



**Komparativ analyse af  
boligfinansiering i udvalgte lande**

December 2018



# Forord

Forenet Kredit har bedt Deloitte udarbejde en faktabaseret, komparativ analyse af boligfinansieringen i Danmark og fire andre lande.

Hensigten med analysen er at skabe mere viden om dansk realkredit for dermed at bidrage til at fremme debatten om den samfundsmæssige betydning af dansk realkredit.

Analysen har været kommenteret undervejs af et fagligt advisory board bestående af chefanalytiker Jeppe Borre, Totalkredit, vicedirektør Henrik Hjortshøj-Nielsen, Nykredit, direktør Peter Jayaswal, Finans Danmark, og professor Michael Møller, CBS. Det er alene Deloitte, der er ansvarlig for analysens indhold.

Partner Trine Baun og seniormanager Claus Frelle-Petersen kan kontaktes vedrørende analysen.

# Indhold

1	Indledning og sammenfatning	5
2	Boligfinansiering i udvalgte lande	11
3	Låntager-perspektivet	17
4	Investor-perspektivet	28
5	Det samfunds-økonomiske perspektiv	32
6	Perspektivering	38
	Bilag 1. Fakta om boligfinansiering i landene	41
	Bilag 2. Prissætning i Danmark og USA	43
	Bilag 3. Beskatning i landene	44
	Bilag 4. Omkostninger ved at stifte og indfri lån	45

# 1 Indledning og sammenfatning

## Indledning

Adgangen til at kunne låne til en ejerbolig har stor betydning for den enkelte. Et boliglån til en rimelig omkostning med en lang løbetid og lille udbetaling kan være udslagsgivende for, om man har mulighed for at købe sin egen bolig. Senere, hvis ens livssituation ændrer sig, er vilkårene for opsigelse og indfrielse af boliglånet vigtige for, at man kan komme videre og finde en bolig, der kan matche ens nye behov.

For den enkelte er det at eje sin egen bolig også en mulighed for at få del i værdistigninger i boligmarkedet – eller en risiko for tab i tilfælde af nedgang i boligmarkedet. Dermed kan adgangen til boligfinansiering også have betydning for den formue, man eventuelt opbygger gennem livet.

På et overordnet samfundsmæssigt niveau står det samtidig klart, at indretningen af boligfinansieringen i og boligmarkedet som helhed i de enkelte lande potentielt har en stor effekt på samfundsøkonomien. Finanskrisen, der udsprang af et kriseramte amerikansk boligmarked, viste med al tydelighed, at boligmarkedet kan udgøre en kilde til finansiell ustabilitet. Boligmarkedet er stort, og det er belånt i høj grad, ikke mindst i Danmark og visse andre vesteuropæiske lande. Især i en situation, hvor stigende priser medfører en øget gældsætning, og der for eksempel kommer et tilbageslag i økonomien, eller renterne stiger, kan konsekvenserne for boligejerne slå igennem i hele økonomien.

Det er adgangen til boligfinansiering, som finansielle myndigheder i dag i stigende grad regulerer for at mindske den risiko, der er i boligmarkedet. Det gør de blandt andet gennem regler om, hvem der kan få adgang til hvilke typer lån, og hvor meget de må låne. Samtidig stiller myndighederne også stigende kapitalkrav til de finansielle institutioner, for at de er polstrede i forhold til likviditetsmangel i tilfælde af en krise.

Fællestrækkene for boligfinansiering i de fleste lande verden over er, at der tages sikkerhed i boligen, i forbindelse med at lånet ydes, at der er et loft for belåningen, og at låntageren i øvrigt har adgang til et ganske varieret udbud af låneprodukter, der varierer i løbetid og i, om produkterne er fastforrentede eller variabelt forrentede. Men herudover er der store

forskelle på, hvorledes boligfinansieringssystemet er indrettet, og hvilke rammer der i øvrigt gælder for boligfinansiering.

Grundlæggende kan der være forskel på, hvordan markedet er indrettet og fungerer, for eksempel i forhold til hvordan lån finansieres, hvem udbyderne er, og på hvilke vilkår lånene udstedes. I Danmark har vi en flere hundrede år gammel tradition for at finansiere ejerboliger med realkreditlån, der ydes af særlige institutter og bygger på obligationsudstedelse. Det er samtidig et lån, hvor rentevilkårene er ens for alle uanset økonomisk formåen. Realkreditlån optages typisk i kombination med banklån for at finansiere et boligkøb.

I andre lande er boligfinansieringssystemet væsentlig anderledes. Det er typisk banker, der yder boliglån, som er finansieret gennem indlån. Låntagers renter og vilkår er ikke faste som i Danmark, men fastsættes - og forhandles også i et vist omfang - individuelt.

Udover disse markedsforskelle påvirkes låneforholdene i landene også af lovgivningen, beskatningen af ejerboliger og den økonomiske politik. For eksempel stiller finansielle myndigheder i landene i forskellig grad krav til, hvem der må låne og under hvilke vilkår. Der er også forskellige regler for, hvornår der må kræves tvangsauktion. Dette kan have betydning for den risiko, der er for de investorer, der finansierer lånene. Også et velfungerende tinglysningssystem bidrager til at sikre en grundlæggende sikkerhed for ejerforholdene omkring den enkelte bolig.

Beskatningen af ejerboliger – om den for eksempel sker løbende som i Danmark eller ved køb eller salg som i andre lande - har stor betydning for låntagerne.

Endelig har penge- og valutakurspolitikken og den generelle økonomiske politik i det enkelte land en meget stor betydning for boligmarkedet, blandt andet gennem renteniveauet, der er det helt centrale prisparameter for boliglånet.

## Analysens centrale spørgsmål

Med de grundlæggende forskelle in mente er der i denne analyse søgt etableret et faktagrundlag for at sammenligne, hvor attraktiv boligfinansieringen er i udvalgte lande.

Det centrale spørgsmål i den komparative analyse er således: Hvor attraktivt er det danske system for boligfinansiering i forhold til andre systemer, og hvilke særlige træk er bærende for det danske

system? Kan det danske system for boligfinansiering tilbyde attraktive lånevilkår og bidrage til stabilitet?

I analysen er det overvejende realkreditbaserede danske system for boligfinansiering sammenlignet med boligfinansieringen i Sverige, Tyskland, Storbritannien og USA. Disse fire lande er valgt, fordi de har velfungerende markeder og systemer, men er opbygget forskelligt fra det danske system.

Konkret er følgende undersøgt:

- 1) Hvor attraktiv er det danske realkreditbaserede system sammenlignet med systemerne i andre lande set ud fra et låntagerperspektiv, et investorperspektiv<sup>1</sup> og et bredere samfundsøkonomisk perspektiv?
- 2) Hvilke særlige træk er der ved det danske system for boligfinansiering, som har betydning for systemets attraktivitet?
- 3) I hvilket omfang er disse træk stadig gældende eller under forandring?

### **Sammenfatning vedrørende systemets attraktivitet**

Analysen viser, i forhold til attraktiviteten fra et **låntagerperspektiv**, at det danske system, sammenlignet med de øvrige lande, samlet tilbyder – med de aktuelle prisdata og gældende vilkår, der er lagt til grund for denne analyse – konkurrencedygtige priser på forskellige låntyper og god adgang til at kunne låne bl.a. i kraft af en høj tilladt belåningsgrad. Desuden er der en begrænset prisdifferentiering i det danske system, som bredt set kommer låntagerne til gavn. Resultaterne peger endvidere på, at vilkår for opsigelse er konkurrencedygtige i forhold til vilkårene i andre lande med fastforrentede lån. Endelig er det en observation, at der er en høj grad af gennemsigtighed i prisdannelsen sammenlignet med de indlånsfinansierede systemer, hvor renten fastsættes individuelt. Komplexiteten i det danske system vurderes dog som større end i de indlånsbaserede systemer.

Med hensyn til prisniveauet, dvs. renteomkostninger og andre omkostninger, såsom bidrag, tilbyder det danske realkreditbaserede system på de fleste produkttyper og ved forskellige belåningsgrader nogle af de mest attraktive priser. Systemet leverer attraktive vilkår for en række forskellige låntagere. Det gælder både de velhavende og visse af de ressourcetsvage grupper. Der er en begrænset grad af prisdifferentiering på baggrund af låntagers økonomiske vilkår, der bredt set kommer låntagerne

til gavn. Endelig er den danske grænse for belåningsgrad også høj, hvilket alt andet lige begunstiger grupper med en mindre formue, for eksempel unge.

