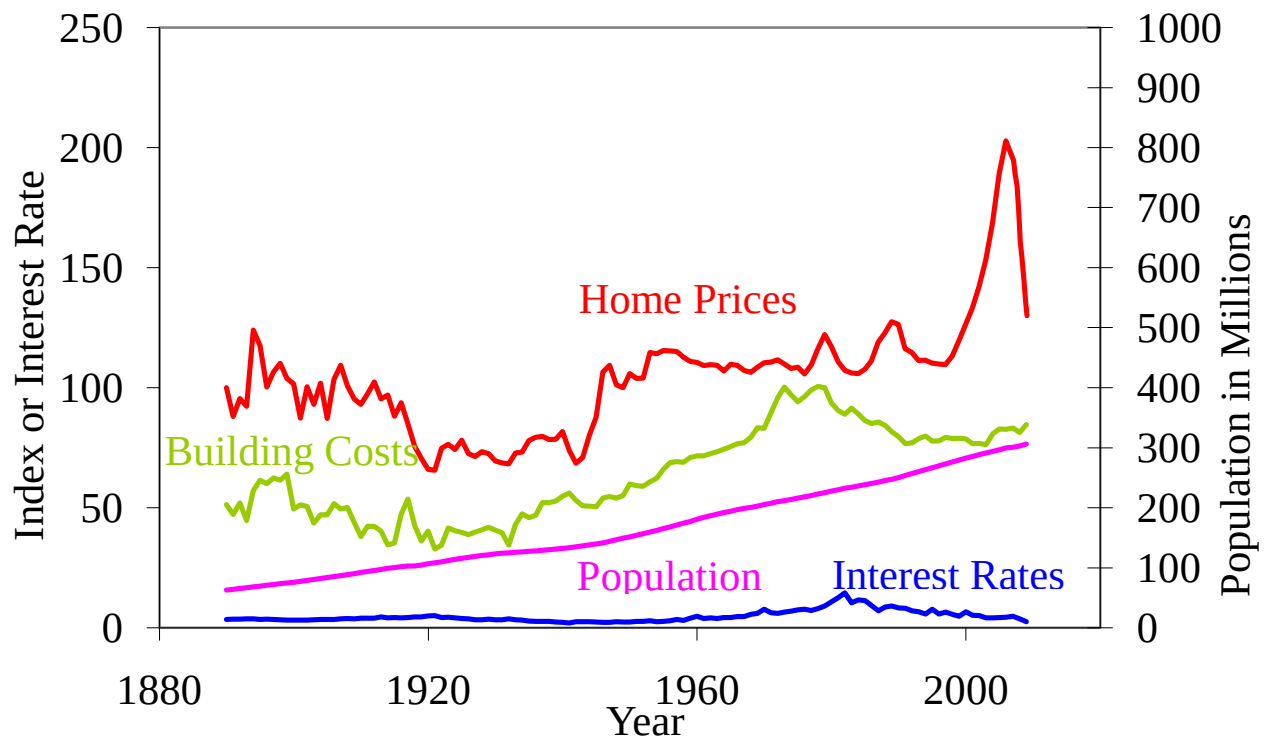
Det er altså en tolkning, der i mangt og meget er i modstrid med det tidligere fundne. Eksempelvis forbrugernes planlægningshorisont, der her forudsættes lang, men som det tidligere beskrevet, forholder det sig faktisk lige omvendt. Omvendt passer det fint med det, jeg tidligere har fundet

---

<sup>82</sup> Shiller (2007), s. 117-118

omkring renten, hvor der ikke er nogen sammenhæng mellem realrenten og boligpriser, mens der til gengæld er sammenhæng mellem boligpriserne og den nominelle rente.

Alt dette lader sig måske nemmest forklare ved at vise en figur over den historiske udvikling i boligpriserne:



Figur 9. Figuren viser udviklingen i de reale boligpriser, byggeomkostningerne og renten samt befolkningens størrelse i USA siden 1890 og frem til i dag (starten af 2009). Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/fig2-1.xls>. Figuren opdateres løbende. Denne version er fra starten af juni 2009.

Det amerikanske boligmarked fungerer på en anden måde end det danske, hvorfor pristilpasningen – især i nedadgående retning – sker meget hurtigere. Se kapitel 7, hvor der er en uddybning.

Figuren viser tydeligt, at mens ændringerne i renten har været relativt få og små, så har ændringerne i boligpriserne været meget store de seneste år. Alt for store til at det kan forklares af en faldende

rente. Figuren viser endvidere, at hverken byggeomkostningerne, som ellers er en hyppigt anvendt forklaringsmodel, eller befolkningsudviklingen kan retfærdiggøre udviklingen.

Allerede her opstår det første problem i Shillers argumentation. Renten, han benytter, er den korte markedsrente. I USA har man, jf. kapitel 3, historisk set benyttet lange, fast forrentede obligationer. Variabelt forrentede obligationer er relativt nye, og derfor må vi også kun forvente en svag sammenhæng i figuren. Det, man burde benytte, er den lange 30-årige rente. Hvis man gør det, kommer der faktisk en sammenhæng mellem renten og boligpriserne<sup>83</sup> Her skal man dog lige huske på, at der som tidligere nævnt kun er en sammenhæng mellem de nominelle renter og boligpriserne. Realrenten har ingen sammenhæng med boligpriserne, og dermed støtter det faktisk Shillers påstand.

Et andet problem ved figuren er, at tidshorisonten er meget lang. Det kan både være et problem i forhold til, om man faktisk kan gå så langt tilbage i tid (måleproblem), men det kan også være et problem i forhold til kapitalmarkederne. Når kapitalstrukturerne ændrer sig på boligmarkedet, må vi også forvente at påvirkningen ændrer sig. Som beskrevet i kapitel 3 var markedet for boliglån meget reguleret og meget afskærmet fra påvirkninger udefra. Når der fra dengang og til i dag er sket en integration af kapitalmarkederne i boliglånene, må man også forvente, at lånene i dag bliver mere påvirkede af ændringer i markedsrenten, end de gjorde for 50 eller 70 år siden.<sup>84</sup>

Ingen af disse problemer ved argumentationen ændrer dog på den grundlæggende pointe om, at det psykologiske aspekt spiller en central rolle i boligprisernes udvikling.

## 8.2 Markedspsykologi i det lille perspektiv

Man kan inddele psykologien i flere niveauer, og her vil jeg starte med at kigge på boligmarkedet isoleret.

---

<sup>83</sup> Mayer (2007), s. 126

<sup>84</sup> Mayer (2007), s. 126-127

Boligmarkedet er, som nævnt i indledningen, et ineffektivt marked. Prisfastsættelsen tager meget lang tid, omkostningerne ved at handle er ganske betydelige, og sidst, men ikke mindst er forbrugerne, dvs. boligkøberne og –sælgerne, ikke rationelle aktører. Folk ræsonnerer meget ofte på baggrund af den forrige periodes stigninger eller fald i priserne uden at skele til det større perspektiv. Kigger man på figuren over de amerikanske boligpriser, så kan man se, at de har været forbløffende konstante, hvis vi lige ser bort fra de seneste ti år samt krisen i mellemkrigsårene. Hvis boligpriserne pludselig begynder at stige ganske voldsomt, så må man derfor rationelt forvente, at de vil falde igen fremover. Men fordi folk i al almindelighed blot forlænger den seneste periodes stigninger, vil de i stedet forvente, at boligpriserne fortsætter med at stige. Samtidig vil de nye prisstigninger overbevise flere folk om, at boligpriserne fortsætter op, og derfor vil de købe osv. Således kan der opstå en spiral, der kan drive priserne op og op indenfor en begrænset tidsperiode.<sup>85</sup>

Konkret kan man se, at det i hvert fald delvist forholder sig således, hvis man kigger på forventningerne til udviklingen på boligmarkedet. Fra tid til anden spørges den danske befolkning om, hvordan den tror, boligpriserne vil udvikle sig fremover. I 2005 kort inden boligmarkedet toppede, svarede danskerne meget optimistisk på fremtidens boligpriser i en meningsmåling. Hele 60 % forventede fortsat stigende boligpriser i årene fremover, mens kun hver tiende adspurgte forventede, at priserne ville falde. Undersøgelsen spurgte også til størrelsen af den forventede stigning, og her viste det sig, at halvdelen forventede en stigning på i gennemsnit 8 procent om året over en periode på fem år.<sup>86</sup>

To år senere viste en tilsvarende måling et helt andet resultat. Nu svarede 44 % af de adspurgte at boligpriserne ville falde, mens kun en fjerdedel forventede stigende priser<sup>87</sup>. Der er altså en klar sammenhæng mellem de øjeblikkelige bevægelser på boligmarkedet og så forventningerne til fremtiden.

