

Boligmarkedets betydning for kapitalmarkedet og de finansielle virksomheder

Rente og Risici

Resumé

Boligmarkedet skaber mange opgaver for finansielle virksomheder og har stor betydning for organiseringen af den finansielle sektor. 40 % af obligationsmarkedet stammer fra boligmarkedet, hvis rentevilkår til gengæld fastsættes på det internationalt afstemte kapitalmarked.

Ejere af ejendomme bærer renterisici på både ejendommens værdi og lån. Disse risici deles med långiverne og er klart påvirket af, om det ikke som er rentabelt at bygge. Ejernes og långivernes risici omfatter også risici over for ændringer i skatte- og andre regler. Som en oplagt konsekvens rammes ikke kun ejerne men også de finansielle virksomheder af kriser på boligmarkedet.

Den omvendte kausalitet, at de finansielle virksomheders situation virker tilbage på boligmarkedet synes mere populær-økonomisk end teoretisk begrundet. At husprisstigninger kan realiseres ved lån før salg, kan fremrykke forbruget, men må siden matches af lavere forbrug. En »uhæmmet« langtgivningen kan måske også fremrykke forbrug, men virkningen udtømmes hurtigt.

Pengepolitikken udøves i dag mest over de korte renter, men synes også at influere på ejendomspriserne.

Af Jens Lunde

Boligmarkedets betydning for kapitalmarkedet og de finansielle virksomheder

Rente og Risici

Resumé

Boligmarkedet skaber mange opgaver for finansielle virksomheder og har stor betydning for organiseringen af den finansielle sektor. 40 % af obligationsmarkedet stammer fra boligmarkedet, hvis rentevilkår til gengæld fastsættes på det internationalt afstemte kapitalmarked.

Ejere af ejendomme bærer renterisici på både ejendommens værdi og lån. Disse risici deles med långiverne og er klart påvirket af, om det ikke som er rentabelt at bygge. Ejernes og långivernes risici omfatter også risici over for ændringer i skatte- og andre regler. Som en oplagt konsekvens rammes ikke kun ejerne men også de finansielle virksomheder af kriser på boligmarkedet.

Den omvendte kausalitet, at de finansielle virksomheders situation virker tilbage på boligmarkedet synes mere populær-økonomisk end teoretisk begrundet. At husprisstigninger kan realiseres ved lån før salg, kan fremrykke forbruget, men må siden matches af lavere forbrug. En »uhæmmet« langtgivningen kan måske også fremrykke forbrug, men virkningen udtømmes hurtigt.

Pengepolitikken udøves i dag mest over de korte renter, men synes også at influere på ejendomspriserne.

Af Jens Lunde

Boligmarkedet skaber opgaver for den finansielle sektor

Boligmarkedet – mere korrekt: *boligejendoms*markedet¹ – danner under eet et meget vigtigt fødeemne for den finansielle sektor og sætter dybe spor i sektorens vilkår. Omvendt har den finansielle sektor betydning for boligmarkedets vilkår, men i langt mindre grad efter liberaliseringen og internationaliseringen end under det gamle indelukkede danske kapitalmarked.

Enhver investering i en ejendom må nødvendigvis finansieres ved, at investor sælger andre aktiver og/eller optager lån. Transaktionsomkostningerne herved reducerer umiddelbart investors egenkapital, forudsat ejendommen er købt til dens markedspris. Enhver ejendomsinvestering involverer finansielle transaktioner såsom kontooprettelse, deponering, værdipapirsalg, låntagning og -indfrielse, garantistillelse, terminskontrakter, forsikringsaftaler – og en lang række betalinger.

Muligheden for *pantsætning* gør – også efter købet – fast ejendom særlig egnet til belåning, da et tinglyst pant sikrer kreditor forrang for andre i prioritetsordenen ved konkurs og tvangsauktion. Pantesikkerheden »billiggør«² lån ved – på et effektivt marked – at sænke kreditors rentekrav, men dette øger til gengæld rentekravet fra de øvrige kreditorer.

Det ses af disse grundtræk, at en ejendomsinvestering og dens lån indgår i ejerens samlede *portefølje* af aktiver og passiver, hvilken ejeren bør optimere og disponere ud fra. I praksis træffer ganske mange dog beslutninger om boliginvestering og -finansiering uafhængigt af deres samlede portefølje. – De finansielle virk-

somheders rådgivning konflikter her let med deres forretningsinteresser.

Det økonomiske samspil imellem boligmarkedet og den finansielle sektor er ikke i alle henseender erkendt eller godt belyst. Der spores både på boligområdet som i den finansielle sektors adfærd oplagt tendenser til, at beslutninger og analyser såvel som overordnet policy foregår uden inddragelse af dette samspil.

Boligmarkedet og institutionaliseringen af den finansielle sektor

Boligmarkedet har berøring med nok alle typer finansielle institutioner, selv sagt i forskellig udstrækning. Den finansielle betjening af boligmarkedet har altid stået i focus, lige fra de historisk skabte innovationer af hæderkronede institutionsformer til senest 90'ernes institutionsopbrydning imod finansielle supermarkeder.

Det er velkendt, at belåningen af boliger og andre ejendomme danner hele begrundelsen for realkreditinstitutters eksistens. Boligen danner oplagt en kerne i pengeinstitutternes forrentninger med private kunder, fx som pant for lån, hjemtagelse og omprioritering af realkreditlån, kurskontrakter og garantier samt betalinger. Skadesforsikringselskaber har direkte brand- og ejendomsforsikringer, ligesom boligejendomme har betydning for andre forsikringstyper. Disse virksomhedstyper viser allerede tilstrækkeligt, hvor stor betydning boligmarkedet har for de finansielle institutter. Det er imidlertid her valgt at illustrere betydningen på lidt anden vis.