Med hensyn til indfrielse og opsigelse giver det danske system adgang til at kunne indfri og konvertere fastforrentede lån på bedre vilkår i forhold til andre lande, for eksempel Tyskland, der også udbyder fastforrentede lån. Det har betydning for danske låntagere, der har fastforrentede lån. I andre lande, hvor fastforrentede lån ikke tilbydes, men hvor brug af variabelt forrentede lån er udbredt, er behovet for konvertering og indfrielse et mindre relevant vilkår, idet lånene løbende skal fornyes, hvor vilkår opdateres.

For låntageren, der har tilpas store lån, giver konverteringsmuligheden i det danske system mulighed for at reducere restgæld og renteomkostninger. En eventuel gevinst vil dog afhænge af størrelsen på lånet. Låntagere, der har mindre lån, vil således i praksis ikke have en gevinst herfor og vil betale for en mulighed, som de ikke kan udnytte, idet det er prissat, at obligationen kan indløses løbende.

I kraft af attraktive priser og gode indfrielsesmuligheder medvirker systemet til at gøre det muligt for flere at komme ind på boligmarkedet og til en højere grad af mobilitet i boligmarkedet.

De grupper, som kan have gavn af prissætningen i det danske system, er grupper, der i andre systemer med individuel prissætning ville have vanskeligere ved at opnå en tilstrækkelig høj kreditscore til at blive godkendt til optagelse af lån eller ville få lån til væsentligt højere omkostninger. Det gælder for eksempel unge eller svagere grupper med lavere indkomster. Ulempen ved det danske system er imidlertid, at mere usikre låntagere kan have sværere ved at blive kreditgodkendt, da deres risiko ikke individuelt bliver prissat for eksempel gennem en højere rente.<sup>2</sup>

Ud fra et låntagerperspektiv er det danske system på den ene side kendetegnet ved en høj grad af gennemsigtighed i prisdannelsen, men også af en høj grad af kompleksitet. Gennemsigtigheden i forhold til prisen udspringer af, at et realkreditlån er finansieret direkte på kapitalmarkedet, hvor rentebetalingen er den direkte omkostning på den underliggende obligation, der i øvrigt er ens for alle, og bidraget er

<sup>1</sup> Investorperspektivet er afgrænset til perspektivet for investorer, der investerer i obligationer m.m., der finansierer boligkøb, fremfor at være rettet mod bankernes egne investorer, som oftest er aktionærer.

<sup>2</sup> Som det vil fremgå i analysen, er der introduceret et individuelt element i bidragssatsen, idet denne varierer med belåningsgraden.

instituttets indtægt. Det kan omvendt være svært for den enkelte låntager at gennemskue i realkreditlånet, hvordan obligationskurser og -renter, bidragssatser, kursskæring m.m. påvirker den samlede ydelse på lånet, og hvad gevinsterne ved omlægning af lånet er. I andre lande er det simpelt, men ikke nødvendigvis transparent, idet der er én rentesats, som man som låntager skal forholde sig til, men som skjuler, hvad der betales for finansieringen af lånet, den individuelle risiko samt administrationsomkostninger for långiver. I Danmark dækker obligationsrenten førstnævnte, hvorimod bidragsatsen dækker de to sidste.

En afledt konsekvens af den ens prissætning i det danske system kan være, at den mindsker de administrative omkostninger i det danske system. I andre lande, hvor der sker en individuel prissætning baseret på en individuel vurdering af låntagerens risiko, vil der antageligt være højere omkostninger forbundet med långivningen end i det danske system.

Fra **investorperspektivet** finder vi i analysen, at det danske system ved international sammenligning adskiller sig ved sin meget høje grad af obligationsfinansiering og deraf store volumen af udstedte obligationer i obligationsmarkedet, mens andre landes systemer i højere grad baseres på en blanding af forskellige finansieringskilder. I Danmark er der en sådan grad af efterspørgsel efter obligationer, at indlånsfinansierede lån har svært ved at konkurrere. Derudover skyldes efterspørgslen efter obligationer, at likviditet ofte placeres i obligationer fremfor som bankindlån, hvilket yderligere reducerer behovet for bankfinansiering. Analysen peger således også på, at både det danske system, men også andre systemer, der har obligationsfinansiering, er attraktive set fra investorernes perspektiv. Det danske system kan således ikke betragtes som unik i denne henseende. Både det danske og svenske marked er likvidt og oplever et stigende opkøb fra udlandet og en stor tillid til udbydere. For begge lande spiller det således også ind, at de finansielle markeder generelt er globaliserede, og at der derfor generelt ses stigende internationale opkøb.

Specifikt for Danmark gælder det, at det i høj grad er danske banker, danske pensionskasser og i stigende grad også internationale investorer – og dermed aktører i det større finansielle system – der har fordel af og er medvirkende til, at det danske system fungerer og vedblivende baseres på obligationsfinansiering.

Fra det bredere **samfundsøkonomiske perspektiv** er det undersøgt, hvor robuste landenes systemer er i

forhold til konjunkturudsving og kriser. Det er også i denne henseende undersøgt, i hvilket omfang boligmarkedet fungerer optimalt eller er afhængigt af offentlige interventioner, for eksempel for at sikre at markedet er tilgængeligt for bestemte grupper eller sikring af stabiliteten. Den komparative analyse viser, at både det danske, svenske og tyske system har udvist robusthed gennem den seneste økonomiske krise. Flere systemer har således udvist en evne til at understøtte økonomien under kriser ved at sikre formidlingen af lån både i højkonjunkturer og i krietider med kreditklemmer. Det er dog et centralt observationspunkt i kapitel 5, både i forhold til det danske system og blandt andet også i forhold til det svenske system, at der er en klar tendens til, at myndighederne griber ind i vilkårene for långivning for at mindske den samfundsøkonomiske risiko ved en øget gældsætning, og sikre den finansielle stabilitet. Dette indikerer, at der af hensyn til den makroøkonomiske stabilitet bliver foretaget indgreb direkte i vilkårene for långivningen. Hvorvidt der for det danske system er en særskilt problemstilling og et særskilt risikomoment, fordi risikoen for det enkelte låneengagement ikke er prissat, kan ikke konkluderes. Analysen tyder således på, at det er mere generelt, at der er et stigende behov for at begrænse risikoen i boligmarkedet gennem statslig – og ganske direkte – regulering af långivningen i systemet.

Det kan endvidere konstateres på tværs af de forskellige systemer for boligfinansiering, at der i nogle lande kan være behov for en direkte statslig indgriben i markedet for at sikre, at for eksempel bestemte grupper kan få adgang til boliglån og komme ind på boligmarkedet. I Danmark og Sverige foretages der ikke direkte indgreb i forhold til bestemte gruppers adgang. Begge landes systemer skaber markedsbaserede løsninger, modsat de tre øvrige lande, hvor der er konkrete programmer, der sikrer bestemte grupper mere lempelige vilkår, der skal gøre det muligt for disse grupper at få et boliglån og købe en bolig.

Forskellene mellem landene med hensyn til statslig indgriben skal her ikke udelukkende søges i de enkelte landes systemer for boligfinansiering, men tillige i forskelle i landenes boligmarkeder som helhed. I Danmark og Sverige kan det blandt andet spille ind, at der er en stor almenyttig sektor og et reguleret lejemarked, mens det ikke er tilfældet i samme omfang i andre lande. I Danmark og Sverige er der således andre muligheder for mindre indkomststærke grupper end at skulle købe en bolig for at få en bolig. Baggrunden for de direkte tiltag i ejerboligmarkedet i andre lande for at sikre bestemte grupper adgang til at kunne låne kan således være,

at det private ejerboligmarked i disse lande spiller en anden rolle i at sikre, at der er boliger til alle. Men da et privat marked ikke i sig selv sikrer, at alle har adgang til at kunne købe en bolig, bl.a. fordi risikoen ved at udstede lån til for eksempel svagere grupper kan være stor, kan det begrunde en anden og mere omfattende statslig indgriben for bestemte grupper i et ellers privat marked.

### **Sammenfatning vedrørende de særlige træk ved det danske system**

En anden konklusion fra analysen er, at der er en række særlige træk, der er med til at gøre det danske system særligt i en international sammenligning, og som bidrager til det danske systems attraktivitet.

Vi finder i analysen, at der isoleret set er fire særlige kendetegn ved det danske system: 1) det såkaldte balanceprincip, 2) særreguleringen og de særlige danske institutter, 3) den ens, solidariske prissætning og 4) den begrænsede direkte statslige indblanding i markedet.

