INVESTERING I FORÆLDREKØB KONTRA LIVSVARIG LIVRENTE

HD 2. DEL, FINANSIEL RÅDGIVNING, COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

AFGANGSPROJEKT 2017
AFLEVERINGSDATO 2. MAJ 2017

FORFATTER IDA GRO SØEMOD

VEJLEDER KARSTEN POUL JØRGENSEN

Indholdsfortegnelse

1 Indledning 4
1.2 Problemstilling 5
1.3 Problemformulering 6
1.4 Metode 6
1.5 Afgrænsning 8

2 Udviklingen i boligpriserne og de faktorer der påvirker 9
2.1 Udviklingen i boligpriserne 9
2.2 Den boligøkonomiske grundmodel 10
2.3 Udbud og efterspørgsel 14
2.4 Tobins Q 16
2.5 Fundamentals 18
2.5.1 Disponibel realindkomst 18
2.5.2 Beskæftigelsen og ledigheden 19
2.5.3 Renteomkostninger på realkreditlån 20
2.5.4 Byggeomkostninger 21
2.5.5 Afkastkrav 22
2.5.6 Befolkningstilvækst 22
2.5.7 Inflation 23
2.5.9 Fundamentals afslutning 23
2.6 Andre påvirkninger af boligpriserne 24
2.6.1 Psykologi og forventninger 25
2.6.1.1 Behavioral finance 26
2.6.1.2 Biases 27
2.6.2 Politisk indflydelse 29
2.6.3 Liberalisering af realkreditten 29
2.7 Boligudgifter og boligomkostninger 34
2.7.1 Boligudgifter 34
2.7.2 Boligomkostninger (user costs) 36
2.8 Delkonklusion 39

3 Livsvarig livrente 42
3.2 Fordele og ulemper ved livsvarig livrente..... 43
3.3 Historisk afkast de seneste 5 år..... 44
3.4 Beregningseksempel..... 46
3.5 Fradrag ved indbetaling 52
3.6 Skat ved udbetaling..... 53
3.7 Modregning..... 53
3.6 Delkonklusion 55

4 Skatteregler..... 57
4.2 Ejendomsavance..... 57
4.3 Fradrag af indbetaling til pension samt beskatning af pensionsafkast..... 59
4.3.1 Fradrag ved indbetaling 59
4.3.2 Beskatning af pensionsafkast 61
4.4 Delkonklusion 62

Konklusion..... 63

Litteraturliste 66

Bilag..... 68

1 Indledning

Boligmarkedet går op og ned og de sidste 20 år, har vi set både store stigninger og store fald. De boligejere der har købt mens priserne var lave og solgt igen, da de var på toppen har tjent rigtig mange penge på deres bolig. Det har dermed været en rigtig god investering med et rigtig pænt afkast. Man har hørt mange lykkelige historier om, at boligen har været et godt investeringsobjekt. Omvendt har vi også de seneste 10 år set boligejere blive teknisk insolvente, når de f.eks. har købt på toppen og priserne så efterfølgende faldt. Det har gjort, at mange var nødt til at sælge på trods af et tab. Det har givet mange store tab for både boligejere, banker, realkreditinstitutter osv.. Men hvad er det der gør, at boligmarkedet svinger så meget?

Diskussionen omkring boligmarkedet er blevet et normalt samtaleemne over middagsbordet, såvel som et ofte diskuteret emne i medierne. Det er et emne der optager mange mennesker, og det er der flere grunde til. Boligen er for de fleste mennesker omdrejningspunktet for ens liv. Det er i boligen man føler sig tryg, og det er familiens base og samlingspunkt. Image og status spiller også ind, når vi vælger bolig og indretter vores bolig. Har man en stor flot bolig, med en pæn/dyr indretning, med god beliggenhed, så går det nok én meget godt. Glæde og gavn ved at bo, betegnes som boligtjenester, altså den værdi man har af at bo et specifikt sted. Boligen udgør også for mange mennesker en investering, og er nok for de fleste boligejeres vedkommende deres største aktiv i deres formue. Boligen udgør således et dualt gode, der både leverer en boligtjeneste og derudover udgør en investering. Det behøver ikke være til boligejerens eget brug, men kan også være lejet ud til andre, så som ejers børn.

Uanset hvordan det går på boligmarkedet mht. priserne, så er udbuddet af lejeboliger i storbyerne meget lille, hvilket bl.a. har gjort at markedet for forældrekøb har åbnet sig og blomstret mere og mere. Når de unge skal begynde at studere, er de også ofte nødt til at flytte hjemmefra og ind til en af storbyerne, så de er tættere på deres studie. Forældrekøb ses derfor oftest i storbyerne. Et forældrekøb er selvfølgelig oftest lavet med henblik på at hjælpe sit barn til at få en nemmere studietid, men vi ser også oftere og oftere at forældrekøb laves med henblik på investering, og dermed håb om en gevinst, som evt. kan være et supplement til pensionsopsparingen.

De fleste forældrekøbere ser et forældrekøb som en hjælp til deres barn, for at have et godt og billigere

sted at bo. Der er dog også i stigende grad forældre, som ser forældrekøbet som en investering til et supplement til pensionsopsparingen. Der er derfor flere og flere der vil stå med et valg om at foretage et forældrekøb eller sætte pengene ind på en pensionsopsparing i stedet. Det kan være et svært valg, da der er mange faktorer der spiller ind når man vælger investeringsform, og så er der det følelsesmæssige i det. For hvis det reelt er mest fornuftigt at sætte pengene på en pensionsopsparing, vil man måske alligevel vælge forældrekøbet, hvis man tænker med hjertet og vil hjælpe sit barn god videre.

1.2 Problemstilling

Mange forældre vælger at foretage et forældrekøb for at hjælpe deres børn til, at få et fornuftigt sted at bo, f.eks. under studietiden. De har enten penge i friværdien til at købe for, låner til det eller har store opsparinger stående. Flere og flere der vælger at foretage et forældrekøb ser det også som en investering. Betragter man boligen som en investering, mener jeg det kunne være interessant at undersøge, hvad der påvirker prisudviklingen på boligmarkedet, og hvilke faktorer der er vigtigst at holde øje med som investor.
Der er kommet mere fokus på pensionsopsparinger, end der har været tidligere, og mange vælger at oprette privattegnede pensionsordninger som supplement til folkepensionen og eventuelle arbejdsgiveroprettede pensioner. Jeg mener derfor, at vi i dag ser forældre der i stigende grad står overfor valget om de skal bruge deres opsparing på investering i et forældrekøb eller om de alternativt skal indskyde pengene på en pensionsopsparing. Uanset hvad, er det jo en investering de foretager sig. Jeg synes derfor også det kunne være interessant at bruge de erfaringer jeg gør mig ved at betragte boligen som investeringsobjekt og ved at undersøge hvad der påvirker prisudviklingen på boligmarkedet, til at bruge i vurderingen af, hvilken af de 2 investeringsmuligheder, der vil være mest interessant for investor.

1.3 Problemformulering

Vil man som investor få mest ud af sin investering ved et forældrekøb af en ejerlejlighed eller ved at skyde samme beløb ind på en livsvarig livrente?

Hjælpeteser til brug for besvarelse af ovenstående:

- Hvilke faktorer styrer prisudviklingen for ejerboliger?
- Hvad er fordele og ulemper ved livsvarig livrente? herunder modregning
- Hvad har skattereglerne af indvirkning i forhold til de 2 investeringsmuligheder?
  herunder bl.a. ejendomsavancebeskatning og fradrag.
- Hvordan har ejerlejligheder kontra livsvarig livrente klaret sig afkastmæssigt de seneste 5 år?

1.4 Metode

Jeg vil overordnet dele min opgave op i 3 dele, hvor det fælles mål er at analysere og vurdere investeringen af forældrekøb kontra investering på livsvarig livrente.

Jeg vil indledningsvis i afsnit 2 beskrive den historiske udvikling i priserne på boligmarkedet siden 1970'erne. Jeg vil se på, hvilken vare ejerboligen er, og hvordan den kan anskues dels som en tjenesteydelse for boligtageren/boligtagerens barn, og dels som en investering. Ud fra den historiske boligprisudvikling vil jeg drage sammenhæng med den økonomiske udvikling i de danske ejerboligprisers udvikling. Jeg vil analysere, hvilke faktorer der har påvirkning på boligpriserne. Analysen vil bygge på udviklingen i realiserede kvadratmeterpriser fra realkreditrådets boligmarkedsstatistik. Jeg vil udelukkende kigge på ejerboliger (ejerlejligheder, parcel- og rækkehuse), da det er disse der oftest bliver brugt som forældrekøb.
For at kunne danne grundlag for en kvantitativ analyse, vil den boligøkonomiske grundmodel og Tobins Q blive gennemgået, for at kunne få en forståelse for sammenhængen.
Herefter vil jeg gennemgå de enkelte faktorer/fundamentals, og analysere, hvordan de påvirker boligmarkedet og priserne. Ud over fundamentals, vil jeg også vurdere andre faktorer der påvirker

boligmarkedet, herunder politiske beslutninger og psykologi på markedet, hvor behavirol finance bliver inddraget samt udvalgte biases.
Afsnit 2 har til formål at analysere, hvilke faktorer man som investor bør have med i sine overvejelser og risikovurdering, når han overvejer at investere i bolig. Afsnit 2 giver således et oplæg til at vurdere investering i bolig ud fra flere parametre end udelukkende historisk afkast, og erfaringerne vil blive brugt i den endelige konklusion i opgaven.

Afsnit 3 omhandler livsvarig livrente og inddrager dermed denne som alternativ til investering i forældrekøb. Jeg ser i afsnittet på livrenten som produkt og vurderer fordelene og ulemperne ved pensionsproduktet. Jeg vil ved hjælp af et beregningseksempel forsøge at sammenligne de 2 investeringsformer med tal, og se på de seneste 5 års afkast på henholdsvis ejerlejligheder i København og livsvarig livrente. Jeg vil i beregningerne tage højde for skat for både forældrekøb og livsvarig livrente. Ud fra de tal jeg løbende vil komme frem til, vil jeg analysere resultatet og stille mig kritisk overfor om sammenligningen mellem de to former for investering er mulig.
Jeg vil endvidere i afsnit 3 tage højde for modregning i folkepensionstillægget og andre eventuelle modregninger/tab af offentlige ydelser ved en større løbende pensionsudbetaling.

I afsnit 4 vil jeg inddrage de relevante skatteregler for de to investeringsmuligheder. Jeg vil bruge de relevante skatteregler til at kunne lave en analyse af om det ud fra et skattemæssigt perspektiv ændrer min anbefaling om enten at foretage et forældrekøb eller et indskud på livrente. Jeg mener, at skat er en vigtig faktor til at belyse om den ene eller anden investeringsmulighed er den bedste. Det vil være et mere beskrivende afsnit, men vil afslutningsvis blive brugt til en vurdering af vigtigheden af at tage skat med i beregningerne.

Efter hvert afsnit vil jeg lave en delkonklusion, som er en analyse og opsummering af afsnittet i sin helhed. Disse delkonklusioner vil blive brugt til en endelig konklusion til sidst i opgaven, hvor jeg vil vurdere, hvilken investering jeg ser som den mest fordelagtig for investor.

1.5 Afgrænsning

Opgavens synsvinkel vil tage udgangspunkt i den private investor. Der vil derfor blive afgrænset fra en erhvervsinvestors synsvinkel. Da opgaven tager udgangspunkt i forældrekøb, vil der ikke blive taget højde for de risici en investor har ved f.eks. udlejningsejendomme; manglende mulighed for udlejning, modpartsrisiko på udlejer, huslejerestriktioner osv.
Jeg vil i denne opgave udelukkende fokusere på ejerboliger, og jeg afgrænser mig derfor fra at medtage andelsboliger og lejeboliger (både private og almene). Grunden til dette er, at en del af opgavens fokus er på prisudviklingen og boligen som investeringsobjekt som et forældrekøb. Det er yderst sjældent, at et forældrekøb bliver foretaget i en andelsbolig pga. vedtægterne i de fleste andelsforeninger foreskriver at andelshaver og den der bebor boligen skal være den samme, og forældrekøb bliver derfor sjældent en mulighed der.

Jeg vil i opgaven se på historiske data, og dermed ikke komme med en vurdering af, hvordan priserne på ejerboliger vil udvikle sig fremadrettet.

Endvidere vil jeg udelukkende bruge livsvarig livrente som alternativ investering til forældrekøbet, da jeg forudsætter, at investor har et større beløb som han enten vil bruge til et forældrekøb eller til at indskyde på en pensionsopsparing. Den livsvarige livrente er den eneste pensionsopsparing med fradrag for indbetalingen, hvor der ikke er noget loft for indbetalingen. Yderligere pensionsprodukter bliver dermed ikke gennemgået.

Da jeg forudsætter, at investor har et større beløb i frie midler, vil jeg dermed afgrænse mig fra, at han skal optage lån i lejligheden, og jeg vil derfor ikke inddrage lånetyper, optagelse og indfrielse af lån i opgaven.

2 Udviklingen i boligpriserne og de faktorer der påvirker

2.1 Udviklingen i boligpriserne

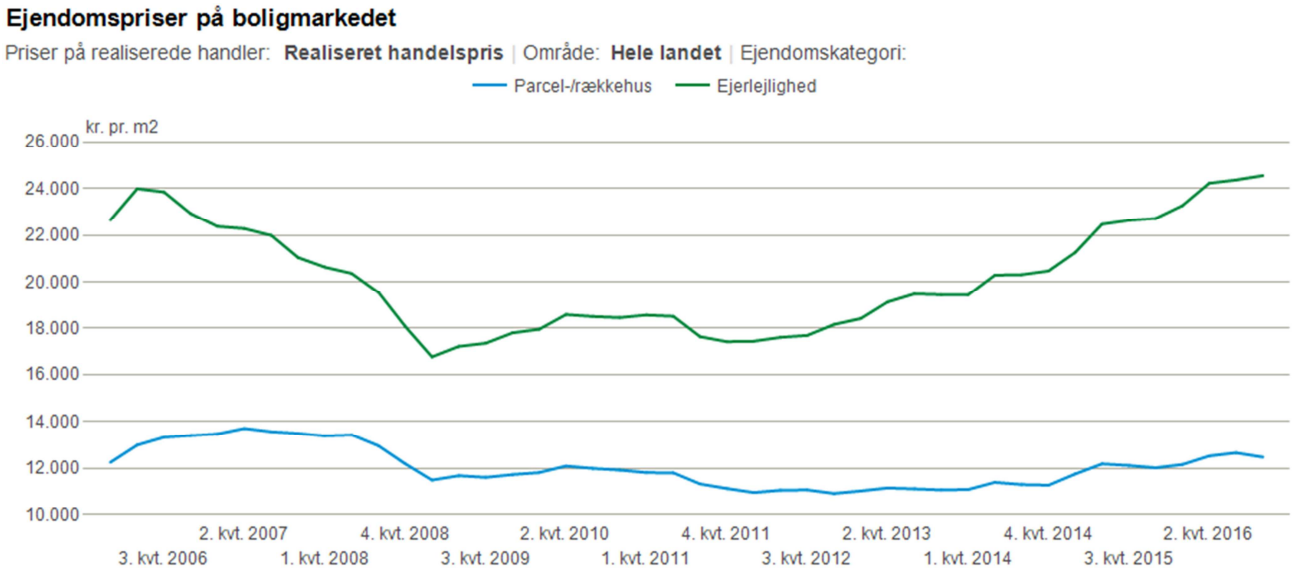
Boligpriserne ændrer sig hele tiden, men det er interessant at se på, hvad der har indflydelse på ændringerne i boligpriserne. Jeg vil først kort redegøre for udviklingen i boligpriserne, for at give en forståelse af, hvordan priserne i Danmark har udviklet sig historisk de sidste 40 år. Jeg kigger her på udviklingen for ejerboliger (ejerlejligheder og enfamiliehuse). Efterfølgende i afsnittet vil jeg udelukkende kigge på de seneste 10 års udvikling.

Oliekrisen i starten af 70'erne gav et lille fald i priserne. Efterfølgende var ledigheden lav i Danmark fra midten af 70'erne til slutningen af 70'erne, det var med til at skabe en højkonjunktur, hvilket gav stigende ejendomspriser. I 1979 kom den anden oliekrise, som gav store fald i priserne, Danmark blev her ramt af lavkonjunktur så regeringen måtte devaluere den danske krone for på den måde at forbedre den danske konkurrenceevne og på den måde kom der høj inflation og en stigende rente.

Poul Schlüter blev statsminister i 1982 og han fik hurtigt lavet en fastkurspolitik op imod den tyske D-mark. D-marken var en stærk valuta i Europa på det tidspunkt, og fastkurspolitikken skabte højkonjunktur i Danmark med en faldende ledighed og rente. Den danske økonomi kørte derudaf, og man begyndte at frygte for en overophedning af økonomien, og dette endte i 1986 med en skattereform og kartoffelkuren. Man sænkede rentefradraget og stillede krav om mixlån (60% annuitetslån og 40% serielån).[1] Alt dette var en del af grunden til lavkonjunkturen i perioden 1986-1993, hvor boligpriserne også fik et stort fald. I perioden 1993 til 2001 kom Poul Nyrup til magten, og der skete en væsentlig liberalisering af lånemarkedet. Her kom flexlånene, hvilket også medførte en stigning i priserne på ejerboliger.[2] På trods af lavkonjunktur i 2001-2003 var boligpriserne stigende fra 1993-2007. I 2007 kom finanskrisen, som også ramte boligmarkedet utroligt hårdt. Resultatet var meget store fald i priserne frem til 2012/2013, hvor priserne igen begyndte at stige frem til i dag, hvor de stadig ser stigende ud.

[1] http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Pengeinstitutter_mv./Kartoffelkuren
[2] http://www.business.dk/oekonomi/jeg-havde-aldrig-troet-det-blev-saa-stort

Figur 1 [3]



I figur 1 har jeg hentet tal fra realkreditrådet, som viser kvadratmeterpriser for ejendomssalg fra 2006 til 4. Kvartal 2016. Her ses de store fald under finanskrisen meget tydeligt. Kurven er lavet over ejerlejligheder og enfamiliehuse.

Helt generelt kan man sige, at priserne på det danske boligmarked følger de økonomiske udsving og dermed konjunkturerne. Det har dog alligevel vist sig, at det ikke altid har været sådan, så det dermed ikke kan stå alene når man vil forsøge at gennemskue prisudviklingen på det danske ejerboligmarked, og dette kommer jeg mere ind på i dette afsnit.

2.2 Den boligøkonomiske grundmodel [4]

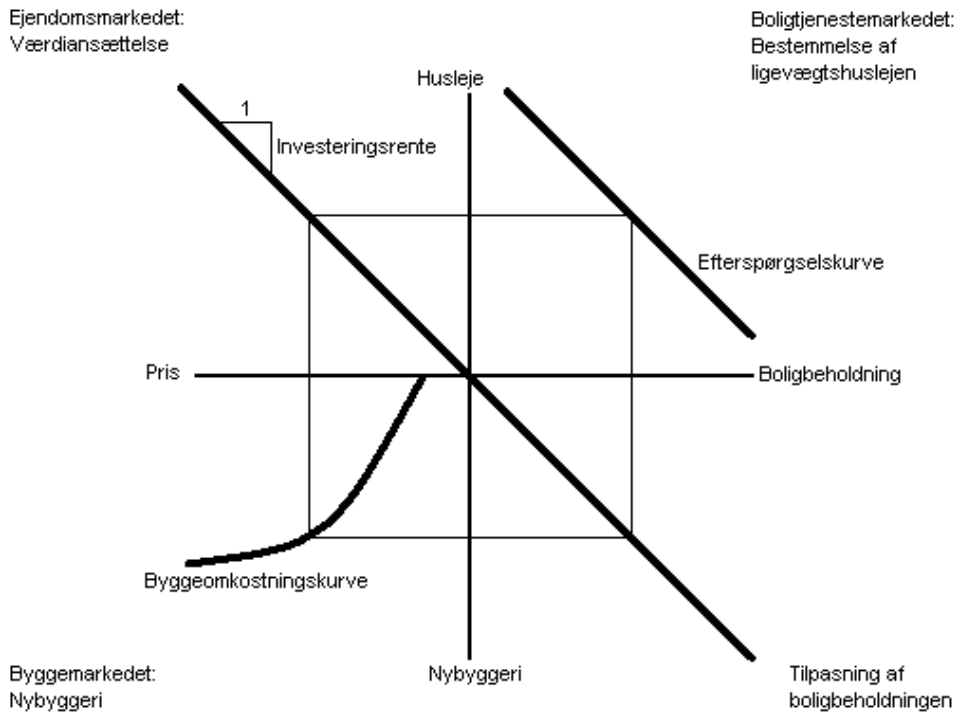
Der er en tæt sammenhæng mellem boligtjenestemarkedet, ejendomsmarkedet og byggemarkedet. Jeg vil hermed bruge den boligøkonomiske grundmodel til forståelsen af sammenhængen mellem markedet for boligtjenester og markedet for boliginvesteringer. Altså værdien af at bo i en specifik bolig og handelsværdien af en specifik bolig. Boligen kaldes ofte for det duale gode, da den både skaber boligtjenester og er en investering.