---

<sup>85</sup> Shiller (2007), s. 93

<sup>86</sup> Økonomiministeriet (2005), s. 12

<sup>87</sup> Børsen (2007)

Tallene er som nævnt for Danmark. Lignende undersøgelser i USA viser en tilsvarende udvikling. Her kan man endvidere også konstatere den samme tendens, hvis man går længere tilbage i tid og kigger på tidligere prisbooms på boligmarkedet.<sup>88</sup>

### 8.3 Psykologien som samfundsfænomen

Man kan imidlertid også anlægge et bredere samfundsperspektiv på situationen omkring markedspsykologi. Shiller argumenterer for, at boligprisernes himmelflugt er en boble, som er skabt på baggrund af en større tendens i samfundet.<sup>89</sup>

Der findes ingen entydig definition på begrebet bobler, men normalt omtales bobler som det fænomen, at folk køber på forventningen om yderligere prisstigninger. Fænomenet har været kendt i flere hundrede år, der henvises typisk til tulipanboblen i Holland i 1600-tallet som det ældst kendte eksempel, og det seneste tilfælde før den nuværende krise er vel IT-boblen, der brast omkring årtusindeskiftet.

Normalt har folk ikke opfattet boliger som noget, man kunne tjene penge på at købe. Huse og lejligheder har været opfattet som et industrielt produkt, som man kunne producere nogle flere af, hvis det blev nødvendigt. Men i takt med succeshistorierne i medierne om folk, der har tjent en formue på stigende boliger, opstår der en selvforstærkende effekt, hvor flere og flere mennesker ændrer opfattelse og tror, at der kan tjenes penge på køb og salg af boliger.<sup>90</sup>

Jeg er i tvivl om, hvorvidt Shillers argument holder, når vi ser på Danmark. Jeg tror ikke, at folk har opfattet ejerboliger som noget, der nærmest produceres samlebånd. Til gengæld kan man se, at opfattelsen af ejerboliger, og hvem der skal bo i ejerboliger, har ændret sig de senere år. Synet på ejerboliger har traditionelt været, at det var for de mere velstillede. Resten af befolkningen boede i lejeboliger eller måske andelsboliger. Selvom andelen af folk, der bor i ejerboliger har været

---

<sup>88</sup> Shiller (2007), s. 95-96

<sup>89</sup> Shiller (2007), s. 93 og frem.

<sup>90</sup> Shiller (2006), s. 97

stigende i mange år, bl.a. som følge af øget velstand, så er det kun omkring halvdelen af befolkningen, der i dag bor i egen bolig. De senere år er opfattelsen imidlertid ændret, velsagtens som følge af fantastiske historier i medierne og hos ejendomsmægleren. Nu skal også folk med små indkomster bo i egen bolig, og sågar også studerende, evt. i form af forældrebetaling. Det kan man undre sig over, for der skal jo også bo nogen i den anden halvdel af boligmassen, der ikke er ejerboliger.

Shiller påpeger også, at et samfundsfænomen, som beskrevet ovenfor, er kendetegnet ved, at man ignorerer fageksperternes udsagn. I optimismens navn overhører man fageksperternes advarsler og fortsætter uændret med historier om, hvor fantastisk det går.<sup>91</sup> I USA har selvsamme Shiller i en årrække fremført det synspunkt, at boligpriserne var overvurderede uden, at den opfattelse tilsyneladende har vundet større udbredelse al den stund, at boligpriserne og befolkningens forventninger fortsatte ufortrødent opad. Samtidig kan man se i medierne, at det meget ofte er aldeles subjektive eksperter, der hives ind i medierne for at kommentere på udviklingen. I sager om boliger er det typisk ejendomsmæglere og medievante finansfolk fra banker og realkreditinstitutter, der leverer kommentarerne. Da det gik op ad med priserne, var det ikke herfra de kritiske kommentarer til udviklingen kom. Selvfølgelig ikke. Ejendomsmægleren skulle helst ikke skræmme kunderne væk ved at sige, at boligpriserne nok var overvurderede og snart ville falde. De kritiske udsagn kom fra uvildige folk typisk fra universitetsverdenen, fx vismændene, der flere gange været ude med et kritisk syn på udviklingen på boligmarkedet, uden det billede forplantede sig videre til de brede masser.

## 8.4 Delkonklusion

Det er meget vanskeligt at konkludere på dette afsnit. På det ene side synes mange af påstandene og forudsætningerne ikke at holde til et nærmere eftersyn. Det gælder forbrugernes tidshorisont, rentens betydning og figuren, hvormed påstandene underbygges. Omvendt er det svært at afvise hovedargumentet om, at forventningerne er hovedkraften i de seneste årtis prisstigninger på boligmarkedet, da der synes at være en klar sammenhæng mellem de to ting.

---

<sup>91</sup> Shiller (2007), s. 94-95



Spørgsmålet er derfor ikke, hvorvidt forventninger betyder noget for prisdannelsen på boligmarkedet. Det gør de utvivlsomt. Spørgsmålet er, hvor meget det betyder. Og spørgsmålet er også, om der er nogen modsætning mellem Shillers påstand og så den hidtidige konklusion. Med de nye låntyper er det muligt på kort sigt at låne mere uden at betale ret meget mere om måneden. Samtidig er det, der betyder noget for selve købet af en bolig ofte forventninger til boligmarkedet, konjunkturerne, ens egen økonomiske situation osv. Hvis folk forventer, boligen snart vil stige yderligere i pris, så er de også mere tilbøjelige til at købe den i dag til en høj pris. Forventninger og liberaliseringer skal derfor mere ses i en sammenhæng end i et modsætningsforhold, når det gælder påvirkningen af boligpriserne.

## 9 Konklusion

Boligpriserne nåede i store dele af den vestlige verden et foreløbigt højdepunkt i 2006. I årene op til var gået den længste og største optur for boligpriserne i nyere tid, og priserne blev i mange lande fordoblet eller mere i reale tal i løbet af blot et årti. Dette var sket samtidig med, at de private husholdninger havde gældsat sig ganske voldsomt i løbet af relativt få år.

I de lande, der oplevede prisstigningerne, var forud gået flere årtier med ændringer i det finansielle system. Disse ændringer havde dels bestået i, at der var blevet givet mere frie rammer for kreditmarkederne og dels i en udvikling af nye låntyper. Det betød, at markederne for boliglån i løbet af nogle årtier gik fra at være regulerede og statssubsidierede til at være frie markeder, der fungerer mere på markedsvilkår. Udviklingen var dog ikke ens i alle lande. Nogle lande havde hverken oplevet en stor stigning i boligpriserne eller i gælden. Ej heller havde de oplevet ændrede kreditmarkeder.