Balanceprincippet<sup>3</sup> beskriver sammenhængen mellem et realkreditlån og finansieringen bag. Det danske balanceprincip medfører en tæt sammenhæng mellem et realkreditlåns løbetid, renter, terminer og tilbagebetalingsprofil og de tilsvarende vilkår for de obligationer, der ligger bag lånet. Det betyder reelt, at ydelsen, som låntager betaler, går direkte videre til obligationsejeren, minus den del, realkreditinstituttet opkræver i bidrag.

Balanceprincippet er i Danmark en af forudsætningerne for den unikke mulighed, man har, for at købe den underliggende obligation og derved indfri sit lån. Balanceprincippet betyder reelt, at gælden har en transparent markedspris, som boligejeren så kan vælge at indfri lånet til. Balanceprincippet medvirker altså til, at låntagerne tilbydes attraktive vilkår.

Det andet særlige kendetegn, særreguleringen og de særlige institutter, indebærer, at disse institutter kun må yde boliglån med pant i fast ejendom og kun må finansiere disse med obligationsudstedelse. Dette betyder altså, at institutterne er adskilte og separate fra universalbanker.

De særskilte institutter sikrer, at boligfinansiering i nogen grad er adskilt fra den generelle bankdrift. Reguleringen sikrer dermed gennem adskillelsen, at udviklingen på markedet for boligfinansiering er mindre forbundet med det universelle bankmarked,

men der er dog stadig en vis sammenhæng, da institutterne finansierer deres lån direkte på kapitalmarkederne. Adskillelsen betyder også, at institutterne ved problemer på boligmarkedet ikke har andre aktiviteter, der kan kompensere for denne nedgang. Reelt medfører det altså, at boligfinansiering i nogen grad er mindre afhængig af udviklingen i resten af den finansielle sektor, på både godt og ondt.

Den ens, solidariske prissætning er det tredje særlige kendetegn ved det danske system. For realkreditlån vil prisen afhænge af produktet og belåningsgraden, men ikke af den individuelle låntagers indkomst eller forretning med banken. Dog vil eventuelle banklån i Danmark, der optages udover realkreditlånet, have individuelt forhandlede vilkår og priser.

Som det fremgår, er den ens prissætning med til at gøre boligmarkedet mere tilgængeligt for visse grupper. Den ens prissætning medfører lavere priser for mere risikable kunder, da denne gruppe effektivt set subsidieres af mindre risikable kunder. Samtidig spares der samlet set forhandlingsomkostninger, og kreditvurderingsomkostningerne kan også være lavere, da denne proces simplificeres.

Det fjerde særlige kendetegn ved det danske system, vi har konstateret, er, at der – i lighed med Sverige – er en begrænset direkte offentlig indgriben i markedet for bolig- og ejendomsfinansieringen. Dette ses for eksempel i mulighederne for bestemte grupper, hvor der i en række andre lande er direkte subsidier eller lån til udsatte grupper. På det grundlag kan det konstateres, at både det danske og svenske system tilbyder markedsbaserede løsninger, men at der samtidig kan være tale om en indirekte offentlig påvirkning af markedet gennem reguleringen af, hvem der kan få adgang til for eksempel almennyttige boliger eller lejeboliger.

Den begrænsede offentlige indblanding kan være et tegn på, at markedet i sig selv er mere velfungerende end i de andre lande. Tilsvarende er der en besparelse fra offentlig side, da det ofte er relativt omkostningstungt at finansiere de støtteprogrammer, der ses i mange lande.

### **Sammenfatning af, hvorvidt det danske systems særlige kendetegn er under forandring**

I et afsluttende perspektiverende kapitel om det danske system stilles der spørgsmål til, om nogle af de konstaterede ændringer varsler udfordringer for

instrumenter til at sikre overensstemmelse mellem pengestrømmen fra lånet og finansiering af samme.



det danske system og specifikt de særlige kendetegn ved den.

Det ses, at der i 2007 blev åbnet for, at det specifikke balanceprincip kan erstattes af det overordnede balanceprincip. Det medfører, at der ikke er samme 1-til-1 sammenhæng mellem pengestrømmen fra boliglånet og den underliggende obligation. Det overordnede balanceprincip anvendes dog i beskedent omfang, og det specifikke balanceprincip er stadig det klart mest udbredte. Dette ses også ved, at en række institutter valgte at overgå til det overordnede balanceprincip, da dette blev tilladt, men at en meget begrænset del af institutternes porteføljer ikke ville kunne holdes under det specifikke balanceprincip. Det overordnede balanceprincip kan dog være en åbning, der muliggør en lavere sammenhæng mellem lån og obligationer.

I forhold til de særlige institutter med særlig regulering ses det, at universalbanker også har fået lov til at udstede dækkede obligationer til boligfinansiering. Det er dog fortsat kun realkreditinstitutterne, der kan udstede særligt dækkede realkreditobligationer. En potentielt mere markant udvikling er, at størstedelen af de danske realkreditinstitutter nu indgår i bankkoncerner, og at de kan benytte fælles fundingmetoder<sup>4</sup>. Dette kan muligvis få betydning for realkreditsystemet, som vi kender det i dag.

Det tredje kendetegn, den solidariske prissætning, har traditionelt betydet, at låntagere med ens produkter betalte samme pris. Dette udfordres nu fra flere fronter, for eksempel gennem differentierede bidragssatser på baggrund af belåningsgraden. Herved kan prisen på et lån altså variere, men det gælder for alle, at prisen alene er afhængig af låntagers evne til at stille med dele af finansieringen. Prisdifferentiering kan også ske ad andre veje, hvis aktører går i markedet og tilbyder de sikreste kunder prioritetslån. Stigningen i andelen af prioritetslån er dog fortsat relativt lille og stammer fra fællesfundede prioritetslån; de er altså finansieret gennem udstedelse af realkreditobligationer.<sup>5</sup> Spørgsmålet er her, om institutterne i højere grad vil blive presset, enten af myndigheder eller konkurrenter, til en højere grad af prisdifferentiering.

Som fjerde kendetegn fremhæves det, at markedet i Danmark over en længere periode har ageret uden offentlig indblanding og med en høj grad af selvregulering. Grundet gælds niveauet og den finansielle risiko i markedet har myndighederne

imidlertid øget fokus på netop risikoen ved øget gæld. Dette gælder både i Danmark og i en række af de andre lande, som det danske system sammenlignes med i denne analyse. Det har blandt andet medført skærpede krav til hvilke kunder, der kan få adgang til lån, og hvilke produkttyper de kan få. Det skærpede fokus på den finansielle risiko kan være et udtryk for, at den traditionelle selvregulering i sektoren er udfordret, og at boligfinansieringssystemerne fremover vil være underlagt mere og tættere statslig regulering.

### Sådan har vi gjort

Analysens perspektiv på boligfinansiering er komparativt. Analysefokusset er på sammenlignelige parametre ved boligfinansieringen på tværs af landene og ikke på dyberegående analyser af hensigtsmæssigheden af særlige træk eller årsagssammenhænge mellem disse og systemernes præstationer.

Hensigten med den komparative analyse er i stedet faktisk at belyse og forstå det danske systems kendetegn og styrker og svagheder gennem en række markedsforhold, for eksempel med hensyn til finansiering, udbydere, produkter, regulering og offentlig støtte, og gennem analyse af konkrete vilkår, der har betydning for, hvor attraktiv boligfinansieringssystemet er set fra de tre perspektiver – låntagernes, investorenes og det bredere samfunds.

Der er ud fra en screening af 15 lande udvalgt fire lande til den komparative analyse med Danmark. Det er Sverige, Tyskland og Storbritannien og USA.

Landene er udvalgt på baggrund af, at de har velfungerende boligfinansieringsmarkeder, der tilbyder attraktive vilkår for låntagere, og repræsenterer en variation i forhold til finansieringskilder, markedsstruktur og produkter. Målet med at vælge velfungerende markeder er at sikre et relevant sammenligningsgrundlag, der kan berige forståelsen af det danske systems styrker og svagheder.

Grundlaget for den komparative analyse er en dataindsamling, der er foretaget i hver af de fem lande, primært hos et antal større udbydere i hvert af markederne, hos tilsynsmyndigheder og centralbanker samt gennem statistiske kilder. Der er endvidere gennemført interview med lokale eksperter og inddraget konklusioner fra foreliggende

<sup>4</sup> I denne sammenhæng betyder dette, at et realkreditinstitut udsteder obligationer, der bruges til at finansiere lån fra en bank i samme koncern.