Finansielle virksomheder repræsenterer en *institutionalisering* af erhvervsaktivitet, der ellers ville foregå imellem enkeltper-

soner på markedet. En reminiscens af en sådan personlig långivning er de sælgerpantebreve, boligkøbere undertiden udsteder. Under 1970'ernes voldsomme restriktioner på ydelse af realkreditlån blev denne ellers individuelle realkredit organiseret og underminerede restriktionerne ved at glide ind i rollen som organiseret realkredit. (Leth Jeppesen, 1979).

På den finansielle sektors *grænseflade* findes flere virksomhedstyper med stor betydning for boligmarkedet såsom ejendomsrådgivere, advokater og boligadministrationselskaber. De almennyttige boligelskaber varetager ved deponering af midler og ydelse af lån m.v. egentlig bankforrentninger, dog til egne rentesatser.

Flere finansielle *institutioner* i tilknytning til boligmarkedet er *sjældne* eller *mangler* helt herhjemme. Markedet for egenkapital i ejendomme er kun svagt organiseret. Kun få (børsnoterede) ejendomsaktieselskaber indeholder en portefølje af bolig- og/eller erhvervsjendomme, selv om markant lavere transaktionsomkostninger gør det langt mere enkelt, fleksibelt og billigt at investere i ejendomsaktier end i ejendommene. Pensionskasser m.fl. kunne da undgå at have egne administrations- og byggeafdelinger, der kun vanskeligt opnår stordriftsfordele.

Egenkapitalen i almennyttige boligafdelinger bliver endda helt indkapslet i disse, da hverken boligafdelinger eller -selskaber må sælge eller belåne ejendomme uden boligministerens godkendelse, der (normalt) kun gives ved lån til modernisering, renovering o.l. Man kan således sige, at en almennyttig boligafdeling modtager egenkapitalen i ejendommen af staten, efterhånden som staten igennem subsidier

nedbringer gælden, men uden at »gaven« kan byttes eller sælges. Egenkapitalen i almennyttige boligelskaber kunne tænkes solgt i (børsnoterede) aktieselskaber frem for salg af ejendommene, hvis en politisk usandsynlig - privatisering skulle gennemføres.

Andelsbeviser til andelsboliger danner et egenkapitalmarked, hvis prissætning er unødigt ineffektiv, da den enkelte andels-havers andel af andelsboligforeningens gæld ikke må omprioriteres individuelt.

Der eksisterer et marked for garantier og kurskontrakter tilknyttet optagelsen af realkreditlån. Men igennem lånenes løbetid er der intet marked for sikringer mod rente- eller kreditrisiko, (bortset fra statsgaranti til støttet byggeris realkreditlån). I USA betaler regeringen den residuale risiko, når særlige garantiselskaber forsikrer kreditrisikoen på lån til boligejere. (Diamond & Lea, 1993)

Internationalt kan der iagttages en række anderledes organiseret finansielle institutioner, som betjener boligmarkedet. Mest opmærksomhed vil der nok være imod den varierende institutionalisering af långivningen til ejendomme, men opgaven bliver løst bedre i UK og USA end i Danmark, bedømt ud fra en sammenlignelig rente (adjusted spread) (Diamond & Lea, 1993). I nogle lande uden specialiserede mortgage banker, i andre med, i nogle lande med fast rente, i andre med variabel rente.

EU-samarbejde, deregulering, internationalisering og hastigt fremstormende teknologi kan ændre den finansielle sektors institutionelle opbygning voldsomt og hastigt, ikke mindst i betjeningen af boligmarkedet. Dette skal dog ikke forfølges her.

Boligmarkedet og obligationsmarkedet

Boligmarkedet har afgørende betydning for obligationsmarkedets størrelse og for udbuddets sammensætning, og den traditionelle funding af realkreditlån med obligationer har skabt det internationalt set store danske obligationsmarked. Først fra 1975 begyndte staten at udbyde obligationer, men med en markant stigende »succes«. – Nominelle og indekserede realkreditobligationer udgør for tiden godt halvdelen af obligationsmarkedet, jfr. tabel 1.

Indeksobligationerne kunne dog også anses for »statspapirer«, selv om de udstedes af realkreditinstitutter, da de underliggende lån stort set kun finansierer direkte støttet boligbyggeri, i øvrigt uden reel sammenhæng med huslejeafsat-

sen, (Astrup Jensen og Lunde, 1990). Der ved er indeksfinansieringen alene et alternativ til en finansiering over de offentlige kasser, hvilket ville have øget mængden af statspapirer og dermed statsgælden tilsvarende.²

Den beskedne andel erhvervsobligationer udtrykker blandt andet realkreditinstitutternes effektivitet, hvor virksomhedernes realkreditlån udgør 28 % af de udestående realkreditlåns »kontantsaldo« (dvs. pantebrevsrestgælden) ultimo 1995. Ejerboligerne m.fl. havde da en andel på 51 % af de ydede realkreditlån, mens det støttede byggeris andel var 16 % og de private udlejningsboligers 6 %. (Danmarks Nationalbank, 1995). Nær 40 % af obligationsmassen kan dermed anslås at stamme fra realkreditens boliglån.

Tabel 1. Obligationsmarkedet.

Cirkulerende obligationsmængde efter udstedertype. Kursværdi, ult. juli 1996

	Kursværdi, mill. kr.	Kursværdi, %
»Almindelige« realkreditobligationer	711.633	41,8
Indeksobligationer	156.257	9,2
Statsobligationer, incl. skatkammerbeviser	744.767	43,8
Erhvervs- og andre obligationer	87.940	5,2
Danske obligationer i alt	1.700.597	100,0

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Staten har i mange år søgt at finansiere den voksende statsgæld billigst muligt, bl.a. ved at udnytte likviditeten i markedet ved at udbyde 10 årige stående statsobligationer i store serier.