De låntyper, som blev muliggjorte af denne udvikling, blev hurtigt meget populære. Det til trods for, at man egentlig burde forvente en mere afdæmpet reaktion på disse lån. Det skyldes, at de nye lån enten har en større risiko, end mange låntagere kan bære, eller også er de beregnet til folk i nogle ganske særlige situationer, men benyttes i stedet i vid udstrækning af den brede befolkning.

Når det var de risikofyldte lån, der blev valgt, så kunne det skyldes flere ting. Det kunne skyldes en manglende forståelse for risikoen. Den forklaring er nok den mest nærliggende, da låntagerne kun i ringe grad havde en sikker forståelse af renterisikoen. Mange har ikke de basale matematiske evner, som det kræver for at kunne vurdere de forskellige lån, og dertil kommer, at mange kraftigt undervurderer risikoen for rentestigninger. Det medfører, at mange i stedet for at handle rationelt så vælger at fokusere helt kortsigtet på ydelsen.

At der blev valgt risikable lån, skyldes dog ikke låntagerne alene. En del af forklaringen skal findes hos långiverne, der gjorde det muligt for boligejerne at tage flere og mere risikable lån end tidligere. Det er der flere forklaringer på. For det første har strukturen i den finansielle verden ændret sig de seneste tre årtier. Fra at have levet i en relativ beskyttet verden, hvor det primært gjaldt om at beskytte sig, er mange banker i dag drevet på vilkår, der ligner resten af samfundet. Det vil sige, at bankerne i højere grad end tidligere bliver mødt med et krav om, at de skal levere profit til deres aktionærer. For det andet har långiverne ligesom låntagerne kraftigt undervurderet risikoen ved de nye låntyper. Derudover har renten i samme periode været meget lav, hvilket har påvirket risikovilligheden hos investorerne i opadgående retning.

Endelig er der så spørgsmålet om, hvorvidt alt det ovenstående overhovedet betyder noget. Meget tyder nemlig på, at det er forventninger, der driver prisdannelsen på boligmarkedet, og ikke så meget andet. Forventninger betyder utvivlsomt meget, men forventninger skal snarere ses i sammenhæng med alt det andet. Forventningerne er nok den direkte årsag til købet, men de nye lån med en lavere ydelse giver mulighed for at låne mere og dermed presse boligprisen op.

Konklusionen er derfor, at udviklingen de seneste årtier på finansmarkederne har drevet boligpriserne op i et hidtil uset leje, fordi folk har kunnet låne mere på bekostning uden at skulle betale mere i første omgang. Det er sket gennem en øget risiko for boligejerne, en risiko som i vidt omfang er blevet undervurderet. Når det har været muligt at optage mere risikable lån skyldes det, at låntagerne også har undervurderet risikoen, samt at der er sket en udvikling på finansmarkederne, hvorved risikovilligheden er steget.

## 10 Perspektivering

Måske er boligpriserne i virkeligheden en alt for snæver betragtning på en meget større problemstilling. Boligpriserne var langt fra det eneste aktiv, som i årene op til 2006 steg og steg i værdi til hidtil usete højder. Disse andre aktiver er ting som aktier, junk bonds (eksempelvis subprimeobligationer), kunst, frimærker mv., som alle oplevede et prisboom.<sup>92</sup>

Det kunne altså se ud som om, at boligpriserne faktisk kun er en mindre del af en større helhed. Hvis det er tilfældet, så kan man overveje, hvad det betyder for konklusionen i opgaven. Betyder det, at de faktorer, som driver boligmarkedet, det vil først og fremmest sige lempelser i kreditrestriktionerne, lavere rente og forventninger om fremtidige stigninger, også påvirker de andre aktiver? Eller betyder det, at det er andre og måske mere overordnede faktorer, som påvirker prisdannelsen på en række aktiver? Man kan argumentere for det første ved at sige, at det er en naturlig følge af rigelig likviditet på de finansielle markeder<sup>93</sup>. Men dette passer ikke særlig godt med konklusionen i denne opgave, hvor jeg netop fandt, at liberaliseringernes effekt på boligpriserne bl.a. virker qua befolkningens manglende finansielle forståelse. Aktier, råstoffer og obligationer handles kun i begrænset omfang af private aktører med lav finansiell forståelse. Man må forvente at forståelsen for risiko er væsentlig større hos de professionelle investorer, men måske ikke stor nok? Man kan selvfølgelig også vælge den anden mulighed og overveje, hvilke yderligere faktorer, der kunne påvirke alle disse forskellige aktiver. Måske en generel optimisme?

---

<sup>92</sup> White (2007), s.69-70

<sup>93</sup> White (2007), s. 70 argumenterer for denne tolkning.

# 11 Litteraturliste:

Bemærkninger til lovforslag om afdragsfrie lån:

[http://www.folketinget.dk/Samling/20021/lovforslag\\_som\\_fremsat/L177.htm](http://www.folketinget.dk/Samling/20021/lovforslag_som_fremsat/L177.htm)

Berlingske Tidende: "Forbedringer trækker boligpriser op". 23.12.2006

BRF-kredit

<http://www.brf.dk>

Brown, Martin: "Country note: housing finance in Switzerland". IMF. 2006. s. 1-6.

Børsen: "Boligejere frygter prisfald". 02.03.2007

Danmarks Nationalbank: "Finansiel stabilitet 2007". s. 1-122.

Dynan, Karen E. & Donald L. Kohn: "The Rise in US Household Indebtness: Causes and Consequences". The Structure and Resilience of the Financial System. Reserve Bank of Australia 2007 Conference. s. 84-113

EMF: "Hypostat 2007". European Mortgage Federation. 2008. s. 1-84.

Factsheet for Denmark. European Mortgage Federation.

<http://www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=344>

Factsheet for Germany. European Mortgage Federation.

<http://www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=344>

OECD (Girouard, Nathalie et al.): "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals. Economics Department Working Papers No. 475". OECD. 2006. s. 1-60.

Green, Richard K. & Susan M. Wachter: "The Housing Finance Revolution". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 21-67.

Hendershott, Patrick H. & Michael White: "The Rise and Fall of Housing's Favored Investment Status". Journal of Housing Research. Vol 11. 2000. s. 257-275.

HM Treasury: "Housing Finance Review: analysis and proposals". 2008. s. 1-93

IMF (Terrones, Marco et al.): "The Global House Price Boom". "World Economic Outlook. Global Demographic Transition. September 2004". Kapitel 2. IMF. 2004. s. 71-136.

Jensen, Ane Arnth (Realkreditrådet): "Bevar de afdragsfrie lån". Berlingske Tidende. 09. maj 2008.

JP Morgan: "UK Mortgage and the UK RMBS Market". 23. maj 2002. s. 1-24.  
<http://www.securitization.net/pdf/ukmortgage52302.pdf>

Leamer, Edward E.: "Housing is the business Cycle". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 149-233.

Mayer, Christopher J.: "Commentary: Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 125-137.

Miles, David: "Housing, Financial Markets and the Wider Economy". John Wiley & Sons. 1994.

Miles, David: "The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View. Final Report and Recommendations". HM Treasury. 2004. s. 1-122

Lunde, Jens, Kathleen Scanlon & Christine Whitehead: "Mortgage product innovation in advanced economies: More choice, more risk". European Journal of Housing Policy. Vol. 8. Nr. 2. 2008. s. 109-131.

Mortgages.co.uk. Engelsk online portal.

<http://www.mortgages.co.uk/>

Muelbauer, John N.: "Housing, Credit and Consumer Expenditure". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 267-334.

Møller, Michael & Niels Christian Nielsen: "Realkreditens 200-års jubilæum". FinansInvest nr. 2. 1997.

Møller, Michael: "Krystalkugle. Lav rente og afdragsfri lån betyder dyrere huse. Længere er den ikke. Og dog. Boligpriser er noget lumske noget.". Kronik. Politiken 27.11.2003.