<sup>5</sup> Konkurrencerådet, 2017, Konkurrencen på realkreditmarkedet, indhentet: <https://www.kfst.dk/media/47146/konkurrencen-paa-realkreditmarkedet.pdf>

komparative studier af boligfinansiering, især fra den akademiske litteratur på området.

Specifikt i forhold til datagrundlaget skal det understreges, at analysen bygger på de bedst tilgængelige og mest opdaterede data muligt. Da en del af datagrundlaget, for eksempel til brug for regneeksempler, er hentet hos udbydere, og hvor priser og vilkår i øvrigt i et vist omfang forhandles individuelt, er der en vis usikkerhed i data, der indgår i for eksempel prissammenligninger. Men da data er indhentet fra flere udbydere, og der generelt er små udsving i oplyste priser og vilkår vurderes det, at resultaterne er relativt robuste overfor denne usikkerhed i data.

Undervejs i analysen er der foretaget en række antagelser for at sikre et sammenligneligt grundlag på tværs af landene. Disse antagelser gennemgås løbende, og det er især relevant at bemærke, at analysen baseres på gennemsnitstal. I et vist omfang er der endvidere foretaget sammenligninger ud fra en belåningsgrad på 80 procent. Dette gøres for at sikre sammenlignelige tal, da ikke alle lande tilbyder højere belåningsgrader. Dette betyder, at de danske tal udelukkende baseres på realkreditprodukter og ikke traditionelle banklån, men for at sikre robustheden af prissammenligningerne er der også lavet beregninger af priserne ved henholdsvis 85 procent og 95 procent belåning.

### **Læsevejledning**

Analysen er i det følgende opdelt i fem kapitler.

I **kapitel 2** introduceres først boligfinansieringen i de udvalgte lande, og landenes systemer sammenlignes på en række strukturelle træk.

**Kapitel 3** indeholder analysen af, hvor attraktiv hvert system er fra låntagernes synspunkt.

**Kapitel 4** indeholder analysen af, hvor attraktiv hvert system er fra investorernes synspunkt.

**Kapitel 5** indeholder analysen af, hvor attraktiv hvert system er fra et samfundsøkonomisk perspektiv, herunder hvor robuste systemerne er overfor konjunkturudsving, og i hvilket omfang statslige indgreb i markedet er nødvendige.

**Kapitel 6** indeholder en perspektivering af det danske system og den mulige udvikling i de centrale kendetegn.

## 2 Boligfinansiering i udvalgte lande

### Introduktion

Et fælles træk for boligfinansiering i de fleste lande er, at boliglån ydes med pant/sikkerhed i ejendommen, og at låntagere typisk kan afdrage deres lån over en lang periode med en begrænset initial udbetaling.

Men herudover er der typisk store forskelle på, hvordan boligfinansieringssystemerne i de enkelte lande er indrettet – også mellem ellers sammenlignelige og højtudviklede økonomier i Norden og i resten af Europa. Især adskiller boligfinansieringen i Danmark sig fra systemerne i andre lande.

I dette kapitel introducerer og sammenligner vi systemet for boligfinansiering i Danmark med systemerne i de fire udvalgte lande: Sverige, Storbritannien, Tyskland og USA.

Vi beskriver, hvordan boliger finansieres i hvert land, hvordan markedet er struktureret, og hvordan systemerne adskiller sig fra hinanden på centrale parametre. På den baggrund uddrager vi forskellene på systemerne og de særlige karakteristika ved det danske system.

Vi konstaterer i kapitlet, at der er en række træk ved det danske system, som gør, at den adskiller sig fra systemerne i de andre lande. Det danske system er særlig ved at være et obligationsbaseret system, der bygger på balanceprincippet, og hvor det er specialiserede og særligt regulerede institutioner, der udelukkende kan udbyde boliglån, som kun må finansieres ved obligationsudstedelse, der dominerer markedet.

### 2.1 Boligfinansiering i historisk overblik

Boligfinansiering i de vestlige lande varierer betydeligt i deres grundtræk. Disse spænder fra rene indlånsfinansierede systemer, hvor kunder kreditvurderes som ved almindelige banklån, og finansieringen kommer fra almindelige bankkunders indestående i banken, til næsten rene obligationsbaserede systemer som i Danmark og til dels i USA, hvor finansiering skaffes direkte på kapitalmarkederne.

Boligfinansieringssystemet er i det enkelte land en afspejling af særlige historiske forhold, markedsstrukturer og tilgangen til reguleringen af sektoren<sup>6</sup>. Der er stor variation mellem landene, med hensyn til hvor langt tilbage i tiden boliglån har været udbredt i økonomien.

Den danske realkredits historie er velkendt. Den har sit udspring helt tilbage i det 18. århundrede, hvor København skulle genopbygges efter en større brand. Det blev startskuddet til et organiseret kreditmarked, hvor långivere, i øvrigt efter tysk forbillede, udstedte obligationer med pant i boligen, som blev solgt til investorer. De senere realkreditinstitutioner blev oprettet på andelsbasis som en forening af låntagere med principper om solidarisk hæftning samt direkte 1-til-1 sammenhæng mellem obligation og udstedt lån (balanceprincippet). Institutionernes forretningsområde har alle dage været afgrænset til bolig- og ejendoms lån. Yderligere må lånene udelukkende finansieres gennem obligationsudstedelse.

Også det tyske system har en lang historie, idet de første såkaldte *Pfandbriefe*, der er den tyske form for dækkede obligationer med pant i boliger, blev udstedt allerede i 1769, mens de andre udenlandske systemer er udviklet langt senere. I USA blev det amerikanske system en udløber af den økonomiske krise i 1930'erne og Roosevelts New Deal. I Storbritannien har såkaldte *building societies* helt siden 1775 ydet boliglån, men disse har nu kun cirka 23 procent af markedet, der i stedet domineres af universalbanker.

Indenfor de seneste 25-30 år har boligfinansieringssystemerne for alvor udviklet sig, ligesom den finansielle sektor generelt har det. Banker og andre finansielle institutioner har i denne periode introduceret nye låntyper med stadig lavere udbetaling. Det er også i denne periode, at institutionerne har introduceret nye måder at tilvejebringe kapital og finansiere långivning på gennem kapitalmarkederne og ved nye finansielle produkter.

Det er dereguleringen og liberaliseringen af finanssektoren i det meste af den vestlige verden op gennem 1990'erne, der har muliggjort en udvikling i produkter, stadig lavere udbetalinger og stigende boligejerskab, men også øget gældsætning og risiko for ustabilitet.<sup>7</sup> I Danmark er indførelsen af flexlån i 1996 og afdragsfri lån i 2003 nogle af de mest

<sup>6</sup> M. Lea, 2010, *Alternative Forms of Mortgage Finance: What Can We Learn from Other Countries?*, p. 30.

<sup>7</sup> Jens Lunde, 1989, *Introduction: Milestones in European Housing Finance*, p. 6.

markante træk i udviklingen på produksiden i de seneste 25 år, om end afdragsfri lån også tidligere har været tilgængelige.

Indenfor de seneste 25 år er boligmarkedet, og ikke mindst adgangen til boligfinansiering, blevet en faktor i den økonomiske politik. I kraft af boligmarkedets størrelse, låntagernes gældsætning og følsomheden over for renteusving, kan markedet påvirke de økonomiske konjunkturer og selv udgøre en risiko for den finansielle stabilitet i landene.

Lange fastforrentede lån med mulighed for at indløse til pari har historisk været dominerende i Danmark. Andre lande har traditioner for andre dominerende produkter – Tyskland med 10-årige fastforrentede lån og Sverige med variabelt forrentede lån. I Danmark ses over de seneste 20 år en udvikling mod en lavere grad af fastforrentede lån og en højere grad af

afdragsfri lån. Det er dog indtil videre sket indenfor rammerne af det samme system og med en fortsat dominans af de samme realkreditinstitutter.

Vi skal i denne analyse se på systemets attraktivitet i forhold til andre landes systemer og afdække, om systemets særtræk stadig er gældende.