[3] http://rkr.statistikbank.dk/201

[4] I dette afsnit er der hentet inspiration fra Jørgensen 2010a, boligøkonomisk kompendium kap. 2

Der er dermed to former for prisdannelser på boligmarkedet, den ene som bestemmer huslejen, foregår på markedet for boligtjenester, hvor prisen for at bo i boligen fastsættes af efterspørgslen fra boligtagers side, og ud fra de typer af boliger der er tilgængelige. Den anden form for prisdannelse er når ejendomme bliver købt, solgt eller byttet mellem investorer.
Den boligøkonomiske grundmodel sikrer, at de to priser er i indbyrdes overensstemmelse, da handelsprisen er en tilbagediskontering til nutidsværdi af huslejebetalinger i alle fremtidige perioder, diskonteret med den korrekte investeringsrente, så på den måde, at nutidsværdien af huslejeindbetalingerne er lig med markedsværdien og dermed handelsprisen for enhver ejendom.
Den boligøkonomiske grundmodel af blandt andre DiPasqula & Wheaton (1996) er som sagt en ligevægtsmodel og viser sammenhængen mellem husleje, nybyggeri, boligbeholdningen og boligpriser. Jeg har valgt at tage modellen med da jeg mener den giver en god overordnet forståelse af sammenhængen mellem de forskellige punkter.
Modellen ses under figur 2.

Figur 2, Den boligøkonomiske grundmodel [5]



[5] Jørgensen 2010a, boligøkonomisk kompendium

Modellen er inddelt i 4 felter og jeg vil gennemgå hvert felt for sig. Det er som tidligere nævnt en ligevægtsmodel, så en ændring i ét felt vil have indflydelse på de øvrige felter i modellen.

- ***Det første felt*** (øverst til højre) viser sammenhængen mellem boligbeholdningen (mængden af boligtjenester) der er til rådighed og huslejen. Sammenhængen mellem disse styres af efterspørgselskurven. Der er negativ sammenhæng mellem udbud og pris, da et højere udbud vil sænke prisen og omvendt. Efterspørgslen vil blive påvirket af forskellige variabler, som er styret af den generelle økonomiske udvikling. En forværring i økonomien vil skyde kurven nedad mod venstre, ensbetydende med faldende efterspørgsel og dermed faldende priser. Hældningen på efterspørgselskurven er et udtryk for, hvor meget husholdningerne vil betale i husleje ved et givent punkt. Boligbeholdningen er på kort sigt fast, hvilket skyldes, at det tager tid at tilpasse boligbeholdningen. Det kan enten ske ved nybyggeri (forøgelse) eller nedslidning/nedrivning (formindskelse).
  Et fast udbud i boligbeholdningen udtrykkes ved en lodret streg fra boligbeholdningen imod efterspørgselskurven. Det medfører, at huslejen vil ændre sig i forhold til de forskydninger, der kommer af efterspørgselskurven, det får også effekt på de øvrige felter i modellen og på den måde også for boligpriserne.
  I modellen antages det, at der er én husleje/pris som clearer markedet. Dvs. når det netop er denne husleje vil udbuddet være lig med efterspørgslen, og her er markedet i ligevægt, dette punkt benævnes p' og er ligevægtshuslejen.

- ***Det andet felt*** (øverst til venstre) viser den halvdel af ejendomsmarkedet, hvor prisdannelsen sker. Her fastsættes ligevægten mellem huslejen og handelsprisen (pr. boligenhed). Sammenhængen er bestemt ud fra investeringsrenten (det afkastkrav, som en investor vil have for at investere i bolig). Dispasquale og Wheaton kalder investeringsrenten for "rent-to-price ratio", altså hvilken husleje vil kræves for en given pris på boligen. Investeringsrenten er fastsat ud fra 4 parametre: Den lange realrente, den forventede vækst i huslejen, risici forbundet med strømstørrelsen af husleje og de skattemæssige vilkår for at investere i fast ejendom. Modellen

er som sagt en ligevægtsmodel, og investeringsrenten vil dermed blive bestemt af, at investering i fast ejendom vil give samme afkast som markedsporteføljen plus en relevant risikopræmie. Investeringsrenten bestemmes ikke i denne model, men antages givet af økonomien.
Et lavere afkastkrav vil komme til udtryk ved højere priser i forhold til ligevægtshuslejen, da investor vil kræve et lavere afkast pr. investeret krone.
Prisen på fast ejendom er udregnet (meget simplificeret) ud fra: P= L/i, hvilket fremkommer ved at tilbagediskontere alle fremtidige huslejebetalinger til nutidsværdi med investeringsrenten som diskonteringsfaktor. Her er *P* markedsprisen pr. Boligenhed, *L* er ligevægtshuslejen (givet ud fra første felt) og *i* er investeringsrenten.
En højere investeringsrente kommer til udtryk ved en fladere hældning, og medfører lavere priser på ejendomsmarkedet. En lavere investeringsrente vil give linjen en stejlere hældning og dermed give højere priser på ejendomsmarkedet.

- ***Det tredje felt*** (nederst til venstre) er prisens påvirkning af mængden af nybyggeri. Der er indtegnet en funktion for prisen ved nybyggeri for at bestemme sammenhængen. Det er en konkav funktion, fordi stigende efterspørgsel efter nybyggeri, får prisen på byggeri til at stige. En prisstigning på eksisterende boliger vil gøre det mere attraktivt at bygge nyt, så længe prisen for at bygge nyt, er lavere end prisen på eksisterende ejendomme i samme kvalitet. Nybyggeri er alt byggeri, dvs. nye ejendomme samt forbedringer, renovationer og vedligeholdelse i eksisterende ejendomme.
  Ligevægten mellem mængden af nybyggeri og ejendomspriserne findes ved at lave en lodret linje fra prisen pr. Ejendomsenhed op til omkostningskurven og derfra vandret til venstre hen for at bestemme mængden af byggeri. I ligevægt vil handelsprisen på en nybygget ejendom være lig med omkostningerne ved at bygge. Man vil dermed som investor få netop investeringsrenten i afkast uanset om man investerer i en ny eller en eksisterende ejendom i samme kvalitet. Denne teori kaldes Tobins Q, hvilket jeg kommer nærmere ind på senere i opgaven.

- ***Det fjerde felt*** (nederst til højre), viser sammenhængen mellem mængden af nybyggeri og udbuddet af boligtjenester. Udviklingen i boligbeholdningen ses i forhold til nedslidning på eksisterende boliger. Sammenhængen er dermed styret af en nedslidningsrate. Ændringen i boligmængden vil således være afhængig af, om der bygges nyt hurtigere end der nedslides eksisterende. Alle boliger nedslides over tid, og det vil derfor kræve en vis mængde af nybyggeri for at opretholde boligbeholdningen. Hvis mængden af nybyggeri ikke modsvarer nedslidningen på boligmarkedet, vil beholdningen altså falde og udbuddet af boligtjenester det samme. I ligevægt vil hermed gælde, at nybyggeri er præcis lig med nedslidningen af eksisterende, så boligbeholdningen er konstant.

Den boligøkonomiske grundmodel er nu beskrevet, den er dog baseret på en række forenklede antagelser, men jeg mener stadig den giver et godt overblik over sammenhængene og de faktorer der kan påvirke priserne på boliger.

2.3 Udbud og efterspørgsel [6]

Jeg vil først se på udbud og efterspørgsel hver for sig, for at give en forståelse af dem i sig selv og efterfølgende deres effekt sammen.

- ***Efterspørgsel*** er et meget bredt emne indenfor boligøkonomien, og kan med fordel deles op i 4 kategorier: efterspørgsel efter boligtjenester, efterspørgsel efter individuelle boligegenskaber, efterspørgsel efter ejer- eller lejeboliger og efterspørgsel efter boligkvadratmeter.[7]
  Efterspørgsel efter boligtjenester tages der udgangspunkt i, når man forsøger at estimere pris- og indkomst elasticiteter for boligefterspørgslen.
  Efterspørgslen efter individuelle boligegenskaber estimeres ud fra f.eks. antal værelser, badeværelser, størrelse på køkken i bad eller miljø omkring boligen.
  Efterspørgsel efter ejer- eller lejeboliger og *efterspørgslen efter boligkvadratmeter* giver sig selv af ordlydende. Altså efterspørgsel efter type af bolig og kvadratmeter.

[6] Jørgensen 2010a, boligøkonomisk kompendium kapitel 3 og 4
[7] Zabel, 2004

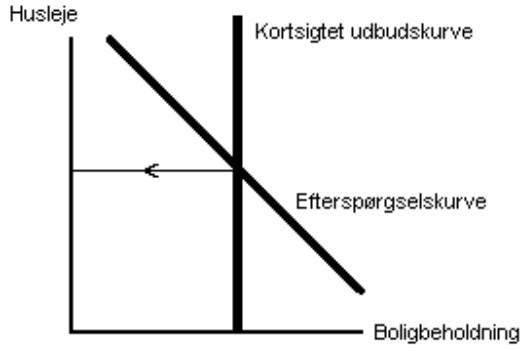
Da typen af efterspørgslen er forskellig fra boligkøber til boligkøber, kan efterspørgsel være meget svært at måle på. Det er på ingen måde enkelt at opstille en model for efterspørgslen på boliger, da de 4 forskellige former adskiller sig så meget fra hinanden.

Udbud – som udgangspunkt er boligudbuddet på kort sigt fast. Udbuddet af boligtjenester på boligmarkedet kommer altså fra den eksisterende bestand af ejendomme. Hvis en ejendom ændrer status fra en boligform til en anden, vil det ikke have indflydelse på det samlede udbud af boligtjenester, men udelukkende på udbuddet af boligtjenester indenfor de enkelte boligformer. På den måde kunne udbuddet på de enkelte delmarkeder forøges, så udbuddet blev tilpasset efterspørgslen. Det er dog ikke så enkelt endda, da der er en omfattende regulering med maksimalpriser og lejer på boligmarkedet.
På længere sigt kan udbuddet af boligtjenester øges på 3 forskellige måder. Ved at bygge flere boligejendomme, ved at modernisere eksisterende boligejendomme eller ved at ombygge erhvervsejendomme til bolig ejendomme. Der sker også omdannelse af fritidshuse til helårsbeboelse og omvendt. Boligsammenlægninger vil reducere antallet af boliger, men vil ikke i sig selv påvirke udbuddet af boligtjenester. Udbuddet af boligtjenester falder derimod ved nedrivning, nedslidning og forældelse.

Ud fra den boligøkonomiske grundmodel, har udbud og efterspørgsel en stor indflydelse på prissætningen af boliger. Øverste felt til højre kan direkte sammenlignes med en udbud- og efterspørgselskurve, hvor der er negativ sammenhæng mellem udbuddet og prisen. Stiger udbuddet vil prisen/huslejen falde. Udbuddet er dog på kort sigt konstant, da mængden af boliger kun kan ændres på lang sigt ved nybyggeri. Det er dermed alene efterspørgslen, som bestemmer priserne. Det betyder også, at der på kort sigt er mulighed for relativt store udsving i boligpriserne.
Ved et højere udbud end efterspørgsel til den givne pris (husleje), kommer et overudbud og omvendt ved et lavere udbud. For at sikre fleksibilitet på boligmarkedet, vil et begrænset overudbud være nødvendigt. Når en familie skifter bolig vil der oftest være brug for overlap, så man ikke står uden tag over hovedet, når man afleverer sin nuværende bolig. Det giver fleksibilitet, men et egentligt overudbud ses når boliger står ubeboede i længere perioder, som følge af at udbuddet er større end

efterspørgslen ved et givent prisniveau. Lange liggetider på boliger kan dermed tolkes som overudbud til den givne pris/husleje på boliger.
Grundet det faste udbud på kort sigt, vil prisen på bolig således være meget afhængig af efterspørgslen.

Figur 3 – Udbuddet af boligtjenester på kort sigt [8]



Efterspørgslen kan som i den boligøkonomiske grundmodel, ses som en funktion mellem boligudbuddet og huslejen. Funktionens hældning er negativ, så et øget udbud vil betyde et fald i priserne/huslejen og omvendt ved et faldende udbud. Efterspørgslen er i høj grad styret af den generelle økonomiske udvikling i samfundet og forventningerne til prisudviklingen. Den økonomiske udvikling eller samfundssituationens påvirkning af boligpriserne kan til dels beskrives ud fra en række fundamentals, som jeg vil komme ind på senere i afsnittet.

2.4 Tobins Q [9]

Tobins Q er et begreb der oprindeligt er brugt som et mål til at beskrive, hvornår det er fordelagtigt at foretage en investering for en virksomhed. Tobins Q kan også bruges til at beskrive hvornår det kan betale sig at bygge nyt frem for at købe en eksisterende bolig. Når boligpriserne på eksisterende boliger er højere end ved at bygge nyt, vil det blive attraktivt at bygge nyt. Det danner dermed sammenhæng mellem boligpriserne, udviklingen i byggeomkostninger og tilpasningen af udbuddet.

[8] Jørgensen 2010a, boligøkonomisk kompendium s. 52
[9] Jørgensen 2010a, boligøkonomisk kompendium afsnit 4.5

Tobins Q udregnes således:

Q = Pris på eksisterende boliger / Byggeomkostninger

Når Tobins Q for ejerboligmarkedet når en værdi over 1, dvs. at prisen på eksisterende boliger overstiger prisen for at bygge nyt, så vil det alt andet lige være fornuftigt, at bygge nye boliger. Ifølge denne teori, vil det så øge udbuddet af boliger, samt øge efterspørgslen på boliginvesteringer, så på den måde vil Tobins Q finde tilbage til balancepunktet omkring 1. Historisk har det også vist sig, at der er tæt sammenhæng mellem boliginvesteringer, og prisforholdet mellem handlede boliger og prisen på nybyggeri. Teorien bag Tobins Q siger altså også, at på lang sigt er det investeringsprisen der bestemmer ejerboligens kontantpris.
Tobins Q har dog også svagheder, da det er svært at måle hvor godt den reelt stemmer overens med den virkelige verden. Man kan vælge at lave forbedringer i eksisterende huse, hvilket ikke vil være med i statistikken over ny opførsler. Disse forbedringer vil medføre prisstigninger som vil give et lavere Q. Prisforskelle i forskellige dele af landet, vil gøre det mere attraktivt at bygge nogen steder, men ikke i andre. Nogen vil vælge at bygge nyt uanset om det bedre kunne betale sig ikke at gøre det. Som husstand har man også præferencer for, hvor man ønsker at bo, og det vil ikke altid være muligt at finde en byggegrund lige præcis i det område, hvor man vil bo, så man vil købe en eksisterende ejendom uanset hvad.

Endvidere er der ikke ubegrænset kapacitet i byggebranchen, i den bolig økonomiske grundmodel så vi, at mængden af byggeri var afhængig af byggepriserne, som ville stige ved stor efterspørgsel.
Tobins Q siger altså, at der udelukkende skal bygges boliger, når Q er større end 1. Det sker heldigvis ikke i den virkelig verden, da byggeriet ville gå fuldstændig i stå, når Q er under 1 og omvendt ville der bygges derudaf når den er over 1. Det vil skabe et overudbud af boliger når Q er over 1, hvilket vil få priserne til at falde, og omvendt ved et stop i byggeriet.
Som nævnt vil Tobins Q finde tilbage til balancepunktet 1, dette er grundet i, at når det bedst kan betale sig at bygge nyt, vil udbuddet som sagt stige, og jf. den boligøkonomiske grundmodel vil en ny ligevægt indfinde sig for huslejen (priserne), så det på den måde ikke længere kan betale sig at bygge

nyt. På længere sigt vil der altså danne sig ligevægt og det vil derfor udligne hinanden om det kan betale sig at bygge nyt eller ej.

2.5 Fundamentals [10]

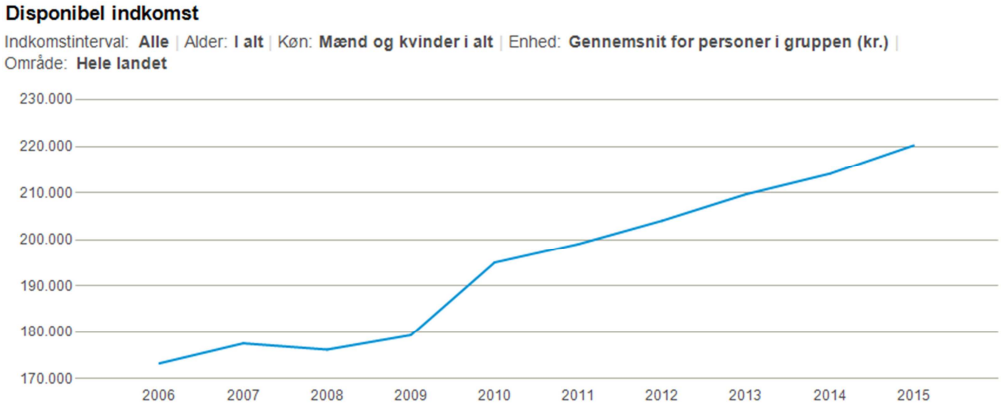
Hvis man skal forsøge at komme med et bud på prisudviklingen på boligmarkedet og på den måde se boligen som et investeringsobjekt, kan man forsøge at forklare det med fundamentals. Fundamentals er de påvirkninger af økonomien, som vil gøre det billigere eller dyrere at bo i en boligtype, eller påvirker efterspørgslen på anden måde. Jeg vil i dette afsnit komme ind på de fundamentals jeg mener har størst betydning for efterspørgslen på ejerboligmarkedet, og hvordan de vil påvirke efterspørgslen, og herved også prisen på ejerboliger.

2.5.1 Disponibel realindkomst

Den disponible indkomst er indkomst efter skat. Den disponible realindkomst er dermed indkomst efter skat, som er korrigeret for inflation. Det er altså de reelle købekraft over tid der kigges på. Det er det der er til rådighed til forbrug og herved også bolig. Det har en betydning for efterspørgslen efter varer og goder og her også bolig. Når den disponible realindkomst stiger, vil der alt andet lige være flere penge til bolig i husholdningernes budget. Her antager jeg, at husholdningerne vil benytte samme andel af deres disponible indkomst på boligforbrug, og dermed vil andelen af det der kan bruges også stige. Der vil derfor være flere der kan investere i ejerboliger og de vil bruge flere penge på boligforbruget. Det vil resultere i højere efterspørgsel og på den måde vil det medvirke til at boligpriserne stiger.
På lang sigt vil en stigning i den disponible indkomst kun komme i kraft af øget bruttonationalprodukt. På den anden side kan f.eks. skatteforhold have påvirkning i den disponible indkomst på kort sigt. Man kan dermed generelt sige, at når den disponible indkomst stiger, så stiger boligpriserne også og omvendt, hvis den disponible indkomst falder, så vil boligpriserne også falde.
I figur 4 ses udviklingen i den disponible indkomst siden 2006, hvor det giver et meget godt billede af, at den disponible indkomst er steget pænt, hvilket også har vist sig til dels i boligpriserne jf. figur 1.