Nielsen, Peter Erling: "Afdragsfrie realkreditlån". FinansInvest nr. 7. 2003

Rajan, Raghuram G.: "Has Financial Development Made the World Riskier?". 2005.  
<http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/finrisk.pdf><sup>94</sup>

Razzi, Elizabeth: "Homeowners are clueless about their mortgages" / "Mortgage ignorance rampant"<sup>95</sup>. Bankrate.com 2007.

[http://www.bankrate.com/brm/news/financial\\_literacy/March07\\_mortgage\\_poll\\_national\\_a1.asp](http://www.bankrate.com/brm/news/financial_literacy/March07_mortgage_poll_national_a1.asp)

Realkreditrådet: "Analyse om udbredelsen af brugen af afdragsfrie realkreditlån i forskellige aldersgrupper". 18. maj 2008 (A).

Realkreditrådet: Realkreditudlånet 4. kvartal 2008 (B).

Realkreditrådet: Realkreditudlånet 1. kvartal 2009.

Shiller, Robert J.: "Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 89-123

Sørensen, Christen: "Analyse. Myte. Afdragsfrie lån ikke skyld i boligboble". Politiken 9. maj 2008.

White, William R.: "Commentary: The Housing Finance Revolution". Economic Symposium. Federal Reserve Bank of Kansas City. 2007. s. 69-84.

Det Økonomisk Råd: "Dansk Økonomi, Forår 2001".

Østrup, Finn: "Lempelse af realkreditlån problematisk". Finansfokus nr. 2. Juli 2002.

---

<sup>94</sup> Teksten er også brugt ved Economic Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005.

<sup>95</sup> Begge titler er nævnt på hjemmesiden.

# Bilag A: Realkreditgæld pr. indbygger

|                | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Belgium        | 5.92  | 6.44  | 6.84  | 6.75  | 7.22  | 8.01  | 8.60  | 9.68  | 10.86 | 11.53 |
| Bulgaria       | n/a   | 0.01  | 0.01  | 0.01  | 0.02  | 0.03  | 0.07  | 0.13  | 0.23  | 0.37  |
| Czech Republic | n/a   | n/a   | n/a   | 0.25  | 0.35  | 0.47  | 0.67  | 0.95  | 1.31  | 1.89  |
| Denmark        | 21.99 | 23.41 | 23.20 | 25.03 | 26.51 | 28.93 | 31.25 | 36.18 | 40.90 | 38.71 |
| Germany        | 12.34 | 13.64 | 13.36 | 13.65 | 13.83 | 14.01 | 14.02 | 14.09 | 14.36 | 14.05 |
| Estonia        | 0.13  | 0.16  | 0.21  | 0.28  | 0.44  | 0.70  | 1.11  | 1.94  | 3.18  | 4.19  |
| Greece         | 0.63  | 0.79  | 1.03  | 1.43  | 1.94  | 2.43  | 3.08  | 4.10  | 5.14  | 6.21  |
| Spain          | 3.24  | 3.88  | 4.70  | 5.46  | 6.39  | 7.51  | 9.08  | 11.05 | 13.07 | 14.51 |
| France         | 4.40  | 4.74  | 5.05  | 5.33  | 5.72  | 6.24  | 6.96  | 8.06  | 9.17  | 10.17 |
| Ireland        | 5.65  | 7.02  | 8.62  | 10.00 | 12.11 | 14.98 | 19.12 | 24.08 | 29.29 | 32.20 |
| Italy          | 1.49  | 1.78  | 2.06  | 2.17  | 2.51  | 3.02  | 3.56  | 4.17  | 4.70  | 5.13  |
| Cyprus         | 0.46  | 0.72  | 0.85  | 0.98  | 1.23  | 1.62  | 2.04  | 2.86  | 7.11  | 8.87  |
| Latvia         | n/a   | 0.02  | 0.06  | 0.09  | 0.17  | 0.33  | 0.55  | 1.09  | 2.04  | 2.96  |
| Lithuania      | 0.02  | 0.04  | 0.04  | 0.05  | 0.10  | 0.19  | 0.37  | 0.66  | 0.88  | 1.44  |
| Luxembourg     | 9.56  | 10.43 | 12.67 | 14.03 | 14.97 | 17.47 | 19.48 | 21.99 | 24.69 | 29.03 |
| Hungary        | n/a   | n/a   | n/a   | 0.12  | 0.31  | 0.59  | 0.75  | 0.91  | 1.01  | 1.25  |
| Malta          | n/a   | 0.77  | 0.89  | 1.96  | 2.22  | 2.60  | 3.09  | 3.77  | 4.38  | 4.94  |
| Netherlands    | 13.98 | 14.87 | 17.98 | 20.46 | 25.51 | 27.44 | 28.68 | 29.45 | 33.59 | 34.14 |
| Austria        | n/a   | n/a   | n/a   | 3.69  | 4.46  | 4.91  | 5.91  | 6.56  | 7.34  | 7.82  |
| Poland         | 0.06  | 0.07  | 0.10  | 0.15  | 0.18  | 0.23  | 0.25  | 0.38  | 0.59  | 0.94  |
| Portugal       | n/a   | 4.16  | 4.98  | 5.59  | 6.28  | 6.36  | 6.79  | 7.55  | 8.69  | 9.52  |
| Romania        | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.04  | 0.07  | 0.11  | 0.20  |
| Slovenia       | n/a   | 0.03  | 0.03  | 0.05  | 0.10  | 0.13  | 0.40  | 0.68  | 0.98  | 1.32  |
| Slovakia       | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.19  | 0.26  | 0.41  | 0.57  | 0.78  | 1.21  |
| Finland        | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 5.96  | 6.86  | 7.90  | 9.23  | 10.45 | 11.67 |
| Sweden         | 11.20 | 12.47 | 13.42 | 13.06 | 13.93 | 14.96 | 16.21 | 17.65 | 19.18 | 20.71 |
| UK             | 11.08 | 12.82 | 14.97 | 16.12 | 18.13 | 18.83 | 21.66 | 23.55 | 26.22 | 28.76 |

|         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Albania | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.17  |
| Iceland | 13.36 | 15.90 | 19.11 | 18.47 | 20.10 | 22.23 | 25.99 | 35.95 | 32.77 | 56.58 |
| Norway  | 12.08 | 13.98 | 15.95 | 17.85 | 21.47 | 22.73 | 24.24 | 27.19 | n/a   | 32.46 |
| Russia  | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.01  | 0.04  | n/a   | 0.11  |
| Serbia  | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.01  | 0.04  | 0.09  | 0.17  |
| Ukraine | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.01  | 0.01  | 0.04  | 0.09  | 0.18  |



