

Boligejerne hæver egenkapital

Jens Lunde

**Lektor, cand. polit., Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
jl.fi@cbs.dk**

Ejerboligens finansiering indgår i boligejerfamiliernes finansielle planlægning. Artiklen omhandler specielt boligejernes hævnning af deres egenkapital som led heri. Restriktioner på boligejernes optagelse af realkreditlån er for længst ophævet, og boligejerne har fri adgang til at hæve egenkapital ved optagelse af realkreditlån. Data for hævet egenkapital i UK tyder på, at hævnningen af egenkapital forløber nogenlunde parallelt med svingningerne i boligpriserne. For danske boligejere må udviklingen i deres gældsbelastning anvendes til at indicere, hvor stærkt de har hævet egenkapital. Til formålet præsenteres et opdateret og delvist nyt skattestatistisk datasæt. Mens de yngre boligejeres gældsbelastning fulgte stigningen i deres boligformue, steg de ældre boligejeres gæld mere end såvel deres indkomst som deres boligformue. Det gælder særlig for ældre ejere, der har relativt mest gæld – men den er dog stadig af behersket størrelse.

Nye tider

Den almindelige mening var engang, at bolig-ejer lægger sin finansiering fast ved købet, gradvist nedbringer lånet de næste 30 år, og herefter er gældfri. Men nu omlægges lån lystigt. Boligejerne har for længst fået fri adgang til at »hæve friværdi« ved låntagning. Ejerboligens finansiering indgår både i boligejerens finansielle planlægning og i den økonomiske politiks forudsætninger.

Når boligpriserne stiger, vokser egenkapitalen (friværdien) i boligerne ved uændret lån-

tagning. Men over den lange årrække 1993-2007 steg boligpriserne voldsomt og langt stærkere end forbrugerpriserne, og ikke kun boligernes værdi, men også egenkapitalen i ejerboligerne nåede nye højder. Lige så kraftigt steg gælden, for både boligejernes samlede egenkapital og samlede (netto-) gæld udgjorde en næsten konstant andel af ejerboligernes totalværdi (Lunde, 2005b). Siden 2006-2007 har de omfattende boligprisfald utvivlsomt sænket boligejernes egenkapital, men ifølge Nationalbankens udlånsstatistik (Danmarks Nationalbank, 2010) er boligejernes realkreditgæld alligevel øget yderligere.

Egenkapitalen i ejerboliger er strengt taget et nominelt begreb, så boligprisstigninger betyder, at bolighandlerne følges op med en øget belåning af ejerboligmassen. Men om boligejerne yderligere hæver egenkapital, må relateres til ejerboligerne værdi. Har boligejerne optaget større lån end tidligere, og øget gælden i forhold til boligernes værdi? Da boligejerne skal tilbagebetale deres gæld i boligen ud af deres indkomst, bliver forholdet mellem deres gæld og indkomst centralt. Og endelig har ydelserne på deres lån – og dermed rentebetalingerne – stor betydning for deres betalingsevne.

Denne artikel skal belyse boligejernes hæv-

ning af egenkapital, især ved gældstiftelse, selv om ikke al låntagning er hævning af egenkapital. Hævningen af egenkapital i ejendomsmassen følges statistisk kun i UK. Imidlertid må udviklingen i boligejernes gæld som andel af deres ejendomsværdi, kunne være en god indikator for, om der er hævet egenkapital. I denne artikel belyses udviklingen derfor i boligejerfamiliernes gældssituation gennem skattestatistik.

Da unge danske boligejere næsten altid har lav opsparing før købet, og dermed lav egenkapital efter købet, kan de ikke umiddelbart derefter hæve nogen egenkapital. Det kan de kun gøre i takt med deres ejerboligs værdistigning. Derfor omhandler artiklen specielt gældsbilledet for de ældre boligejere i 60-69-års aldersgruppen og på 70 år og derover.

Ejerboligen i den finansielle planlægning og dens samfundsmæssige position

Mange udviklingstræk i finansieringsmulighederne og i gældsstørrelsen for boligejerne ændrede, formentlig særligt under »boligboblen« fra 2003 til 2007, boligejernes adfærd omkring deres låntagning og egenkapital. Mange boligejere har bevæget sig imod mere permanent gældsætning, enten bevidst eller implicit som konsekvens af deres handlinger.

Tidligere blev »gældsfrihed« fremstillet som et mål for ældre boligejere. Nu har ideen om permanent gældsætning bredt sig. I nogle miljøer betragtes det nærmest som dumt ikke at have gæld, for de ser boligejer som »lejer i egen bolig«, »prioritetsbestyrer« og »lejer hos realkreditlen«.

Udviklingstrækkene bag er flere og stærke. Nyudstedte realkreditlån har næsten altid en løbetid på 30 år. Med de omfattende omprioriteringer er der optaget større realkreditlån siden begyndelsen af 2005, end der udestår som realkreditgæld medio 2010 (Danmarks Nationalbank, 2010). Adgangen til at optage

afdragsfrie realkreditlån blev åbnet 1.10.2003, og de udgør nu godt halvdelen af de udestående realkreditlån. En formidabel succes for et nyt produkt. Men derved bliver boligejernes egenkapital gradvist mindre, end hvis lånene blev afdraget. Endelig falder restgældens reale værdi langsommere under den langvarigt »lave« inflation.

I en række andre OECD-lande er der også sket omfattende refinansieringer med øget låntagning som resultat, ligesom eksisterende boligejere har optaget nye lån med sikkerhed i deres bolig. De lave renter såvel som låneinnovationer har forstærket hævningen af egenkapital. (André, 2010).

Nøgternt set er ejerboligen et finansielt aktiv, hvori der opbygges egenkapital, som kan hæves ved belåning eller salg. Ejerboligen indgår aktivt i familiens finansielle planlægning med forsøg på at optimere afkastet af at bo dér, under hensyntagen til risikoen på boligens værdi og på lånene. Og naturligvis består en del af ejerboligens investeringsafkast i, at familien bor i boligen.

Metodologisk bruger sociologien begrebet »housing asset-based welfare« til forklaring af boligejernes strategier og af regeringernes økonomiske og sociale politik omkring boligejernes egenkapital (Toussaint og Elsinga, 2009), en pendant til økonomiske analyser af boligens friværdis rolle i boligejernes finansielle planlægning og i makroøkonomien.

Ejerboligen er overalt husholdningernes vigtigste formuepost og største enkeltpost i det private forbrug. En høj ejerboligandel er et økonomisk-politisk mål, især i angelsaksiske lande, og at fremme boligejerskab indgår i boligpolitikken for USA (Green og Malpezzi, 2003: 85), for UK og andre europæiske lande (Toussaint & Elsinga, 2009). I Danmark ses en høj ejerboligandel sjældent som særligt politisk mål.

I Europa og specielt i UK er boligejerskab blevet et vigtigt aktiv til at opfylde velfærdsbehov for især de ældre. Det hastigt voksende antal ældre har undermineret muligheden for offentlige pensioner og ældreomsorg og bidraget til tanken om, at friværdien i ejerboliger kan danne et ekstra socialt sikkerhedsnet (Toussaint og Elsinga, 2009). Ejerboligen spiller en rolle i husholdningernes finansielle planlægning, men det synes kun at være i UK, at boligejere kan anvende særlige »friværdiprodukter« til at hæve egenkapital til at dække velfærdstab. Danske boligejere har allerede brugt af deres »friværdi-reserve« ved at have relativt større gæld (jfr. nedenfor), længere lån og ved, at halvdelen af deres realkreditgæld er afdragsfri.

Den stærke krediteksponering i de fleste vestlige lande er forbundet med boligboblerne, og den har i praksis dæmpet regeringernes muligheder for at indregne boligejernes friværdier som et ekstra sikkerhedsnet. Dette blev forstærket af både de lave renter og produktudvikling af realkreditlån med lavere låneydelser (Scanlon et al., 2008). Krediteksponeringen havde i sig selv begrænset væksten i boligejernes egenkapital, og boligpriserne efter 2007 har sænket egenkapitalerne yderligere. Samtidig har finanskrisen svækket bankernes og realkreditinstitutioners udlånsvillighed.

Mulighederne for at anvende friværdierne i boligejernes aktive finansielle planlægning, og i økonomisk politik som substitut for offentlige forsorgsydelser, må være dæmpet stærkt, efter huspriserne begyndte at falde.

Boligejerens egenkapital – friværdien

Egenkapitalen i en ejerbolig – med den populistiske betegnelse »friværdien« – er ejers »opsparing i boligen«. Egenkapitalen i ejerboligen er ikke lig ejerens samlede egenkapital (formue), men kan afvige væsentligt – positivt eller negativt – fra denne.