## 2.2 Fem lande med forskellige systemer for boligfinansiering

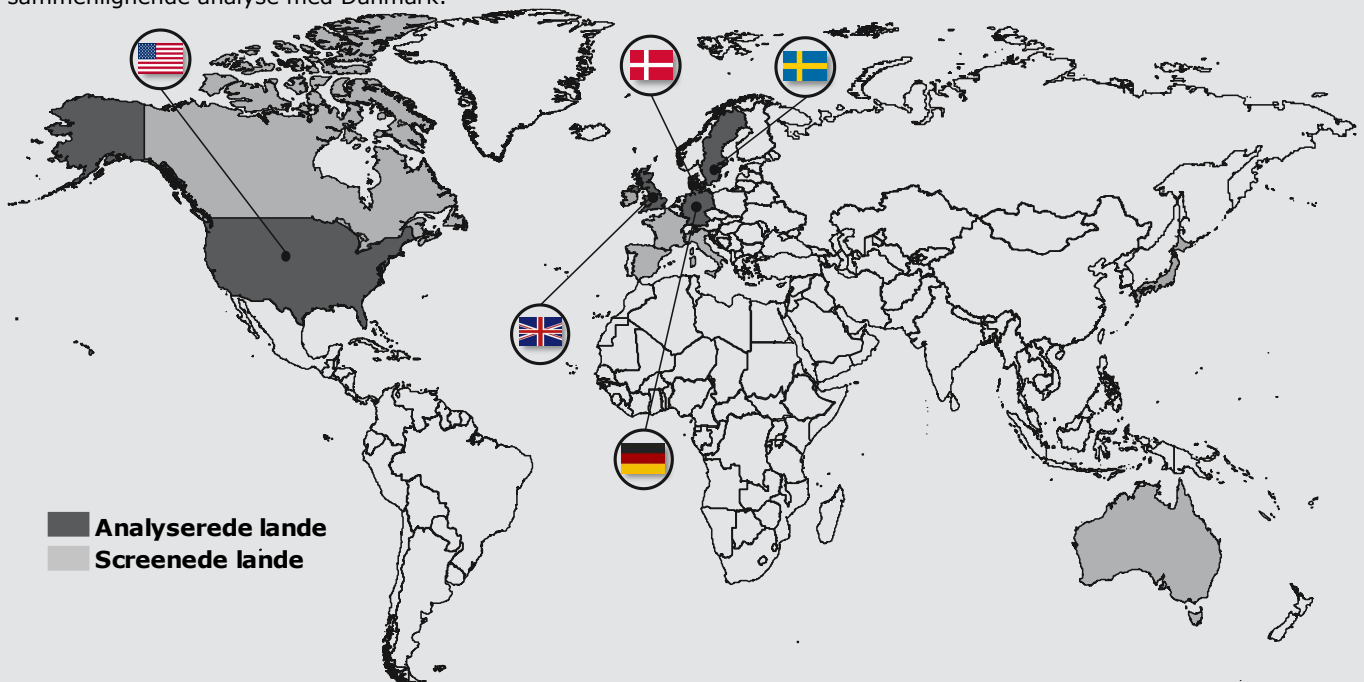
De fire lande, Sverige, Tyskland, Storbritannien og USA, der sammen med Danmark er udvalgt til den komparative analyse, jf. Boks 1, er eksempler på lande, der har systemer med forskellige historiske udspring, og som i dag alle har velfungerende og sammenlignelige markeder, men også forskellige kendetegn og strukturer i deres markeder. De fem landes marketers lighedstræk omfatter renteniveau, boligejerandel og delvist også gældsætning.

### Boks 1. Fem udvalgte lande til den komparative analyse

De fire lande er udvalgt til sammenligningen med Danmark blandt i alt 15 veludviklede økonomier på tværs af Nordamerika, Sydeuropa, Nordeuropa og Asien. De 15 lande er Australien, Canada, Danmark, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Japan, Norge, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA.

De fire lande er udvalgt, da de tilbyder attraktive vilkår for låntagere målt ved renteniveauer og rentespænd i forhold til rente på statsobligationer, og fordi landene har velfungerende, sammenlignelige markeder, men med forskellige kendetegn og strukturer. Her er der set på finansieringskilder, typer af udbydere, dominerende produkter samt offentlig indblanding i markedet.

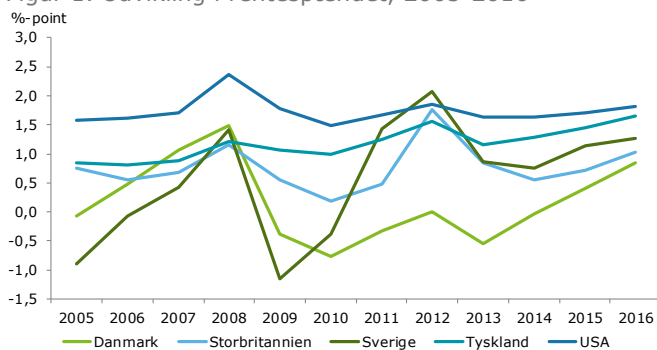
Der er altså udvalgt lande til sammenligningen, som har velfungerende markeder ligesom Danmark, men har alternative systemer for boligfinansiering. Baseret på ovenstående tilgang blev Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA udvalgt til den sammenlignende analyse med Danmark.



## Renteniveau

De fem lande har boligfinansieringssystemer, som alle præsterer relativt godt i forhold til at tilbyde attraktive renter til boliglånere, dog med store udsving henover finanskrisen. I Figur 1 nedenfor ses udviklingen i rentespændet, som er en indikator for, hvor meget dyrere det er for boligejere at optage gæld end for regeringen i samme land. Det er derfor en god indikator for, hvor billigt systemerne stiller boligfinansiering til rådighed.

Figur 1. Udvikling i rentespændet, 2005-2016



Kilde: OECD og European Mortgage Federation.

Note: Rentespændet beregnes som forskellen på den gennemsnitlige betalte boligrente og den 10-årige statsobligationsrente. De lave niveauer, i perioder negative, kan skyldes at løbetiden på lånene kan være forskellig. Traditionelt antages nemlig at statslån er de sikreste lån og derfor har de laveste renter.

Det ses i Figur 1, at variationen i rentespændet mellem landene i 2016 er ret beskedent og udgør 1 procentpoint, hvorimod det i løbet af perioden er op til 2,5 procentpoint.<sup>8</sup>

Mellem de fem lande ligger Danmark lavest fra 2010 og frem, mens USA konsekvent ligger højere. Dette medvirker til at sikre danske låntagere lavere priser end i de andre undersøgte lande, hvilket vi vender tilbage til i kapitel 3.

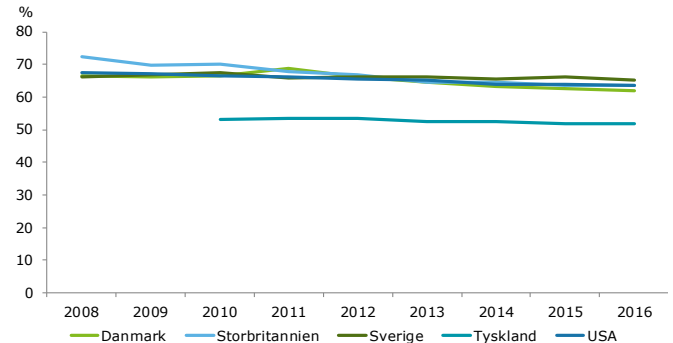
Som det vil fremgå i kapitel 3, er lavere renter en fordel for boligkøberne, da lave renter gør boligkøb mere tilgængelig og potentielt en mulighed for flere. Modsat medfører lavere renter ofte stigende boligpriser, hvilket delvist kan udhule gevinsterne ved den ellers billigere adgang til boligfinansiering.

## Boligejerandel

Landene er også relativt ens med hensyn til boligejerskab, med undtagelse af Tyskland. I Figur 2 nedenfor ses andelen af boliger, der ejes af beboerne. Det ses, at andelen, der ejer deres egen

bolig i 2016, ligger mellem 62 procent og 65 procent, mens den i Tyskland ligger på 52 procent.

Figur 2. Udvikling i boligejerskabsrate, 2008-2016



Kilde: OECD.

Note: Boligejerskabsraten opgør, hvor stor en andel af samtlige boliger, der er beboet af ejeren af boligen.

Udviklingen i andelen, der ejer deres egen bolig, er også forholdsvis ens i landene og viser generelt små fald, med undtagelse af Storbritannien, hvor faldet er markant større. Den generelle nedadgående tendens skal muligvis tilskrives tilflytningen til de større byer, som ofte har relativt højere andele af lejeboliger. Endvidere kan det spille ind, at huspriserne i mange lande er steget mere end indkomsterne, hvilket kan medføre, at andelen, der har råd til at eje deres egen bolig, er mindre.