## Bilag B: Gæld i forhold til BNP

|                | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007   |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Belgium        | 26.5% | 27.6% | 27.8% | 26.7% | 27.8% | 30.2% | 30.9% | 33.9% | 36.3%  | 36.8%  |
| Bulgaria       | n/a   | 0.4%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.7%  | 1.2%  | 2.6%  | 4.6%  | 7.0%   | 9.9%   |
| Czech Republic | n/a   | n/a   | n/a   | 3.7%  | 4.5%  | 5.9%  | 7.8%  | 9.7%  | 11.9%  | 15.3%  |
| Denmark        | 75.0% | 76.2% | 71.2% | 74.7% | 77.0% | 82.6% | 86.0% | 94.0% | 88.6%  | 92.8%  |
| Germany        | 51.9% | 55.6% | 53.2% | 53.1% | 53.2% | 53.5% | 52.4% | 51.9% | 51.3%  | 47.7%  |
| Estonia        | 3.7%  | 4.1%  | 4.7%  | 5.6%  | 7.6%  | 11.2% | 16.0% | 23.7% | 32.7%  | 36.3%  |
| Greece         | 6.3%  | 7.3%  | 9.0%  | 11.8% | 14.8% | 17.2% | 20.2% | 25.1% | 29.3%  | 30.2%  |
| Spain          | 23.9% | 26.7% | 29.9% | 32.5% | 35.9% | 40.0% | 45.8% | 52.5% | 58.6%  | 61.6%  |
| France         | 20.0% | 20.8% | 21.2% | 21.7% | 22.6% | 24.2% | 26.0% | 29.3% | 32.2%  | 34.9%  |
| Ireland        | 26.5% | 28.9% | 31.1% | 32.8% | 36.3% | 42.7% | 52.2% | 61.4% | 70.1%  | 75.3%  |
| Italy          | 7.8%  | 9.0%  | 9.8%  | 9.9%  | 11.0% | 13.0% | 14.8% | 17.1% | 18.7%  | 19.8%  |
| Cyprus         | 3.6%  | 5.4%  | 5.8%  | 6.3%  | 7.8%  | 9.9%  | 11.7% | 15.7% | 37.1%  | 44.8%  |
| Latvia         | n/a   | 0.7%  | 1.6%  | 2.4%  | 4.1%  | 7.6%  | 11.4% | 19.3% | 28.9%  | 33.7%  |
| Lithuania      | 0.9%  | 1.4%  | 1.1%  | 1.4%  | 2.2%  | 4.1%  | 6.9%  | 11.0% | 12.6%  | 17.5%  |
| Luxembourg     | 23.3% | 22.4% | 25.0% | 27.3% | 27.6% | 30.6% | 32.6% | 34.0% | 33.5%  | 38.5%  |
| Hungary        | n/a   | n/a   | n/a   | 2.1%  | 4.5%  | 8.0%  | 9.2%  | 10.4% | 11.4%  | 12.4%  |
| Malta          | n/a   | 8.0%  | 8.0%  | 17.9% | 19.6% | 23.4% | 27.6% | 31.8% | 34.7%  | 37.6%  |
| Netherlands    | 60.8% | 60.7% | 68.2% | 73.0% | 88.3% | 93.2% | 94.9% | 94.4% | 102.7% | 100.0% |
| Austria        | n/a   | n/a   | n/a   | 13.7% | 16.3% | 17.6% | 20.4% | 21.9% | 23.6%  | 23.9%  |
| Poland         | 1.5%  | 1.7%  | 2.1%  | 2.7%  | 3.4%  | 4.5%  | 4.7%  | 6.0%  | 8.3%   | 11.7%  |
| Portugal       | n/a   | 36.9% | 41.5% | 44.4% | 47.9% | 47.8% | 49.3% | 53.3% | 59.2%  | 62.1%  |
| Romania        | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 1.5%  | 1.8%  | 2.3%   | 3.5%   |
| Slovenia       | n/a   | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.8%  | 1.1%  | 3.0%  | 5.0%  | 6.6%   | 8.0%   |
| Slovakia       | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 3.9%  | 4.8%  | 6.5%  | 8.1%  | 9.6%   | 11.9%  |
| Finland        | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 21.5% | 24.5% | 27.1% | 30.7% | 32.9%  | 34.3%  |
| Sweden         | 44.5% | 46.4% | 45.3% | 46.9% | 48.0% | 49.6% | 51.8% | 55.3% | 56.7%  | 57.0%  |
| UK             | 50.6% | 54.2% | 55.9% | 58.9% | 63.9% | 69.3% | 74.1% | 78.4% | 83.1%  | 86.3%  |

|         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Albania | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 6.7%   |
| Iceland | 49.4% | 53.6% | 56.7% | 59.4% | 61.1% | 66.2% | 71.0% | 80.8% | 75.5% | 121.0% |
| Norway  | 39.6% | 41.6% | 39.1% | 42.1% | 47.6% | 52.0% | 53.3% | 51.6% | n/a   | 53.3%  |
| Russia  | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.4%  | 0.8%  | n/a   | 1.9%   |
| Serbia  | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | 0.0%  | 0.1%  | 0.5%  | 1.5%  | 2.9%  | 4.2%   |
| Ukraine | n/a   | n/a   | n/a   | 0.1%  | 0.1%  | 0.3%  | 0.3%  | 1.1%  | 2.6%  | 8.6%   |

# Bilag C – Factsheet Germany

APRIL 2009

## GERMANY

### STRUCTURE OF HOUSING INDUSTRY

#### GOVERNMENT HOUSING POLICY

| Housing Policy                                                                                                                                                                                              | Taxation                                                                                                                          | Subsidies                                                                                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| The role of the state is to ensure the functional capability of the housing market. In the federal system the Federal Government, Federal States and Local Authorities are tasked with this responsibility. | <ul style="list-style-type: none"> <li>· Purchase tax on real estate: 3.5% of the property price;</li> <li>· Land tax.</li> </ul> | The "Eigenheimzulage" for owner occupiers has been abolished as of the 1 <sup>st</sup> of January 2006. Since 2008, owner occupation is supported within the system of private retirement arrangement. |

|                |                                                                                                          |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EMF links      | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                       |
| National Links |                                                                                                          |
| External Links | Structural Factors in the EU Housing markets, March 2003 at <a href="http://www.ecb.int">www.ecb.int</a> |

#### HOUSING STOCK and TENURE

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Data                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| The German housing stock consists of 39.9 million dwelling units (Dec. 2007). The owner occupation rate is 43% (2003). The amount of social renting decreased in recent years. The owner occupation rate differs between West and East Germany. In West Germany it is 46% (2003) while in East Germany is 32% (2003). In major cities (especially in Berlin) the rate of owner occupation is below average whereas in Lower Saxony, Rhineland-Palatinate and Saarland the rate of owner occupation is close to 50% or above. | <a href="#">Total Dwelling Stock</a><br><a href="#">Owner Occupation Rate</a> |

|                |                                                                  |
|----------------|------------------------------------------------------------------|
| EMF links      | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                  |
| National Links | Statistics at <a href="#">Federal Statistical Office Germany</a> |

## DEMOGRAPHY

| Trends                                                                                                                                                                                   | Data                                                                                                                |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>The population has been stagnating at a level of 82 million inhabitants. The decreasing average size of private households indicates moderate growth in the number of households.</p> |                                                                                                                     |
| EMF Links                                                                                                                                                                                | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                                                                     |
| National Links                                                                                                                                                                           | Statistics at <a href="#">Federal Statistical Office Germany</a>                                                    |
| External Links                                                                                                                                                                           | Population and Social Condition at <a href="http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu">www.epp.eurostat.ec.europa.eu</a> |

## HOUSING SUPPLY

| Trends                                                                                                                                                                                                                                             | Data                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| <p>The main source of data on new house building is the Federal Statistical Office Germany. Both data on building permits and completions are available. In 2007, 211,000 dwelling units were completed (mainly one and two-family-buildings).</p> |                                                                  |
| EMF links                                                                                                                                                                                                                                          | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                  |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                     | Statistics at <a href="#">Federal Statistical Office Germany</a> |

## HOUSE PRICES

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Data                                                                           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| <p>There are several sources of house price information on a regional level (expert committees for property valuation, research departments and estate agents). The house price index for the whole country is provided by the Deutsche Bundesbank. A construction price index is provided by the Federal Statistical Office Germany.</p> <p>House prices in Germany have been quite stable in recent years. In 2007, they slightly increased.</p> |                                                                                |
| EMF links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <a href="#">Hypostat Tables</a><br><a href="#">Quarterly Review Statistics</a> |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Statistics at <a href="#">Deutsche Bundesbank</a>                              |

## TRANSACTIONS

| Transaction Costs                                                                                                                                                                      | Trends                                                                                                                              | Data                                          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| The Study on Cost of Housing (EMF) showed that transaction costs in Germany are on the average compared to other EU countries. Taxes constitute the largest part of transaction costs. | Like construction activities, transactions have also decreased in recent years. In 2005, the number of transactions was of 459,000. | <u><a href="#">Number of Transactions</a></u> |
| EMF<br>links                                                                                                                                                                           | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                                                  | <a href="#">Hypostat Tables</a>               |
| National<br>Links                                                                                                                                                                      | Statistics at <a href="#">GEWOS</a><br>Statistics at <a href="#">BBR</a>                                                            |                                               |

## STRUCTURE OF MORTGAGE MARKET

### SIZE AND GROWTH

#### Trends and Interest Rates

Industry figures are monthly published by the Deutsche Bundesbank. Referring to Pfandbrief Banks, the vdp publishes quarterly data on lending business done by its member banks (<http://www.pfandbrief.de/>).