Modsat har udbuddet af realkreditobligationer siden 1970 været begrænset og

dets sammensætning bestemt af realkreditlovens *restriktioner*, der især har skullet begrænse husstandenes muligheder for lån, hvortil kommer - som i kursgevinstskatteloven - skattebetingede restriktioner. Udbuddet af de særdeles illikvide indeksobligationer skyldes også lovrestrik-

tioner, da finansiering med indekslån er en betingelse for at opnå støtte til det direkte støttede boligbyggeri. Resultatet ses på børslisten: mange forholdsvis illikvide obligationsserier med forskellig amortisering og påtrykte renter. Ofte får realkreditlån derfor allerede fra optagelsen en lidt for høj effektiv rente og løber yderligere stor risiko for senere at skulle betale en overkurs ved førtidige indfrielse.

Realkreditlen har først i de seneste år måttet tilbyde boligmarkedet billige lån ved at udnytte obligationsmarkedets likviditet. De store 6 % annuitetsobligationsserier var et første tilløb. Trangen til innovation har indtil nu også været beskednen i institutterne og mest knyttet til lånes konverteringsret. Først fra efteråret 1996 får private tilbudt realkreditlån, der baserer sig på den internationalt billigste obligationstype: 10 årige stående (inkonverterbare) obligationer med en termin.

Samtidig indfrie mange boligejere banklån i 1993-94, efter de fik lov til at belåne egenkapital i ejerboliger (såkaldte tilægslån) inden for 80 %-lånegrænsen med 30-årige realkreditlån. Ved den lejlighed blev ikke blot et betydeligt udlån flyttet fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne, men boligejerne fik nedsat deres renteudgift. Denne nemesis for pengeinstitutterne skyldtes især, at de forinden (generelt) havde krævet disse lån forrentet som »forbrugslån« uden skelen til lånes pantessikkerhed.

Renten skaber et skæbnefællesskab

Renten binder boligjendomsmarkedet, de finansielle markeder og virksomheder sammen i et skæbnefællesskab, da renten bestemmer eller påvirker boligomkost-

ninger (user costs), ydelser på lån (likviditetsbelastningen), ejendomsværdier, fordringsværdier og dermed solvensen. Renten er da den risikofri rente med relevant risikotillæg. Rentens påvirkning afhænger af, om byggeri er rentabelt.

- forudsat byggeri er rentabelt

I en »normal« eller »steady-state«-økonomi vil det være rentabelt at bygge, hvorfor byggeomkostningerne vil bestemme den dominerende andel af prisen på nye ejendomme. Den resterende anskaffelsessum betales for grunden, der som et ikke-reproducerbart gode bærer en renteafhængig pris. Priserne for ældre ejendomme vil være afstemt ud fra deres reproduktionsomkostninger, således at forholdet imellem den kvalitetsjusterede enhedspris for ældre ejendomme og for nybyggede ejendomme – den såkaldte Tobin's Q – er lig med 1.

Ændringer i renteniveauet påvirker da kun ejendomspriserne i svag grad (over jordprisen). Derimod vil boligomkostningerne, dvs. huslejen i lejligheder og user costs¹ for ejerboliger, variere med den realrente, som kapitalen kunne opnå ved en alternativ placering.

Når ejendomme er finansieret med *variabelt* forrentede lån, vil ydelserne svinge i takt med renteændringen, mens (kurs)værdien af det variabelt forrentede lån ikke påvirkes. Renteændringer påvirker da kun svagt (igennem jordprisen) egenkapitalen i ejendommen og lånets sikkerhed. Derimod påvirkes kreditrisikoen på lånet, når renteændringer skaber udsving i ydelsesbetalingerne.

Når ejendommen derimod er finansieret med *fast* forrentede lån som de danske

realkreditlån, (og Tobin's Q stadig er 1), påvirker renteændringer ikke ydelserne. Lånenes restgæld (= obligationsrestgældens kursværdi) falder ved en rentestigning og stiger ved et rentefald. Da ejendommens værdi ikke påvirkes (i større

grad), reducerer et rentefald egenkapitalen i ejendommen, hvilket kan gøre flere ejere insolvente og øge kreditrisikoen. Når fx danske realkreditlån rummer en konverteringsret, sætter denne en overgrænse for faldet i egenkapitalen.

Dette reaktionsmønster er vist i skemaet nedenfor:

Tobin's Q = 1	Rentestigning	Rentefald
Ejendomspris	(nær) uændret	(nær) uændret
Gæld, variabel rente	uændret	uændret
Gæld, fast rente	fald	stigning
Egenkapital, variabel rente	(nær) uændret	(nær) uændret
Egenkapital, fast rente	stigning	fald

- forudsat byggeri ikke er rentabelt

Rentens betydning for samspillet imellem bolig- og kapitalmarkedet får et andet indhold – og modsat fortegn – når det ikke er rentabelt at opføre ejendomme. For enfamiliehuse er Tobin's Q således vurderet til at have ligget under 0,8 i 1993, dvs. at huse kunne købes til 80 % af, hvad de ville koste at bygge. Da ejerboligpriserne siden er steget mere end byggeomkostningerne, er Tobin's Q ligeledes øget, men synes endnu ikke nået op over 0,9. (Det Økonomiske Råd, 1996).

Boligefterspørgernes nytteværdi af at bo i et hus svinger næppe i sig selv med renten. Derfor må renten formodes ikke at påvirke huslejer og boligomkostninger i en markedsøkonomi, før Tobin's Q igen er 1. En ejendoms værdi bliver da lig nutidsværdien af dens fremtidige huslejer/boligomkostninger, hvorfor en ejendoms værdi

falder med stigende (kalkulations)rente og stiger med faldende rente. I praksis mødes denne sammenhæng i ejerbolighandelen »på ydelser«, hvor brutto-ydelsen ofte holdes fast uanset en indtruffen renteændring i udbudsperioden, hvorefter kursændringer regulerer provenuet til sælger og altså salgsprisen.