Det er selvsagt ikke alene boligfinansieringssystemet, der bestemmer, hvor stor en andel af befolkningen, der ejer deres egen bolig. Her spiller udbuddet af andre boligtyper, for eksempel almennyttige boliger og lejeboliger, ind, ligesom der også kan være kulturelle forhold, der gør sig gældende. For eksempel kan det betyde noget, at unge i Danmark typisk er senere færdig med deres uddannelse end i de fire øvrige lande, grundet senere studiestart og længere studietid.<sup>9</sup>

Det kan også spille ind, om boligejerskab er en politisk målsætning, og der derfor er særlige programmer, der skal understøtte dette. Det er for eksempel tilfældet i USA.<sup>10</sup> Andre hensyn kan i andre lande veje tungere. Det kunne for eksempel være ønsket om stabilitet i det finansielle system, som det er tilfældet i Tyskland. Som vi vender tilbage til i kapitel 5, er der lande, som har målrettede støtteprogrammer, der skal hjælpe bestemte grupper ind på boligmarkedet, og hvor det offentlige således direkte intervenserer i markedet. I Danmark har et stabilitetsmæssigt hensyn vejet tungt i

<sup>8</sup> Det vides ikke klart, hvorfor spændet indsnævres i slutningen af perioden, men det kan skyldes, at krisetider generelt medfører større forskelle mellem lande, hvilket også afspejles her.

<sup>9</sup> OECD, 2018, Education at a glance, pp. 425-426.

<sup>10</sup> Campbell 2012, Mortgage market design, pp. 2, 3, 16.

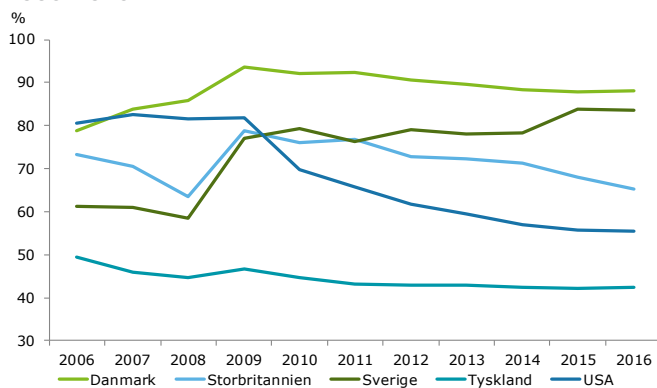
begrænsningen af adgangen til lån og bestemte produkter, der er introduceret de seneste år.

### Gældsætning

Med undtagelse af Tyskland har de fem lande, ikke mindst Danmark, en relativ høj gældsætning i boligmarkedet målt i forhold til BNP.

Danmark og Sverige ligger i den høje ende. Især i Sverige har gældsætningen været stigende, mens den har været faldende i Storbritannien og USA.

Figur 3. Boliglån som andel af BNP for de fem lande, 2006-2016



Kilde: OECD.

Note: Ovenstående viser udestående boliglån som andel af BNP. Bemærk, at markante sving i grafen kan skyldes ændringer i boliggyld eller udsving i BNP, hvor sidstnævnte især var tilfældet under finanskrisen.

Gældsandelen er sammen med husholdningernes bruttogæld et opmærksomhedspunkt ved stigende huspriser og risiko for prisfald. Hvis en stor del af befolkningens opsparing er i boliger, så kan faldende boligpriser og høj bruttogæld medføre et stort fald i nettoformuen. Dette er tilfældet i et system som det danske, hvor udbetalingskravet er relativt lille. Her er der en større risiko for teknisk insolvens og såkaldte lock-in-effekter. Dette kan forstærkes af lave renter.

Størrelsen på landets boliggyld er dog endnu en faktor, der afhænger af mere end kun boligfinansieringssystemet. Den vil i høj grad også afhænge af den generelle samfundsøkonomi, prisudviklingen på boligmarkedet, og i hvilken grad skatte- og pensionssystemet, herunder tvungen pensionsopsparing, tilsiger, at det er fordelagtigt at betale boliggyld af fremfor at opspare på anden vis. Tilsvarende kan det ikke normativt vurderes om en høj eller lav gældsætning er attraktiv, da en høj

gældsætning tyder på nem adgang til finansiering, men dette gør også systemet mere sårbart.

### 2.3 Sammenligning af de fem lande på markedskarakteristika

Blandt de fem lande stikker især Danmark, men også til dels USA, ud med særlige systemer for boligfinansiering.

De danske og amerikanske systemer er særlige, fordi de overvejende bygger på at lån ydes på baggrund af obligationsfinansiering, mens systemerne i Sverige, Tyskland og Storbritannien er variationer over det, der kan betegnes som et universalbankssystem, hvor indlånsfinansiering spiller en markant rolle.

Det danske system er yderligere særlig i kraft af balanceprincippet mellem obligationer og lån. Dette princip for finansiering indebærer, at der er en 1-til-1 sammenhæng mellem pengestrømmen fra det ydede lån og den bagvedliggende obligation, der afsættes på kapitalmarkedet. Dette betyder for låntageren, at der finansieres direkte på kapitalmarkedet, og der er transparens mellem fundingomkostninger og samlet pris. Yderligere giver dette unikke muligheder for indfrielse af lån. Det vender vi tilbage til i kapitel 3. For investoren skaber det sikkerhed, i forhold til hvilke ejendomme der bruges som pant for lånet. Dette belyses i kapitel 4. Desuden er de danske udbydere særlige, regulerede institutter med separat regulering.<sup>11</sup> Dette betyder blandt andet, at de kun må yde boliglån, kun må yde lån med pant i fast bolig og kun må finansiere lånene gennem udstedelse af obligationer, i modsætning til gennem indlåns.

I universalbankssystemer, der i øvrigt er de mest udbredte systemer globalt, er der generelt følgende kendetegn:

- Boliglån optages hos universalbanker, som også driver almindelig bankforretning. Man har altså sine boliglån i det, der traditionelt betegnes som en bank, modsat specialiserede realkreditinstitutter.
- Boliglån finansieres fra en række forskellige kilder, men indlånsfinansiering udgør en markant andel.
- Prissætning foregår på baggrund af en helhedsbetragtning af belåningsgrad, låntagers indkomst og anden forretning med banken.

Af de lande, der har universalbanksbaserede systemer, er der altid nationale kendetegn, der adskiller hvert land, men de ovenstående karaktertræk går igen.

<sup>11</sup> Selv om alle danske institutter, med undtagelse af Nykredit og Totalkredit, er en del af bankkoncerner er de regulatorisk at betragte

som særlige institutter. Vi vender tilbage til den særlige regulering nedenfor.

USA er et interessant tilfælde, hvor universalbanker er ansvarlige for ydelse og distribution af lån, ligesom i universalbankssystemer, men hvor finansieringen i høj grad stammer fra en række statslige institutter, der opkøber og garanterer en stor mængde lån, inden de sælges videre til investorer.

Sammenligningen af de fem landes systemer er sammenfattet i Figur 4 nedenfor. I bilag 1 fremgår flere fakta om systemerne i landene.

Et andet træk, hvor det danske system adskiller sig fra de andre landes systemer, er ved prissætningen. I de øvrige lande, fastsættes prisen – dvs. renten på lånet – individuelt på baggrund af kreditscorer, belåningsgrad, låntagers indkomst og anden forretning i banken. I landene med individuel prissætning vil der dermed typisk også være et element af forhandling. Det er ikke tilfældet i Danmark, hvor alle boligejere betaler samme bidragsats for ens lån. Dog er der også i Danmark introduceret et individuelt prislelement i kraft af en varierende bidragsats ud fra belåningsgrad. Se bilag 2 for en gennemgang af forskellene på den danske og amerikanske tilgang til prissætning.

I forhold til graden af offentlige støtteordninger er der dog stor forskel på landene, med Danmark, hvor der ingen direkte støtte af ejerboligmarkedet er, som ene modpol og USA, hvor semioffentlige institutioner garanterer en stor del af markedet, som den anden. Indimellem disse er der varierende grader af offentlige aktører, støtteordninger og statsbanker, der understøtter markedet.

På produksiden er der mindst forskel. Alle landene udbyder en række forskellige produkter, herunder variabelt forrentede lån og lån med en rente, der er fast i op til 10 år. Sverige og Storbritannien tilbyder dog ikke lange (over 10 år) fastforrentede lån. Tyskland, Danmark og USA tilbyder alle 30-årige fastforrentede lån, men i Tyskland er disse inkonvertible.

Systemet i hvert af landene er nærmere beskrevet i Boks 2 på næste side.

I de følgende kapitler betragter vi systemerne og deres attraktivitet fra tre perspektiver: låntagernes, investorernes og det samfundsøkonomiske perspektiv.