Egenkapitalen i ejerboligen ved købet er lig udbetalingen (efter købsomkostninger). Terminsafdrag og førtidige indfrielse af lån øger herefter egenkapitalen, mens nye lån reducerer den. Dertil bestemmer prisudviklingen for den enkelte ejerbolig dens værdi, og en ændring af dens værdi genfindes som samme værdiændring af egenkapitalen i boligen.

Også finansieringen af ejerboligen påvirker størrelsen af egenkapitalen i boligen. Restgælden på et realkreditlån er lig kursværdien af obligationsrestgælden, så en renteændring påvirker obligationskursen og herved direkte gældens størrelse, hvad enten den opgøres med henblik på salg, omprioritering eller for at finde ejerens soliditet. Kursværdien kan falde meget ved selv mindre rentestigninger på lange fast forrentede realkreditlån, mens kurs 100 (konverteringsretten) begrænser en mulig kursstigning.

Gennemfører boligejeren en ombygning eller forbedring af boligen, vokser boligejerens egenkapital kun, hvis stigningen i boligens markedsværdi er større end ombygningsomkostningerne. Det er langt fra altid tilfældet, for måske vil potentielle købere ikke betale for moderniseringerne. Men om boligejeren betaler ombygningen med likvide midler, solgte formueaktiver eller med et lån, er irrelevant for boligejers egenkapitals størrelse. Boligejerens risiko ved at være boligejer er knyttet til udviklingen i egenkapitalen i ejerboligen og til størrelsen af betalingerne på lån og i øvrigt, jfr. nedenfor.

Hævning af egenkapital – det principielle indhold på mikro- og på makroplan

Den enkelte boligejer kan »hæve« egenkapital i sin bolig ved låntagning, salg eller arveovergang. Derimod er optagelse af et »til lægslån«, et andet realkreditlån eller lån med pant i ejerboligen – f.eks. til finansiering af en byggeaktivitet – ikke altid identisk med en hævning af egenkapital.

Samfundsøkonomisk må boligsælgerens indfrielse af lån med pant i boligen modregnes i boligkøbers låntagning, når den samlede hævning af egenkapital opgøres. Aggregeret kan husholdningerne kun hæve egenkapital a) ved at etablerede boligejere optager nye lån (netto for indfrielede lån) med sikkerhed i boligen, og b) ved købernes låntagning minus sælgernes indfrielede lån (Goodhart og Hofmann, 2008:12).

Hævning af egenkapital i ejerboligmassen kan rent nominelt defineres som boligejernes optagne lån i perioden, fratrasket indfrielede lån og fratrasket investeringerne i ejerboliger i form af nybyggeri, om- og tilbygning samt modernisering.

Almindeligvis omtaler man »hævning af egenkapital« i ejerboliger, som om etablerede boligejere har hævet denne. Også selv om der typisk netto hævnes egenkapital ved en bolighandel. I enhver økonomi med positiv inflation og et nominelt finansieringssystem vil kombinationen af nominelt stigende boligpriser – som gennemsnitligt tilfældet – og nominelt fast gæld, over tid danne stadig større egenkapital i boligerne. Det vil før eller siden føre til højere belåning.

Den hævdede egenkapital i den danske ejerboligmasse er ikke belyst statistisk. Kun Bank of England (2010) opgør den hævdede egenkapital (»housing equity withdrawal«) hvert kvartal for UK, jfr. nedenfor. Deres definition af hævet egenkapital er:

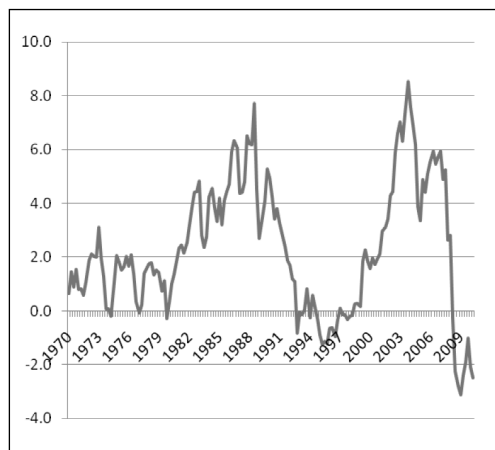
- Nettolåntagning med sikkerhed i boligen
- + kapitaltilskud til husholdningerne
- + kapitaltilskud til »housing associations« (boligselskaberne)
- husholdningernes investeringer i boliger
- husholdningernes nettokøb af land
- husholdningernes omkostninger ved overførslen af ejerskabet af ikke-producerede aktiver.

Den hævdede egenkapital i bolig-ejendomme i UK

Bank of England opgør, hvor meget egenkapital ejere af boligejendomme – ikke kun af ejerboliger – har hævet i UK. For 2. kvartal 2010 blev der imidlertid ikke hævet, men tværtom »indbetalt« egenkapital svarende til 2,5 % af briternes indkomst efter skat (Bank of England, 2010). De britiske ejeres hævning af egenkapital skiftede fortegn i 2. kvartal 2008, så der i stedet bliver indbetalt egenkapital. Da var boligpriserne begyndt at falde i UK.

Bank of England opgør den nominelle værdi af den hævdede egenkapital i boligejendomme. Centralbanken præsenterer grafisk den hævdede egenkapital som procent af indkomsten efter skat i UK, jfr. figur 1. Under plausible langsigts forudsætninger vil væksten i den hævdede egenkapital i gennemsnit svare til væksten i de disponible indkomster, og da vil denne kvote være konstant. Der var stærke stigninger i denne kvote igennem 1980'erne og igen fra midten af 1990'erne og frem til 2003-2006, men efter stigningsperioderne

Figur 1. Hævet egenkapital i procent af indkomst efter skat. UK. 1970Q1-2010:Q2.



Kilde: Bank of England (2010).

har der været lige så voldsomme og hurtige fald i kvoterne.

De engelske erfaringer afdækker en kraftig cyklisk udvikling i den hævdede egenkapital. Disse udsving må ses i samklang med bolig- og ejendomsprisernes lange cykler frem for med de almindelige konjunkturcykler. For de 18 OECD-lande med boligprisstatistik varede perioderne med boligprisstigninger $5\frac{1}{2}$ år og perioderne med boligprisfald $4\frac{1}{2}$ år i gennemsnit for årene 1970 til 2005, altså en »boligcykel« på cirka 10 år (Girouard et al., 2006). Boligprisernes seneste meget lange opgangsfase frem mod 2007 varede derimod 10 år (André, 2010).

Danske boligejeres adgang til at hæve egenkapital

Danske boligejere har altid kunnet realisere egenkapitalen i ejerboligen ved at sælge den. Videre kan boligen eller provenuet fra dens salg gå i arv. Men den økonomiske politik, især fra 1970 og frem til ca. 1992-93, rummede mange restriktioner på at hæve egenkapital ved at optage realkreditlån. Adgangen til at finansiere hævning af egenkapital med private pantebreve, eller korte og i forhold til realkreditlån »dyre« banklån, var derimod ikke bremsset ved lovbud.

Før realkreditreformen i 1970 havde ejerne adgang til at hæve egenkapitalen i en ejendom ved at optage et lån i en kreditforening, hypotekbank eller reallånefond, alt efter lånets sikkerhed i prioritetsrækkefølgen. Disse institutioners tilsyneladende forsigtige udlånspolitik tyder på, at det dengang ikke var almindeligt at optage tillægslån i huset.

Med realkreditreformen i 1970 begrænsede lovgiverne adgangen til tillægslån i realkreditlån. Den tiltagende inflation og rentestigningerne øgede ellers egenkapitalen i ejerboligerne, og gjorde det oplagt at anvende dem som sikkerhed for lån.

Restriktionerne på tillægslån i realkreditlån blev fastholdt trods andre lempelser igennem 1980'erne, men i 1992-93 blev restriktionerne og dermed reelt sondringen efter låneformål ophævet. Maj 1992 vedtog Folketinget, at 1) eksisterende lån i ejerboliger og fritidshuse kunne omprioriteres til lån med maksimalt 30 års løbetid for ejerboliger og 20 år for fritidshuse, 2) forbedringslån i bl.a. ejerboliger og fritidshuse kunne ydes op til 100 % af de dokumenterede udgifter, idet den generelle lånegrænse på 80/60 pct. skulle overholdes, 3) lån uden formålsbestemmelse (»friværdibelåning«) kunne inden for en lånegrænse på 60pct. og som et 20-årigt mix-lån ydes i ejerboliger og fritidshuse, jfr. Lov nr. 378 af 20. maj 1992 (Realkreditrådet, 1993). Efter endnu en lovændring kunne ejerboliger fra 1. januar 1993 altid optage realkreditlån inden for 80 pct. af kontantværdien og med 30 års løbetid. (Nationalbanken, 1992: 50).