In 2007, outstanding residential mortgage loans accounted for €1,156 billion. Gross residential lending has slightly increased in recent years. In 2007, it amounted to almost €120 billion.

The Mercer Oliver Wyman report showed the extremely competitive nature and low prices of the German mortgage market.

#### Data

[Total Outstanding Residential Loans](#)

[Gross lending](#)

[Net lending](#)

[Representative Interest Rates on New Mortgage Loans](#)

|                       |                                                                                                                                                           |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>EMF links</b>      | <a href="#">Hypostat Tables</a><br><a href="#">Quarterly Review Statistics</a>                                                                            |
| <b>National Links</b> | Statistics at <a href="#">Deutsche Bundesbank</a><br>Statistics at <a href="#">vdp</a>                                                                    |
| <b>External Links</b> | Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, October 2003 at <a href="http://www.merceroliverwyman.com">www.merceroliverwyman.com</a> |

### INDUSTRY STRUCTURE

| Type of Lenders                                                                                                                          | Top 5 Lenders                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Regulation                                                                                                                                       | Distribution Channels                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| A wide range of private, cooperative, public banks, Bausparkassen and insurance companies provide mortgage lending in the German market. | <p>The mortgage industry in Germany is fragmented. There are more than 2000 banks. The following is a list of financial institutions providing residential mortgage lending:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pfandbrief Banks (incl. former mortgage banks);</li> <li>- Universal banks/ commercial banks;</li> <li>- Savings Banks;</li> <li>- Public Sector Banks;</li> <li>- Cooperative and mutual credit banks;</li> <li>- Bausparkassen;</li> <li>- Insurance corporations;</li> <li>- Others.</li> </ul> | The Federal Financial Supervisory Authority ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)" ) regulates banking practices in Germany. | Different channels are available: branch networks, intermediaries and e-commerce. |
| <b>National Links</b>                                                                                                                    | Statistics at <a href="#">Deutsche Bundesbank</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht at <a href="http://www.bafin.de/">http://www.bafin.de/</a>                                       |                                                                                   |

## PRODUCT TYPES

| Mortgage Products | Interest-Rate Types as a Percentage of Mortgage Lending Market | Breakdown by Loan Maturity Type |
|-------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|
|-------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|

There is a standard product range with most lenders competing on price and convenience. Long-term fixed-rate reset mortgages dominate the market whereas variable mortgages only account for a small proportion. An active forward-rate market allows borrowers to lock-in rates up to three years before reset. Bausparkassen offer a specialised product, where borrowers have to deposit money on a special saving account with the bank for a period of 6-7 years before being able to take a loan.

Mortgage loans with an initial fixed period of 5-10 years account for 39% of gross lending.

Not Available.

|                |                                                                                                                                                             |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EMF Links      | <a href="#">The Study on Interest Rate Variability in Europe</a>                                                                                            |
| National Links | Statistics at <a href="#">Deutsche Bundesbank</a><br>Statistics at <a href="#">vdp</a>                                                                      |
| External Links | Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, October 2003 at <a href="http://www.mercerolliverwyman.com">www.mercerolliverwyman.com</a> |

## FUNDING

| Funding Methods and Trends | Data |
|----------------------------|------|
|----------------------------|------|

Pfandbriefe play an important role in German mortgage funding. At the end of 2008, Mortgage Pfandbriefe funding accounted for more than €227 billion. Public Sector Pfandbriefe are the other most important funding tool of Pfandbrief banks amounting to a total outstanding of €579 billion in 2007. With the exception of government bonds, both products constitute the largest asset class in the German fixed-income market. In 2007, banks issued more than €153 billion of new Pfandbriefe with Mortgage Pfandbriefe accounting for €63 billion and Public Sector Pfandbriefe for €90 billion. In terms of the whole German fixed-income market, Pfandbriefe had a market share of almost one fourth of the total outstanding.

The strict German Pfandbrief Act limits the funding through Pfandbriefe to only 60% LTV. There are also other funding instruments available which are mainly based on general balance sheet funding such as deposits of customers, inter-bank deposits and special purpose savings deposits (Bausparkassen). MBS only play a marginal role with regards to the funding of residential mortgage loans (RMBS). Due to the financial market crisis, they disappeared from the German fixed-income market.

*[Total Covered Bonds Outstanding \(backed by mortgages\)](#)*  
*[Total Covered Bonds Issuance \(backed by mortgages\)](#)*  
*[Total RMBS Issues](#)*

|                |                                                                                        |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| EMF Links      | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                                        |
| National Links | Statistics at <a href="#">Deutsche Bundesbank</a><br>Statistics at <a href="#">vdp</a> |

## DEFAULTS

### Safety Nets and Repossessions

There are a number of instruments and procedures to help borrowers in default. The most common are:

- ▶ Residual debt insurance;
- ▶ Redress during repossession procedures;
- ▶ Personal insolvency procedure.

## AFFORDABILITY

### Loan to Value Ratios

The average loan for house purchase amounts to 72% of the value of the property (Verband Deutscher Pfandbriefbanken, 2006).

### Debt Servicing Costs

Debt servicing costs are about 27% of the disposal income (Verband Deutscher Pfandbriefbanken, 2006).

### House Price to Income Multiple

(Average house price/Average disposable income per worker)

In 2006 the average house price to income multiple was of 6.2:1 (Average house price/ net household income). Source: Verband Deutscher Pfandbriefbanken, 2006

|                       |                                                                                                                            |                                                                                                                            |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>EMF links</b>      | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                                         |                                                                                                                            |
| <b>National Links</b> | Study on Structures of Home Ownership Creation (2006) at <a href="http://www.pfandbrief.de/">http://www.pfandbrief.de/</a> | Study on Structures of Home Ownership Creation (2006) at <a href="http://www.pfandbrief.de/">http://www.pfandbrief.de/</a> |
| <b>External Links</b> | Structural Factors in the EU Housing Markets, March 2003 at <a href="http://www.ecb.int">www.ecb.int</a>                   |                                                                                                                            |

## CONTACTS

Rodolfo Labadie  
Economic Adviser  
European Mortgage Federation  
[rlabadie@hypo.org](mailto:rlabadie@hypo.org)

Alessandro Sciamarelli  
Statistical Adviser  
European Mortgage Federation  
[asciamarelli@hypo.org](mailto:asciamarelli@hypo.org)