Figur 4: Overblik over boligfinansieringssystemerne i de fem lande

					
<b>Finansieringskilde</b>	Obligationsfinansiering og balanceprincip	Ligelig fordeling af obligations- og indlånsfinansiering	Overvejende indlånsfinansieret	Overvejende indlånsfinansieret	Obligationsfinansiering uden balanceprincip
<b>Udbydere</b>	Hovedsageligt specialiserede institutter	Hovedsageligt Universalbanker	Hovedsageligt Universalbanker	Hovedsageligt Universalbanker	Hovedsageligt Universalbanker
<b>Produkttyper</b>	Hverken domineret af variabelt eller fastforrentede lån	Overvejende variabelt forrentede lån	Overvejende mellemlange og lange fastforrentede lån	Overvejende kortere fastforrentede lån	Overvejende lange fastforrentede lån
<b>Offentlige støtteordninger</b>	Lav grad af offentlig indblanding	Lav grad af offentlig indblanding	Nogen grad af offentlige støtteordninger	Nogen grad af offentlige støtteordninger	Høj grad af offentlige støtteordninger
<b>Prissætning</b>	Hovedsageligt solidarisk prissætning	Hovedsageligt individuel prissætning	Hovedsageligt individuel prissætning	Hovedsageligt individuel prissætning	Hovedsageligt individuel prissætning

## Boks 2. Overblikbeskrivelse af de udvalgte landes systemer

### Danmark: todelt marked med specialiserede realkreditinstitutter

Danmark er kendetegnet ved et todelt marked, hvor specialiserede realkreditinstitutter, der kun udbyder boliglån, dominerer med cirka 87 procent af markedet, og hvor almindelige universalbanker, som de kendes fra andre lande, har resten af markedet svarende til cirka 13 procent. Realkreditinstitutterne adskiller sig ved udelukkende at finansiere sig gennem udstedelse af obligationer med et unikt balanceprincip, udelukkende at måtte udstede lån med pant i fast bolig og ved solidarisk prissætning af lån.

Realkreditinstitutterne udsteder lån med en belåningsgrad på op til 80 procent til låntagere med et rådighedsbeløb efter skat og faste udgifter på henholdsvis cirka 6.000 og 10.000 for enkeltpersoner og par. De typiske lån løber i 30 år og kan både være fastforrentede, med variabel rente eller flexlån. Der anvendes en unik solidariske prissætning, der skaber en gevinst for økonomisk svagere låntagere. Udstedelsen af dækkede obligationer giver mulighed for at finansiere boliglån direkte på kapitalmarkederne, med høj transparens og med mulighed for at konvertere sit lån for at få en eventuel kursgevinst eller en lavere rente på sit lån. Det danske system adskiller sig derfor fra de andre lande på en række punkter.

### Storbritannien: Universalbanksbaseret system med fokus på indlånsfinansiering

I Storbritannien er markedet for boligfinansiering en variant af et universalbanksbaseret system med fokus på indlånsfinansiering. Derudover har dækkede obligationer og såkaldte mortgage-backed securities (MBS) hver 6 til 9 procent af markedet. MBS minder om dækkede obligationer, men modsat en dækket obligation, bliver en MBS ikke på udsteders balance. Dermed har ejeren af en dækket obligation både sikkerhed i udsteder og i det underliggende aktiv, hvorimod ejeren af en MBS kun har sikkerhed i det underliggende aktiv.

Det britiske system adskiller sig dog fra andre lande på en række parametre. Disse forskelle inkluderer et betydeligt antal mellemmand og lånformidlere, men også store statslige støtteprogrammer, der tilbyder lån og relativt billige boliger. Disse programmer har ikke til formål at erstatte traditionelle banklån, men er et tillæg til disse. Formålet er at sænke belåningsgraden for banklånet, hvilket sænker renterne og hjælper visse grupper med at blive godkendt til banklån.

Der er et bredt udvalg af produkter, men længere fastforrentede lån er sjældne. De typiske lån løber over 25 år med variabel rente med mulighed for relativt høje belåningsgrader op til 95 procent. Refinansiering af lån kan kræve betydelige gebyrer.

### Sverige: Universalbanksbaseret system med obligationsfinansiering og variabelt forrentede lån

Det svenske system er en variant af det universalbanksbaserede system med en relativt høj andel obligationsfinansiering, cirka 60 procent, og dominans af variabelt forrentede lån. Dog adskiller de svenske obligationer sig fra de danske ved ikke at være underlagt balanceprincippet med direkte sammenhæng mellem lånet og den finansierende obligations pengestrøm.

Det mest populære produkt i Sverige er variabelt forrentede lån, der baseres på en rente fastsat af banken, hvortil der forhandles 1-årige rabatter. Denne rabat forhandles og tager blandt andet udgangspunkt i hver låntagers indkomst, belåningsgrad og samlede engagement med banken.

### Tyskland: Universalbanksbaseret system med fokus på indlånsfinansiering og lav belåningsgrad

Det tyske system er en variant af det universalbanksbaserede system, der hovedsagelig finansieres af indlån, men også med en særlig form for obligationer, der kendes som Pfandbriefe. Disse kan kun bruges til at finansiere lån med en belåningsgrad på op til 60 procent af boligens værdi, mens indlånsfinansierede lån kan tilbyde højere belåningsgrader.

Det tyske marked domineres af mellemlange (5-10-årige) og lange (10-30-årige) fastforrentede lån. Den tyske systems mest markante kendetegn er dog en tradition for lave belåningsgrader. Dette er ikke reguleret, men er en tradition hos långiverne. Sammenholdt med høje skatter på boligkøb og høje gebyrer til ejendomsrådgivere medfører dette relativt lav mobilitet på det tyske marked, samt at gennemsnitsalderen for tyske førstegangskøbere er op til 10 år højere end i de andre lande.

### USA: Universalbanker suppleret af et offentligt støttet sekundært marked med MBS

Det amerikanske marked er inddelt i et primært og sekundært marked. Fra låntagernes synsvinkel fungerer markedet som i et universalbanksbaseret system, hvor banker tilbyder en række låntyper med mulighed for forhandling af den endelige pris.

Det typiske lån er et 30-årigt fastforrentet lån med en relativt høj belåningsgrad på op til 90-97 procent. Der er en række støtteprogrammer for låntagere, som foregår gennem en universalbank. Den mest markante forskel i USA er det såkaldte sekundære marked og institutterne på dette marked. Disse institutter er semioffentlige og kendes som government-sponsored enterprises (GSE). GSE'erne opkøber boliglån fra banker, grupperer dem i MBS'ere, og sælger derefter disse videre til investorer. I processen garanterer GSE'erne MBS'erne, hvorfor investorerne anser MBS'erne som værende mere sikre end de individuelle lån i MBS'erne. Da sikkerheden for MBS'erne anses som høj, vælger investorerne at investere trods relativt lave afkast. Dette medfører lavere renter for låntagerne samt øget likviditet i markedet. Derudover er der en udjævnende effekt, så vilkår og renter på tværs af landet er nærmere hinanden.

GSE'erne var oprindeligt statsejede og blev efterfølgende privatiseret, men i forbindelse med finanskrisen blev de, grundet store tab, igen overtaget af staten. De facto agerer de altså som en statsgaranti for lån, der overholder visse krav til størrelsen af lånet, indkomst og den bolig, der er pant i. Dette system til finansiering af boliger er unikt og udgør dermed et separat system, selvom de kundevedtatte aspekter minder om en traditionel universalbank.



## 3 Låntagerperspektivet

### Introduktion

To af de vigtigste mål for et system til ejendom- og boligfinansiering er at stille finansiering til rådighed for en stor del af befolkningen og gøre det til en pris, der er til at betale.

Når man låner til køb af en bolig betaler man typisk en mindre udbetaling, og man har samtidig en lang afviklingsperiode for lånet. Derfor vil renten og eventuelle andre omkostninger sammen med prisen på boligen have betydning for, om den bolig, man gerne vil eje, er til at betale.

Samtidig spiller vilkårene for at kunne få lånet og kunne indfri det igen typisk en rolle for, hvornår i livet man vil købe og binde sig til en bolig. Udbetalingens størrelse og omkostningerne ved at etablere og indfri lånet i tilfælde af, at man vil skifte bolig, kan for eksempel afholde unge fra at købe deres egen bolig. Samfundsmæssigt set har disse vilkår betydning for mobiliteten i boligmarkedet.