Motiver til at hæve egenkapital

Der kan naturligvis være mange forskellige motiver til at belåne ejerboligen, og på den vis hæve egenkapital. En boligejer vil måske finansiere et midlertidigt indkomstbortfald (f.eks. barsel, uddannelse) og en ældre boligejer supplere sin pensionsindkomst.

Andre ønskede at deltage i »forbrugsfesten« ved at vitalisere de stigende friværdier under de fortsatte boligprisstigninger fra 1993 til 2006-07. Desto større boligejerens formue er – bl.a. som følge af stigning i den mulige salgspris – desto mere dæmpes hans tilbøjelighed til at spare mere op. Boligprisstigninger dæmper boligejernes marginale opsparingstilbøjelighed, og øger dermed deres marginale forbrugstilbøjelighed. Omvendt fremmer boligprisfald ejernes marginale opsparingstilbøjelighed (gammel gæld må nedbringes uden nye lån), og dæmper den marginale forbrugstilbøjelighed. Den omfattende teoretiske diskussion omkring boligprisstigningernes påvirkning af forbrugsopsparingsbalancen, fik nye markante bidrag, efter bolig-

priserne var vendt i USA (Mishkin, 2007; Muellbauer, 2007).

En boligejer kan ønske at optage lån for at udbygge, forbedre eller renovere den eksisterende bolig. Eller for at købe en anden bolig (f.eks. sommerhus, »forældrekøb«) med et lån med sikkerhed i egen bolig. Hvis den anden bolig er købt til markedspris, har boligejer – ud over de afholdte transaktionsomkostninger – ikke hævet egenkapital. Samme forhold gælder ved opførelse af en ejerbolig. Og hvis en boligejer bruger et låneprovenu til at købe værdipapirer.

I disse tilfælde er boligejerens egenkapital (formue) ikke berørt, selv om egenkapitalen i selve ejerboligen kan være reduceret. Men boligejeren har øget sin »gearing« – sin risikoposition – da den uændrede egenkapital skal sammenholdes med en højere balance-sum, jfr. nedenfor.

De hastigt stigende boligpriser indtil 2006-07 affødte marketingsaktivitet fra banker og realkreditinstitutter under slogans som, »lad friværdien komme ud og arbejde«. Efter denne model anvendes midlerne fra et optaget lån til at investere i bolig, pensionsopsparing eller værdipapirer. Omkostningerne ved lån-

tagningen gør imidlertid typisk disse modeller ufordelagtige. Heller ikke forskellen mellem skatteprocenten på rentefradrag og den lavere skattesats på afkastet af pensionsopsparing, kan i den konstruktion dække de påløbne handelsomkostninger. At låntagerne jævnligt har opnået en gevinst ved en øget gearing med lån i friværdien skyldes den påtagne øgede risiko. Det negative udfald – tab på investeringerne – har mange mødt i de senere år.

Realkreditrådet har gennem nogle år foretaget interviewundersøgelser, hvor låntagere efter optagelse af tillægslån eller omlægning af lån blev spurgt omkring låntagningen og anvendelsen af provenuet (Realkreditrådet, 2010). Resultaterne har god lighed med lignende undersøgelser i andre lande (f.eks. Toussant og Elsinga, 2009: 685), og i en dansk forskningsrapport om husholdningernes gældsætning (Hansen et al., 2009). I sidstnævnte indgik en Gallup enquete i 2006 med 1.538 personer, heraf var 1.018 boligejere.

Undersøgelsen kortlægger formålet med at optage tillægslån, jfr. tabel 1. Mere end halvdelen anvender provenuet til at investere i boligen, og hvis værdiforøgelsen af boligen

Tabel 1. Boligejernes tillægslån: Omfang og formål (2006).

	Aldersgruppe		
	25-44 år	45-59 år	60 år +
Andel af boligejere med optagelse af tillægslån	25,6 %	24,2 %	11,5 %
Låneformål, pct. af låntagerne:			
Investering i bolig	65,1	58,9	51,4
Køb af anden bolig	2,4	13,3	8,6
Køb af bil	19,3	21,1	17,1
Opsparing	9,6	6,7	11,4
Forbrug	9,6	14,4	22,9
Andet	22,9	18,9	14,3

Kilde: (Hansen et al., 2009: 86).

matcher låneprovenuet, er der ikke hævet egenkapital. Den angivne »opsparing« rummer en omlægning af formueporteføljen, hvor den højere gearing øger boligejernes risiko. Køb af bil og forbrug som lånemotiv indebærer en hævning af egenkapital.

Undersøgelsen spørger også til boligejernes motiv til at omlægge realkreditlån (Hansen et al., 2009: 89). Mest udbredt var »andre årsager«. Mange omlagde formentlig deres realkreditlån, fordi det var fordelagtigt (ved almindelig konvertering af fast forrentede lån), eller fordi de ville sænke deres låneydelser ved at omlægge til en anden lånetype. Både rentetilpasningslån og afdragsfrie realkreditlån vandt stærkt frem i 2003-2006.

Boligejernes reduktion af betalingerne ved låneomlægning muliggør et større forbrug, men rummer i sig selv kun en begrænset hævning af egenkapital, der modsvarer omkostningerne ved låneomlægningen. De mange omprioriteringer vidner om omfattende finansiel planlægning blandt boligejerne. De yngre har hyppigst omlagt, da de har den største restgæld og længste restløbetid på lånene, og derfor opbeholder de største gevinster/betalingslempelser.

Det må slås fast, at større lån øger en boligejers risikoposition mht. risici ved det optagne lån og ved den øgede gearing (gældshøjden), uanset boligejeres motiv til at hæve egenkapital.

Risici ved at hæve egenkapital i ejerboligen

Risici omkring ejerboligen er knyttet til bolig ejerens betalinger og egenkapital. De negative udfald af disse risici indtræffer, når boligejers betalingsevne svigter, så han bliver ilikvid. Negativ egenkapital (teknisk insolvens) får dog ikke i sig selv nogen effekt, så længe ejeren betaler de fastlagte terminsydelser. Men bliver negativ egenkapital forbundet med manglende betalingsevne, fører

det mod tvangsauktion, med mindre denne afværges forinden ved et tvangssalg.

Hvis en boligejer hæver egenkapital ved låntagning, øger han selvklart sin risiko ved mindre egenkapital og større låneydelser. Alvoren heraf varierer med den resulterende belåningsgrad og betalingerne indkomstandel.

Ejerboligens egenkapital påvirkes direkte gennem boligprisudviklingen. Ændringen af en boligs markedsværdi genfindes som samme beløbsmæssige ændring af egenkapitalen, men som et procentuelt større udsving i egenkapitalen. Da boligpriserne generelt svinger stærkt over årene (André, 2010), er boligejeren desto mere udsat ved boligprisfald, jo mindre egenkapitalen er. Prisrisikoen for den enkelte bolig er desuden større end for den »gennemsnitlige« bolig, der følger boligprisindekset.

Selv om egenkapitalen i boligen umiddelbart er komfortabel, falder den i perioder med vigende boligpriser og kan blive svær at realisere. Det kan da tage lang tid at sælge boligen, og salgsprisen og dermed egenkapitalen risikerer at blive ekstraordinært lav. Den risiko foreligger også i udkantsområder ved et »normalt« ejerboligmarked. I de situationer gør usikkerheden omkring egenkapitalens faktiske størrelse det ekstra vanskeligt at få adgang til at optage et lån, ligesom kreditinstitutterne strammer kreditpolitikken ved boligprisfald.

Når en boligejer optager et lån og placerer provenuet i værdipapirer (f.eks. som pensionsopsparing), i en boligforbedring til mindst samme værdi eller i endnu en ejendom, har boligejeren principielt samme egenkapital. Men denne har øget sin gearing, dvs. forholdet mellem gæld og egenkapital, så han har øget følsomheden over for risici. Og hvis boligejer har investeret i mere risikable aktiver end det optagne realkreditlån, har han øget risikoen.

Ældre boligejere kan under visse omstændigheder blive »tvunget« ud i at hæve egenkapital ved at optage tillægslån. Britiske boligejere, der får behov for langvarig behandling og bistand, eller som bliver ældre, må ved lån transformere egenkapital i boligen til indkomstsupplerende støtte (Toussaint og Elsinga, 2009: 673). Der ses visse identiske træk i danske sociale støtteregler. Boligejere kan ikke få boligsikring – og ældre boligejere ikke boligydelse. Boligejere med formue har vanskeligt ved at opnå indkomstsupplerende sociale ydelser, selv om formuen er bundet i en ejerbolig. Og socialt udsatte boligejere kan blive tvunget til at opgive deres ejerbolig og flytte i lejebolig, evt. efter en tvangsauktion. Det store antal tvangsauktioner igennem 1980'erne og indtil omkring 1994 var ofte udløst af tab af beskæftigelse, andet indkomsttab, skilsmisse, sygdom etc., og var ikke kun forbundet med gældsproblemer.