Renteændringer påvirker ydelserne på *variabelt* forrentet gæld, men ikke gældens værdi. Derfor falder ejendommens værdi og ejerens egenkapital (med samme beløb) ved en rentestigning, hvilket øger kreditors risiko på lånene, som låntagerne yderligere får sværere ved at betale. Et rentefald øger modsat ejendommens værdi og egenkapitalen.

Renteændringerne har stik modsat virkning på *fast* forrentet gæld. Da påvirker renteændringer gældens kursværdi i samme retning som ejendommens værdi, hvor-

for virkningen på egenkapitalen bliver afsvækket. En rentestigning udløser da kun et mindre fald i ejerens egenkapital, og et rentefald kun en mindre stigning heri.

Virkingen på egenkapitalen bliver afsvækket, fordi en ejendom (normalt) kun er delvist belånt, og fordi gældens restløbetid er kortere end ejendommens restlevetid.

Dette reaktionsmønster er vist i skemaet nedenfor:

Tobin's $Q < 1$	Rentestigning	Rentefald
Ejendomspris	fald	stigning
Gæld, variabel rente	uændret	uændret
Gæld, fast rente	fald	stigning
Egenkapital, variabel rente	fald	stigning
Egenkapital, fast rente	mindre fald	mindre stigning

Det kan således ikke generelt konkluderes, om variabelt eller fast forrentede lån er mindst risikable for ejendomssejer og for kreditor. Tværtom peger reaktionsmønstrene mod mindst risiko ved at anvende en *låneportefølje* med begge typer forrentning. Et alternativ er fast forrentede lån med jævnlig rentetilpasning.

Risici skaber et skæbnefællesskab

Ejeren af en boligejendom bærer en ejerrisiko i forhold til sin ejendoms værdi og en debitorrisiko i forhold til sine lån. Fra et niveau af bliver kreditor parthaver i denne ejerrisiko. Som netop omtalt har ejeren en *renterisiko* i forhold til sin egenkapital i ejendommen, men denne risiko bliver transformeret til en *kreditrisiko* for den kreditor, der har ydet ejeren variabelt eller fast forrentede lån.

Realkreditinstitutterne har ganske vist igennem det lovbestemte balanceprincip fået afbalanceret den umiddelbare rente-

risiko på lånene og på de udstedte obligationer, men renterisikoen påfører således alligevel institutterne en afledt og mærkbar kreditrisiko.

Ejerens risiko for at have købt en ejendom for dyrt, for ikke at kunne klare sine økonomiske forpligtigelser, for ændringer i erhvervsgrundlaget og i lokalsamfundet m.v. genfindes også som en – beløbsmæssigt mindre – kreditrisiko for kreditor. Disse kreditrisici kan begrænses, men ikke elimineres ved kreditvurdering.

Risikoen for regionale forskydninger i samfundet, ikke mindst for udkantområder, betyder, at ejerrisikoen og kreditrisikoen ikke har samme størrelse overalt. Boligmarkederne på Lolland-Falster og på Færøerne udviser klare eksempler herpå. Tilsvarende vil kunne iagttages inden for byområder.

En del af ejerrisikoen er en *politisk risiko*. Ekspropriation de facto uden erstatning, indførelse af skrappere bebyggelses- eller

miljøregler, lovkrav om energibesparelser eller vedligeholdelsesstandard er eksempler herpå.

Den politiske risiko eksisterer også for ændringer af *skatteregler*. Sådanne ændringer vil påvirke alle ejeres vilkår på samme tid og dermed kreditgivernes samlede portefølje af ejendomslån. De to skattereformers sænkning af skattesatsen for (negativ) kapitalindkomst rummer oplagte eksempler på en effektueret risikoførelse for boligejere. Så længe Tobin's $Q < 1$, vil den lavere skattesats helt overvejende kun øge den kalkulationsrente efter skat, der anvendes ved de fastholdte boligomkostningers (user costs) tilbagediskontering, hvorved ejerboligpriserne vil falde (Lunde, 1992).⁴ På markedet oplever boligejerne denne mekanisme, som at rentefradragsrettens værdi er blevet udhulet.

En ændring af skattereglerne kan også ses som en delmængde af *risikoen for sænkning af boligsubsidier*, hvilken gælder for alle boligformer. Boligmarkedet er som et hjemmemarked højst indirekte påvirket af *valutarisikoen*.

Kriser på boligmarkedet skaber kriser i den finansielle sektor

Når renterisikoen såvel som den politiske risiko udløses, vil det ramme hele ejendomsmarkedet på en gang. En sådan – værste – krise vil ramme ejerne stærkest, men den forplanter sig med betydelig styrke til den finansielle sektor. Samtidig vil der ofte optræde konkurser i bygge- og anlægssektoren. Krisetendensen forstærkes af de beløbsmæssigt store enkelttab.

Kriser og sammenbrud i de finansielle virksomheder har ofte været stærkt for-

bundet med kriser på ejendomsmarkedet. Senest kan de meget store tab i nordiske banker i slutningen af 1980'erne og de første år af 1990'erne i høj grad henføres til konkurs- eller tvangsauktionsramte ejendomsengagementer. Såvel i erhvervene som på boligmarkedet havde strukturelle og konjunkturelle faktorer ført til ejendomsprisfald (og gældsstigning), ligesom ensartede skattereformer i de nordiske lande bidrog til tabene (Økonomiministeriet, 1994). Realkreditinstitutternes betydelige tab i samme periode kan selvsagt kun henføres til bolig- og erhvervsjendomme, men med samme udløsende risici.