[10] Jørgensen 2010a, Boligøkonomisk kompendium, kapitel 7

Figur 4, disponibel indkomst [11]



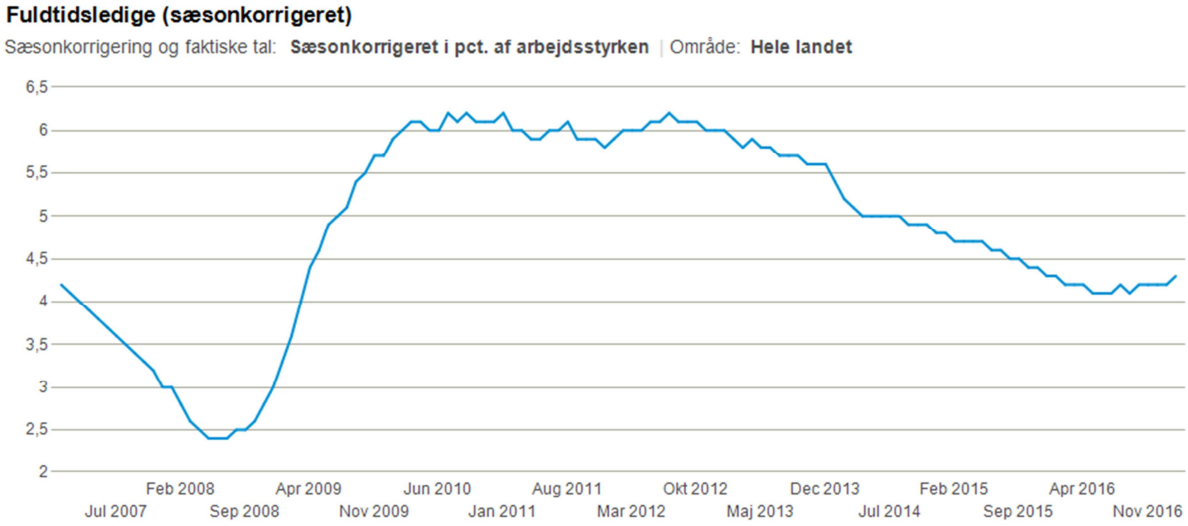
Jeg vil derfor konkludere, at den disponible indkomst har betydning for den historiske prisudvikling for ejerboliger. Udviklingen i den disponible indkomst antager jeg altså at være afhængig af konjunkturerne.

2.5.2 Beskæftigelsen og ledigheden

Ledigheden er her opgjort som den procentdel af arbejdsstyrken, som ikke har noget arbejde. Jeg har hentet data fra Danmarks statistik. Hvis vi igen går tilbage til den boligøkonomiske grundmodel kan man se ledighedens indflydelse på boligpriserne i forskydningen på efterspørgselskurven. Hvis man rammes af ledighed vil man som husholdning få svært ved at købe den bolig man ønsker. En stigning i ledigheden i Danmark vil dermed påvirke boligpriserne negativt, da efterspørgslen vil falde. Det omvendte sker når ledigheden falder, så vil priserne dermed også stige da efterspørgslen nu stiger. Figur 5 viser ledigheden de seneste 10 år ca.. Sammenholder man det med figur 1, ses det at de er negativt korreleret. Det vil sige, at det bekræfter mig i, at ved lav ledighed stiger priserne og ved høj ledig falder de.

[11] http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440

Figur 5 [12]



Beskæftigelsen er omvendt den del af arbejdsstyrken, som er i arbejde. Arbejdsstyrkens størrelse vil ændre sig over tid, hvilket kan give perioder med stigende ledighed, hvor der på samme tid er stigende beskæftigelse. Det er dog sjældent, så vi tager udgangspunkt i det der oftest sker, altså at når ledigheden falder vil beskæftigelsen stige og omvendt. Når beskæftigelsen stiger og ledigheden falder, vil boligpriserne altså stige. Det passer meget godt overens med tidligere afsnit om den disponible realindkomst. En faldende ledighed vil alt andet lige forventes at presse lønnen op, da udbuddet af ledig arbejdskraft er mindre. Det giver som tidligere nævnt en højere disponibel indkomst i husholdningerne og et fald gør selvfølgelig det modsatte. Det er dermed samme argumentation som ved den disponible indkomst og jeg vil derfor ikke kommentere yderligere på det.

2.5.3 Renteomkostninger på realkreditlån

Realkreditrenten har en væsentlig betydning for efterspørgslen af ejerboliger, og derved også påvirkning af priserne. Påvirkningen vil være størst på kort sigt og mest i områder, hvor det ikke er muligt at ændre så meget på udbuddet. Jf. den boligøkonomiske grundmodel, så har renten også

[12] http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440

indflydelse på investeringsrenten. Nu højere renten er i markedet, desto højere rente/afkast vil investor kræve for sin investering i ejerbolig. Det vil sige, at alt andet lige, vil en investor betale mindre for boligen ved en høj rente end omvendt ved en lav rente. Effekten af en renteændring vil dermed have større betydning end bare en påvirkning af efterspørgslen.
Historisk har man fokuseret meget på de lange renter, men efter rentetilpasningslånene er blevet meget udbredte, har de korte renter også fået mere indflydelse på investeringerne i boliger.
Stiger renten vil husholdningernes blive økonomisk belastet, hvilket vil medføre en lavere efterspørgsel af ejerboliger. En renteændring kan dog blive udlignet af en stigende inflation, disponibel indkomst, lempelse af skatter, afgifter osv.
Det bekræfter dog alligevel, at boligpriserne er afhængige af konjunkturerne, da renten i kraft af sin finanspolitiske egenskab er meget afhængig heraf.

2.5.4 Byggeomkostninger

Byggeomkostningernes teoretiske sammenhæng beskrev jeg under Tobins Q. Byggeomkostninger har indflydelse på priserne på ejerboliger, da de er med til at bestemme udbuddet.
Når byggeomkostningerne er stigende, vil det oftest resultere i, at der er gang i byggeriet, og at det er billigere at bygge nyt, end at købe en eksisterende bolig. På den måde kan stigende byggeomkostninger komme som et resultat af høje kontantpriser. Udbuddet bliver dermed reguleret alt efter om det kan betale sig at bygge nyt eller ej.
I en tid med høj ledighed og entreprenører der mangler arbejde, vil man formegentlig kunne se et billigere marked for nybyggeri, som kan være med til at give boligpriserne et dyk nedad. På lang sigt kan man dog argumentere for, at byggeomkostningernes prisudvikling vil være lig med boligprisernes udvikling. Tager man udgangspunkt i den boligøkonomiske grundmodel og Tobins Q, vil der blive dannet ligevægt på markedet på længere sigt, og som tidligere argumenteret for, vil Tobins Q ramme balancepunktet 1.
Sammenhængen mellem byggeomkostningerne og boligpriserne vil altså på længere sigt følge inflationen. Grunden til dette er, at udbuddet på længere sigt har stor betydning for tilpasning af priserne. Boligomkostningerne antages at følge den generelle prisudvikling.

2.5.5 Afkastkrav

Afkastkravet er også en vigtig spiller i forhold til prisdannelsen på ejerboliger. Hvis jeg igen tager udgangspunkt i den boligøkonomiske grundmodel, kunne vi se vi dette i feltet øverst til venstre. Afkastkravet er sværere at måle på, end andre fundamentals, fordi den udgør flere elementer (Den lange realrente, den forventede vækst i huslejen, risikoen ved ændringer i huslejen, skattemæssige vilkår og risiko ved ændring heraf). Jeg vil dog ikke analysere disse elementer, men jeg har medtaget afkastkravet under fundamentals for at belyse, at der er flere fundamentals (end byggeomkostninger), som ikke kun påvirker boligpriserne ved en forskydning af efterspørgselskurven. Det er kendt fra CAPM, at investeringsrenten ideelt bliver fastsat ud fra markedsporteføljen plus et tillæg som kompensation for den usystematiske risiko.
I afsnit 2.5.3 er nævnt, at realkreditrenten har betydning for investeringsrenten. En faldende rente vil reducere kravet til investeringsrenten og vil derved få priserne til at stige og omvendt ved en stigende rente. Ligesom at en øget risiko vil betyde, at investor vil kræve en højere risikopræmie og på den måde vil investorrenten stige, som vil medføre fald i priserne.

2.5.6 Befolkningstilvækst

Befolkningstilvæksten vil på lang sigt betyde større efterspørgsel på boliger, og dermed her også ejerboliger. Altså jo større befolkningen bliver desto større bliver efterspørgslen på boliger. En stigning i efterspørgslen vil som tidligere nævnt få priserne til at stige og isoleret set vil en befolkningstilvækst gøre det ved efterspørgslen. Det er på lang sigt, da tilvæksten skal nå en alder, hvor erhvervelse af bolig er relevant, altså normalt tidligst fra en alder på 18 år, hvorfor højere fødselsrater først har en indflydelse tidligst 18 år senere. Det kan være svært at måle effekten af det, da der er mange aktører på boligmarkedet og meget der dermed påvirker, og på lang sigt må man også formode, at boligudbuddet vil tilpasse sig en stigende befolkning. Selvom det er svært at måle på effekten, så er det dog ikke utænkeligt, at det kan have effekt i priserne med store babybooms. Man kan argumentere for, at hvis familierne bliver større vil efterspørgslen på større boliger også stige, så befolkningstilvækst kan påvirke på flere områder. Vi bor også færre og færre på mere og mere plads end man gjorde for 50 år

siden. Det vil blive tilpasset over tid med nybyggeri, men i storbyerne kan det øge priserne, da muligheden for større udbud er begrænset.

2.5.7 Inflation

Fundamentals har indtil nu vist at have en evne til at kunne forklare udviklingen i boligpriserne på kort og mellemlang sigt. Det er primært gennem påvirkning af efterspørgslen, som har betydning for prisændringerne. På lang sigt må man dog formode, at udbuddet vil tilpasse sig efterspørgslen. Der vil dermed på kort- og mellemlang sigt være muligt at skabe en gevinst, men da jeg antager at udbuddet vil tilpasse sig på længere sigt vil gevinster nok også udligne sig, når man tager højde for prisstigninger. Derfor mener jeg det er væsentligt at tage højde for inflationen, da man kan spørge om det reelt kan lade sig gøre at skabe en gevinst når man tager inflationen med i vurderingen.
Det kommer selvfølgelig an på, hvilken periode man sammenligner med, for sker der atypiske prisstigninger, vil det medføre at priserne stiger mere end forbrugerprisindekset. Ser man helt generelt på det vil boligpriserne normalt følge prisudviklingen. Den gennemsnitlige lønstigning bør følge de generelle prisstigninger i nogen grad. Hvis boligpriserne dermed stiger væsentlig mere end den generelle prisudvikling, vil boligerne ikke være til at købe for husholdningerne og investor. Det vil medføre at efterspørgslen ikke ville følge prisudviklingen, og på den måde ville priserne tilpasse sig. Ser man historisk på boligprisindekset og dermed længere tilbage end 10 år, må det antages at boligpriserne på længere sigt bør følge den generelle prisudvikling, og gevinsten vil enten være lille eller ikke eksisterende. I de store byer, hvor boliger er meget efterspurgte, vil jeg ikke afvise at det kan give en gevinst på længere sigt, da muligheden for at tilpasse udbuddet er begrænset. Det stemmer også overens med analysen af fundamentals indtil nu.

2.5.9 Fundamentals afslutning

De valgte fundamentals i min opgave, mener jeg alle har en betydning for udviklingen i boligpriserne. Nogen af dem har større indflydelse end andre, men det er svært/umuligt at vurdere præcis hvilke, da det må siges at kunne sammenlignes med ”hønen eller ægget”. Tager man udgangspunkt i den

boligøkonomiske grundmodel, så viser den også, at ændres én del, vil de andre følge med for at danne en ligevægt. Det vil jeg vurdere er, at kunne overføre til fundamentals også.
Det vurderes også at have betydning om vi taler om kort-, mellemlang- eller lang sigt, hvor meget og hvor de forskellige fundamentals har indflydelse.
Uanset hvad, så mener jeg at alt andet lige, at fundametals er med til at forklare udviklingen i boligpriserne på kort sigt. De korrelerer med hinanden, og derfor er det svært at fastslå hvilke der er vigtigst og hvilke der påvirker mest. Jeg vil dog pege på, at ledigheden, disponibel indkomst og renten i høj grad har meget at have sagt på kort sigt.
Der er perioder, hvor priserne har ændret sig så markant, at det ikke har kunne forklares ud fra fundamentals, her er der bl.a. tale om boligbobler, hvor priserne stiger eller falder udenfor et niveau, der sådan rigtigt kan forklares af økonomiske nøgletal.

Betragter man boligen som et investeringsobjekt, vil jeg mene, at man som investor godt kan analysere de forskellige fundamentals for at vurdere, om man kan forvente et fremtidigt afkast af sin investering. Det vil som tidligere nævnt give bedst mening, hvis man har en kortere tidshorisont, da fundamentals siger at muligheden for en gevinst vil være størst her. På længere sigt vil man skulle være kritisk overfor muligheden for en gevinst, når man tager højde for inflationen. I forhold til, hvor i Danmark man skal investere, vil fundamentals alt andet lige være en god indikator for det. Det er dog stadig vigtigt at være opmærksom på andre risici, som ikke kommer fra fundamentals, herunder bolig bobler, politisk indflydelse, ændring i realkreditsektoren (eksempelvis ikke mulighed for afdragsfrihed, F1 og F2 udgår osv.), mediernes påvirkninger, psykologi på boligmarkedet osv.. Hvilket jeg vil komme ind på i kommende afsnit.

2.6 Andre påvirkninger af boligpriserne

som jeg også kort kom ind på under sammenfatningen af fundamentals, så er der også andre faktorer der spiller ind, når man skal forklare udviklingen i priserne på boligmarkedet. Fundamentals er gode til at forklare en stor del af udviklingen, men under finanskrisen f.eks. blev fundamentals udfordret som

forklaring på udviklingen. Det var unaturlige ændringer i priserne, som ikke kunne forklares ved hjælp af fundamentals. Jeg mener derfor det også er vigtigt som investor at være bevidst om, at der er andre faktorer der kan være med til at påvirke boligpriserne, og at fundamentals ikke er udtømmende. Jeg kunne komme ind på en del andre aspekter her i dette afsnit, men jeg har valgt at fokusere på dem jeg vil vurdere er mest relevant for udviklingen i priserne på boligmarkedet ud over fundamentals. Jeg vil derfor komme ind på psykologi (og forventninger) på boligmarkedet, politisk indflydelse og liberalisering af realkreditten.

2.6.1 Psykologi og forventninger

Som nævnt ovenfor er der perioder, hvor man ikke kan forklare udviklingen af priserne ud fra et økonomisk perspektiv. Når vi snakker om, at efterspørgslen påvirker priserne, så har jeg tidligere i opgaven kommet med mine bud på, hvilke faktorer der påvirker efterspørgslen. Jeg vil dog også mene, at psykologi og forventninger ligger under efterspørgslen. Da vi f.eks. så rentefald under finanskrisen, gav det ikke prisstigninger lige med det samme. Jeg vil mene det bl.a. havde noget at gøre med at husholdningerne havde mistet tiltroen til boligmarkedet og man derfor ikke turde købe bolig på trods af en falden rente. Som førstegangskøber hørte man om alle de boligejere der var blevet teknisk insolvente da priser faldt drastisk, og man ønskede naturligvis ikke at komme i samme situation. Forventningerne til prisstigninger var meget svage hos boligkøberne og derfor var udbuddet af købere lav, og man talte meget om at det var ”købers marked”. Det skyldtes bl.a. at der ikke var mange købere og de derfor kunne få større afslag. Der var længere liggetider, og sælgerne var derfor ”sultne” for at sælge.

Jeg vurderer herved, at boligkøberne følger tendensen på markedet, hvis priserne stiger vil man være villig til at betale mere for boligerne og omvendt ved fald. Investorerne/boligkøberne vil herved opføre sig som flokdyr og følger andres valg i stedet for t forholde sig kritisk overfor markedet. Det vil være med til at opbygge prisboblerne med efterfølgende store fald i priserne, når boblen brister. Behavioral finance kan dermed godt komme til udtryk på boligmarkedet, hvilket jeg vil komme ind på i næste afsnit.

2.6.1.1 Behavioral finance [13]

Jeg vil kort komme ind på teorien omkring behavirol finance og biases. Det handler om, hvor stor en rolle psykologen spiller ind i menneskets beslutningstagen. Finansielle teorier som beskrevet indtil nu tager primært udgangspunkt i, at boligmarkedet er efficient, og markedet på den måde fastsætter priserne ud fra udbud og efterspørgsel styret af fundamentals. Behavirol finance ændrer denne tankegang, da der menes, at investorerne i nogen grad ikke agerer rationelt og dermed styres af deres psyke. Der menes altså at valg af bolig i høj grad bliver styret af andre ting end de økonomiske nøgletal. En investering i en bolig er formegentligt en af de største man som boligkøber laver i løbet af sit liv. Som boligkøber vil man forsøge at gennemskue, hvilken bolig der kan give højest mulig værditilvækst. Dog vil mange boligkøbere også lægge mere vægt på de bløde værdier, som spiller en større rolle psykologisk for investeringsbeslutningen. Boligen er som tidligere omtalt et dualt gode, så den står sjældent alene som en investering, da den oftest også vil tjene til bolig for køber eller f.eks. købers børn. Går man ud fra, at psykologien påvirker den enkelte købers måde at agere på boligmarkedet på, og dennes ageren korrelerer med andre boligkøberes ageren også, vil markedet blive påvirket og på den måde ikke være et efficient marked. Er markedet ikke opbygget af rationelle investorer, vil en mulighed for arbitrage indtage sig, og det vil tiltrække risikosøgende investorer, i håb om at lave en hurtig fortjeneste, hvilket også er med til at påvirke priserne på boligmarkedet.
Når en investor står overfor en at skulle tage en finansiel beslutning, vil der være usikkerhed omkring udfaldet af investeringen. Expected Utility Theory, er en teori som forsøger at forklare rationel opførsel, når man står overfor en usikkerhed. Teorien er normativ, da den beskriver hvordan man som individ burde reagere, når man står overfor et usikkert valg, det er derfor en beskrivelse af, hvordan den rationelle investor opfører sig. Da teorien er normativ, kan den ikke indfange det komplekse i den virkelige verden. Teorien deler investorerne op i 3 grupper, afhængig af deres risikovillighed og tager udgangspunkt i nytteteori, altså hvor meget nytte har investor af ekstra rigdom. Jeg vil ikke komme yderligere ind på nytteteori i min opgave.

[13] inspiration fra artiklen: *"Sådan narrer din hjerne dig til dårlige investeringer"* http://www.danskfinansservice.dk/documents/daf/aktionaeren_2012_09.pdf

2.6.1.2 Biases [14]

Som sagt er Expected Utility Theory en normativ teori, som beskriver hvordan investorerne burde agere. Behavioral finance er derimod en kognitiv teori, der beskriver hvordan investorer reelt agerer. Behavioral finance forsøger at beskrive, hvorfor investorer ikke altid agerer rationelt ved at opstille forskellige biases. Biases er en beskrivelse af kognitive illusioner, som man dagligt bruger i sin beslutningstagen. Jeg vil her gennemgå kort nogle udvalgte biases.

- ***Anchoring*** - *En irrationel fokusering på en investerings købspris eller seneste all-time-high*

  Her er en anker-effekt, da den første information man får om investeringen, i høj grad er med til at påvirke ens beslutningstagen i sidste ende. Det kan være det er avisoverskrifter, andres kommentarer, tidligere begivenheder osv.. Det er især tidligere begivenheder der vægter højt. På boligmarkedet kan man henføre det til forventningerne til salgspriserne, som oftest er forbundet med historikken, og samtidig mediernes udlæg af situationen. Man har tendens til at forvrænge ny information eller helt ignorere, selvom det burde ændre ens holdning. Man ville typisk høre en investor herunder sige ”jeg sælger når prisen er … ”. Man har også tendens til at udskyde salg af dårlige investeringer og køb af aktiver der lige er steget.

- ***Endowment Effect*** - *Inerti – udskydelse af beslutning*

  Her mener investor, at aktivet er mere værd end salgsprisen, men investor er dog ikke villig til at købe flere af samme aktiv. Det får en form for affektionsværdi. Det er ofte det der sker, når ældre mennesker har boet i samme bolig i mange år, og har en helt anden ”kærlighed” til huset end en ny ejer har på købstidspunktet. Kan man ikke få den pris man gerne vil have lige nu, vil man ikke sælge, på trods af at det ville være rationelt at gøre i forhold til markedet. Det er her

[14] Noter og slides fra lektion 2 i undervisning på faget *Frie midler* foråret 2016, HD FR

det kommer meget til udtryk, at boligen er et dualt gode, som oftest også tjener til bolig for investor. Investorer her vil også ofte have en unødig koncentration og risiko i deres portefølje.

- ***Regret Aversion*** *- Frygt for at træffe forkert beslutning – og ærgre sig.*

  Hvad hvis aktivet stiger umiddelbart efter jeg sælger? – Hvad hvis markedet bliver ved med at falde? Det er nogen af de bekymringer investor har i denne bias, regret aversion. Man har som investor tendens her til at fokusere på ”sikre” investeringer, og dermed får han en for lav risikotagning. Man er bange for at købe når markedet falder og får dermed tendens til flokmentalitet, *”jeg må med på bussen”*. Det påvirker boligmarkedet, og priserne yderligere på markedet ved fald i priserne tør man ikke at investere, så efterspørgslen falder, hvilket giver yderligere unaturlige fald, der skal ikke den mindste uro til før man ikke tør investere.