Som gruppe har danske boligejere over 60 år ganske vist øget deres gældsniveau i forhold til indkomst og ejendomsværdi, jfr. nedenfor, men deres gældskvoter er generelt ikke så store, at akutte gældsproblemer kan »tvinge« de nuværende ældre danske boligejere ud af deres boliger i nævneværdigt omfang.

Indikation på udviklingen i boligejernes hævnning af egenkapital – en undersøgelse

Ejendomssejernes hævde egenkapital opgøres ikke i Danmark. Udlånsstatistikken kan ikke umiddelbart anvendes, for som påpeget, er øget gæld ikke altid udtryk for hævet egenkapital, da midlerne bl.a. kan anvendes til investeringer i bolig og i øvrigt. En øget gældssætning blandt boligejerne kan kun indicere, at de i større udstrækning har hævet egenkapital.

Skattestatistikens familiedata anvendes til at analysere, om der er sket nogen betydelig hævnning af egenkapital fra ejerboligmassen. Disse data anvendes nedenfor til at opstille boligejernes nettogæld/bruttoindkomst og

nettogæld/boligformue kvoter m.fl. Skattestatistiske data om boligejernes formueforhold er tidligere præsenteret af Lunde (2005a, 2005b, 2007) og af Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010).

Hvis boligejernes nettogæld stiger mere end deres bruttoindkomst, indikerer det, at der er hævet egenkapital ud over væksten i indkomsterne. Hvis boligejernes nettogæld stiger mere end deres boligformue, forstærker det indikationen af, at der er hævet egenkapital. Boligformuen er estimeret ved de offentlige ejendomsværdier, der netop følger udviklingen i de handlede ejendommers priser, og dermed kommer de over tiden til også at spejle udviklingen i boligmassens størrelse og kvalitet.

Undersøgelsens data omkring boligejerfamiliernes formueforhold

Undersøgelsen af boligejernes gældssituation – og dermed af deres formueforhold som helhed – bygger på oplysningerne i skattestatistikken om boligejernes indkomst, boligformue, gæld og nettorenteudgifter for årene 1987-2007. Disse data er venligst tilvejebragt af »Lovmodelsekretariatet« under finansministeriet. Datas statistiske indhold har været udførligt omtalt tidligere, (se fx Lunde, 2005a, 2005b, 2007).

Data udgør en tilfældig stor stikprøve på omkring 1/30 eller omkring 40.000 boligejerfamilier hvert år. Familien er den statistiske enhed i undersøgelsen ud fra det såkaldte D-familiebegreb (eller tilsvarende), hvor familien omfatter enlige, ægtepar og samlevende par.

I undersøgelsen dannes relevante kvoter ud fra følgende fire størrelser:

- a. *Boligformuen* er værdien af familiens ejerboliger (huse, lejligheder og/eller sommerhuse). Boligejerne er defineret som familier, der betaler ejendomsværdiskat (før 2000 lejeværdi af egen bolig).

Værdien af boligerne opgøres ved den offentlige ejendomsværdi 1. januar i det pågældende år. Fra og med 2003 sker vurderingerne den 1. oktober og kun hvert andet år. I figurene nedenfor, hvor boligformuen indgår, er størrelsen for år uden vurderinger fundet ved interpolation.

- b. *Nettogæld* er al familiens gæld fratrasket (likvid) finansiel opsparing, men ekskl. den langsigtede pensionsopsparing under særlige vilkår.
- c. *Indkomsten* er familiens bruttoindkomst, defineret som summen af »personlig indkomst« og »positiv nettokapitalindkomst«.¹
- d. *Nettorenteudgifterne* er lig med familiens renteudgifter fratrasket familiens renteindtægter. Opgørelsen sker altså før beskatning og rummer ikke renter på pensionsopsparing.

Gruppen af selvstændige er udeladt for at give en retmæssig belysning af familiernes husholdnings-formue. Det betyder f.eks. nedenfor, at lån i friværdien til et »forældre-køb« ændrer forældrenes skattemæssige status til »selvstændig«, hvorfor de ikke indgår.

Da langsigtet pensionsopsparing i pensionskasser, ATP, LD, livsforsikringselskaber, særlige pensionsopsparing i pengeinstitutter mv. ikke indgår, overvurderes husholdningernes nettogæld. Ifølge Skatteministeriet (2009) udgjorde pensionsformuen 2.650 mia. kr. ved udgangen af 2008 – det er klart mere end BNP og end den samlede realkreditgæld. Udbetalt og efter beskatning vil pensionsopsparingen stadig være større end boligejernes realkreditgæld på 1.335 mia. kr. ved udgangen af 2008.

De finansielle institutioner rapporterer renter og markedsværdier (ultimo året) af alle finansielle aktiver (obligationer, aktier, pantebreve mv.), indlån og lån direkte til skattemyndighederne. Disse data er derfor helt præcise. Usikkerheden omkring skattemyn-

dighedernes indkomstansættelser kan derimod ikke undviges.

I analyser af boligejernes formueforhold bør ejerboligerne indgå til markedsværdi, men den eneste mulighed er at anvende den offentlige ejendomsværdi. Vurderingerne skal ifølge loven fastsættes som markedsværdien af de enkelte ejendomme, i praksis dog lidt forsigtigt.

I gennemsnit ligger huses offentlige ejendomsværdier omkring 10 pct. under deres markedspriser, (Lunde, 2005b, afsnit 9). I 2. halvår 2005 lå handelsprisen for enfamiliehuse i gennemsnitlig 18 pct. over ejendomsværdien 1.10.2005, mens afstanden for 2. halvår 2007 var 8 pct. og igen »normal« (SKAT, 2010). Det bør yderligere inddrages, at omkostningerne ved handel med ejerboliger er omkring 10 pct. af værdien, hvoraf sælger betaler omkring ¾.

Boligejernes hævnning af egenkapital: undersøgelsens resultater

Boligprisernes udvikling gennem den analyserede periode 1987-2007 danner en hel bolig-cyklus. Fra toppen i 1986 faldt hus-, lejligheds- og sommerhuspriserne frem til 1993, hvorefter de vendte og steg frem til 2006-07. Boligprisernes udvikling er bl.a. vist i Lunde (2009), Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010) og André (2010) samt i de første artikler i nærværende temaanummer.

Under den forrige krise på boligmarkedet fra 1987 til 1994 faldt boligejernes gæld lidt mindre end boligformuen. Medianværdien (dvs. 50 pct. decilen) af boligejernes nettogæld/bruttoindkomstkvote faldt mindre end medianværdien af boligformue/bruttoindkomstknoten, (ej vist her). Modsat steg medianværdien af boligformue/bruttoindkomstknoten lidt mere end nettogæld/bruttoindkomstknoten under den langstrakte boligprisvækst fra 1994 til 2007.

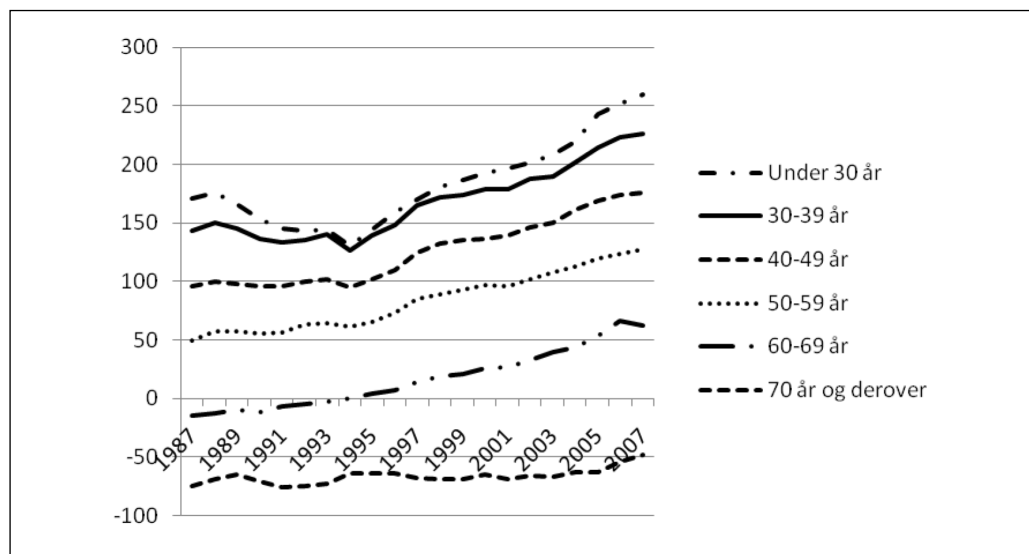
Udviklingen i boligejernes gældsbelastning varierer både efter alder og inden for de enkelte aldersgrupper. Sammenfattende faldt de yngre boligejeres nettogæld ift. indkomsten fra 1987 til 1994, men var nogenlunde konstant ift. deres boligformue. Dernæst steg de yngre boligejeres nettogæld under boligprisstigningen fra 1993 og frem til 2007, mens nettogældens andel af boligformuen fortsat var konstant. Dette er et spejl af den høje belåning af boligen ved købet, hvor de unge boligejere sjældent efter købet har nogen egenkapital at hæve.