Det enkeltstående banksammenbrud eller -krak har ligeledes ofte tæt forbindelse med lån til ejendomsprojekter. Det er oplagt særlig risikabelt for et pengeinstitut at eksponere udlånsporteføljen omkring fast ejendom, især hvis pantesikkerheden er ringe, ejendommene er overvurderede, eller de endnu ikke er opførte. Lån til fejlslagne ejendomsinvesteringer lå senest bag sammenbruddet i Varde Bank, hvis »skæbnesvangre tab og hensættelser ... i 1993 skyldtes ... det depressive ejendomsmarked og modgangen på valutamarkedene.« (Økonomiministeriet, 1994, p. 49). – Det blev siden også afdækket, at bankens ledelse havde undladt at kreditvurdere med kritisk sans.

Det kunne synes naturligt at overveje, om kriser i den finansielle sektor kan virke tilbage på ejendomssejernes vilkår? Foreligger der med andre ord risiko for »credit crunch«? Kan den finansielle sektor forbedre vilkårene på boligmarkedet? – Denne modsatte kausalitet tages op nedenfor.

Restriktioner og subsidier forvrider boligmarkedet og forvrider den finansielle sektors betjening

Årtiers boligpolitik med mangfoldige subsidier og restriktioner har nok bidraget til et højt boligforbrug og sikret alle et vist minimums-boligforbrug, men har også forvredet boligmarkedet. Dette har i sig selv direkte og indirekte haft konsekvenser for de finansielle virksomheders betjening af boligmarkedet.

Realkreditrestriktioner har forvredet udbuddet på obligationsmarkedet og hindret udnyttelse af markedet likviditet (jfr. ovenfor). Realkreditrestriktionerne har dermed *fordyret låntagningen* for ejendomsjerne både for de optagne og ved de forhindrede realkreditlån, og meromkostningerne herved har kun kunnet betales af boligtagerne. I nogle tilfælde har restriktioner endda udløst omfordeling imellem købere og sælgere af ejendomme. Det er endnu ikke ved anvendelse af økonomisk teori sandsynliggjort, at sådanne restriktioner har andet end en midlertidig virkning på forbruget og opsparingen.

Et oplagt og omfattende eksempel på disse forvriddinger er, at boligejere ikke måtte optage realkreditlån i deres egenkapital i ejendommen, tilvejebragt ved afdrag på lån og ved værdistigning på ejendommen. I inflationsårene skabte dette et ekstra incitament til at flytte til en anden ejerbolig⁵ med fuld realkreditbelåning. Boligejere, der ville belåne egenkapitalen uden at flytte, var henvist til at låne i pengeinstitutterne, der tog sig godt betalt herfor ved – oftest – at sætte renten lige så høj som for andre »forbrugslån«. Udlånsrenten for disse lån var trods en typisk bedre pantsikkerhed normalt højere end for »bolig-

lån« til nye ejere. Nationalbankens henstillinger til pengeinstitutterne om tilbageholdenhed med at yde forbrugslån gav en slags rygdækning for denne prispolitik.

Realkreditreformen i 1970 begrænsede antallet af realkreditinstitutter, der frem til 1990 kun kunne oprettes efter en »behovsprøvelse«, der aldrig faldt positivt ud. Stramme udlånsregler og inflation gjorde »risiko« til et fremmedord i institutterne, der ydermere var skattefri indtil 1987. Mildt udtrykt fik realkreditinstitutterne stækket konkurrencen og nedsat effektiviteten. Der var hverken interesse for eller lovmæssigt albuerum til innovation. Med 12-terminers lån og nye flexlån (rentetilpassningslån) spores der først nu innovationer på det marked.

Der eksisterer stadig unødige, generende og fordyrende lånerestriktioner i realkreditloven og i skattelovene. Pladsen tillader ikke uddybning her.

Restriktionerne har endda virket så længe, at de *danner normer*: Det anses fx for godt, om en boligejer sidder »gældfrit« ved pensioneringen, tilsyneladende uanfægtet af, om han ellers vil have tilstrækkelig pension til at betale ydelserne, eller om han uden arvinger må overlade sit jor-diske gods til staten.

Traditionelt bliver en ejerbolig omprioriteret ved salg, for at køber kan opnå lavest mulige ydelser og sælger dermed størst muligt provenu, uanset om køber med fordel kunne overtage et eksisterende realkreditlån. Denne uøkonomiske adfærd blev cementeret i de over 20 år, hvor realkreditlån reelt kun måtte optages ved ejendoms-køb. Det gjaldt da om at opnå lav ydelse uden skelen til den samlede betaling. – De finansielle virksomheder har rin-

ge interesse i at ændre boligkøberes mulige uøkonomiske adfærd på dette punkt.

Traditionelt bærer realkreditlån en konverteringsret. Den var nærmest glemt i højinflationsårene, hvor realkreditobligationernes påtrykte rente lå langt under deres effektive rente. Konverteringsretten havde da nærmest ingen værdi. Efter kursgevinstloven i 1986 måtte realkreditlån optages så tæt ved kurs 100, at konverteringsretten nu fik en værdi, som låntager betaler for ved højere rente. Denne detalje fremhæves sjældent, når realkreditlåns konverteringsmuligheder omtales. For så vidt spilles der blot lotteri, om renten nogensinde bliver så lav, at der kan konverteres med fordel. For realkreditinstitutterne er egenskaben kærkommen, da 30-årige lån som hovedprodukt må virke søvndyssende.

Realkreditrestriktionerne rummer et væsentligt indslag i årtiers boligpolitik, og deres forvridningseffekter er derfor illustreret. Det må blot ikke overses, at boligpolitikken også har skabt mange andre forvridninger i de finansielle virksomheders betjening af boligtagere og ejendoms-ejerne. Effektivitetstabet betales i sidste ende af borgerne.

Lånefinansieret forbrugsfest og husprisstigninger

Men hvilken betydning har kapitalmarkedet og de finansielle virksomheder for boligmarkedet? At rentedannelsen på kapitalmarkedet direkte sætter vilkår på boligmarkedet, ligner en selvfølgelighed. Men kan kapitalmarkedet og de finansielle virksomheder herudover i sig selv påvirke omkostningerne ved ejendomsbesiddelse og dermed boligforbruget? Og i bekræftende fald vil de finansielle virksomheders

udlån da kunne forstærke konjunkturudsvingene?