- ***Overconfidence*** *- Uberettiget tro på egne evner som investor*

  Her vil man have tendens til at hoppe på ”hotte” tips og ignorere risiko. Man vil fejlvurdere sandsynligheder, da man har fuld tiltro til egne evner og tro på man kan ”slå markedet”. Det er typisk fremtrædende hos mænd. Det kan påvirke boligmarkedet, at man som investor tror så meget på sig selv, at man ignorerer risici på markedet og koncentrerer sin portefølje kun med én type investering og dermed ikke får diversificeret sin portefølje. På den måde er man meget sårbar for ændringer på f.eks. boligmarkedet, hvis ens investeringer udelukkende ligger der.

Ud fra en gennemgang af behavirol finance vil jeg vurdere, at vores underbevidsthed spiller en væsentlig rolle i vores måde at tage beslutninger på, agere på og i vores forventninger til fremtiden. Vi er ikke altid rationelle i vores handlinger, hvilket er med til at gøre det sværere at forsøge at gennemskue og analysere på vores fremtidige finansielle beslutningstagen. Vores villighed til at betale en bestemt pris for en ejendom, er i høj grad styret af de daglige indtryk vi får. Prisen på den enkelte bolig, bliver altså ikke alene fastsat ud fra forskellige fundamentals, som tidligere beskrevet, hvorfor jeg kan konkludere at boligpriserne, alt andet lige, i høj grad afspejler den enkelte investors beslutningstagen.

2.6.2 Politisk indflydelse

Rigtig mange af de politiske beslutninger der bliver taget vil have effekt på boligpriserne (nationalt eller regionalt), det er derfor en meget bred betegnelse. De beslutninger der bliver taget, som har direkte forbindelse med bolig, vil selvfølgelig mere eller mindre give en ændring i boligpriserne. Det kan f.eks. være en lempelse i boligskatten, som vil resultere i en lavere pris for at bo i boligerne (lavere usercost), hvilket vil medføre en stigning i priserne. Omvendt vil en stigning i boligskatten medføre et fald. Vi så en lempelse med skattestoppet i 2001, og boligpriserne steg. Det er ikke den eneste faktor der spiller ind i prisstigningerne, og man kan ikke måle på, hvor stor en effekt det havde, men faktum var at priserne steg og lempelsen havde nok noget med det at gøre i højere eller lavere grad. Nationalbanken har også påvist, at uden skattestoppet ville prisniveauet ligge under det nuværende. De seneste års ændringer f.eks. med hensyn til 5% reglen, så man ikke længere kan belåne en bolig 100% (dog med få undtagelser), kan man ikke måle effekten af endnu. Umiddelbart har det ikke ændret priserne, som nok blev forventet ville falde eller stagnere. Det bliver spændende at se om vi ser færre teknisk insolvente, når priserne falder igen på et tidspunkt. Endvidere har vækstvejledningen medført ændringer f.eks. i forhold til sammensætningen af lån. Der er dog flere måder at tolke den på, da det jo er en vejledning og man derfor kan vælge ikke at følge den. Det er min vurdering, at bankerne imellem tolker den forskelligt, og at man kan få forskellige svar afhængigt af, hvem man spørger. Derfor mener jeg heller ikke vi har set en så stor ændring på boligmarkedet på baggrund af den. Den medfører dog et langt stykke hen af vejen, at købere med mere usikker økonomi får en mere sikker finansieringssammensætning, hvilket kan være med til at sikre flere boligkøbere, når renten stiger igen på et tidspunkt.

Jeg vil alt i alt vurdere, at politisk indflydelse er en vigtig faktor, at have med i udviklingen i boligpriserne.

2.6.3 Liberalisering af realkreditten

Som tidligere nævnt har renten en afgørende betydning for boligpriserne. Realkreditinstitutterne kreditvurderer deres kunder inden de bliver godkendt til f.eks. et køb. I denne kreditvurdering ligger

den faste rente med afdrag (med kurs tættest på 100 og løbetid på 30 år) til grund for vurderingen af købers økonomi. Det betyder dermed, at jo højere den faste rente er desto lavere en pris kan man blive godkendt til, da ydelsen på lånet jo har indflydelse på købers rådighedsbeløb. Der blev dog sidste år lavet endnu en stramning for dette, da finanstilsynet i februar udsendte en vejledning vedr. bl.a. rentefølsomhed i de større byer. Man prøver herved at pressen priserne ned i storbyerne. Vejledningen går ud på, at boligkøbere i københavnsområdet eller Århus, der ønsker et variabelt forrentet realkreditlån skal kreditvurderes hårdere end udelukkende ud fra det fastforrentede lån med afdrag som ellers. Nu siger vejledningen, at de skal kreditvurderes på baggrund af den aktuelle rente plus 1 procentpoint, dog minimum 4%. Umiddelbart ville man som sagt forvente at priserne i Københavnsområdet og Århus ville falde på baggrund af vejledningen. Det er dog ikke noget de fleste økonomer spår til at ske. Det er der flere årsager til, for det første foretrækker flere og flere de fastforrentede lån, og dermed vil de ikke falde indenfor vejledningen om rentefølsomhed. For det andet vælger langt de fleste efterhånden ikke at gældsætte sig så dyrt, at de ikke har råd til renteændringer, der er dermed mange som kunne have købt dyrere, men prioriterer ikke at lægge alle pengene i boligen og dermed også have råd til andre ting som rejser, uforudsete udgifter osv.. For det tredje er det en vejledning, så realkreditinstitutterne kan tolke det som de vil. Det kan betyde, at realkreditinstitutterne kan vælge f.eks. at lave rentefølsomhedsberegning på alle købere uanset, hvor de vil købe bolig henne. Det vil muligvis resultere i prisfald i hele landet og ikke kun i Københavnsområdet og Århus, som ellers tiltænkt, da det er de områder hvor priserne er steget mest, og man derfor kan frygte for boligbobler regionalt. Det vil dog nok kræve at hele realkreditsektoren tolker regler ens, hvilket man må formode de ikke gør. Hvert kreditinstitut har hver deres kreditpolitik, og vejledninger tolkes forskelligt og skrives derfor forskelligt i kreditpolitikkerne, så de passer ind i kreditforeningens øvrige kreditpolitik.

Når man så er godkendt til køb, vil paletten af lånetyper oftest være åben til finansieringsvalg og sammensætning. Her er der jo mange muligheder, at sammensætte finansieringen på. Her kan vælges variabel rente på forskellige låntyper med kortere obligationer og afdragsfrihed, det vil give en billigere finansiering og derved mulighed for, at udnytte flere boligtjenester, hvilket kan medføre stigende priser. Muligheden for at få eller forlænge sin afdragsfrihed op til 10 år på hvert lån, kan gøre at ældre kan blive boende længere tid i deres bolig.

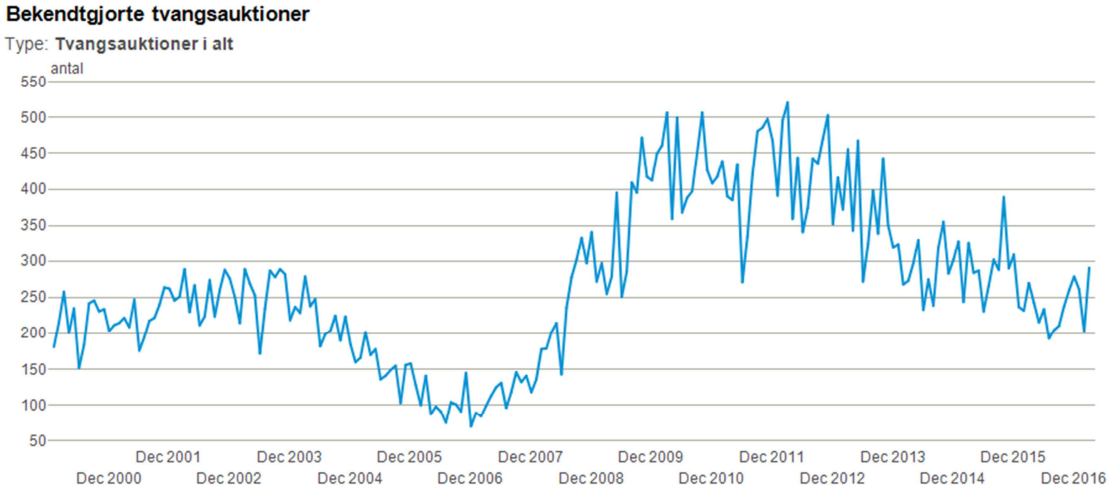
Tidligere i opgaven kom jeg ind på den historiske udvikling i priserne og herved også realkreditudviklingen. Fra 1987 til 1993 var det som sagt et krav at realkreditfinansieringen skulle ske med mixlån, hvor 60% udgjorde annuitetslån og 40% udgjorde serielån. Da kravet blev ophævet medførte det prisstigninger, og man må vurdere at det havde noget med det at gøre. Endvidere Efterfølgende (1996) kom rentetilpasningslånene frem, hvilket gav mulighed for at få et billigere lån. Renten på rentetilpasningslånet var lavere end det fastforrentede, og hermed med større risiko ville man få en lavere ydelse. Da kreditvurderingen af købere var betydelig mindre i 90'erne, fik rentetilpasningslånene nok også en større indvirkning på boligpriserne end det måske ellers havde gjort. De variable forrentede lån kan være farlige for boligpriserne; husholdninger der har været for optimistiske med renten, kan være tvunget til at sælge ved rentestigninger, men omvendt kan den kontracykliske effekt forbedre økonomiske pressede husstandes muligheder for at blive i boligen i nedgangstider.

Afdragsfrihed kom i 2003, som gav mulighed for op til 10 års afdragsfrihed på sit realkreditlån, det er en anden liberalisering af realkreditmarkedet. Den tidligere omtalte markante prisstigning i netop den periode, kan man meget nærliggende tro kunne have noget at gøre med, at muligheden for afdragsfrihed kom der. Der er da også mange, der har givet det skylden for stigninger. Det store spørgsmål, som man nok ikke får svar på er, om i hvilken grad prisstigningerne har været påvirket af muligheden for afdragsfriheden. Afdrag på gæld kan oftest sidestilles med opsparing, så det vil sige, at ved tilvalg af afdragsfrihed ikke er tale om, at man får lavere boligudgifter. Realkreditinstitutterne har oplyst, at de ikke har ændret sin kreditpolitik i forbindelse med indførslen af mulighed for afdragsfrihed, man blev dermed stadig kreditvurderet ud fra fastforrentet lån med afdrag og det betød derfor ikke, at boligkøbere efterfølgende kunne blive godkendt til at købe en dyrere bolig. Det har dog stadig gjort at priserne steg, hvilket mulighed for afdragsfrihed nok havde en finger med i spillet med, selvom kreditinstitutterne jf. god skik ikke ændrede noget i deres kreditvurderinger af købere på.

Om afdragsfrihed er en god eller dårlig idé, vil jeg mene kan ses i, hvordan husholdningerne bruger afdragsfriheden. Hvis afdragsfriheden bliver brugt til et højere forbrug, og man dermed ikke sparer op et andet sted ved f.eks. at afdrage på andet gæld eller lign. Så vil det blive svært at få råd til en dag at

skulle afdrage på lånet, og man kan blive nødt til at sælge, når afdragsfriheden udløber. Afhængig af boligprisernes udvikling, kan det ende med et salg med underskud og man må dermed afdrage på en gæld efterfølgende til en bolig man har solgt. Kunder der bruger afdragsfriheden på den måde, burde ikke blive tilbudt afdragsfrihed, men det kan være svært at holde øje med.
Derimod kan afdragsfrihed omvendt også være en rigtig god løsning, hvis man bruger det ”rigtigt”. Det kan f.eks. være ved at afdrage på efterfinansieringen i boligen, som oftest er til en højere rente end realkreditlånet. Det kan også bruges til at afdrage anden dyr gæld, som billån forbrugslån eller lign.. Unge kunder der er under uddannelse, kan de første år indtil de er færdiguddannede og forventeligt får en højere indkomst have afdragsfrihed på deres gæld. Afdragsfrihed er også en fleksibel måde at få en hurtig billigere ydelse på lånet, hvis noget uventet skulle ske. Hvis f.eks. man skulle miste jobbet og derfor har behov for en lavere ydelse i en periode indtil man får et nyt job. Det gør, at man måske ikke behøver at sælge boligen og kan blive boende, hvis bare man kan få afdragsfrihed i en kortere periode. Det samme gælder som tidligere nævnt når de ældre kan blive boende længere tid i sin bolig pga. Afdragsfriheden. Jeg vil derfor vurdere at afdragsfriheden har haft en stor indflydelse på priserne, da det også rent psykologisk giver en sikkerhed for husholdningerne. Jeg vil dog vurdere, at det ikke vil få flere ændringer i priserne, da den effekt det havde da de kom har sat sig på markedet og ikke vil ændre yderligere, da afdragsfrihed jo udløber på et tidspunkt og jeg vil ikke mene det får mere påvirkning på efterspørgslen, da det er forskelligt hvornår og hvorfor husholdningerne bruger deres afdragsfrihed og der derfor ikke forventes at komme en ”bølge” igen.
Afdragsfrihed kan som sagt bruges på forskellige måder, hvor jeg vil vurdere nogen er bedre end andre. I 2013 udløb de første afdragsfrie lån, som blev optaget da de kom frem. Mange var bekymrede for om man så ville se en stigning i antallet af tvangsauktioner, da mange måske ikke kunne servicere sin gæld når den afdragsfrie periode udløb, og flere og flere derfor ville ryge på tvangsauktion med deres boliger. Ser man på figur 6, som er antallet af bekendtgjorte tvangsauktioner (hentet fra Danmarks statistik) siden 2000. Kigger man på 2013 og efter, viser det ikke umiddelbart en stor stigning i antallet af tvangsauktioner.

Figur 6 [15]



Man kan argumentere for, hvorfor antallet af tvangsauktioner ikke er steget efter udløb af afdragsfrihed, og det kan der være flere årsager til. En grund kan være, at priserne heldigvis var begyndt at går lidt op og der derfor i flere tilfælde var mulighed for at omlægge sit lån til ny afdragsfrihed og man derfor ikke var teknisk insolvent. En anden grund kan være, at realkreditinstitutterne og medierne har været meget fremme og gøre opmærksomme på dette, og på den måde kom det ikke som en stor overraskelse for så mange, at afdragsfriheden udløb. Mange husholdninger havde gjort sig klar til stigningen i boligudgiften og kreditinstitutterne stod klar til at hjælpe med gode råd til hvordan man kunne minimere sin ydelse f.eks. ved at omlægge lånet til ny afdragsfrihed eller nye 30 års løbetid med afdrag, så man ikke skulle afdrage over 20 år, hvilket kunne hjælpe mange husholdninger.

Om afdragsfrihed er kommet for at blive, er der ingen der ved. Det har været her siden 2003, men en politisk beslutning om at afskaffe afdragsfriheden igen, kan have indflydelse på boligpriserne, og kan resultere i fald i priserne.

Kort kan også nævnes ændringen i belåningsprocenten i sommerhuse fra 60% til 75%. Økonomer frygter det vil give negativ tiltro til de danske realkreditobligationer, da fritidshuse er mere usikker investering og fordi vi allerede har set en pæn stigning i fritidshuse. Jeg vil ikke komme yderligere ind på dette, da jeg ikke mener at fritudshuse har en relevans for min opgave, da forældrekøb er i

[15] http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440

helårsboliger. Jeg ville bare belyse, at der hele tiden sker ændringer fra politisk side, som kan ændre prisudviklingen.

Jeg vil konkludere at liberalisering af realkreditten har en stor indflydelse på udviklingen i boligpriserne og det derfor er vigtigt for boligkøbere at have det med i analyse af boligmarkedet og prisernes udvikling.

2.7 Boligudgifter og boligomkostninger

Jeg vil her kort komme ind på begreberne boligudgifter og boligomkostninger.
Der er flere forskellige metoder at måle omkostningen ved a bo i en bolig. For de fleste mennesker er omkostningen ved at bo i en bolig, det samme som den likviditetsbelastning man udsættes for når man bor i boligen, altså boligudgifterne.
Der er dog god grund til at skelne meget skarpt mellem de to forskellige begreber. Man kan grundlæggende sige, at boligudgifterne er den likviditetsmæssige belastning man udsættes for ved at bo i en bolig, hvorimod den samlede økonomiske belastning er udtrykt ved boligomkostningen, også kaldt user cost.

2.7.1 Boligudgifter

Boligudgiften er altså udtryk for, hvordan en bolig belaster likviditeten for en boligtager. Når man taler om en ejerbolig, vil boligudgiften bestå af de løbende udgifter, såsom ejendomsskat, ejendomsværdiskat, forsikring, renovation, fællesudgifter, renteudgifter, afdrag osv.. Altså alle de løbende udgifter.
I boligudgiften tages der ikke hensyn til, hvad boligejer tidligere har betalt for boligen, f.eks. i form af kontant indskud, låntagning eller udbetaling af lån. Der skelnes ikke om ydelserne på lån går til rente (og bidrag), eller afdrag, som jo kan tilsidesættes med opsparing til boligejeren. Skattemæssige forhold som f.eks. skatteværdien af negative kapitaludgifter fremgår heller ikke af boligudgiften. Kapitalgevinster eller –tab ved ændrede priser på ejerboliger påvirker ikke boligudgiften.

Huslejen (boligudgiften), som boligtager betaler, er en indtægt for ejendommens ejer. Der er altså tale om løbende betalinger, dvs. et cash flow fra den der bebor ejendommen til ejer. Ejer afholder diverse administrations-, vedligeholdelses- og driftsudgifter, samt evt. ydelser på lån, hvis ejendommen ikke er købt kontakt, og eventuel beskatning. Fratrækkes disse poster, får man periodens nettooverskud fra udlejningen. Det er også et likviditetsmål. Normalt vil nettooverskuddet være det der er skattepligtigt for ejeren. Sammenhængen mellem boligudgifter og ejers boligindtægter identificeres lettest for lejeboliger, herunder forældrekøb, hvor ejer og lejer er forskellige personer. Forholdet mellem ejers lejeindtægt og boligtagers boligudgift er det samme, når ejer og lejer er samme person.
Man kan lave betragtninger af boligudgifterne før og efter skat, hvilket ses som brutto- og nettoudgifter, i en salgsopstilling på en ejerbolig. Nettoudgiften for en ejerbolig kan opstilles således:

$$R^e_t = K_t \cdot 0{,}9 \cdot e_t + K_t \cdot (1/2 \cdot 0{,}9 \cdot e_t + a \cdot gT_t) + K_0 \cdot (b \cdot \alpha_{n|i}^{-1}(1\text{-}T) + m \cdot \alpha_{n|r}^{-1}(1\text{-}T))$$

Første led ($K_t \cdot 0{,}9 \cdot e_t + K_t$) i formlen fastsætter, hvordan ejendomsværdiskatten belaster boligejerens likviditet. Det er kontantprisen på tidspunkt t (Kt) omregnet til offentlig ejendomsværdi ganget ejendomsværdiskattesatsen. Det er naturligvis svært at fastsætte en fast omregning fra markedsværdi til offentlig ejendomsværdi, da der er store regionale forskelle.
Det næste led ($K_t \cdot (1/2 \cdot 0{,}9 \cdot e_t + a \cdot gT_t)$) er et udtryk for prisen på renovering, forsikringer, fællesudgifter mv., udtrykt som en funktion af ejendomsværdiskatten, samt prisen på ejendomsskatten. I dette led anslås det, at udgiften til renovering, forsikring og fællesudgifter udgør det halve af ejendomsværdiskatten. Ved faktoren a omregnes markedsværdien til en anslået grundværdi, og ganges på grundskyldspromillen, på den måde har man et udtryk for prisen på ejendomsskatten.
Det sidste led ($K_0 \cdot (b \cdot \alpha_{n|i}^{-1}(1\text{-}T) + m \cdot \alpha_{n|r}^{-1}(1\text{-}T))$), er et udtryk for nettoydelsen på henholdsvis bank og realkreditfinansiering. Her bruges ikke K_t, men i stedet K_0, som er et udtryk for handelsprisen på købstidspunktet, og altså ikke den værdi ejendommen måtte have i dag. B er et udtryk for andelen af prisen, som finansieres i et pengeinstitut, ganget på nettoydelsen for pengeinstitutfinansieringen. m er udtryk for andelen af prisen, der er finansieret i et realkreditinstitut, ganget på nettoydelsen for realkreditfinansieringen. Boligudgiften bliver i høj grad påvirket af, hvilken finansiering der vælges, især på realkreditdelen, som er den største del af finansieringen.