De ældre boligejere – over 40 år og mest markant i aldersgruppen over 60 år – har øget deres nettogæld under boligprisfaldet og særlig efter 1993, hvor boligprisstigningerne satte ind. Nettogælden for de ældre boligejere er steget både ift. deres indkomst og boligformue. Udviklingen er nok generel, men det er øjensynlig de ældre med relativ størst gæld, der også har øget denne gæld mest.

Der er over de to årtier desuden kommet relativt flere ældre boligejere (Lunde, 2005,c). Gældsekspansionen er derfor mere iøjnefaldende, når udviklingen i de enkelte aldersgrupper vurderes, end når den »gennemsnitlige« boligejer betragtes.

Aldersvariationen i boligejernes gældsudvikling i forhold til indkomsten er vist i figur 2 ved medianværdien af deres *nettogæld/bruttoindkomstkvote*. Disse faldt fra 1987 til 1994 og kraftigst for de yngste boligejere under 30 år, mens faldets styrke aftog med stigende alder. Kun for de yngste boligejere var faldet lige så stærkt som faldet i medianværdien af deres boligformue/bruttoindkomstkvote. Boligejerne imellem 60 og 69 år i mediangruppen skiftede fra at have en finansiel opsparing i forhold til deres bruttoindkomst til i stedet netto at have gæld. De ældste boligejere fastholdt på medianen en positiv opsparing i forhold til deres bruttoindkomst over hele perioden. Hvor meget udbetalt pensionsop-

Figur 2. Medianværdien af nettogæld/bruttoindkomst kvoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder: 1987-2007. Procent.



Anm. Median-værdien er grænsen, hvor den ene halvdel har en lavere og den anden halvdel en højere kvote.

sparing påvirker kvoterne for de ældste boligejere, kan ikke vurderes.

Fra 1994 steg nettogæld/bruttoindkomst kvoterne medianværdi til op mod det dobbelte. Boligejere i 30-39 års- og i 40-49-årsaldersgrupperne havde den relativt mindre forøgelse af gælden, muligvis fordi de var højt belånte forud, jfr. også figur 4. Boligejerne på medianværdien i 50-års-aldersgruppen og i højere grad i 60-årsaldersgruppen har øget deres nettogæld relativt mest. Boligejere på 70 år og derover havde trods de stigende boligpriser fortsat en stabil finansiell formue ud over boligens værdi gennem hele perioden.

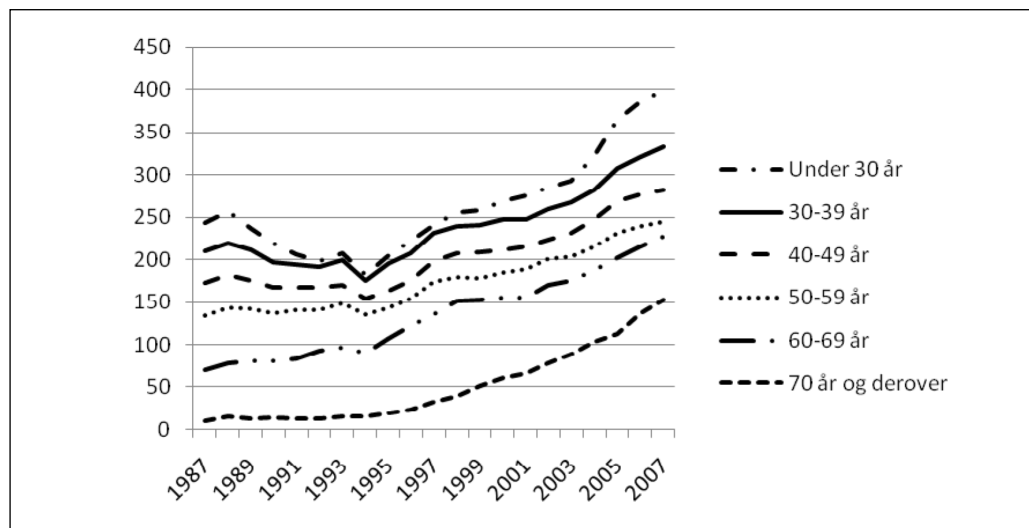
Udviklingen i gældsbelastningen for de mest forgældede boligejere må tillægges særlig betydning for den finansielle stabilitet. I figur 3 ses udviklingen i nettogæld/bruttoindkomstkvoterne for den 8'ende decil i aldersgrupperne, dvs. de kvoter, hvor 20 pct. har en højere og 80 pct. en lavere gældskvote end den angivne værdi. Kvotestørrelserne er der-

for højere end i figur 2, men mønstret i ændringerne er stort set det samme. Fra 1987 til 1994 måtte yngre boligejere med høj gæld nedbringe denne relativt mest, idet nettogæld/bruttoindkomstkvoterne i den 8. decil faldt mere end medianværdien for boligejere mellem 30 og 50 år. For boligejere mellem 50 og 70 år steg 8. decil værdierne, men lidt mindre end medianværdierne.

Under boligprisopsvinget fra 1994 til 2007 steg nettogæld/bruttoindkomstkvoterne i 8. decil mest for de yngste boligejere, mens stigningstakten aftog med alder til og med de 50-59-årige boligejere. For de ældre og ældste aldersgrupper var stigningerne i kvoterne derimod langt kraftigere. Noteringsværdigt havde 20 pct. af boligejerne mellem 60 og 69 år i 2007 en gæld på mindst 227 pct. af deres bruttoindkomst, mens den tilsvarende kvote var 153 pct. for boligejere på 70 år og derover.

Den viste udvikling i nettogæld/bruttoindkomstkvoterne indikerer, at boligejerne un-

Figur 3. Den 8. decil's værdi af nettogæld/bruttoindkomst kvoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder. 1987-2007. Procent.



Anm. 8 decil-værdien er grænsen, hvor 80 pct. har en lavere kvote og 20 % har en højere kvote.

der ét har hævet egenkapital både ved salg og ved tillægsbelåning. Den hævede egenkapital tilflyder ved salg selvfølgelig sælgerne og i sidste ende personer, der forlader boligmarkedet, eller kapitalen går i arv. De yngre boligejere vil have købt få år før opgørelses-tidspunktet, og kan sjældent have akkumuleret nogen større egenkapital.

Ældre boligejere har typisk haft deres ejerbolig i en årrække, og når gælden stiger særligt kraftigt for en del af disse, tyder det på, at det er blevet mere almindeligt at hæve egenkapital, evt. som supplement til pensionen. Det må inddrages i en vurdering, at ældre boligejeres gældssituation også må være et produkt af de vilkår, de har haft igennem deres ejerskab, såsom købsprinsniveau, lånerestriktioner, rente og andre lånevilkår.