I et udviklingsperspektiv kan spørgsmålet besvares bekræftende. Nok vil finansiel aktivitet altid finde sted, men organiseringen sker, med historisk belæg, netop for at opsnappe effektivitetsfordele og gøre de finansielle tjenester billigere og sikrere.

I en økonomi med afskærmede finansielle virksomheder og markeder – som førhen både her i landet og i en række andre lande – opsuges nogle af disse effektivitetsfordele. Tilsvarende fordyrer restriktioner de finansielle tjenesteydelser (jfr. foran), hvorfor en afvikling omvendt vil gøre dem (lidt) billigere.

Liberalisering af kapitalmarkedet, fjernelse af finansielle handelshindringer, opstilling af ensartede spilleregler («level playing field») og regelharmonisering for finansielle virksomheder har haft stor vægt i EU-samarbejdet i 1980'erne. I årtiets første halvdel blev det danske kapitalmarked internationaliseret som indledning hertil. Denne udvikling har haft dybtgående betydning for de danske kapitalmarkeder og finansielle virksomheder.

Fjernelsen af udlandsskærmen har øjensynlig resulteret i en permanent højere realrente. Dette fordyrer finansieringen for både erhvervsvirksomheder og private, men øger også afkastkravet ved investering. 1970'ernes mange år med negative realrenter efter skat for private låntagere vil næppe kunne gentages. Forhøjelsen af renteniveauet kan ses som afslutning på en epoke, hvor sparene og borgerne som helhed subsidierede investorer og låntagere.

Fjernelsen af udlandsskærmen sikrer på den anden side til enhver tid adgang til

den fornødne mængde kapital, prissat ud fra det internationale renteniveau og med rentetillæg for devalueringsrisikoen. Udbuddet af kredit blev således særdeles rigeligt på det liberaliserede danske marked i midten af 1980'erne. Mange har da også peget på, at penge- og realkreditinstitutters »uhæmmede« udlånseksponering medio 1980'erne førte lige frem til tabskrisen i disse virksomheder ved årtiets udgang.

Boligmarkedet stod altså over for rigeligere, men også dyrere kredit. Virkningerne af liberalisering og internationalisering har formentlig dermed nogenlunde afbalanceret hinanden. Derfor har den finansielle sektors afregulering næppe under eet påvirket boligefterspørgslen eller ejendomspriserne særlig mærkbart. At boligefterspørgslen og ejerboligpriserne steg betydeligt op til midten af 1980'erne må især forklares ved det positive forventningsbillede og opdriften i de fundamentale økonomiske faktorer.

Udlånseksponeringen i midt-80'erne faldt således sammen med en stærk stigning i panternes værdi! Hvorvidt udlånene derudover blev ekspanderet for stærkt uden risikodækning ved pant eller andet, synes ikke dokumenteret, men kun i så fald synes udlånseksponeringen at have været »uhæmmede«. En ukorrekt kreditvurdering vil desuden i længden straffe kreditgiver.

Penge- og realkreditinstitutternes store hensættelser og tab fra slutningen af 1980'erne må henføres til den generelle lavkonjunktur. Heri indgik som nævnt tab på lån til både ejerboliger og erhvervsjendomme, hvor lavkonjunktur, skattereform og rentefald (med tilhørende øgning af obligationsrestgældens kursværdi) nedpressede egenkapitalen, og mange ejere blev

insolvente⁶. Hvorvidt tabene i større omfang yderligere skyldtes »uhæmmede« udlånseksponering i midten af årtiet, synes aldrig dokumenteret.

Der er peget på, at dereguleringen og internationaliseringen i de øvrige nordiske lande skete senere i 1980'erne end i Danmark, og at deres udgangspunkt var endnu mere regulerede finansielle institutioner. Udlånseksponeringen måtte da blive endnu kraftigere dér, og tilsyneladende undervurderede långiverne klart deres udlånsrisici. Samtidig satte lavkonjunktoren ind, og der var desuden gennemført skattereformer, hvis annoncering ses at falde sammen med, at faldet i ejerboligpriserne indtræder. (Nordiska Ministerrådet, 1994).

Lån skal imidlertid som bekendt tilbagebetales. En person kan optage et lån og umiddelbart øge sin forbrugsmulighed, men må siden (med renters rente) indskrænke forbruget under lånets tilbagebetaling. Det stik modsatte forløb ses principielt hos den inden- eller udenlandske (endelige) kreditor.

I perioder med stærkere husprisstigninger, der delvist kan realiseres ved lån i penge- og realkreditinstitutter, anføres det ofte, at husprisstigninger stimulerer det private forbrug. I økonometriske undersøgelser spores effekten tilsyneladende svagt, men når priserne flader ud, hører diskussionen op. Og ingen diskuterer forbrugsfald som følge af prisfald på ejerboliger, (jfr. også næste afsnit).

Igen er der grund til at pege på en fundamental sammenhæng, nemlig at en prisstigning på en ejendom definitivt kun kan realiseres ved salg. Prisstigninger øger da sælgers forbrugsmuligheder, mens købers forbrugsmuligheder reduceres med samme

beløb. Sælger kan dog have realiseret prisstigningen på forskud ved at optage et lån. En husejer kan ikke »hæve sin egenkapital« på anden vis, hvad enten han har opnået sin egenkapital i boligen ved indskud, amortisering af lån eller ved værdistigning.