Der er som tidligere nævnt alene tale om den likviditetsmæssige belastning, og det er dermed ikke et samlet billede af, hvad omkostningen ved at holde bolig er.

2.7.2 Boligomkostninger (user costs)

Ved beregning af boligomkostningen, eller user cost, måler man boligtagers samlede økonomiske belastning. Denne økonomiske belastning er uafhængig af boligudgiften, selvom nogen af de variable er sammenfaldende. User cost beregnes som det økonomiske forbrug af boligen plus det mistede afkast af den kapital, som boligtageren har indskudt i boligen. Det vil altså sige, at man ved user cost beregner et mistet alternativt afkast af indskudt kapital efter skat, alternativ forrentning af fremmedkapital i boligen efter skat, samt boligforbruget. Ved at se på user cost for en boligtype, kan man på den måde måle den samlede økonomiske belastning ved at bo i den boligtype.
Ved user cost for ejerboliger indgår følgende: Egenkapitalinvestering, fremmedkapital, udlånsrente, rentefradrag, markedsværdi, drift administration og vedligehold, afskrivninger, grundskyld, ejendomsværdiskatten, inflationstakten forventet prisændring, kapitalafkastkrav og beskatning af kapitalafkast. Der er flere forskellige måder at opstille user cost på, jeg tager udgangspunkt i boligøkonomisk kompendium[16].

$$UC^e_t = K_t \cdot (d_t + q_t + a \cdot {}_gT_t + e_t + i_t(1-T_t) - P_{ej,t})$$

Kontantprisen (K_t) ganges på følgende faktorer: Drift, administration og vedligeholdelse af ejendommen (d_t). Afskrivningstaksten (q_t) ses også som en udgift, da det må antages at boligens værdi afskrives over tid. Anslået grundværdi (a) ganges med grundskyldspromillen (${}_gT_t$) og dermed udgør samlet ejendomsskatten ($a \cdot {}_gT_t$). Ejendomsværdiskatten (e_t) ganges direkte på ejendommens værdi, da det forudsættes at offentlig ejendomsværdi og markedsværdi er ens. Afkastkravet til den investerede kapital efter skat ($i_t(1-T_t)$), man tager altså her højde for alternativomkostningen ved at investere i boligen. Prisstigningstaksten for ejendomme ved samme kvalitet ($P_{ej,t}$) trækkes fra den øvrige omkostning.

[16] Jørgensen 2010a, Boligøkonomisk kompendium, kapitel 5

Som det fremgår, er der endnu ikke taget højde for hhv. egenkapital og fremmedkapitalfinansiering, og heller ikke inflation. Disse faktorer indsættes nu, og på den måde får vi et samlet udtryk for user costs for ejerboliger:

$$UC^e_t \quad = \quad E_t \cdot i_{E,t} \cdot (1- T_{E,t}) + F_t \cdot i_{F,t} \cdot (1-T_{F,t}) + K_t \cdot (d_t + q_t + a \cdot {}_gT_t + e_t - P_t - (P_{ej,t} - P_t))$$

Det ses, at 3. led er stort set ens med den tidligere udgave af user cst, dog med en regulering af prisstigningstakten med inflation (P_t). Afkastkravet til den investerede kapital efter skat ($i_t(1-T_t)$), er skiftet ud med de 2 første led, som henholdsvis er afkastkrav til egenkapitalen og afkastkrav til fremmedkapital, begge efter skat.

Ved denne anskuelse af boligomkostningerne, kan man måle den samlede økonomiske belastning ved at være boligtager. Der er altså ikke umiddelbart nogen sammenhæng mellem boligudgiften og boligomkostningen, som kan give meget forskellige resultater, selvom man målte på den samme ejendom. De forskellige variabler i formlen er altså afhængige af hinanden, og ændres en af dem vil det have indflydelse på user costs. Hermed 3 eksempler på ændringer:

- *Øget egenkapitalfinansiering*, (dvs. $E_t \uparrow$). En øget egenkapital vil medføre en sænket finansiering med fremmedkapital (dvs. $F_t \downarrow$). Hvis ejendommen er finansieret i højere grad med egenkapital, vil user costs falde da den erstatter fremmedkapitalen. Boligudgiften ville også falde som følge af den ændrede kapitalskruktur i ejendommen.

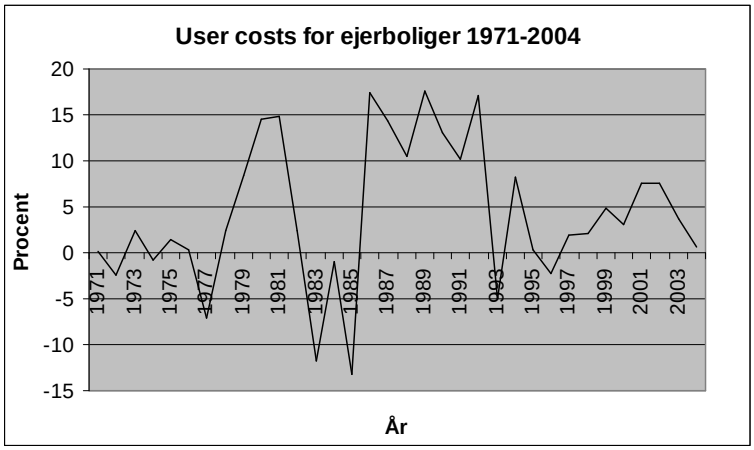
- *En stigning i udlånsrenten ($i_{F,t} \uparrow$).* Ved en stigning i udlånsrenten vil andre faktorer også ændres. Afkastkravet til en investering med samme risiko som ejendommen ændres pr. antagelse, og afkastkravet til egenkapitalen ændres. User cost vil dermed også sige, hvilket boligudgiften også vil.

- *Et fald i skattesatsen for negativ kapitalindkomst ($T_{F,t} \downarrow$).* Dvs. en sænkning af rentefradraget for renteudgifter. Hvis der er relativ høj grad af finansiering med fremmedkapital, vil skatteværdien af negativ kapitalindkomst øge user costs. I tilfælde, hvor ejendommen er finansieret udelukkende med egenkapital vil user costs være uændrede som følge af et fald i skatteværdien

af negativ kapitalindkomst. Boligudgiften vil uanset hvad være fuldstændig upåvirket af ændringen i rentefradraget. Det skyldes, at et lån med en bestemt hovedstol og rente har en fast ydelse over lånets løbetid, uanset rentefradragets størrelse. Rentefradraget påvirker ydelsen efter skat, men har ingen indflydelse på de periodiske betalinger (boligudgiften).

Det er helt afgørende for opstillingen af user costs for ejerboliger, om dette sker ex ante, dvs. på baggrund af forventede størrelser, eller om de opstilles ex post, dvs. på baggrund af realiserede økonomiske parametre og størrelser. Er det ex ante, vil man bruge forventede værdier og resultatet er dermed ud fra et kvalificeret bud på, user costs. Er det ex post kan man ud fra realiserede økonomiske parametre og størrelser regne user costs ud og få et resultat der afspejler, hvordan user costs i virkeligheden har set ud, og hvordan de har udviklet sig i årenes løb.

Figur 7 – User costs for ejerboliger 1971 – 2004 [17]



Som det fremgår af figur 7, svinger user costs rigtig meget fra år til år. Der har altså været meget få år med user costs svarende til ex ante forventningen – omkring de 8%. De fleste år er derimod kendetegnet ved enten meget høje user costs eller meget lave, og i flere tilfælde er user costs negative.

[17] Jørgensen 2010a, Boligøkonomisk kompendium, kapitel 6. Oprindelig kilde: Nationalbanken, Told & Skat, Danmarks Statistik: Skatter og afgifter samt egne beregninger.

Næsten hele vejen op gennem 70'erne var user costs meget lave, og det passer godt overens med opfattelsen dengang, at det næsten var gratis at bo, for boligejere. Renten var dog høj, men inflationen og skattesatsen for renteudgifterne var også høje. I det hele taget giver user costs et godt billede af den historiske udvikling i priserne osv. på boligmarkedet, da de følger med, når priserne osv. ændres.

Jeg mener user costs er det bedste mål for de samlede omkostninger ved at bo, men målet er dog ikke perfekt. User costs giver også et godt billede af de samlede omkostninger ved at bo sammenlignet med brutto- og nettoboligudgifter. Men selvom user costs tager hensyn til mange relevante økonomiske faktorer, tages der f.eks. ikke hensyn til ændringer i boligejernes restgæld, når renten ændres. I nogen perioder vil det være ligegyldigt, men i andre perioder have stor betydning.

2.8 Delkonklusion

Min analyse tyder på, at udviklingen i fundamentals på kort sigt vil have indflydelse på udviklingen i boligpriserne. Grunden til det er, at efterspørgslen i høj grad er styret af fundamentals, og at boligudbuddet på kort sigt er uelastisk da det tager tid at tilpasse boligmængden. Hvilke fundamentals der er de væsentligste er svært at slå fast da flere af dem afhænger af hinanden og der dermed opstår en form for domino effekt får der sker ændringer i en af faktorerne, hvad der har størst virkning i priserne og hvad der oftest sker først, kan man ikke måle på og er derfor svært at sige noget om.
Ændringer i fundamentals kan have forskellige regionale betydninger. Priserne i storbyerne reagerer kraftigere på ændringer i fundamentals, da udbuddet for det meste ikke kan tilpasses på samme måde som udenfor byerne, heller ikke på sigt. Man må også tage urbaniseringen med i betragtningen, sammen med en større økonomisk vækst i byerne kan have bidraget til et større prisspænd mellem byerne og landet.

Jeg har endvidere forsøgt at bevise, at fundamentals ikke alene er med til at forklare prisudviklingen på boligmarkedet. Især de seneste 10 års prisudvikling har været svær at forklare med fundamentals og dette er forsøgt forklaret med andre faktorer.

Jeg må konkludere, at psykologi og forventninger herunder behavirol finance, har en stor effekt på priserne, og kan være med til at forklare en udvikling i priserne som ikke kan forklares ved fundamentals. Investorerne agerer ikke altid rationelt, så underbevidstheden vil være med til at tage beslutningerne, også selvom det ikke altid er den bedste beslutning økonomisk. Man vil ofte give den pris for en bolig, som man som investor mener den er værd og måske ikke tænke på, hvor meget markedet ville have givet. Det er grundet til, at boligen er et dualt gode, og samtidig oftest tjener som hjem for investor.
Politiske beslutninger konkluderes også til at have en betydning på priserne, herunder skattestoppet i 2001, som må konkluderes at have større indflydelse på boligpriserne. Grunden til dette er, at boligomkostningerne ændres, hvilket har betydning for husholdningerne. Politisk indflydelse falder også til dels sammen med liberaliseringen af realkreditten. Afskaffelsen af mixlån, rentetilpasningslån og mulighed for afdragsfrihed vurderes alle i mere eller mindre grad at have indflydelse på boligprisudviklingen. Et mere liberaliseret lånemarked og indflydelsen fra politisk side må jeg konkludere at have sat sig i priserne og givet dem et løft.

På længere sigt vurderes det, at priserne i høj grad bør følge inflationen. Dette skyldes sammenhængen mellem boligpriserne og byggeriet og derved byggeomkostningerne. Byggeomkostningerne er afhængige af udviklingen i forbrugerpriserne, og da byggeriets omfang tilpasser boligudbuddet, vil det have betydning for boligprisudviklingen på længere sigt. På den baggrund bør investor dermed ikke forvente et afkast, der afviger meget fra den generelle prisudvikling over en længere tidshorisont. Det er selvfølgelig når man ser på markedet generelt og ikke kun de seneste 10 år, hvor markedet har opført sig atypisk, og i disse perioder vil man som investor muligvis godt kunne opnå en gevinst på længere sigt.

Afsnit 2 har sammenfattende bidraget med en analyse af, hvad der har påvirket og kan påvirke boligpriserne. Det er konkluderet hvilke faktorer og risici en investor bør forholde sig til kritisk, når man ser på en bolig som et investeringsobjekt. Jeg har ved dette afsnit gennemgået ejerboligen helt generelt for at belyse, hvilke faktorer som bør være med i vurderingen af, et fremtidigt potentiale for gevinst ved et forældrekøb som min problemstilling omhandler. Hvis man ser en forældrekøbslejlighed

som en investeringsmulighed, er man også nødt til, helt udefra at se på, hvilke faktorer der spiller ind på markedet så man kan forsøge at analysere på en prisudvikling.
Jeg har endvidere i afsnit 2 gennemgået forskellen på boligudgifter og boligomkostninger, da det er vigtigt at skelne mellem forskellen. Endvidere er det også vigtigt at tage dem med i betragtningen, når man investerer i bolig. Mange investorer stirrer sig ofte blind på det direkte afkast, men glemmer at tage højde for, hvad det økonomisk har kostet dem at eje boligen løbende i ejer perioden. Endvidere skal der også tages hensyn til omkostninger ved oprettelse af lån, udgifter ved salg og køb osv..
Hvis dette ikke tages med i betragtningen af boligen som investering, vil sammenligningen af et alternativt investeringsprodukt ikke være korrekt.
Når jeg så på udviklingen i user costs historisk, ex post, var det meget interessant at se, hvor meget de har svinget. Hvis de var nogenlunde konstant, ville user costs ikke være så vigtige som jeg mener de er i forhold til at se på, hvor god en investering en bolig er. De store udsving gør, at det nogen år har været høje user costs og dermed store økonomiske belastninger for at eje ejerbolig. I andre år ar user costs være lave og flere gange været minus. User costs svinger stort set med markedet, da flere af de faktorer der gør forskellen, er markedsbestemte.
Når man foretager et forældrekøb, vil user costs dermed også være yderst relevante at tage med i sine overvejelser. Hvis man står overfor enten, at skulle investere i en forældrekøbslejlighed eller sætte pengene ind på en pensionsopsparing, vil user costs som sagt være relevante at regne ud fra starten af, men man er dermed nødt til at gøre det ex ante, da de jo ikke er kendte fremadrettet fra starten af, men anslåede user costs mener jeg dog er bedre at have med i overvejelserne end helt at se bort fra dem.

3 Livsvarig livrente

Jeg vil i dette afsnit gennemgå en livsvarig livrente som investering, som et alternativ til en investering i bolig ved et forældrekøb. Der tages udgangspunkt i, at investor har et større engangsbeløb, som han vil sætte ind på en livsvarig livrente, i stedet for at lave et forældrekøb. Begrundelsen for at vælge en livsvarig livrente i stedet for et andet alternativt pensionsopsparingsprodukt er, at livrenten er den eneste uden indbetalingsloft, og jeg tager udgangspunkt i et større engangsbeløb og holder mig derfor udelukkende til livsvarig livrente i min opgave.

En livsvarig livrente sikrer en udbetaling lige så længe investor lever. Efter udbetalingerne fra pensionen er startet, er investors efterladte sikret at få udbetalinger i en vis årrække. Der er som sagt ikke noget loft for indbetaling, og man kan dermed som den eneste fradragsberettigede pensionsordning indbetale lige så meget man vil, enten som et engangsbeløb eller løbende indbetaling. Man kan trække indbetalingerne til en livsvarig livrente fra til og med topskatten og man betaler almindelig indkomstskat af udbetalingerne. [18]

Fradragsloftet til ratepensionen på 53.500 kr. har gjort livrenten mere attraktiv og sat den er dermed i fokus. Der tages udgangspunkt i en livrente som markedsrenteprodukt, så den bliver forrentet med det afkast der til enhver tid kan opnås ved investeringer på de finansielle markeder. Værdien af pensionen svinger dermed med op- og nedture på de finansielle markeder. Der findes forskellige typer markedsprodukter. I nogle bestemmer man selv, hvordan der skal investeres. Andre giver mulighed for at vælge mellem risikoprofiler, og andre ordninger tilbyder ingen valg for den enkelte. Jeg tager udgangspunkt i at investor kan vælge mellem forskellige risikoprofiler og har her valgt en mellem risiko.

I dette afsnit vil jeg dermed komme ind på fordele og ulemper ved en livsvarig livrente, det historiske afkast på en livsvariglivrente de seneste 5 år, sammenholdt med historisk afkast de seneste 5 år på ejerboliger, et beregningseksempel på hhv. Forældrekøb og livsvarig livrente, og modregning.

[18] http://www.danicapension.dk/da-dk/Medarbejdere-og-private/raadgivning/Udbetalingsmaader/Pages/livrente.aspx?tab=2#tabanchor

3.2 Fordele og ulemper ved livsvarig livrente

Livrenter er et spare produkt med fordele og ulemper helt som alt andet, som for nogle er godt og for andre er skidt. Jeg vil i dette afsnit komme ind på de fordele og ulemper jeg ser ved produktet.
Det er især personer som sætter mere end 100.000 kr. ind på pensioner om året, som med fordel kan oprette en livrente. Har man kun små pensioner og lille opsparing til alderdommen, kan livrenten derimod gå hen og blive en dårlig løsning. Udbetalinger fra livrenter modregnes i offentlige ydelser, så som efterløn og folkepensionens indkomstafhængige del. Denne modregning betyder, at det for nogen er bedre at spare op i frie midler i stedet, uden for pensionsordningerne. En anden ulempe ved livrenter er, at det er et meget indviklet produkt, som er vanskeligt at gennemskue. Det er muligt at tilkøbe forskellige garantier, så ens arvinger får del af pengene efter ens død. Garantierne er dog med til at gøre produktet endnu mere indviklet for almindelige mennesker. En god idé er, at starte med at sætte penge ind på ratepensionen til man rammer loftet og så efterfølgende sætte ind på en livrente. [19]
En anden ulempe er, at udbetalingerne stopper, når man dør, med mindre man som sagt køber en garanti.

Livrenten er for de personer, som vil have en fast indkomst resten af livet, når man går på pension. Den giver dermed en økonomisk tryghed, når man holder op med at arbejde, og man kan med andre ord sikre sin økonomi i sin pensionstilværelse.
En anden fordel ved livrenten er, at man kan oprette den så længe man lever. Der er ingen grænser for, hvor meget man må indbetale på opsparingen, og indbetalingerne kan trækkes fra i ens indkomst. [20]
Man kan som sagt tilknytte flere forskellige forsikringer til ens livrente. Her kan nævnes en forsikring for indbetalingerne, hvis man vel og mærke vælger at indbetale løbende på livrenten, kan man tilknytte fritagelse for indbetalingerne (præmiefritagelse), så ens opsparing får den forventede størrelse, selvom ens erhvervsevne skulle nedsættes med 50%.

---

[19] http://www.business.dk/pension/baade-fordele-og-ulemper-ved-livrenter

[20] http://www-2.danskebank.dk/link/KSpensionLivrente2.0

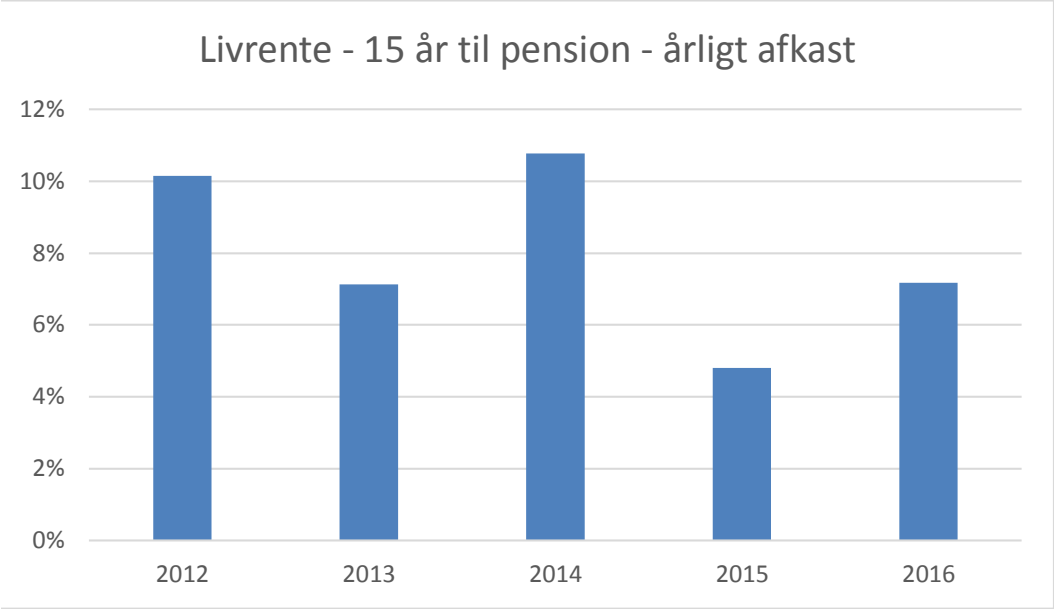
Afhængigt af om man indbetaler flere mindre beløb eller ét stort beløb, gælder der forskellige fradragsregler, som bliver gennemgået senere i opgaven, ligesom modregning og skat ved udbetaling også bliver gennemgået.