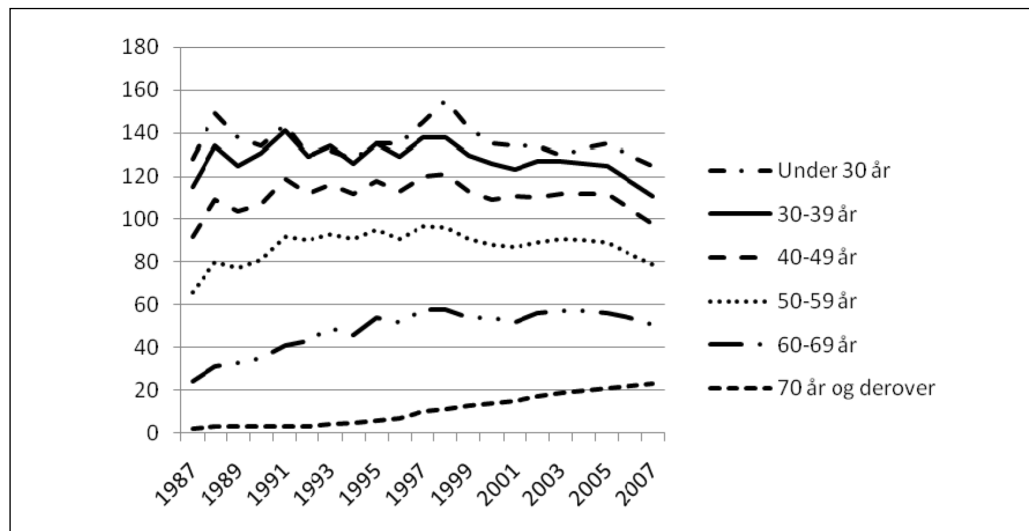
Gælden må imidlertid også relateres til boligernes værdi. *Boligejernes nettogæld/boligformuekvoterne* er vist i figur 4 for de forskellige aldersgrupper, men kun for den 8'en-

de decil, da kvoternes udvikling over tid er ret ens i alle decilerne *inden for* den enkelte aldersgruppe. For boligejere under 40 år har kvoterne været forholdsvis konstante igennem hele perioden 1987-2007 trods de markante boligprisudsving. For 2007 falder kvoterne lidt – også i de ikke viste deciler – men med boligprisfaldet og den fortsat øget låntagning efter 2007 kan denne forbedring ikke være blivende.

Udviklingen i nettogæld/ boligformuekvoterne ser noget anderledes ud for de lidt ældre aldersgrupper. For de midaldrende (40-60 årige) vokser nettogæld/boligformuekvoterne fra 1987 og frem til 1997-98, hvorefter de falder svagt de følgende år og specielt i 2007. Både de 60-69-årige boligejere og ejere på 70 år og derover har klart øget deres gæld i forhold til deres boligformue. Denne udvikling mødes ikke kun for de 20 pct. med relativt størst gæld, men også i de øvrige deciler.

Omkring 40 pct. af boligejerne mellem 60 og

Figur 4. Den 8. decils værdi af nettogæld/boligformue kvoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder. 1987-2007. Procent.



Anm. 8 decil-værdien er grænsen, hvor 80 pct. har en lavere kvote og 20 pct. har en højere kvote.

69 år og 60 pct. af ejerne på 70 år og derover har positiv finansiell opsparing ved siden af deres boligformue. Størrelsen af disse opsparingskvoter er faldet, bl.a. fordi ejendomspriserne er steget.

Nettogæld/boligformuekvoterne for boligejerne mellem 60 og 69 år i figur 5 viser for alle deciler en karakteristisk ens bevægelse over årene mod større gæld/mindre finansiell formue ved siden af boligens værdi. Både i decilerne, hvor boligejere netto har gæld, og hvor de netto har opsparing ved siden af boligformuen (negative kvoter). Samtidig stiger andelen med gæld gradvist. I 1987 havde halvdelen af aldersgruppens boligejere finansiell opsparing ved siden af boligformuen, mens det i 2007 var godt 30 pct.

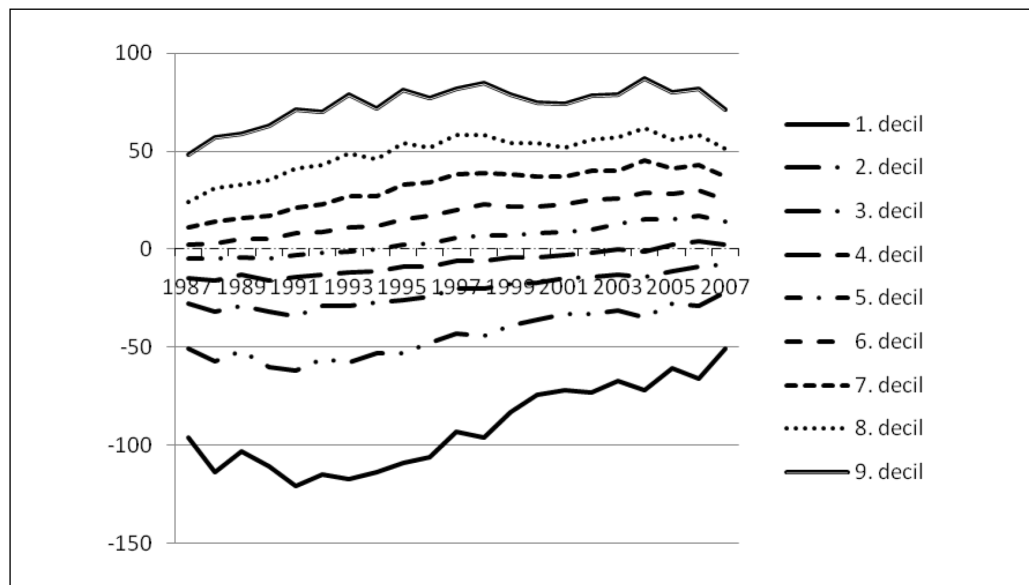
Bemærkelsesværdigt havde boligejerne i 1. decil større finansiell opsparing end boligformuen og tilmed en relativt stigende opsparing frem til 1993, hvorefter denne kvote er faldet

væsentligt. Forklaringen er dog næppe, at de mest formuende boligejere i aldersgruppen er begyndt at reducere deres finansielle aktiver. Snarere kan først faldet i boligpriserne frem til 1993, og dernæst den efterfølgende stigning forklare det meste af udviklingen i kvoterne.

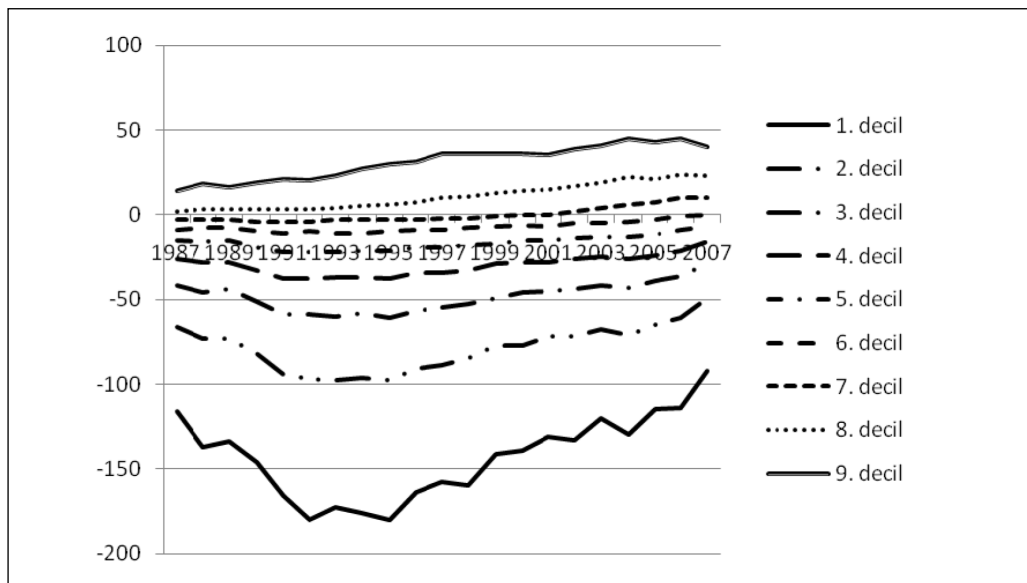
At nettogæld/boligformuekvoterne derimod er stigende for godt halvdelen af aldersgruppens boligejere, skyldes alene, at de har optaget større gæld – og for det meste hævet af deres egenkapital – selv om også ældre boligejere har forbedret deres boliger og investeret på anden vis. Det giver sjældent mening i denne aldersgruppe at låne for at foretage pensionsopsparing.

Nogle af de helt samme træk kan iagttages ved udviklingen i decilerne for boligejere på 70 år og derover, jfr. figur 6. Blot havde 60 pct. af disse ældste boligejere en finansiell opsparing i 2007 mod godt 30 pct. i den næst-ældste gruppe.

Figur 5. 60-69-årige boligejere (excl. selvstændige) fordelt i deciler efter størrelsen af deres nettogæld/boligformuekvote. 1987-2007. Procent.



Figur 6. Boligejere på 70 år og derover (excl. selvstændige) fordelt i deciler efter størrelsen af deres nettogæld/boligformue kvote. 1987-2007. Procent.



Datagrundlaget rummer separat boligejernes realkreditlån, der ovenfor indgik som en del af deres nettogæld. Ejerboliger kan finansieres med realkredit inden for 80 pct. af boligens markedsværdi. Kvoterne viser i stedet lån/ejendomsværdikvoterne, for alle ejerboligernes udestående realkreditlån i procent af deres offentlige ejendomsværdi.