Dette bekræfter, at forbruget i samfundet – baseret på husprisstigninger – højest kan undergå en tidsmæssig forskydning, der sidenhen udjævnes, så totaleffekten er nul. Årsagssammenhængen imellem stigende huspriser og forbrug synes således mindre overbevisende, ligesom den aggregerede formueeffekt fra en husprisstigning er nul. (David Miles, 1994, pp. 5-6). Der er da også stærkt aftagende tiltro i den økonomiske litteratur til, at pengepolitikken kan udøves igennem pengeinstitutternes udlån, (Mishkin, 1996).

At det private forbrug steg markant mere end nationalproduktet i 1993 - 94, er især søgt forklaret ved, at boligejerne hævede egenkapital ved konverteringsbølgen. Dette skete i mindre grad ved låneforøgelser og især ved, at efter løbetidsforlængelserne ved konverteringerne var ydelserne på de nye lån lavere end på de udskiftede realkredit- og pengeinstitutlån. Samtidig må ydelserne betales over længere tid, så forbrugsekspansionen ad denne vej i 1993-94 vil blive matchet af en tilsvarende forbrugssænkning over de følgende mange år!

Forkert risikobedømmelse – og credit crunch

Penge- og realkreditinstitutternes *kreditvurdering* rummer en anden mulig kilde til, at de finansielle virksomheder igennem udlån, herunder til ejendomssejere, vil kunne forstærke en opgangskonjunktur.

Mekanismen skulle være, at de under indtryk af en aktuelt gunstig udvikling sænker deres tillæg til renten for den markeds-mæssige og/jeller individuelle *kreditrisiko*. Dette ville både øge de lånte beløbs størrelse, lade forholdsvis flere slippe igennem kreditvurderingen og tiltrække nye kunder.

En sådan virksomheds risikodækning bringes ned under det på lang sigt korrekte. Et brat konjunkturskift kunne da let udløse meget store og for virksomhedens overlevelse truende tab. Ved et mere blødt konjunkturskift vil en sådan finansiell virksomhed blot ikke kunne leve op til aktionærernes afkastkrav, hvilket også må føre til mere realistisk fastsættelse af risikotillægget.

Omvendt kunne kreditgiveren under et konjunkturtilbageslag tænkes at trække det krævede risikotillæg op over det på lang sigt korrekte⁷. Det vil via den høje rente reducere låneefterspørgslen og bortskære ellers kreditværdige kunder, hvis projekter har relativt lave risici og følgelig lavere afkastmuligheder. Denne situation betegnes ofte »credit crunch«, der især kunne tænkes at opstå, efter en egentlig finansiell krise har tømt ud i de finansielle virksomheders egenkapital, der er det nødvendige og lovkrevende sikkerhedsgrundlag for udlån.

På et nogenlunde effektivt marked under international konkurrence synes det dog lidet realistisk, at en »credit crunch« skulle være virksom i længere tid. Det vidner de senere års erfaringer både fra danske penge- og realkreditinstitutter og fra rekonstruktionerne i det øvrige Norden om. Veldrevne virksomheder øger deres markedsandel, nye virksomheder træder ind på markedet (evt. fra udlandet), og an-

dre virksomheder rekonstrueres og genoptager deres aktivitet.

Boligmarkedet som transmissionskanal for pengepolitikken

Hvor pengepolitikken transmission ud i økonomien igennem bankernes udlån synes stærkt svækket efter dereguleringen og internationaliseringen af markederne, resterer bl.a. den påvirkning, som pengepolitikken udøver på de reale aktivers priser. Dette synspunkt er senest forfægtet af Mishkin, der peger på: »Although most of the literature on the credit channel focuses on spending by business firms, the credit channel should apply equally as well to consumer spending, particularly on consumer durables and housing.« (Mishkin, 1996, p. 13).

Det nok vigtigste pengepolitiske instrument for den åbne danske økonomi er de korte rentesatser. Så længe svingningerne heri ikke påvirker den lange rente mærkbart, vil transmissionen til boligmarkedet og ejendomspriserne være svag, da investeringen har lang levetid, og da lange fastforrentede lån dominerer fremmedkapitalen.

Den lange rentes teoretisk begrundede afgørende betydning for boligforbruget synes at være i modstrid med amerikanske empiriske undersøgelser, hvor den korte rente påvirker ydelserne på (variabelt forrentet) gæld og derigennem ejendomspriserne (Bernanke og Gertler, 1995). Omvendt kunne den stigende anvendelse af fast forrentet mortgage i USA tænkes at revitalisere den lange rentes betydning dér.

Hvis realkreditte i Danmark som i mange andre lande typisk blev variabelt forrentet, ville betydelige svingninger i

den korte rente, fx ved forsvar af den danske krone på valutamarkedet, forplante sig til låntagernes ydelser. Dette ville de fleste boligejere sikkert umiddelbart gerne være foruden. De kommende flex-lån vil imidlertid kunne optages, så de kan vælges refinansieret hvert år (Lindahl og Topp, 1996). Ved den aktuelt stejlt stigende yield-curve bliver ydelserne på flex-lånet lav, ligesom debitorønsker om at opbygge en diversificeret låneportefølje også taler for optage flex-lån eller andre låneprodukter med rentetilpasning.

Man kan stille den hypotese, at anvendelsen af fast forrentede lån i boligpolitikken har svækket kravene til pengepolitisk disciplin lidt. Udbredelse af flex-lån og andre korte lån anvendelse trække dette i modsat retning. De strukturelle forhold i den økonomiske politik, især devalueringens instrumentets anvendelse og den accepterede inflation, har derimod også påvirket de lange renter. Hvis Danmark kommer ind i en stor europæisk møntunion, må risikoen for udsving i den korte rente ved valutauro påregnes stærkt reduceret.

I disse år er det et vigtigt tema i boligøkonomisk forskning at gennemanalysere konsekvenserne for boligmarkederne af en ydeligere europæisk sammensmeltning gennem Euro'ens indførelse. Såfremt det lykkes at opnå dansk deltagelse hertil, vil rentespændet imellem Tyskland og Danmark blive elimineret. Derved opnår det danske samfund – uden modydelse – en permanent lavere (lang) rente end ellers. (Lunde, 1995). En sådan rentesækning vil blandt andet øge ejendomspriserne – hvad der ville reducere uligevægten i økonomien – og sænke finansieringsomkostningerne permanent.