3.3 Historiske afkast de seneste 5 år

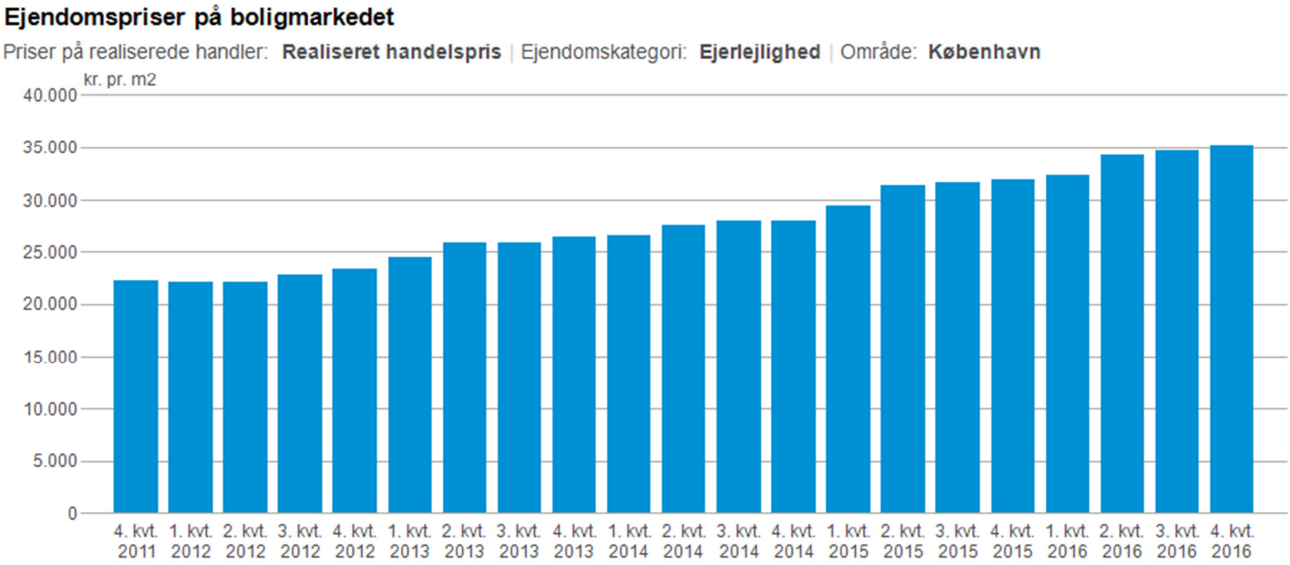
I dette afsnit vil jeg kigge på afkast på livsvarig livrente de seneste 5 år og efterfølgende sammenholde det med afkastet på ejerboliger de seneste 5 år. Jeg har taget udgangspunkt i en investor som har 15 år til sin pensionsalder, hvilket jeg tænker, er realistisk i forhold til tidspunktet for, hvornår man alternativt ville have foretaget et forældrekøb.

Det er naturligvis forskelligt, hvor højt et afkast man kan opnå afhængigt af, hvor risikovillig man er. Derfor vil det ikke være relevant at se på et generelt afkast på livrente, da risiko og afkast oftest følges ad. Er der mange år til man skal på pension, vil man alt andet lige oftest være mere risikovillig end når der er få år til man skal på pension. 15 år til pensionsalderen vil oftest ligge i en middel risiko, der er stadig en del år til pensionen, så man er ikke helt forsigtig, men alligevel vil man ikke være meget risikovillig, da man alligevel ikke har så mange år til at rette op på et eventuelt tab. Jeg placerer derfor en investor med 15 år til pensionen i en mellem risikokategori.
Jeg har desværre ikke kunne finde statistik over, hvor alle pensionsselskaber indgår, så jeg kunne finde et gennemsnit for alle. Der er selvfølgelig også forskel på afkast fra pensionsselskab til pensionsselskab, da de investerer i forskellige porteføljer. Jeg har taget udgangspunkt i tal fra PensionDanmark, og er helt klar over, at tallene havde været anderledes, hvis jeg havde valgt et andet selskab.
På figur 8 ses det, at der i gennemsnit har været et årligt afkast på 8% i PensionDanmark for livrente med 15 år til pension.

Figur 8 - De seneste 5 års årlige afkast for livrente i PensionDanmark (15 år til pension)[21]



Figur 9 – Handelspriser på ejerlejligheder i København [22]



[21] https://www.pension.dk/globalassets/opsparing/investering-af-din-opsparing/sadan-bliver-din-opsparing-investeret/afkast-og-risiko/15-ar-livrente2.pdf
[22] http://rkr.statistikbank.dk/201

På figur 9 ses de realiserede handler på ejerlejligheder i København. Jeg har valgt at tage udgangspunkt i ejerlejligheder, da forældrekøb oftest ses i ejerlejligheder, og det dermed giver et bedre billede af virkeligheden. Endvidere tager jeg udgangspunkt i København, hvor de fleste forældrekøb foretages, f.eks. når børnene skal begynde at studere i København og dermed mangler et sted at bo. Det ses også her, at afkastet har været stigende.
I tabellen nedenfor er regnet gennemsnitsprisen pr. år i kr. og procent for at kunne sammenligne mere direkte med afkastet på livsvarig livrente.

Gennemsnitlige kvadratmeterpriser pr. år på ejerlejligheder i Kbh. Samt stigning i %[23]

Q4 2011	2012	2013	2014	2015	2016
22.269	22.672	25.658	27.503,5	31.088	34.133
	1,81 %	13,17 %	7,19 %	13,03 %	9,79 %

Det gennemsnitlige afkast på ejerlejligheder i de 5 år er på 9 %. Sammenligner man direkte på gennemsnitligt afkast pr. år, performer ejerlejligheder i København bedre med de 9 % i gennemsnit end livrente med sine 8%. Man kan dog ikke helt opgøre det på den simple måde, da afkastet pr. år på livrenten jo også bliver forrentet i næste års afkast, så man er nødt til at tage højde for ”rentes rente” effekten når man regner på afkastet på livrenten. Der vil ikke som sådan være et årligt afkast på boligen, da det først bliver realiseret, når boligen sælges og det årlige afkast betyder ikke noget i dennes performance. Jeg vil dermed forsøge i praksis at regne på forskellen i tal på de to investeringsmuligheder.

3.4 Beregningseksempel

I dette eksempel havde investor 1.500.000 kr. i frie midler i Q4 2011, som han ville bruge på enten at foretage et forældrekøb af en ejerlejlighed i København eller alternativt sætte dem ind som et engangsbeløb på en livsvarig livrente. Formålet med disse beregninger er at finde ud af, hvilken en af de to investeringsmuligheder der efter de 5 år gav det bedste afkast, når der tages hensyn til skat. I

[23] Egne beregninger lavet ud fra kvadratmeterpriser fra http://rkr.statistikbank.dk/201

beregningerne er der medtaget ca. beløb til handelsomkostninger, salgsomkostninger, driftsudgifter osv..

Forældrekøb

I slutningen af 2011 køber investor en forældrekøbslejlighed på 66 m2 til sin søn i København for 1.480.000 kr., dvs. en kvadratmeterpris på ca. 22.424 kr. (lidt over gennemsnittet for kvadratmeterpriserne i København på det tidspunkt). De resterende 20.000 kr. bruges til handelsomkostninger (skøde og advokat). Da han har pengene kontant optages der ikke realkreditlån, betales ikke for stempel og lign.. Han modtager 6.000 kr. i husleje om måneden, som skal beskattes. Når man foretager et forældrekøb skal man først tage stilling til, hvilken beskatningsform man vil benytte. Der findes 3 beskatningsformer[24], man kan vælge imellem (og skifte imellem i ejer perioden). *Personskatteordningen, virksomhedsskatteordningen og kapitalafkastordningen.* Jeg vil kort beskrive de 3 forskellige ordninger.

Personskatteordningen – Denne ordning er den obligatoriske ordning, såfremt man ikke benytter sig af enten virksomhedsskatteordningen eller kapitalafkastordningen. Det svarer til et almindeligt boligkøb, med efterfølgende udlejning. Indtjeningen af leje fratrukket driftsomkostninger skal medregnes i den personlige indkomst, mens renterne fratrækkes i kapitalindkomsten. Det er den nemmeste af de 3 ordninger at administrere, da der ikke skal udføres et separat regnskab. Det bliver bare noteret i selvangivelsen som indtægt.

Virksomhedsskatteordningen – forudsætter ikke at man har egen virksomhed. Nettounderskuddet ved udlejning kan fratrækkes i den personlige indkomst. Nettounderskuddet opgøres som lejeindtægt fratrukket alle ejer udgifter, også renteudgifter. Hvis man betaler topskat, får man maksimal værdi af rentefradraget. Før underskuddet kan fratrækkes i den personlige indkomst, modregnes dog i et eventuelt opsparet overskud fra anden virksomhed eller anden positiv nettokapitalindkomst. For brug af virksomhedsskatteordningen forudsætter det, at indtægter og udgifter i forbindelse med udlejning holdes adskilt fra privatøkonomien.

[24] https://home.dk/koeb/foraeldrekoeb/skatteregler-ved-foraeldrekoeb/

Hvis man har egen virksomhed under virksomhedsskatteordningen, hvor underskuddet ved udlejning kan modregnes, vil likviditeten yderligere blive påvirket positivt, da underskuddet ved udlejningen reducerer det samlede beløb, der skal betales arbejdsmarkedsbidrag af.

Kapitalafkastordningen – denne minder om virksomhedsskatteordningen, der stilles dog ikke samme regnskabsmæssige krav. Rent teknisk medtages lejeindtægten, fratrukket ejer udgifter eksklusiv renter i den personlige indkomst. Renteudgiften fratrækkes i kapitalindkomsten. På baggrund af lejlighedens værdi beregnes herefter et kapitalafkast, som både fratrækkes i den personlige indkomst, hvor fradragsværdien er høj, og samtidig tillægges kapitalindkomsten, hvor beskatningen er lav. På den måde opnår man også her fuld skattemæssig værdi af renteudgiften. Kapitalafkastet må dog maksimalt svare til enten de faktiske renteudgifter eller til overskuddet ved udlejning før renteudgifter.

Som tommelfingerregel kan det betale sig, at anvende virksomhedsskatteordningen eller kapitalafkastordningen, hvis man betaler topskat.

Jeg vælger at benytte personskatteordningen, da den er mest simpel og det ikke er hensigten med resultatet at finde frem til, hvilken skatteordningen investor skal vælge, men blot en beregning på afkastet. Jeg vil derfor ikke lave beregninger på virksomhedsskatteordningen og kapitalafkastordningen i min opgave.
Nedenstående ses en simpel beregning efter personskatteordningen lavet ud fra fiktive tal. Jeg tager udgangspunkt i, at han modtager en lejeindtægt på 6.000 kr. om måneden, hvilket jeg mener, er realistisk for en lejlighed på 66 kvm. i København, måske i den billige ende, men da vi taler om et forældrekøb, vil man nok ikke forlange meget mere. Endvidere anslår jeg driftsudgifterne (fællesudgifter, ejendomsskat, vedligeholdelse osv.) til 30.000 kr. om året. Det er vigtigt at skelne mellem udgifter til vedligeholdelse og udgifter ved forbedringer, da forbedringer ikke indgår i driftsudgifterne.

Beregning efter personskatteordningen

Resultatbudget	
Lejeindtægt	72.000
Driftsudgifter	30.000
lejeindtægt efter driftsudgifter	42.000
AM Bidrag 8%	3.360
Skattebeløb - Personlig indkomst	38.640
Skat til betaling	
Skat af personlig indkomst (56%)	21.638
Samlet skat	24.998
Likviditetsbudget	
Lejeindtægt	72.000
Driftsudgifter	30.000
Skat	24.998
Likviditetsoverskud	17.002

Efter skat opnår han altså et overskud på ca. 17.000 kr. om året i de 5 år. Skat af personlig indkomst har været forskellig de 5 år, men det giver ikke så stor en forskel, så derfor regner jeg med de 56 % alle 5 år. Det giver altså et afkast på i alt 85.000 kr. efter de 5 år.

I slutningen af 2016 sælger han forældrekøbslejligheden igen. Da han ikke selv har beboet lejligheden i ejer perioden opfylder han ikke parcelhusreglen, som foreskriver, at såfremt man sælger en ejerbolig vil fortjenesten kun være skattefri, hvis ejendommen/lejligheden har tjent til bolig for ejeren i ejer perioden eller en del af den. Endvidere er der krav om grundstørrelse, men da der er tale om et lejlighedssalg er det ikke relevant for opgaven. Da han ikke opfylder parcelhusreglen, vil han skulle betale ejendomsavancebeskatning af en gevinst. Det er selvfølgelig relevant, hvor meget dette udgør, så vi kan få et korrekt resultat af en gevinst efter skat. I slutningen af 2016 sælger han lejligheden til en kontantpris 2.300.000 kr., hvilket er en kvadratmeterpris på 34.848 kr. (lidt lavere end den gennemsnitlige kvadratmeterpris i København for Q4 2016, som var på 35.234 kr.). Fortjenesten i dette eksempel opgøres som

forskellen mellem kontantværdien af afståelsessummen og anskaffelsessummen, og er taget ud fra ejendomsavancebeskatningsloven. Kontantværdien af anskaffelsessummen beregnes ved, at købsprisen lægges sammen med de afholdte udgifter ved anskaffelsen. Endvidere forhøjes anskaffelsessummen med 10.000 kr. for anskaffelsesåret og for hvert af de efterfølgende år i ejer perioden, dog ikke det kalenderår, hvori ejendommen sælges (medmindre det skulle være samme kalenderår, som den var købt). Kontantværdien af afståelsessummen beregnes ved, at salgssummen fratrækkes salgsomkostninger.

Beregning på ejendomsavancebeskatning

Opgørelse af anskaffelsessum	
Købesum	1.480.000
Udgifter ved anskaffelsen	20.000
Tillæg (10.000 kr. pr. Kalenderår)	50.000
Kontantværdi af anskaffelsessum	1.550.000
Opgørelse af afståelsessum	
Salgssum	2.300.000
Salgsomkostninger	80.000
Kontantværdi af afståelsessum	2.220.000
Fortjeneste	670.000
Beskattes som kapitalindkomst (42%)	281.400
Overskud efter skat	388.600

Overskuddet efter skat er altså 388.600 kr.. den samlede gevinst efter de 5 år er derfor 388.600 kr. + 85.000 kr. (årlig fortjeneste for lejeindtægt efter skat) = 473.600 kr..
Afkastet i procent bliver dermed: 473.600 / 1.500.000 * 100 = 31,5 %

Livsvarig livrente

Med en livsvarig livrente er investor sikret en udbetaling, lige så længe han lever. Som tidligere nævnt er der ikke noget loft for indbetalingerne, investor kan dermed indsætte et stort engangsbeløb på pensionen. I dette eksempel vælger investor derved at indsætte 1.500.000 kr. på en livsvarig livrente i stedet for at foretage et forældrekøb. Ligesom i beregningen på forældrekøbet, tages der også her højde for omkostninger, som i dette tilfælde går til pensionsselskabet, så som administrationsgebyr og investeringsgebyr. Jeg har taget udgangspunkt i gebyrerne hos PensionDanmark, som er 0,02 % pr. år i administrationsgebyr og 0,42 % pr. år i investeringsgebyr[25]. Der investeres 1.500.000 kr. som et engangsbeløb, som det første år bliver forrentet med 10 %, år to med 7 %, år tre med 11 %, år fire med 5 % og år fem med 7 %. I nedenstående tabel ses beregninger på afkast de 5 år, som hvert år fratrukket omkostninger til pensionsselskabet og efterfølgende fratrukket PAL skat på 15,3 % (mere om PAL-skat senere i opgaven).

Livrente * (1+r)	Afkast før skat og omk.	Omkostninger	PAL skat (15,3%)
1.650.000	150.000	7.260	21.839
1.734.363	113.463	7.631	16.192
1.898.700	188.159	8.354	27.510
1.955.978	93.142	8.606	12.934
2.069.848	135.411	9.107	19.324

Afkast efter skat og omk.	Livrente i alt
120.901	1.620.901
89.640	1.710.541
152.295	1.862.836
71.602	1.934.438
106.980	2.041.418

[25] https://www.pension.dk/medlem/opsparing/

I tabellerne ovenfor ses det, at livrenten er vokset til 2.041.418 kr., når man tager højde for PAL skat og omkostninger til pensionsselskabet. Det er dermed et afkast på 541.418 kr., hvilket svarer til et afkast i procent på: 541.418 / 1.500.000 * 100 = 36,1%.
Beregningen er dog ikke helt færdig endnu, da der jo skal tages højde for modregning, skat ved udbetaling og fradrag ved indbetaling.

3.5 Fradrag ved indbetaling

Når man indbetaler på en livsvarig livrente kan man trække indbetalingerne fra til og med sin topskat, hvis man ikke selv kan udnytte fradraget, kan ens ægtefælle overtage det. Først og fremmest ser man på, om man vil lave en indbetalingsaftale på mere eller mindre end 10 år og om det er en privat eller arbejdsgiveroprettet pension. Er det en arbejdsgiveroprettet pension, er der fuldt fradrag for beløbet når det indbetales, uanset om det er indbetaling på under eller over 10 år.
Er det en privat oprettet livrente, hvor betalingsaftalen er mindre end 10 år, kan man gøre brug af opfyldningsfradraget, som i 2017 er på 49.300 kr. og man kan dermed indbetale og fradrage op til det beløb i år. Hvis man derimod opretter en livrente og indbetaler mere end de 49.300 kr., skal fradraget fordeles over 10 år. Hvert år kan man dog fradrage op til opfyldningsfradraget. Hvis man f.eks. indbetaler 100.000 kr. et år på livrenten, kan man vælge 1/10 fradrag, dvs. 10.000 kr. I fradrag om året de næste 10 år, eller alternativt at fradrage 49.300 kr. i indbetalingsåret, samt i år 2 med 49.300 kr. og resten i år 3, dvs. 100.000 kr. – 49.300 kr. – 49.300 kr. = 1.400 kr..
Laver man en privat indbetalingsaftale på over 10 år, vil der være fuldt fradrag for beløbet, når det indsættes. [26]

I eksemplet i afsnittet tidligere, indbetaler investor 1.500.000 kr. i år 1, og laver dermed en engangsindbetaling. Han kan derfor gøre brug af 1/10 fradraget. Han kan trække 150.000 kr. fra i skat til og med topskatten om året de næste 10 år.

[26] https://www.jyskebank.dk/produkter/pension/skat

3.6 Skat ved udbetaling [27]

Får man fradrag for sin indbetaling til en pensionsordning, skal man også betale skat, når pensionen udbetales. Når livrenten kommer til udbetaling ved pensions tidpunktet, sker udbetalinger hver måned indtil man dør, og de beskattes i ens indkomstskat som personlig indkomst. Man betaler dog ikke arbejdsmarkedsbidrag af pensionsudbetalinger.
Såfremt man skal have sin livrente til udbetaling i utide, altså inden pensions tidspunktet, vil man blive opkrævet en afgift på 60 %.
Hvis ens samlede pensionsudbetalinger overstiger 388.200 kr. i 2017, vil man automatisk betale 3 % i udligningsskat, af den del der overstiger de 388.200 kr.. Man betaler udligningsskat af de fleste pensionsudbetalinger, f.eks. folkepensionens grundbeløb, ATP, løbende alderspension, herunder livrente, tjenestemandspension og ægtefællepension, samt ratepension. Udligningsskatten udfases dog og er i 2020 helt væk, hvorfor det ikke er relevant at tage med i overvejelserne i opgavens beregningseksempel, da han først går på pension efter 2020. [28]
Da der skal betales skat af udbetalingerne, skal det naturligvis med i sammenligningen med afkastet på forældrekøbet. Det tidligere fundne afkast er dermed afkast inden fratrukket skat, og kan ikke sammenlignes direkte med boligafkastet, da det var efter fratrukket ejendomsavancebeskatning.