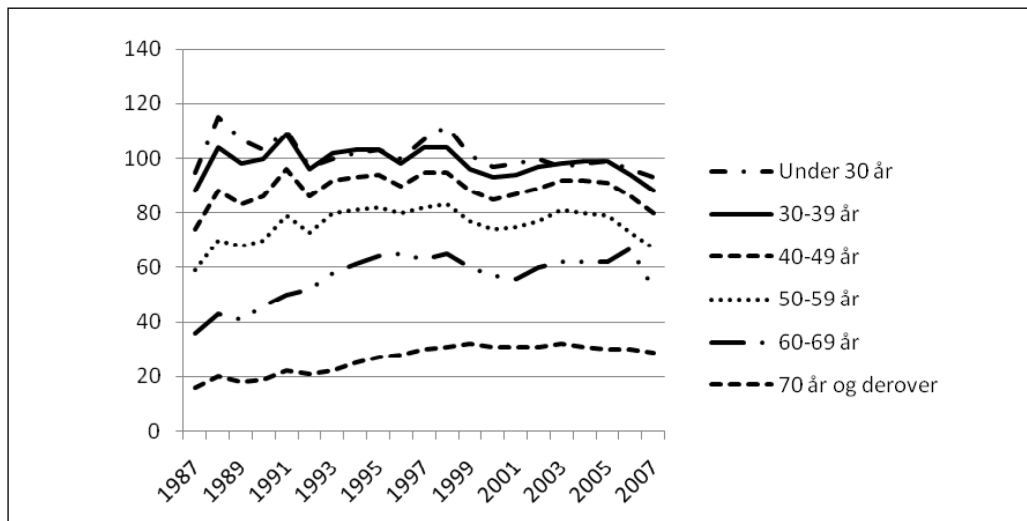
Udviklingen fra 1987 til 2007 i realkreditlån/boligformuekvoterne i den 8. decil er vist efter alder i figur 7. For de yngre aldersgrupper op til 50 år er kvoterne relativt konstante, men falder dog lidt fra omkring 2005; dermed har udviklingen i disse kvoter stor lighed med udviklingen i nettogæld/boligformuekvoterne, jfr. figur 4. Under boligprisfaldet fra 1987 til 1993 har de yngre boligejere købt til de stadig lavere priser og kunne ofte ikke øge deres realkreditlån ved boligforbedring o.l.

For aldersgrupperne over 50 år stiger realkre-

ditlån/boligformuekvoterne i den 8. decil gradvist fra 1987 og frem til 1995 og mest udtalt i de lavere deciler med relativt mindre realkreditgæld. Selv om boligprisfaldet også ramte ældre boligejere, kunne de finansiere ombygninger o.l. med realkreditlån. De markante lempelser i adgangen til at optage til-lægslån i realkreditte genfindes således ikke som højere realkreditlån/boligformuekvoterne i den 8. decil fra 1992-93. Tværtom stabiliseres realkreditlån/boligformuekvoterne i den 8. decil fra midten af 1990'erne. Den væsentlige lempelse af realkreditrestriktionerne kan dermed ikke identificeres i figur 7 eller i det øvrige materialet.

Udviklingen i medianværdien af realkreditlån/boligformuekvoterne er ikke vist, men svarer nogenlunde til udviklingen i kvoterne i den 8 decil. Kun skal nævnes, at relativt få boligejer på 70 år og derover har realkreditgæld, for godt 60 pct. var i 2007 helt uden.

Figur 7. Den 8. decil's værdi af realkreditgæld/boligformuekvoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder. 1987-2007. Procent.



Anm. 8 decil-værdien er grænsen, hvor 80 pct. har en lavere kvote og 20 pct. har en højere kvote.

Derimod havde kun godt 30 pct. af boligejerne mellem 60 og 69 år ikke realkreditlån.

Datamaterialet rummer endelig boligejernes *nettorenteudgifter/bruttoindkomstkvoter*. Udviklingen heri fra 1987 til 2007 er nok præget af rentefaldet, men samtidig trækker den større gæld imod større renteudgifter. Samlet er rentebelastningen i forhold til indkomsten før skat, faldet markant for de yngre aldersgrupper frem til 2005, som vist i figur 8 ved medianværdien af boligejernes *nettorenteudgifter/bruttoindkomstkvoter* i de forskellige aldersgrupper. For de to ældste boligejergupper er renteudgiftsbelastningen steget, hvilket også indikerer, at de har hævet egenkapital, og at det er blevet mere almindeligt blandt ældre – fortsat – at have gæld.

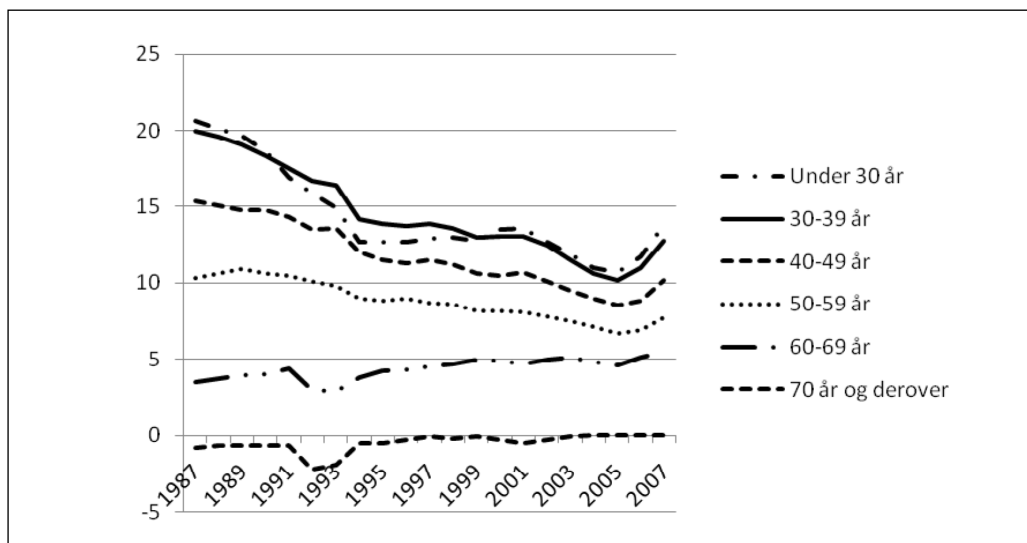
Introduktionen af rentetilpasningslån har især efter 2000 bidraget til at sænke boligejernes renteudgifter. Modsat har de tre skatte-reformer i perioden med reduktion af rentefradraget neutraliseret en stor del af bolig-

ejernes rentebesparelser i et efter-skat perspektiv.

I alle aldersgrupperne steg renteudgift/indkomstkvoterne mærkbart efter 2005, da rentestigningerne fra 2005-2006 slog direkte igennem på rentesatserne for lån med variabel rente eller rentetilpasning.

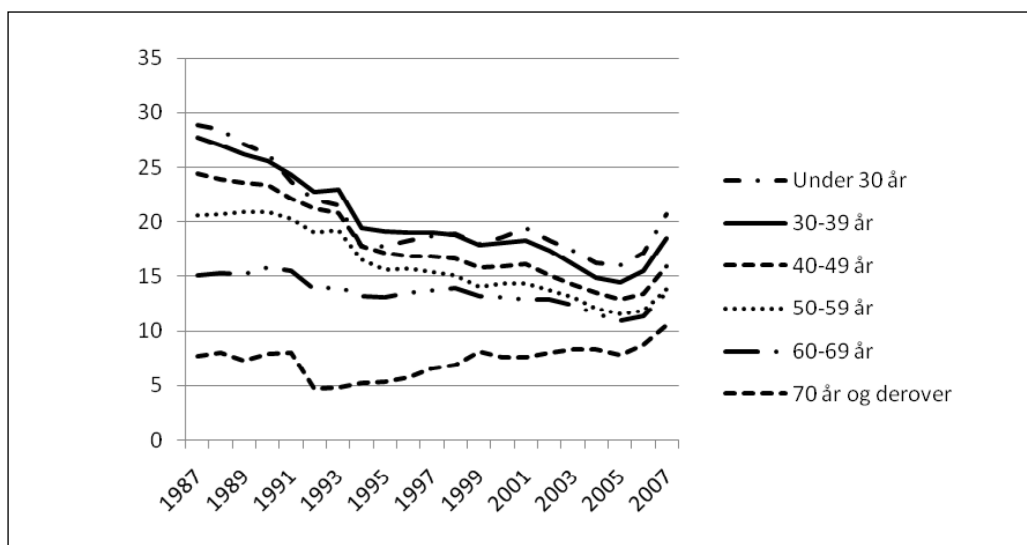
For de 20 pct. af boligejerne med højest *nettorenteudgift/bruttoindkomstkvote* i aldersgrupperne i figur 9 nedenfor er kvoterne faldet væsentligt for ejere op til 70-års alderen. Men markant er kvoterne for de ældste boligejere på 70 år og derover er vokset fra 4,7 pct. i 1992 til 10,5 pct. i 2007, altså mere end en fordobling. For de 20 pct. af boligejerne med højeste kvoter spændte kvotestørrelsen således i 2007 fra 10 pct. for de ældste til 20 pct. for de yngste. I gruppen af ældre boligejere mellem 60 og 69 år har *nettorenteudgift/bruttoindkomstkvoterne* været svagt faldende i de to deciler med højeste kvoter.