# Bilag D – Factsheet Denmark

### STRUCTURE OF HOUSING INDUSTRY

#### GOVERNMENT HOUSING POLICY

| Social Housing                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Taxation                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Subsidies                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>The primary aim of the government policy is to ensure a wide and comprehensive supply of different forms of housing.</p> <p>The government aims to support social housing through two primary channels.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Social dwelling is financed for 84% through mortgage loans, 14% through county authority basic capital (provided by the National Building Fund) at favorable terms, and 2% through lease premiums. Besides county authority's basic capital, public financial support is provided by guaranteeing a part of the mortgage loan and through loan repayment subsidies.</li> <li>▶ Public financial support is given directly to tenants based on specific socioeconomic characteristics of the individual tenant.</li> </ul> | <p>Residential property is taxed at a rate of 1% on the estimated property value (the public valuation of residential property has traditionally been conservative compared to market prices).</p> <p>Property value above 3 million DKK (approximately €402,760) is taxed at a rate of 3%. In 2002, the Danish government introduced a tax reform that among other things limits tax increases on residential property. Therefore, taxation on residential property has not increased proportionately to house prices since 2002.</p> <p>As a general rule, capital gains from sales of residential property are exempt from taxation.</p> | <p>Homeowners are not directly subsidised but it is possible to get some fiscal advantage (such as a lower level of taxation) due to interest payments on mortgage loans.</p> <p>Retired homeowners are taxed at a lower rate.</p> |

|                   |                                                                                                          |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EMF<br>links      | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                       |
| National<br>Links | <a href="#">The Danish Government 2002<br/>(in Danish)</a>                                               |
| External<br>Links | Structural Factors in the EU Housing markets, March 2003 at <a href="http://www.ecb.int">www.ecb.int</a> |



## HOUSING STOCK and TENURE

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                              |  | Data                                                                |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|---------------------------------------------------------------------|--|
| <p>The total dwelling stock in Denmark rose by 2.1% from the beginning of 2007 to the beginning of 2008. The magnitude of this increase has only been matched once over the past 25 years. The owner occupation rate has remained stable over time at a rate of just above 50%.</p> |  | <p><u>Total Dwelling Stock</u><br/><u>Owner Occupation Rate</u></p> |  |
| EMF Links                                                                                                                                                                                                                                                                           |  | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                     |  |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                      |  | <a href="#">Statistics Denmark - Number of Dwellings</a>            |  |

## DEMOGRAPHY

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |  | Data                                                                                                                   |  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <p>An increasing part of the population prefers to live in urban areas. As a consequence, increased demand for housing in these areas has caused a boom in new residential constructions. For the time being, the increased supply of owner-occupied dwellings in big cities has over-shot demand. However, prices on owner-occupied dwellings in big cities, which have seen the largest price increases up to 2007, are now falling at a more rapid pace compared to less populated areas.</p> |  | <u>Population</u>                                                                                                      |  |
| EMF Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |  | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                                                                        |  |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  | <a href="#">Statistics Denmark - Population</a><br><a href="#">Statistics Denmark - Population Projection</a>          |  |
| External Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  | Population and Social Condition at<br><a href="http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu">www.epp.eurostat.ec.europa.eu</a> |  |

## HOUSING SUPPLY

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                         | Data                                                                                                                                                  |  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <p>Having experienced an uninterrupted period of increasing housing starts since 2000, the building sector cooled off in 2007. As of end of 2008, housing starts were down by some 40% on a year-on-year basis, bearing witness to the combined effects of oversupply of new houses (primarily in urban areas) and the general gridlock in transactions.</p> |                                                                                                                         | <p><u>Housing Starts</u><br/><u>Housing Completions</u><br/><u>Building Permits</u><br/><u>Residential Investment</u></p>                             |  |
| EMF Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                         | <a href="#">Hypostat Tables</a>                                                                                                                       |  |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <p>Housing Starts and Completions collected by Statistics Denmark are the main indicators of construction activity.</p> | <a href="#">Statistics Denmark - Residential Constructions (monthly)</a><br><a href="#">Statistics Denmark - Residential Constructions (per year)</a> |  |

## HOUSE PRICES

| Trends                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Data                                                                                                                                                                   |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Following a 13 years period of continuously rising house prices, in 2007 the curve was broken and Danish house prices started to fall. Having risen by more than 150% during the prosperous period, Danish house prices fell by almost 8% in 2008. The previous growth rates have been especially high in and around big cities. Rising house prices can be explained by the general economic upturn (low interest rates and low unemployment), tax reform and new flexible mortgage products.</p> <p>In 2007, the economic upturn was halted by the international credit crisis, which arose from the American subprime market. In 2008, Danish house prices were affected by a combination of the credit crunch, a deteriorating real economy and the effects of a period where housing starts rose to a level exceeding the past building boom of the mid 1980s.</p> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <u><a href="#">Annual Percentage Change in Nominal House Prices</a></u>                                                                                                |
| EMF links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <u><a href="#">Hypostat Tables</a></u><br><u><a href="#">Quarterly Review Statistics</a></u>                                                                           |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <p>The two sources of national house price information are: The Association of Danish Mortgage Banks and Statistics Denmark. Historical data can be obtained from the Danish Tax Administration. Data from the Association of Danish Mortgage Banks is based on the average price per square meter. The data is collected by the Association of Danish Mortgage Banks from Danish mortgage banks. Data from Statistics Denmark is based on the actual prices of real property and is collected via the Central Customs and Tax Administration.</p> | <u><a href="#">Association of Danish Mortgage Banks – Prices per Square Meter</a></u><br><u><a href="#">Statistics Denmark – Price Index for Sales of Property</a></u> |

## TRANSACTIONS

| Transaction Costs                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Trends                                                                                                                                                                                                                                                                          | Data                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Direct transaction costs in Denmark are relatively low compared to other EU member states. Direct transaction costs consist of purchase costs and mortgage loan costs, which are both low on a European perspective. However, the residual taxes on mortgage loans are quite high in Denmark compared to other EU member states.</p> | Not available.                                                                                                                                                                                                                                                                  | <u><a href="#">Number of Transactions</a></u>                                                                                                            |
| EMF links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <u><a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a></u>                                                                                                                                                                                                                       | <u><a href="#">Hypostat Tables</a></u>                                                                                                                   |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <p>Statistics Denmark publishes data on the sales of real property.</p> <p>The Association of Danish Mortgage Banks publishes data on the number of transactions. This data only concerns sales partly financed by loans in mortgage banks (about 70% of all transactions).</p> | <u><a href="#">Statistics Denmark-Sales of Real Property</a></u><br><u><a href="#">Association of Danish Mortgage Banks - Number of Transactions</a></u> |

## STRUCTURE OF MORTGAGE MARKET

### SIZE AND GROWTH

#### Trends and Interest Rates

The value of outstanding residential mortgages has risen together with house prices. In 2008, the amount of outstanding residential mortgages reached DKK 1.2 billion (approximately €161,100 million). The year-on-year increase in outstanding residential mortgages peaked in 2006 with an increase of 14%. Since then, the rising trend has lost momentum at 10% in 2007 and 7% in 2008.

Over the past two years, data on gross lending reveals that Danish homeowners have taken advantage of historically low long-term interest rates and the narrowing spread between long and short term interest rates. Hence, issuance of fixed-rate mortgages has dominated. This trend was broken in Q4 2008 when issuance of adjustable rate mortgages rose to a higher level than fixed mortgages for the first time in almost 3 years.

Danish adjustable rate mortgage bonds trade at money market rates and fixed rate mortgage bonds trade at a spread of approximately 1-2% to long term government bonds. In the latter half of 2008 this spread increased considerably to almost 3% by the end of the year.

In general, Danish interest rates trade at a narrow and constant spread to European rates, due to the European Exchange Rate Mechanism (ERM II) and the fixed exchange-rate band. The spread between Danish rates and Euro interest rates widened in December 2008 as the Danish Krone came under pressure.