3.7 Modregning [29]

Når man går på pension vil ens indtægt bestå af udbetaling fra en privat (og/ eller arbejdsgivertegnet) pensionsordning, folkepension og ATP. Der vil endvidere være indtægt fra et folkepensionstillæg. Der vil dog være modregning i pensionstillægget, såfremt indtægt ud over grundbeløbet på folkepensionen udgør mere end 69.800 kr.. Bortfaldsgrænsen for pensionstillægget er på 190.600 kr..
Folkepensionens grundbeløb udgør 73.920 kr. og pensionstillægget udgør for enlige 78.612 kr. og 38.676 kr. for gifte og samlevende.

---

[27] https://www.skat.dk/skat.aspx?oId=satser
[28] https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=2234742
[29] Satserne er fra 2017 og er hentet fra sociale ydelser 2017
https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/6c6a3ab0-3f55-44c5-8ff6-061d35e3c11a/Sociale+Ydelser+2017+-+web+%28tilrettet+version%29.pdf?MOD=AJPERES

I eksemplet her i opgaven er der tale om en enlig investor, så han kan få op til 78.612 kr. i pensionstillæg om året. Da han har indskudt penge på en livsvarig livrente, vil der ske modregning i hans pensionstillæg. For at komme med et bud på, hvor meget modregningen reelt udgør, så beregner jeg den ydelse han ca. vil modtage om året når han går på pension. For at kunne sammenligne mere korrekt med investeringen på forældrekøb, ser jeg bort fra, at der sker forrentning efter de 5 år og indtil pensionsalderen. Jeg bruger dermed livrentens størrelse efter de 5 år og forudsætter, at det er det beløb der står på livrenten, når han går på pension som 67-årig (han var i 2012 ved investerings tidpunktet 52 år og er derved født i 1962). Hans årlige indkomst fra livrenten beregnes ved hjælp af denne formel:

*Årlig indtægt ved pension = Livrentens størrelse efter de 5 år * (D67/N67)*

Hvor D67 er alderen ved tidspunktet investeringen bliver foretaget, og N67 alderen det tidspunkt udbetalingerne begynder.
Normalt ville man have taget udgangspunkt i D57 i stedet for D67, da en livrente jo vil blive forrentet de sidste 10 år til pensionsalderen, men som sagt tager jeg udgangspunkt i, hvad investeringen udgjorde efter de 5 år, og ”nulstiller” dermed afkastet i de 10 år, så det bedst kan sammenlignes direkte med investering i forældrekøb. Han kunne jo også have investeret overskuddet fra forældrekøb igen efter salget, og det tager jeg heller ikke med i sammenligningen.
D67 og N67 er fundet ud fra commutation columns.[30]
Jeg kommer frem til følgende årlig indtægt ved pension:

2.041.418 * D67/N67 ⇔ 2.041.418 * 6.762,5/64.984,9 = 212.435

Den årlige indtægt vil dermed i mine beregninger være på 212.435 kr. om året, når han går på pension. Det er højere end bortfaldsgrænsen på 190.600 kr., hvorfor hele pensionstillægget på 78.612 kr. om året bortfalder.
Endvidere vil det også påvirke andre offentlige ydelser så som f.eks. ældrechecken, helbredstillæg, retshjælp og varmetillæg. Muligheden for at få disse bortfalder også ved denne indtægt.

[30] Tabel 8 i artikelsamlingen: pensionsøkonomi, forår 2016. Side 60 (fremgår også af bilag)

Hvis der ses bort fra de andre offentlige ydelser, som bortfalder og kun kigges på pensionstillægget, som bortfalder, så er det selvfølgelig svært at regne ud, hvor meget han reelt går glip af, da vi jo ikke ved, hvor længe han lever. Der er lavet beregninger på, hvor lang tid man forventer vi lever, og for en mand der i 2016 var 56 år, forventer man han lever til han er 84 år[31]. Går han på pension som 67-årig vil han have ca. 17 år i sin pensionstilværelse. Det er mistet pensionstillæg på 78.612 kr. * 17 = 1.336.404 kr. før skat. I beregningen er der forudsat, at hans eneste pensionsopsparing var denne livrente og der dermed ikke var indbetalt noget fra hans arbejdsgiver eller andre private pensionsopsparinger. Havde der været det og havde indtægten derfra udgjort mere end 190.600 kr. årligt, havde denne livrente ikke haft yderligere indflydelse på modregningen, så det er en tænkt situation, hvor pensionsopsparingen udelukkende var de 1.500.000 kr., som han havde i frie midler. Der vil endvidere være modregning i efterlønnen, da han er født efter 1/1-1956.

3.6 Delkonklusion

Det er svært at lave en direkte sammenligning mellem investering i forældrekøb og livsvarig livrente. Kigger man isoleret på afkast pr. år, så performer boligen lidt bedre, men kigger man på realiseret afkast efter de 5 år, så performer livrenten bedre (36,1% kontra 31,5%). Der er ikke taget højde for skat ved udbetalingerne og modregning på livrenten i de tal. Der er umiddelbart lidt større udsving på afkastet på ejerboliger, så salgstidspunktet er naturligvis altafgørende i forhold til det afkast man får. Livrenten giver afkast hvert år, og dette bliver geninvesteret, så man året efter får afkast af sit afkast året før. Den effekt får man ikke på boligen, med mindre man køber en ny bolig hvert år, hvilket umiddelbart vil være meget omkostningsfuldt.
Der er flere usikkerheder ved livrenten, som jeg ikke kan tage 100 % med. Ved en livrente kan man sige, at man tager et væddemål med pensionsselskabet om, hvor gammel man bliver. Det er dog ikke helt korrekt, da det er faktisk er de øvrige pensionsopsparer, at væddemålet indgås med. Der indbetales en portion penge, som giver et afkast undervejs (og der betales omkostninger til administration og forvaltning af pengene). Det tilbageværende indgår i en pulje, der skal fordeles blandt de opsparer, der

[31] https://www.pensionforalle.dk/vaerktoejer-hjaelp-til-selvhjaelp/hvor-gammel-bliver-du-se-din-forventede-levealder

har indbetalt hertil. Når pensionsalderen nås begynder udbetalingen. Størrelsen på udbetalingen udregnes ud fra den forventede levealder, hvilket afkast der er opnået og hvor store omkostninger der har været. Dør nogen af de andre pensionsopsparer før end forventet, betyder det, at der er flere penge til de resterende. Stiger levealderen blandt opsparer evt. samtidig med finanskrise el.lign. vil det betyde lavere udbetalinger. Livrenten kan være opbygget forskelligt, nogle kan være givet med en garanteret udbetaling og andre med en udbetaling der afhænger mere direkte af, afkastet af de opsparede midler. Dør han inden pensionsalderen, vil opsparingen gå til arvingerne, men dør han efter påbegyndt pensionsudbetaling, vil hans efterladte kun få del i opsparingen, hvis han har tegnet en garanti, der sikrer dem en udbetaling en vis årrække frem.
Det er stort set umuligt at regne på alle scenarier ved livrenten, da det jo ikke er muligt at sige noget om, hvor længe han lever. Livrenten vil give udbetalinger indtil man dør, den sikkerhed har man, så lever man længe, kunne det tyde på, at livrenten er en bedre investering end forældrekøbet.
Der skal dog også tages højde for modregning og skat ved udbetaling, samt fradrag ved indbetalingerne. Han kan i 10 år trække 150.000 kr. fra i skat, hvilket giver ham en højere netto indtægt, for at regne på det skulle jeg også kende hans indtægtsgrundlag i dag. Endvidere er det vigtigt at man som investor tager frafald af de offentlige ydelser og modregning/frafald i pensionstillægget med i sine overvejelser, når man skal finde ud af, om det er den bedste idé at sætte pengene ind på livrenten. Har man i forvejen gode pensionsordninger via arbejdsgiver og rammer bortfaldsgrænsen på dem på de 190.600 kr., så betyder modregningen ikke noget for ham i forhold til, om han skal vælge livrente eller ej, da der ville være blevet modregnet alligevel. Udbetalingerne når han går på pension bliver beskattet som indkomstskat, dog minus arbejdsmarkedsbidrag. En direkte sammenligning på investeringens størrelse på forældrekøb efter fraregnet ejendomsavancebeskatning og på livrente efter de 5 år efter PAL skat vil ikke give det korrekte billede. Da der som sagt er en del usikkerheder mht. livrenten og det vil kræve en del flere beregninger på mange forskellige scenarier for f.eks. levealder. Jeg har nøjes med at lave de simple beregninger og vil senere lave en endelig konklusion på forældrekøb kontra livrente ud fra de usikkerheder der er ved begge investeringer og komme med min anbefaling af, hvad jeg mener investor skal gøre sig af overvejelser og hvor jeg mener pengene er mest sikre.

4 Skatteregler

Skal man komme med et velovervejet bud på, hvilken form for investering, man skulle anbefale investor at foretage. Er det væsentligt at tage skatteforholdene på de to investeringsformer med i dette. Der er jo stor forskel i beskatningen, om man vil foretage et forældrekøb eller indbetale et engangsbeløb på en livsvarig livrente. Skattereglerne kan være en jungle for de fleste og det er vigtigt at orientere sig godt om de forskellige skatteregler, når man foretager en investering. Som tidligere omtalt, kan en meget lille indbetaling (under 100.000 kr.) på en livsvarig livrente, gå hen og blive en dårlig forretning for investor, da gebyrer og lign. næsten ”æder” det indskudte beløb op.
Det gælder også når man foretager et forældrekøb, hvor man som tidligere nævnt bliver beskattet af en fortjeneste ved salg, hvis man ikke opfylder parcelhusreglen. Det kan være mange penge man ”går glip af”, som man måske havde regnet med kunne bruges til f.eks. at forsøde pensionstilværelsen.
Alt andet lige, er skattereglerne vigtige at kende til inden man foretager en investering, og løbende at holde sig opdateret på, om noget ændrer sig skattemæssigt. Ud over, at boligpriserne kan blive påvirket af ændringer på f.eks. ejendomsskattesatser fra politisk side, så kan ændrede skattesatser, modregning osv. Også have stor betydning for lige netop den investering, man har foretaget og det kan være man ved at agere med det samme, kan nå at minimere et eventuelt tab.
Dette afsnit omhandler dermed de skatteregler der er vigtige at kende til, inden man foretager en investering ved et forældrekøb eller et indskud på en livsvarig livrente. Noget af det er tidligere nævnt i opgaven og vil dermed enten blive uddybet yderligere her, eller kun kort blive opsummeret og analyseret her, hvor vigtig det er for den enkelte investering.

4.2 Ejendomsavance

I beregningseksemplet i afsnit 3.4 kom jeg kort ind på ejendomsavancebeskatning og gennemgik et beregningseksempel, hvor ejeren skulle betale skat af ejendomsavancen. I dette afsnit vil jeg gennemgå ejendomsavancebeskatning mere dybdegående.

Sælger man et énfamiliehus, parcelhus, ejerlejlighed eller lign. vil fortjenesten være skattefri såfremt man opfylder parcelhusreglen. Følgende betingelser skal være opfyldt før en fortjeneste er skattefri:

1. Ejendommen har tjent til bolig for ejeren eller dennes husstand i en del eller hele ejer perioden.
2. Grunden er på mindre end 1.400 m2 eller grunden kan ikke udstykkes, eller en udstykning vil medføre væsentlig værdiforringelse af restarealet eller den bestående bebyggelse. (Gælder ikke ejerlejligheder)

For at parcelhusreglen kan finde anvendelse, er det alene en betingelse, at huset har tjent til bolig for ejeren på et eller andet tidspunkt i ejer perioden. Det er således ikke et krav, at huset/lejligheden tjener til bolig for ejeren, på det tidspunkt, hvor det sælges. I princippet er det nok, at ejeren eller dennes husstand har beboet ejendommen i én dag for, at parcelhusreglen vil kunne finde anvendelse.
Mange forældre forsøger at omgå reglerne, da reglen som sagt kun er én dag og ikke 2 år, som det tidligere har været. Man hører historier om, at en ægtefælle flytter sin adresse, fordi de overvejer at gå fra hinanden, og kort tid efter flyttes adressen tilbage igen, for nu er de sammen igen. Der bliver slået hårdt ned på det, og skat er blevet mere opmærksomme på forsøg på omgåelse af reglerne. Der slås dermed hårdere ned på det og en flytning af folkeregisteradresse er sjældent nok til at overbevise skat om, at man havde til hensigt at bo i lejligheden i længere tid. Først når der kan bevises f.eks. en begæret skilsmisse, tilmelding til el- og varmeforsyning, nuværende hus sat til salg osv., kan være tale om en skattefri gevinst, og nok beviser på, at man har eller havde til hensigt at flytte ind i boligen.
I forbindelse med forældrekøb af en ejerlejlighed, vil der skulle betales ejendomsavancebeskatning af en gevinst ved salg, da ejer (forældrene) ikke har beboet lejligheden i ejer perioden. Mange vælger derfor, at lave en familiehandel til deres barn. Barnet køber så lejligheden for minimum den offentlige værdi minus 15 %. På den måde vil der oftest ikke længere være en gevinst for forældrene, når de sælger og de bliver dermed ikke beskattet af noget. Barnet kan så efterfølgende sælge til markedsprisen og bliver ikke beskattet af gevinsten, da han/hun overholder parcelhusreglen ved at have beboet lejligheden i ejer perioden. En familiehandel giver altså mulighed for overdragelse af fast ejendom mellem nærtstående til fordelagtige vilkår.
På den måde kan man give sit barn en skattefri gave. Det vil også være muligt at låne penge til de 85 % af den offentlige værdi (købesummen), hvor der oprettes et gældsbrev og det kan sagtens være til

favorable vilkår for barnet f.eks. rentefrit, afdragsfrit eller lign.. Man kan f.eks. vælge at ydelserne om året, udgør lige præcis størrelsen på det gavebeløb forældrene må give om året skattefrit, og dermed afskrive lånets størrelse med det beløb hvert år.

Ser man det ud fra et investorperspektiv, hvor faren foretager et forældrekøb i frie midler som en investering til hans pension, så giver det selvfølgelig ikke så god mening at sælge til offentligværdi minus 15 %, men det er vigtigt man regner på det, for i nogen tilfælde kunne det endelige provenu være højere ved at sælge billigere til ens barn end at sælge i fri handel og betale ejendomsavancebeskatning. Man skal derfor altid kontakte f.eks. en revisor eller advokat, når man skal sælge en forældrekøbslejlighed med gevinst, så man er sikker på man skattemæssigt får den solgt på bedste vis. Ejendomsavancebeskatning er forskellen mellem kontantværdien af afståelsessummen og anskaffelsessummen. Kontantværdien af anskaffelsessummen beregnes som tidligere gennemgået ved, at købsprisen lægges sammen med de afholdte udgifter ved anskaffelsen. Anskaffelsessummen forhøjes med 10.000 kr. for anskaffelsesåret og for hvert af de efterfølgende år i ejer perioden, dog ikke det kalenderår, hvori ejendommen sælges (medmindre det skulle være samme kalenderår, som den var købt). Kontantværdien af afståelsessummen beregnes ved, at salgssummen fratrækkes salgsomkostninger. Overskuddet beskattes som kapitalindkomst (42 %).

4.3 Fradrag af indbetaling til pension samt beskatning af pensionsafkast

Fradrag ved indbetaling på pensionsordning afhænger af, hvilket pensionsprodukt man indbetaler til. I min opgave tager jeg udelukkende udgangspunkt i livrente, hvorfor det stadig kun er den jeg vil gennemgå her.
Fradrag af indbetalingerne på livrente er gennemgået kort i afsnit 3.4, men der er taget udgangspunkt i regneeksemplet, jeg vil her gennemgå det mere generelt.

4.3.1 Fradrag ved indbetaling

Der er forskellige måder at få fradrag for sin/sine indbetalinger på en livsvarig livrente. Er indbetalingen under 49.300 kr. i et enkelt år, kan man få fradrag for den fulde indbetaling i

indbetalingsåret. Ellers skelner man mellem om der laves en aftale om et fast beløb til indbetaling i over eller under 10 år. Har man lavet en aftale om et fast beløb til indbetaling i 10 år eller mere, kan den fulde indbetaling trækkes fra i den personlige indkomst i betalingsåret.

- ***Eksempel*** – X indbetalinger årligt 100.000 kr. til sin livsvarige livrente. X har aftalt med sit pengeinstitut, at han skal fortsætte med at indbetale 100.000 kr. i en 12-årig periode. X kan derfor hvert år trække 100.000 kr. fra i sin personlige indkomst, inden skatten beregnes.

Indbetaler man mindre end 10 år, vil man derimod kunne fradrage 1/10 af indbetalingen i 10 år.

- ***Eksempel*** – X indbetaler 100.000 kr. hvert år i en 3-årig periode til sin livsvarige livrente.
  År 1 – X kan det første år trække 10.000 kr. fra i sin personlige indkomst, inden skatten beregnes (100.000 kr. *1/10). De øvrige 90.000 kr. kan X trække fra i den personlige indkomst i de næste 9 år, så der i hvert af disse år trækkes 10.000 kr. fra i den personlige indkomst inden skatten beregnes.
  År 2 – X indbetaler igen 100.000 kr. til sin livsvarige livrente. Dette år vil X forsat kunne trække 10.000 kr. fra i den personlige indkomst, pga. indbetalingen i år 1. Derudover vil X også kunne trække 1/10 af den nye pensionsindbetaling fra. Dvs. at X i dette år kan trække 2x10.000 kr. = 20.000 kr. fra i den personlige indkomst, inden skatten beregnes.
  År 3 – X indbetaler for sidste gang 100.000 kr. til sin livsvarige livrente. I år 3 vil X forsat kunne trække 2x10.000 kr. = 20.000 kr. fra i den personlige indkomst pga. pensionsindbetalingerne i år 1 og 2. Derudover vil X kunne trække 1/10 af den nye indbetaling fra. Dvs. at X i dette år kan trække 3x10.000 kr. = 30.000 kr. fra i den personlige indkomst, inden skatten beregnes.
  År 4 og følgende år – X indbetaler ikke på sin livsvarige livrente. X kan alligevel trække 30.000 kr. fra i den personlige indkomst, inden skatten beregnes pga. pensionsindbetalingerne foretaget i år 1,2 og 3. X kan til og med år 10 trække 30.000 kr. fra i den personlige indkomst, inden skatten beregnes. I år 11 kan X trække 20.000 kr. fra og i år 12 kan X trække 10.000 kr. fra, begge i den personlige indkomst inden skatten beregnes. Herefter har X fået fuldt fradrag for sine pensionsindbetalinger i år 1, 2 og 3.

Indbetaler man mere end 49.300 kr. om året, kan man vælge årligt at fradrage 49.300 kr. ved beregning af den personlige indkomst, indtil man har fået fuldt fradrag for pensionsindbetalingen, det kaldes også opfyldningsfradraget.

- ***Eksempel*** – X indbetaler et år 100.000 kr. på sin pensionsopsparing. X kan vælge at fradrage 1/10 af indbetalingen hvert år i 10 år jf. ovenfor. Ellers kan X vælge at fradrage 49.300 kr. i indbetalingsåret. I år 2 kan X ligeledes fradrage 49.300 kr.. I år 3 kan X fradrage resten af pensionsindbetalingen, dvs. 100.000 kr. – (2x49.300 kr.) = 1.400 kr..

Det er selvfølgelig vigtigt at få valgt den rigtige fradragsordning, så man kan få størst muligt fradrag. Laver man én indbetaling på mere end 493.000 kr. (10 gange fradraget), vil det ikke kunne betale sig at gøre brug af opfyldningsfradraget, og man skal derfor bruge en 1/10 fradrag i stedet.

4.3.2 Beskatning af pensionsafkast

Pensionsafkastskatten [32] – også kaldet PAL skat. Jeg vil kort beskrive beskatningen ved pensionsopsparing, da det er en vigtig faktor i investering i pensionsopsparing. Man skal betale skat af afkastet på sin pensionsopsparing, og PAL-skat er dermed den beskatning, der pålægges det løbende afkast og renter af pensionsopsparingen. Det gælder både for ratepension, alderspension og livrente. Det gør sig gældende uanset om det er rente, udbytte eller kursgevinster. PAL-skat (eller pensionsafkastskat), afregnes en gang årligt, og det er uanset om gevinsterne er realiseret eller ej, det er det man kalder lagerprincippet. Beskatningen er på 15,3%. Sammenligner man med en almindelig opsparing, skal der betales 27% / 42% i skat af det løbende afkast, så 15,3% er en væsentlig besparelse i den sammenhæng. Dog er lagerprincippet en ulempe, da man kan ”skubbe” gevinsterne på almindelige aktier og derved vente med at betale skatten til de realiseres.
Negativ PAL-skat opstår når investeringerne har givet et tab. PAL skatten beregnes af det tabte beløb og fremføres til fremtidige gevinster i kommende år. Altså modregnes den negative PAL-skat fra tidligere år i fremtidige år med positivt pensionsafkast.