Figur 8. Medianværdien af nettorenteudgift/bruttoindkomstknoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder. 1987-2007. Procent.



Anm. Median-værdien er grænsen, hvor den ene halvdel har en lavere og den anden halvdel en højere kvote.

Figur 9. Den 8. decil's værdi af nettorenteudgift/bruttoindkomst kvoten for boligejerne (excl. selvstændige) efter alder. 1987-2007. Procent.



En forventelig udvikling i boligejernes gældssituation?

Skattestatistikken indeholder endnu kun endelige data frem til 2007. En vurdering af udviklingen i boligejernes gældssituation og deres hævning af egenkapital må derfor bero på andre kilder. Da de nominelle boligpriser er faldet med omkring 20 pct. siden 2006-2007, har det utvivlsomt reduceret boligejernes egenkapital betragteligt. Hertil kan lægges andre formuetab.

Nationalbankens udlånsstatistik (Danmarks Nationalbank, 2010) viser imidlertid, at boligejerne har øget deres udestående realkreditlån, om end i aftagende takt. Det er vanskeligt at forestille sig, at nye boligkøbere ved de lavere priser optager større lån end hidtil normalt – det kan næsten ikke være tilfældet. Snarere har de ældre boligejere øget deres gæld – og altså hævet egenkapital. Samtidig har boligprisfaldet reduceret den egenkapital i ejerboligerne, der kan haves. Der kan dog også være moderniseringer og fuldført nybyggeri, der bidrager til den fortsatte nettolåntagning i realkreditte.

Boligprisudviklingen over de kommende år vil selvsagt afgøre, hvor stor boligejernes egenkapital vil være. Det fortsat høje boligprisniveau set i forhold til et langsigtet ligevægtsprisniveau gør, at der foreligger en tydelig risiko for fortsatte boligprisfald. Boligejernes realkreditgæld og anden gæld ændres ikke umiddelbart herved. Man kan da godt komme ud i, at boligejerne indfrier mere gæld end de optager som nye lån, dvs. deres nettolåntagning bliver negativ, og dermed vil de formentlig også netto indbetale egenkapital, således som det er set i UK siden 2008.

Strukturelt vil der imidlertid fortsat være forhold, der virker imod en øget gældsætning blandt boligejerne og dermed mindre egenkapital. Ældre boligejere vil formentlig i stigende grad øge deres belåning af ejerboligerne – ved refinansiering og dermed hævning

af egenkapital. Det er derimod meget vanskeligt at forestille sig, at de meget høje belåningsgrader ved boligkøb – til tider en 100 pct. belåning – kan øges yderligere. Tværtom kan realkreditinstitutterne og bankerne meget vel tænkes at blive forsigtige i de kommende år og stille højere egenkapitalkrav.

En helt dominerende andel af de udestående realkreditlån er optaget i de seneste år, og de lån har lange restløbetider. Samtidig er godt halvdelen af de udestående realkreditlån afdragsfrie. Derved kan man sige, boligejerne allerede har hævet egenkapital, og det bidrager i sig selv til at holde egenkapital nede i de kommende år. Den dominerende risiko for, at boligejernes egenkapital falder, så der bliver mindre at hæve, ligger i risikoen for et yderligere markant boligprisfald.

Jeg er taknemmelig for de modtagne data såvel som for den store personlige støtte, imødekommenhed og entusiasme, jeg har mødt fra Martin Ulrik Jensen, Økonomi- og Erhvervsministeriet, som har forsynet mig med basisstatistikken, og som jeg til tidligere arbejder om emnet har modtaget fra Peter Bach Mortensen og Sune Enevoldsen Pederesen. De her udtrykte synspunkter er alene forfatterens.

Note

1. Disponible indkomster indgår ikke i skattestatistikken.

Referencer

- André, C. (2010), *A bird's eye view of OECD housing markets*. OECD Economic Department Working Papers No.746. ECO/WKP (2010)2. 28-Jan-2010.
- Bank of England (2010), *Housing equity withdrawal (HEW) Q2 2010*. 01 October. Bank of England Housing Equity Withdrawal: Q2 2010
- Boelhouwer, P., Doling, J. og Elsinga, M. (red.) (2005), *Home ownership. Getting in, getting from, getting out*. Housing and Urban Policy Studies 29. Delft.

- Danmarks Nationalbank (2010), »Balance- og strømstatistik for MFI-sektoren, juni 2010« <http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/POB20100723TT!opendocument>
- Federal Reserve Bank of Kansas City (2007), *Housing, housing finance, and monetary policy*. Symposium proceedings. Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium, 31st August – 1st September 2007.
- Girouard, N., Kennedy, M. van den Noord, P. og André, C. (2006), *Recent house price developments: The role of fundamentals*. OECD Economics Department Working Papers No. 475.
- Goodhart, C. og Hofmann, B. (2007), *House prices & the macroeconomy. Implications for banking & prices stability*, Oxford: Oxford University Press.
- Green, R.K. og Malpezzi, S. (2003), *A primer on U.S. housing markets and housing policy*. AREUEA Monograph Series No. 3.
- Hansen, H., Meding, F. og Østrup, F. og Andersen, L.L. (red.) (2009), *Gæld og forbrug. Økonomiske faktorer ved husholdningernes gældsætning*. Center for kreditret og kapitalmarkedsret. Handelshøjskolen i København. Kredit- og kapitalmarkedsretsserien 8. Thompson Reuters.
- Lov nr. 378 af 20. maj 1992: Lov om ændring af realkreditlov og lov om realkreditlignende lån og andelsboliglån m.v.
- Lunde, J. (2005a), »Et vue over boligejernes kapitalstruktur – og dens aldersvariation«. *Finans/Invest*, Nr. 8, December: 4-12.
- Lunde, J. (2005b), *The owner occupiers' capital structure during a house price boom. Does negative equity exist as a permanent feature in the Danish housing market*. Working Paper. WP 2005-3. Department of Finance, Copenhagen Business School.
- Lunde, J. (2005c), »Structural changes in the Danish market for owner-occupation«, i Boelhouwer, P., Doling, J. og Elsinga, M. (red.) (2005): 17-144.
- Lunde, J. (2007), *Distributions of owner-occupiers' housing wealth, debt and interest expenditure ratios as financial soundness ratios*. Department of Finance Working Paper 2007-1.
- Lunde, J. (2009), »Boligcyklen i dyster fase: Boligprisernes vej ned ad en rutsjebane.« *Finans/Invest*, nr. 7, oktober: 5-14.
- Mishkin, F.S. (2007), »Housing and the monetary transmission mechanism«, i *Finance and Economics Discussion Series*. 2007-40. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August. – I: Federal Reserve Bank of Kansas City: 359-413.
- Muellbauer, J.N. (2007), »Housing, credit and consumer expenditure«, i Federal Reserve Bank of Kansas City: 267-334.
- Realkreditrådet (1993), *Årsberetning 1992*.
- Realkreditrådet (2010), *Boligejernes brug af konverteringsgevinster og provenu fra tillægslån i 2009 – baseret på en interviewundersøgelse foretaget af analyseinstituttet Synovate på vegne af Realkreditrådet 2009*.
- Scanlon, K., Lunde, J. og Whitehead C. (2008), »Mortgage product innovation in advanced economies: More choice, more risk«, *European Journal of Housing Policy*, 8, 2: 109-131.
- SKAT (2010), *Statistik for ejendomsvurdering. Salgstatistik*. September. <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oID=400336&vID=0>
- Skatteministeriet (2009), *Pensionsformuen*. 12/08/09. http://www.skm.dk/tal_statistik/skatte_og_afgifter/3324.html
- Toussaint, J. og Elsinga, M. (2009), »Exploring »housing asset-based welfare«. Can the UK be held up as an example for Europe?«, *Housing Studies*, 24, 5: 669-692.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010), *Boligmarkedet og boligejernes økonomi*. Økonomisk Tema. Nr. 9. April.