#### Data

[Total Outstanding Residential Loans](#)

[Gross lending](#)

[Net lending](#)

[Representative Interest Rates on New Mortgage Loans](#)

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                               |
|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>EMF links</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                        | <a href="#">Hypostat Tables</a><br><a href="#">Quarterly Review Statistics</a>                                                                |
| <b>National Links</b> | Industry figures are reported by the Nationalbanken– the Central Bank of Denmark. The Association of Danish Mortgage Banks publishes quarterly statistics concerning lending by mortgage banks. Mortgage banks account for about 90% of total lending. | <a href="#">Nationalbanken -Financial Statistics MFI sector</a><br><a href="#">Association of Danish Mortgage Banks-Mortgage bank lending</a> |
| <b>External Links</b> | Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, October 2003 at <a href="http://www.merceroliverwyman.com">www.merceroliverwyman.com</a>                                                                                              |                                                                                                                                               |

## INDUSTRY STRUCTURE

| Type of Lenders                                                                    | Top 5 Lenders                                                                                                                                                                              | Regulation                                                                                                                                                                                                                                                             | Distribution Channels                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Both mortgage banks and commercial banks are active on the Danish mortgage market. | 1) Nykredit (incl. Totalkredit), 41%;<br>2) Realkredit Danmark, 30%;<br>3) Nordea Kredit, 14%;<br>4) BRF Kredit, 9%;<br>5) DLR Kredit, 6%.                                                 | Danish mortgage banks are regulated according to:<br>▶ Mortgage-Credit Loans and Mortgage-Credit Bonds Act, including the executive orders issued pursuant to the Act; and<br>▶ Financial Business Act.<br>Mortgage banks are under the supervision of the Danish FSA. | Loans from mortgage banks are distributed through commercial banks, real estate agents and directly by mortgage banks. |
| <b>National Links</b>                                                              | <a href="#">Association of Danish Mortgage Banks - Outstanding loans</a><br><a href="#">Mortgage-Credit Loans and Mortgage-Credit Bonds act.</a><br><a href="#">Financial Business Act</a> |                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                        |

## PRODUCT TYPES

| Mortgage Products                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Interest-Rate Types as a Percentage of Mortgage Lending Market                                                                                                                                                                                                                   | Breakdown by Loan Maturity Type                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>The most popular products are:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Loans based on long termed fixed interest rates, based on callable 30 years (and 20 years) bonds;</li> <li>▶ Interest reset loans (maturity up to 30 years), based on non-callable bullet bonds with short maturity – typically 1 to 3 years;</li> <li>▶ A variety of capped-variable interest rates loans.</li> </ul> <p>All types of loans can be combined with various types of instalments for up to 10 years.</p> | <p>From the outset, interest reset loans and capped-variable interest rate loans have become popular in Denmark. Capturing a market share of gross lending of 65% in 2006, their market share dropped to 45% in 2007, but then recovered back to a level around 65% in 2008.</p> | <p>Maturity:</p> <p>Maturity &lt;=1 year 17%;<br/>           1 year &lt; maturity &lt;= 5 years 30%;<br/>           5 years &lt; maturity &lt;= 10 years 10%;<br/>           10 years &lt; maturity &lt;= 20 years 6%;<br/>           20 years &lt; maturity &lt;= 30 years 29%;<br/>           30 years &lt; maturity 7%.</p> |
| <b>EMF Links</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | <a href="#">The Study on Interest Rate Variability in Europe, 2006</a>                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>National Links</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <a href="#">Association of Danish Mortgage Banks- Mortgage bank lending</a>                                                                                                                                                                                                      | <a href="#">Statistics Denmark - Outstanding Mortgages According to Maturity</a>                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>External Links</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, October 2003 at <a href="http://www.merceroliverwyman.com">www.merceroliverwyman.com</a>                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

## FUNDING

| Funding Methods and Trends                                                                                                                                                                                                                      | Data                                                                                                                                                                                                             |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>The mortgage banks fund all of their lending via the issuance of long and short termed mortgage bonds.</p> <p>Because of the “balance principle”, the value of the outstanding mortgage bond corresponds to the total volume of lending.</p> | <p><u><a href="#">Total Covered Bonds Outstanding (backed by mortgages)</a></u><br/> <u><a href="#">Total Covered Bonds Issuance (backed by mortgages)</a></u><br/> <u><a href="#">Total RMBS Issues</a></u></p> |
| <p>EMF Links</p>                                                                                                                                                                                                                                | <p><a href="#">Hypostat Tables</a></p>                                                                                                                                                                           |
| <p>National Links</p>                                                                                                                                                                                                                           | <p><a href="#">Nationalbanken-Financial Statistics MFI Sector</a></p>                                                                                                                                            |

## DEFAULTS

| Safety Nets                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Repossessions                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>The “balance principle” creates strict matching rules between assets (mortgage loans) and liabilities (mortgage bonds), creating transparency between borrowers and investors. The “balance principle” governs a system of requirements of risk, including interest rate, maturity and currency, between mortgage loans and mortgage bonds at aggregate level. Hence, the mortgage institution is required to manage risk arising from imbalances between cash flows of assets and liabilities. The imbalance arising from a specific risk category must be limited to a certain proportion of the capital base.</p> <p>Mortgage pools and bonds are segregated in “capital centers” having each their own reserve fund and shielded from the rest of the credit institution. Capital base requirements are imposed at aggregate level as well as in each “capital centre”. Placement of the capital base is limited according to the risk of the acquired asset.</p> <p>A conservative valuation scheme guides credit institutions when determining the value of the property serving as collateral. Strict rules are imposed on lending, including maximum LTV ratios and lending periods for each property category. The LTV ratio for dwellings is 80%. LTV ratios must be observed and adjusted for each category.</p> | <p>In case of homeowners' default on mortgage payments, the mortgage bank will put the property up for forced sale. Uncovered mortgage loans will be erased from the land register, but the mortgage bank will hold a personal claim against the borrower.</p> <p>Forced sales in Denmark have almost tripled in 2008, but still remain at very low historical levels.</p> |
| <p>National Links</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <p><a href="#">Statistics Denmark - Forced Sales</a></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

## AFFORDABILITY

| Loan to Value Ratios                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Debt Servicing Costs                                                                                                                                                                                            | House Price to Income Multiple<br>(Average house price/Average disposable income per worker)                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>LTV limits are stated by law:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Residential property: 80%;</li> <li>▶ Agriculture: 70%;</li> <li>▶ Commercial: 60%.</li> </ul> <p>The Central Bank of Denmark (Nationalbanken) has estimated the average value of the owner-occupied property to be of approximately DKK 2,200 billion (approximately €295,350 million) at the beginning of 2006. As mortgage banks' lending secured on owner-occupied property (accounting for 90 % of mortgage lending) is of around DKK 1,000 billion (approximately €134.250 million), the actual Loan-to-Value ratio is of around 50%.</p> | <p>In Q1 2008 a first-time homeowner spent on average 46.5% of his income on expenses related to housing. In Copenhagen the "housing-to-income" ratio is 62%, whereas it has dropped to 51% for apartments.</p> | <p>The average house price to average disposable income per person has increased over the past 4 years in Denmark. While average house prices have increased by approximately 40%, the disposable incomes have risen by 20% in the same period.</p> <p>The recent turnaround in the evolution of house prices will somewhat reverse this effect.</p> |
| EMF links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                                                                                                                              | <a href="#">Study on Cost of Housing in Europe</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| National Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <a href="#">Housing Index by Nykredit – (in Danish)</a>                                                                                                                                                         | <a href="#">Association of Danish Mortgage Banks – Prices per Square Meter</a><br><a href="#">Statistics Denmark - Average Disposable Income</a>                                                                                                                                                                                                     |
| External Links                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Structural Factors in the EU Housing Markets, March 2003 at <a href="http://www.ecb.int">www.ecb.int</a>                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

## CONTACTS

Rodolfo Labadie  
Economic Adviser  
European Mortgage Federation  
[rlabadie@hypo.org](mailto:rlabadie@hypo.org)

Alessandro Sciamarelli  
Statistical Adviser  
European Mortgage Federation  
[asciamarelli@hypo.org](mailto:asciamarelli@hypo.org)