Summary

The housing market generates many activities for financial institutions, and is of great importance to the organisation of the financial sector. 40% of the bond market derive from the housing market where, on the other hand, interest terms are determined at the internationally adjusted capital market.

Owners of property bear the interest rate risks on both the value and mortgage of the property. These risks are shared with the lenders, and are clearly affected by the prospects of making a profit. The risks carried by the owners and lenders also include risks of changes of tax rules and other rules. An obvious consequence is the fact that not only the owners

but also the financial institutions are hit by the crises on the housing market.

The reverse causality, that the situation of the financial institutions has repercussions on the housing market, seems to be founded on popular economics rather than economic theory. Price increases of houses, realised through mortgage loans before the actual sale, may bring forward consumption, but must later be matched by lower consumption. »Unhindered« lending may possibly also bring forward consumption but the effect is quickly exhausted.

Today, monetary policies are performed mostly on short-term interest rates but they also seem to have an impact on the prices of property.

Noter

1. Boligmarkedet anvendes i det daglige med et terminologisk uklart indhold, da det både omfatter markedet for boligjenester, dvs. anvendelsen af boligen i en periode, og markedet for boligjendomme, dvs. kapitalgodet. Boligmarkedet rummer som begreb således både flow- og stock-størrelser. Bortset fra formidling af betalinger stammer langt de fleste finansielle arbejdsopgaver fra boligjendomsmarkedet.
 2. Danmarks Skibskreditfond udstedelse af indeksobligationer til finansieringen af skibe kan tilsvarende ses som et integreret led i en støtteordning.
 3. User costs i ejerboliger omfatter forrentningen efter skat af ejendommens værdi, drift- og vedligeholdelsesomkostninger, lejeværdi- og ejendomsskatter, men fratrækkes værdistigningen på ejendommen. Værdistigningen er lig prisstigningen for ejendommen ved uforandret kvalitet minus værdien af nedslidning og forældelse (afskrivningen).
 4. Efter skattereformen i 1987 faldt ejerboligpriserne, hvortil andre samfundsøkonomiske faktorer antagelig også bidrog. I 1993 faldt renteniveauet drastisk samtidig med skattereformens vedtagelse, hvilket mere end
- modvirkede skattereformens nedpressende effekt på ejerboligpriserne. Desuden var reformen »mildere« i forhold til boligejerne og fremkom langsommere end oprindeligt foreslået, ligesom ufinansierede skattelettelser m.m. bidrog til at dæmpe skattereformens effekt imod lavere ejerboligpriser. Effekten er næppe udtømt endnu, da skattesatsen for negativ kapitalindkomst sænkes både for 1996, 1997 og 1998.*
5. Nybyggede ejerboliger har i det meste af perioden måttet finansieres med 30 årige realkreditlån, og den deraf følgende lavere ydelse har skullet friste ekstra for at fremme nybyggeriet.
 6. Ved udgangen af 1988 var 309.000 boligejere - 114 af alle - insolvente imod 209.000 året før, når deres formuestilling blev gjort op, (jfr. Lunde, 1990). Forværringen skyldtes både prisfald på ejerboliger og lavere effektiv rente på realkreditobligationer.
 7. Det er naturligvis i alle tilfælde umuligt en lang årrække frem for et långivende institut at vurdere de tab, det »korrekte« risikotillæg til renten må dække. Denne usikkerhed om fremtiden kan ingen fjerne, og den tilsiger i sig selv et ekstra risikotillæg.

Litteratur

- Astrup Jensen, Bjarne og Jens Lunde: »Fakta om de nye IS-obligationer«. *FinansInvest* 4/90.
- Bernanke, Ben S. & Mark Gertler: »Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission«. *NBER Working Paper No. 5146*. June 1995.
- Danmarks Nationalbank, »Beretning og regnskab« 1995.
- Diamond, Jr., Douglas B. & Michael J. Lea: »Housing finance in developed countries. An international comparison of efficiency.« I Bengt Turner og Christine Whitehead (eds.): »Housing Finance in the 1990s«. The National Swedish Institute for Building Research. 1993.
- Jeppesen, Steen Leth: »Kapitalmarkedet 1969-79«. BRF. Klampenborg 1979.
- Københavns Fondsbørs: »Månedrapport«, nr. 290, juli 1996.
- Lindahl, Thomas & Sven-Karsten Topp: »Nye produkter fra realkreditmarkedet - Flexlån«. Københavns Fondsbørs. »Månedrapport«, nr. 290, juli 1996.
- Lunde, Jens: »Boligejernes formuesituation - en empirisk undersøgelse«. *Working Paper 90-10*. Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København. 1990.
- Lunde, Jens: »Skattereform og ejerboligpriser: Drømme og realiteter«. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 130, 1992.
- Lunde, Jens: »Synspunkt: Danske sidepapirer - eller skal danskerne realisere gratis rentefordel?« i Københavns Fondsbørs: »Månedrapport«, nr. 276, maj 1995.
- Miles, David: »Housing, Financial Markets and the Wider Economy«. New York m.fl. (Wiley). 1994.
- Mishkin, Frederic S.: »The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy.« *NBER Working Paper 5464*. New York. February 1996.
- Nordiska Ministerrådet: »Kreditrisiko och betalningsproblem i bostadssektoren.« Bygg- och Bostad. Tema Nord 1994:666. København 1994.
- Økonomiministeriet. Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedr. det Finansielle Marked: »Den danske pengeinstituttsektor«. Oktober 1994.
- Økonomiske Råd. Det. Formandskabet: »Dansk Økonomi. Foråret 1996«. 1996.