[32] https://penge.dk/pension/forstaa-din-pal-skat

4.4 Delkonklusion

Når man skal foretage en investering er det altid vigtigt at sætte sig ind i skattereglerne, da det kan koste dyrt, hvis man ikke får gjort sit forarbejde godt nok.
Ved forældrekøb er det vigtigt at man fra starten af, får valgt den rigtige skatteordning, som passer til situationen man står i. Der kan være en del penges forskel på de 3 forskellige ordninger, som blev gennemgået i afsnit 3. Endvidere skal man huske løbende, at få indberettet lejeindtægt (minus driftsudgifter), så man ikke får et skattesmæk, og man kan regne på det reelle overskud om året efter skat, som kan sammenlignes med det løbende afkast. Når lejligheden skal sælges er ejendomsavancebeskatningen en yderst vigtig faktor, da overskuddet beskattes som kapitalindkomst (42%), og dermed kan være et meget stort beløb. Havde man ikke taget højde for det, vil man ende med at briste sine forventninger til afkastet. Det er derfor vigtigt man rådfører sig med en revisor eller en advokat inden man sælger lejligheden med gevinst. Det kan være en fordel at sælge lejligheden som en familiehandel, og dermed finde den bedste pris for investor (far) og barn, så det han ellers skulle have betalt i skat kan gå til hans søn i stedet for. Det behøver dermed ikke være en dårlig forretning for investor, da han jo alligevel skulle have betalt skat af gevinsten.
Når man overvejer en investering på en pensionsordning, her på en livrente, er det også vigtigt at tage højde for skat og fradrag. Skatten er ikke en man som investor selv opgør og indberetter, det sker helt automatisk, men man skal selvfølgelig være opmærksom på, at afkastet bliver beskattet med PAL skat. Er der et negativt afkast, vil PAL skatten være negativ og den fremføres til gevinster de næste år.
Når man indskyder på en livrente er det også vigtigt, at man får valgt den rigtige fradragsordning, afhængigt af, om man indbetaler løbende eller som en engangsydelse. Det kan være store fradrag vi taler om, og valg af ordning har dermed betydning for nettoindtægten de år der er fradrag for indbetalingerne.
Skat og fradrag er altså som sagt en vigtig faktor i valget af investering, og det kan have store konsekvenser, hvis man overser skattereglerne.

Konklusion

Timingen for en investering vil altid være afgørende for, hvilket afkast der opnås. Det er derfor også vanskeligt at konkludere fuldstændigt på, hvilken investering, der er bedst. Grunden er, at det i stor grad er afhængigt af, hvornår investeringen foretages, og for hvilken periode de betragtes. Tager man udgangspunkt i boligen som investering, så er det vigtigt at huske, at boliger er individuelle og priserne vil dermed udvikle sig forskelligt. Den livsvarige livrentes afkast som markedsrenteprodukt er naturligvis afhængigt af, hvordan aktierne og obligationerne i porteføljen udvikler sig. Der er i opgaven taget udgangspunkt i en investor med en mellem risikovillighed, hvilket oftest vil medføre 50 % aktier og 5 0% obligationer i hans portefølje. Obligationer opfattes som mindre volatile end aktier (udtryk for svingningerne i kursen). Kigger man på ejerboliger, så må man konkludere, at byområder bør være mere volatile end boliger i landområder, på grund af forskellen i muligheden for tilpasning af udbuddet. Det passer meget godt overens med resultatet af afkast, i perioder med stigende priser klarer boliger i Hovedstadsområdet sig bedst, men omvendt i perioder med fald.

Når man analyserer på investeringernes performance vil det ikke være tilstrækkeligt alene at fokusere på afkastet. Afkast og risiko følges som udgangspunkt ad, og derfor er risikoen vigtig at inddrage. Her skelnes mellem systematisk og usystematisk risiko. Den systematiske risiko er den generelle økonomiske risiko i markedet, og er derfor en risiko forbundet til alle investeringer. Usystematisk risiko er derimod knyttet til det enkelte investeringsobjekt. Ved tilstrækkelig spredning af sin investering kan man bort diversificere den usystematiske risiko, men den systematiske risiko kan ikke bort diversificeres, da den er forbundet til alle aktiver. Dog påvirkes aktiverne i forskellig grad. Da usystematisk risiko systematisk kan bort diversificeres belønnes investor ikke for at have påtaget sig denne risiko. I de to tilfælde af investeringer, ses det at ved investering i boligen, har investor lagt alle pengene et sted og den usystematiske risiko er dermed ikke bort diversificeret. Hvorimod hvis han sætter pengene i en livsvarig livrente, vil de indgå i en portefølje af flere aktiver og den usystematiske risiko er hermed bort diversificeret eller i hvert fald minimeret.

I opgaven har jeg først gennemgået boligen som investeringsobjekt, og de faktorer der spiller ind i forhold til prisudviklingen. Som investor vil jeg mene, at det er vigtigt man tager den historiske

prisudvikling og alle faktorerne med som påvirker prisudviklingen med, når man overvejer et forældrekøb som investering. Jeg kom frem til, at der er mange faktorer der spiller ind i prisudviklingen, og det er svært at sige, hvilke der påvirker mest, da de ofte påvirker hinanden og på den måde bliver det lidt ”hønen eller ægget”. Som investor er det derfor også svært at spå om prisernes udvikling på boligmarkedet, men en indgående analyse, ville være en god idé sammenholdt med egne forventninger til boligmarkedet. Jeg kom frem til, at vi som investorer ikke altid tænker rationelt. Jeg vil derfor også mene, at et forældrekøb hurtigt kan blive foretaget ud fra følelser og ikke fornuft. Man ønsker at hjælpe sit barn videre, og kan derfor blive forblændet af dette aspekt, som så vil medføre at man som investor ikke agerer rationelt. Det er lige nu, at barnet skal bruge lejligheden, men fornuften siger det ikke er det bedste tidpunkt for en investering i boliger. Man ville nok gøre det alligevel på trods af fornuften. En investor der udelukkende laver investeringen på baggrund i en investering, hvor ingen følelsesmæssige ting er på spil, vil nok handle mere rationelt og få lavet sin analyse af boligmarkedet.

Det er svært/umuligt at spå om udviklingen på ejerboligmarkedet, og derfor er det svært at komme helt tæt på præcise svar på om forældrekøb er en god investering eller ej. Som tidligere nævnt er tidspunktet for investeringen/købet og salget alfa omega og dermed altafgørende for en evt. gevinst.
Livsvarig livrente er et godt alternativ til en investering i stedet for forældrekøbet. En livrente giver sikkerheden i, at man modtager udbetalinger indtil man dør. Det er dog også en gambling om, hvor længe man lever. Nu længere man lever desto bedre en investering er det. Pengene bliver forrentet hvert år og afkast fra det ene år bliver geninvesteret næste år, hvor man så kan få afkast af det igen osv.. Det er en klar fordel i forhold til forældrekøbet, da man først får et reelt afkast ved forældrekøb når man sælger. Der vil oftest også være et løbende afkast i form af likviditetsoverskud i lejligheden, men investerer man ikke dem andet sted, vil de ikke løbende blive forrentet. Timingen på salget af lejligheden er altså igen her alt afgørende, når man skal sammenligne afkastet. Jeg kom frem til at livsvarig livrente som udgangspunkt performer lidt bedre end ejerlejligheden efter skat. Det var dog uden der var medtaget modregning i betragtningen og skat af udbetalingerne i livrenten. Det er svært at lave en direkte sammenligning på de 2 investeringstyper, da skat har en stor indflydelse på det endelige resultat. Det er derfor vigtigt man som investor sætter sig meget ind i de skattemæssige forhold inden man foretager en investering.

Der skal medtages det forhold, at der vil ske modregning i f.eks. pensionstillægget, når man får udbetaling fra livrenten. Har man i forvejen pensionsopsparinger der overgår bortfaldsgrænsen om året på 190.600 kr., har det ikke yderligere betydning om man indskyder på en livrente i forhold til modregning, men det er selvfølgelig en vigtig detalje, da det kan ende med ens pensionstillæg helt forsvinder. Endvidere skal der tages med i sammenligningen, at der skal betales indkomstskat af udbetalingerne, når disse begynder, så det der er sammenlignet med for livrenten er ikke helt i nettokroner. Afhængigt af hans anden sammensætning af pension, er det svært at lave en beregning på disse, da der kan være forskellige scenarier.
Efter analyse af fordele og ulemper ved de to investeringsformer, kommer jeg frem til, at en anbefaling til investor i det ene eller det andet, vil afhænge af investors yderligere investeringsportefølje, risikovillighed, tidshorisont, indkomstgrundlag, yderligere pensionsopsparing osv..

Jeg vil dog hælde til at investeringen i livrenten nok er det mest rationelle valg, da det risikomæssigt oftest vil være det laveste, da pengene er investeret i en portefølje og den usystematiske risiko er bortdiversificeret kontra boliginvesteringen, hvor jeg formoder det er den eneste investeringstype han har, og han dermed lægger alle æg i én kurv. Endvidere er han også sikret en ydelse så længe han lever ved livrenten, hvilket han ikke er ved boliginvesteringen, der vil opsparingen løbende falde og lever han længe, vil de nok ende med at være væk inden han dør. Lever han længe, vil han også vinde ”væddemålet” med de øvrige pensionsopsparer og dermed også få mere ud af sin investering. Jeg vil vurdere, at der er flere faktorer, der spiller ind på prisdannelsen på ejerboliger end faktorer for livrentens løbende pris-/afkastudvikling. Risiko og afkast følges oftest ad, men som tidligere nævnt vil man ikke som investor blive belønnet for risiko, der kunne være blevet bortdiversificeret.
En vigtig faktor at tage med i vurderingen af forældrekøb kontra livsvarig livrente er, at boligen er et dualt gode, da det som sagt både skaber boligtjenester og er en investering. Tager man det personlige ind for investor mht. at hjælpe sit barn, vil det oftest vægte højere end det rationelle valg. Endvidere vil det også være muligt for investor selv at ende sine dage i lejligheden, og dermed evt. sælge sin egen ejendom forhåbentlig med et provenu, som kan bruges til pensionstilværelsen.
Alt i alt kommer det altså an på den enkelte investor, men min anbefaling vil nok som oftest ligge i livrenten.

Litteraturliste

Bøger, artikler mv.:

- **Karsten Jørgensen, Boligøkonomiske kompendium HD 2. Del (FR), 4. udgave, forår 2010**
- **Finansielle virksomheders produkter og services, pensionsøkonomi HD (FR) forår 2016.**
- **Undervisningsmateriale fra faget frie midler HD 2. Del forår 2016**
- **Finansielle virksomheders produkter og services, frie midler bd. 1 HD (FR) forår 2016.**
- **Finansielle virksomheders produkter og services, frie midler bd. 2 HD (FR) forår 2016.**
- **Din økonomi, Michael Møller og Niels Christian Nielsen, akademisk forlag**
- **Artiklen:** ***"Sådan narrer din hjerne dig til dårlige investeringer"*** http://www.danskfinansservice.dk/documents/daf/aktionaeren_2012_09.pdf
- **Sociale ydelser 2017**
- https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/6c6a3ab0-3f55-44c5-8ff6-061d35e3c11a/Sociale+Ydelser+2017+-+web+%28tilrettet+version%29.pdf?MOD=AJPERES

Internetsider:

- http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Pengeinstitutter_mv./Kartoffelkuren
- http://www.business.dk/oekonomi/jeg-havde-aldrig-troet-det-blev-saa-stort
- http://rkr.statistikbank.dk/201
- http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440
- http://www.danicapension.dk/da-dk/Medarbejdere-og-private/raadgivning/Udbetalingsmaader/Pages/livrente.aspx?tab=2#tabanchor

- http://www.business.dk/pension/baade-fordele-og-ulemper-ved-livrenter

- http://www-2.danskebank.dk/link/KSpensionLivrente2.0
- https://www.pension.dk/globalassets/opsparing/investering-af-din-opsparing/sadan-bliver-din-opsparing-investeret/afkast-og-risiko/15-ar-livrente2.pdf
- http://rkr.statistikbank.dk/201
- https://home.dk/koeb/foraeldrekoeb/skatteregler-ved-foraeldrekoeb/
- https://www.pension.dk/medlem/opsparing/
- https://www.jyskebank.dk/produkter/pension/skat
- https://www.skat.dk/skat.aspx?oId=satser
- https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=2234742
- https://www.pensionforalle.dk/vaerktoejer-hjaelp-til-selvhjaelp/hvor-gammel-bliver-du-se-din-forventede-levealder
- https://penge.dk/pension/forstaa-din-pal-skat

Bilag

TABLE 8 Commutation Columns -- Interest at 4.5%
Males

Age x	D_x	N_x	C_x	M_x	Annuity Due $\ddot{a}$	Life Insurance $1000\,A_x$
0	185890.0	4026216.0	743.541	12512.420	21.659132	67.31088
1	177141.6	3840326.0	183.146	11768.878	21.679409	66.43767
2	169330.4	3663184.3	158.610	11585.732	21.633356	68.42087
3	161880.0	3493853.5	151.780	11427.122	21.582978	70.59006
4	154757.3	3331973.8	140.429	11275.342	21.530311	72.85820
5	147952.7	3177216.3	127.471	11134.912	21.474536	75.25993
6	141454.1	3029263.5	116.103	11007.441	21.415170	77.81635
7	135246.7	2887809.3	103.368	10891.339	21.352165	80.52944
8	129319.3	2752562.5	94.207	10787.971	21.285011	83.42121
9	123656.3	2623243.3	87.574	10693.765	21.213986	86.47973
10	118243.8	2499587.0	82.571	10606.190	21.139260	89.69762
11	113069.4	2381343.0	83.143	10523.620	21.060892	93.07219
12	108117.3	2268273.8	88.026	10440.478	20.979757	96.56625
13	103373.5	2160156.0	97.735	10352.451	20.896618	100.14610
14	98824.3	2056782.4	108.511	10254.716	20.812527	103.76720
15	94460.1	1957958.3	120.156	10146.205	20.727876	107.41255
16	90272.3	1863498.0	130.597	10026.049	20.643068	111.06447
17	86254.4	1773225.8	137.651	9895.452	20.558087	114.72401
18	82402.5	1686971.4	140.390	9757.801	20.472342	118.41638
19	78713.6	1604568.9	140.149	9617.411	20.384890	122.18227
20	75183.9	1525855.4	136.892	9477.262	20.294973	126.05440
21	71809.4	1450671.6	131.377	9340.370	20.201685	130.07162
22	68585.8	1378862.1	123.902	9208.994	20.104196	134.26971
23	65508.4	1310276.3	116.481	9085.092	20.001641	138.68583
24	62571.0	1244767.8	109.136	8968.610	19.893679	143.33489
25	59767.4	1182196.8	101.252	8859.475	19.779946	148.23246
26	57092.5	1122429.3	94.454	8758.222	19.659849	153.40417
27	54539.5	1065337.0	89.221	8663.768	19.533315	158.85312
28	52101.7	1010797.3	84.821	8574.547	19.400475	164.57333
29	49773.3	958695.6	81.435	8489.726	19.261262	170.56805
30	47548.5	908922.4	78.695	8408.291	19.115702	176.83621
31	45422.2	861373.9	77.262	8329.596	18.963707	183.38147
32	43389.0	815951.6	76.041	8252.334	18.805498	190.19418
33	41444.5	772562.7	75.677	8176.293	18.640885	197.28281
34	39584.2	731118.1	75.846	8100.616	18.469969	204.64289
35	37803.7	691534.0	76.271	8024.770	18.292745	212.27455
36	36099.5	653730.2	77.303	7948.500	18.109097	220.18281
37	34467.7	617630.7	79.231	7871.197	17.919103	228.36429
38	32904.2	583163.0	81.209	7791.966	17.723038	236.80741
39	31406.1	550258.8	83.901	7710.757	17.520759	245.51782
40	29969.8	518852.7	86.540	7626.856	17.312527	254.48486
41	28592.7	488882.9	90.056	7540.315	17.098185	263.71491
42	27271.4	460290.2	92.958	7450.260	16.878156	273.18992
43	26004.0	433018.9	96.308	7357.302	16.651984	282.92918
44	24787.9	407014.8	99.334	7260.995	16.419874	292.92449
45	23621.2	382226.9	102.846	7161.660	16.181529	303.18802
46	22501.2	358605.7	105.998	7058.813	15.937210	313.70890
47	21426.2	336104.5	109.050	6952.816	15.686606	324.50049
48	20394.5	314678.3	111.990	6843.767	15.429567	335.56922
49	19404.3	294283.8	115.360	6731.777	15.165925	346.92232

88

59

TABLE 8 **Commutation Columns – Interest at 4.5%**
Males

Age x	D_x	N_x	C_x	M_x	Annuity Due $\ddot{a}$	Life Insurance $1000\ A_x$
50	18453.3	274879.5	118.444	6616.417	14.895933	358.54874
51	17540.2	256426.2	122.569	6497.974	14.619306	370.46084
52	16662.4	238886.0	126.895	6375.405	14.336866	382.62327
53	15817.9	222223.6	131.828	6248.509	14.048831	395.02667
54	15005.0	206405.7	137.257	6116.681	13.755829	407.64394
55	14221.6	191400.7	142.483	5979.425	13.458490	420.44797
56	13466.7	177179.1	147.655	5836.942	13.156869	433.43640
57	12739.1	163712.5	152.274	5689.287	12.851176	446.60023
58	12038.3	150973.4	156.518	5537.013	12.541132	459.95143
59	11363.3	138935.1	160.614	5380.495	12.226603	473.49567
60	10713.4	127571.8	164.886	5219.880	11.907684	487.22915
61	10087.2	116858.4	169.340	5054.995	11.584851	501.13100
62	9483.5	106771.2	174.168	4885.654	11.258681	515.17658
63	8900.9	97287.8	179.401	4711.486	10.930092	529.32643
64	8338.2	88386.9	184.661	4532.086	10.600212	543.53187
65	7794.5	80048.6	189.628	4347.424	10.269896	557.75589
66	7269.2	72254.1	193.721	4157.795	9.939741	571.97293
67	6762.5	64984.9	197.009	3964.075	9.609646	586.18763
68	6274.3	58222.5	199.271	3767.067	9.279584	600.40089
69	5804.8	51948.2	200.926	3567.796	8.949182	614.62870
70	5353.9	46143.4	202.421	3366.870	8.618643	628.86235
71	4920.9	40789.5	203.920	3164.448	8.288977	643.05858
72	4505.1	35868.6	205.436	2960.529	7.961756	657.14937
73	4105.7	31363.5	206.829	2755.092	7.639057	671.04542
74	3722.0	27257.8	207.242	2548.263	7.323340	684.64099
75	3354.5	23535.7	206.038	2341.021	7.016127	697.87028
76	3004.0	20181.2	202.765	2134.983	6.718050	710.70628
77	2671.9	17177.2	197.197	1932.218	6.428819	723.16106
78	2359.6	14505.3	189.447	1735.021	6.147220	735.28731
79	2068.6	12145.6	180.224	1545.574	5.871453	747.16248
80	1799.3	10077.0	170.172	1365.349	5.600572	758.82731
81	1551.6	8277.8	159.596	1195.177	5.334860	770.26916
82	1325.2	6726.1	148.683	1035.581	5.075467	781.43923
83	1119.5	5400.9	137.397	886.898	4.824505	792.24638
84	933.9	4281.4	125.337	749.501	4.584615	802.57663
85	768.3	3347.6	112.449	624.164	4.357000	812.37811
86	622.8	2579.2	98.983	511.715	4.141478	821.65896
87	497.0	1956.5	85.388	412.732	3.936687	830.47760
88	390.2	1459.5	72.164	327.343	3.740412	838.92963
89	301.2	1069.3	59.748	255.180	3.549785	847.13838
90	228.5	768.1	48.487	195.431	3.361231	855.25802
91	170.2	539.6	38.590	146.944	3.170520	863.47039
92	124.3	369.4	30.140	108.354	2.972609	871.99295
93	88.8	245.1	23.112	78.214	2.761284	881.09319
94	61.8	156.3	17.504	55.102	2.528488	891.11786
95	41.7	94.5	13.155	37.598	2.268264	902.32348
96	26.7	52.8	9.833	24.443	1.977854	914.82941
97	15.7	26.1	7.228	14.610	1.660404	928.49942
98	7.8	10.4	4.931	7.382	1.327158	942.84966
99	2.6	2.6	2.451	2.451	1.000000	956.93780