Endelig kan låntagerens mulighed for at få kendskab til og forstå, hvilke vilkår og priser man bliver underlagt, have betydning for, hvor tryk låntageren er ved at gældsætte sig. Dette omfatter også transparens, i forhold til hvilken pris långiver sætter, og hvordan denne påvirkes.

I Danmark har man – som det fremgik af kapitel 2 – længe kunnet købe en bolig med en lav udbetaling, hvis der optages både realkredit- og banklån. De løbende ejendomsskatter i Danmark har også bidraget til, at adgangsbarrieren til boligmarkedet er lavere end i blandt andet Tyskland og Storbritannien, hvor der er højere skatter ved handel med boliger. Samtidig har vilkårene for at kunne indfri lånene muliggjort, at nogle låntagere med fastforrentede lån har kunnet få økonomiske fordele ved at omlægge lån ved renteudsving. Denne option indpriser dog i lånet, og det må forventes, at dette øger prisen.

Vi finder i dette kapitel, at det danske system tilbyder låntagerne relativt attraktive vilkår. Rente- og stiftelsesomkostningerne i det danske marked hører til blandt de laveste ved sammenlignelige låntyper og sammenlignelige belåningsgrader. Jo højere belåningsgrad, jo mindre bliver forskellene mellem landene. For Danmark spiller det ind på den samlede pris, at de supplerende banklån, der indhentes oveni

de 80 procents realkreditbelåning, gør, at de danske priser på de samlede boliglån med en høj belåningsgrad nærmer sig priseniveauet i de andre lande.

Det forhold, at renten bygger på en obligation handlet direkte på et kapitalmarked, er med til at give danske låntagere attraktive priser. Samtidig giver det en større transparens i prissætningen. Selvom det danske system kan være komplekst, ligger der en væsentlig forbrugerbeskyttelse i, at det er gennemskueligt, hvordan prisen på det danske realkreditlån er sammensat. Den består af renten på den underliggende obligation, der er fundingomkostningen, samt et bidrag til instituttet, der er instituttets indtægt. I andre lande er prissætningen nemmere at forholde sig til, da der er én rente, men det er mindre gennemskueligt for den enkelte, hvordan den fremkommer. De danske låntagere kan i stedet direkte se, hvor stor en andel af betalingen der går til instituttet (bidragssats og gebyrer) og til finansieringen (den effektive rente på obligationen).

Vilkårene for at få adgang til lån i Danmark er sammenlignelige med vilkårene i flere andre lande, men danske låntagere har relativt bedre muligheder for at indfri og omlægge lån, især fastforrentede lån og flexlån. For variabelt forrentede lån og flexlån kan Sverige og Tyskland dog have lavere indfrielses- og stiftelsesomkostninger, afhængigt af hvor længe lånet holdes, og hvornår renten senest er fastsat.

I Danmark kan boligejeren have fordel af muligheden for at kunne indfri og omlægge fastforrentede lån i lånets løbetid med henblik på at reducere restgæld eller renteomkostninger ved renteændringer. Den samme fleksibilitet er væsentligt dyrere i Tyskland og USA, hvor fastforrentede lån også er udbredte. Her kommer det låntageren i Danmark til gavn, at låntageren i princippet handler direkte på obligationsmarkedet.

I de bankbaserede systemer er prisen på omlægningen også markedsbestemt, men her kan den enkelte bank prissætte omlægningen. Trods regulering heraf er gebyrerne/omkostningerne i Storbritannien stadig relativt høje.

I forhold til de danske stiftelses- og indfrielsesomkostninger bør det noteres, at disse ofte består af både en fast komponent og en komponent, der afhænger af lånets størrelse. Dette betyder, at prisen for at indfri lån er relativt lavere for store lån, og at mindre låntagere derfor ikke nødvendigvis får samme gevinst af en omlægning i det danske system.

I flere lande har långivere mulighed for at ændre vilkårene i lånets løbetid. I Sverige kan en låneudbyder årligt justere i den forhandlede rente. I Danmark har realkreditinstitutterne mulighed for at ændre bidragssatsen i lånets løbetid, så længe en række forhold er gældende, herunder at institutterne kan begrunde ændringen med en indtruffen begivenhed, såsom ændringer i reguleringen.

I flere lande, inklusive Danmark, står beskatningen ikke i vejen for at købe boliger og optage lån, mens de høje skatter især i det britiske og tyske system udgør barrierer for nye boligejere og boligsjift og dermed for mobiliteten i markedet.

Det danske system sikrer et mere tilgængeligt boligmarked, og den solidariske prissætning gør, at flere grupper er stillet bedre end i andre lande. Flere har derfor lavere omkostninger ved deres boliglån, hvilket hjælper dem med at have råd til at have boliglån. Samtidig understøtter systemet i højere grad end i andre lande en mobilitet på boligmarkedet.

Modsat ser den individualiserede og forhandlede prissætning i andre lande ud til at give generelt højere priser, også for specifikke grupper. Selvom individuel prissætning kunne forventes at give lavere priser for de sikreste låntagere, så ses det, at heller ikke låntagerne med de bedste kreditscorer får lavere priser end danske låntagere. Det er dog en mulighed, at et system med individuel prissætning kan tilbyde lån til mere ressourcetsvage eller risikable grupper, da deres højere risiko kan kompenseres gennem højere rente. Som vi vender tilbage til, er omfanget af statslig støtte til marginale grupper dog et tegn på, at systemerne med individuel prissætning ikke er i stand til at yde disse grupper lån selv.

I det følgende ses der først på priserne på udvalgte lån, og dernæst sammenlignes specifikke vilkår for optagelse og indfrielse af lån.

### 3.1 Omkostninger ved lån

Danske låntagere har nogle af de laveste omkostninger, forstået som de samlede udgifter til stiftelsesomkostninger til udbyderen samt løbende betaling (rente og eventuelt bidrag) på lånet, ved de fleste låntyper sammenlignet med omkostningerne ved tilsvarende lån i de fem andre lande. Det gælder for variable lån og for F5-lån og til dels for fastforrentede lån. Det gælder endvidere ved forskellige belåningsgrader. Forskellen i omkostningerne mindskes ved højere belåningsgrader, fordi de højere omkostninger ved supplerende bankfinansiering slår igennem.

Prisberegninger på forskellige lånprodukter, -løbetider og -belåningsgrader, jf. på næste side, viser de lave omkostninger for danske låntagere. Forklaringen er, at renten, inklusive bidrag, samt stiftelsesomkostninger til udbydere samlet set er lavere i Danmark.

Resultaterne af prisberegningerne fremgår af Tabel 1 der viser omkostningerne ved et 30-årigt F5-lån ved tre forskellige belåningsgrader. I Danmarks er F5-lånet suppleret af et banklån med variabel rente.

Af Tabel 1 fremgår at Danmark er billigst ved alle tre undersøgte belåningsgrader. Storbritannien er næst billigst, men er stadig 58 procent dyrere over en 30-årig periode. Ved højere belåningsgrader, op til 95 procent, falder forskellen, og det britiske lån er 29 procent dyrere. Forskellen til de amerikanske lån falder ved højere belåningsgrader, men forskellen er stadig over 150 procent mellem landene. De højere belåningsgraders lille effekt på prissammenligningen, skal findes i den relativt lille andel af boliggylden der, selv ved en belåningsgrad på 95 procent, stammer fra højtforrentede banklån. Når dette samtidig betales af først, bliver effekten relativt lille. Hvis ikke banklånet betales af først, er det danske lån stadig billigst, men forskellen er mindre. I Sverige og

Tabel 1. Sammenligning af udgifter ved F5-lån med forskellige belåningsgrader, 2018

Belåningsgrad	80 %		85 %		95 %	
	Udgifter i alt	% højere end DK	Udgifter i alt	% højere end DK	Udgifter i alt	% højere end DK
<b>Danmark</b>	539.226	-	589.571	-	785.624	-
<b>Storbritannien</b>	849.466	58	909.836	54	1.016.876	29
<b>Sverige</b>	945.810	75	1.013.027	72	N/A	N/A
<b>Tyskland</b>	869.039	61	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>USA</b>	1.768.453	228	1.894.134	221	2.116.973	169

Kilde: Deloitte-research.

Note: Det optagede lån er et F5-lån med en belåningsgrad på henholdsvis 80%, 85% og 95%. Boligen koster 3.000.000 DKK. Dermed er omkostningerne for lån på henholdsvis 2.400.000, 2.550.000 og 2.850.000 DKK.

Tyskland er de højeste mulige belåningsgrader henholdsvis 85 og cirka 80 procent, hvorfor der ikke er resultater for alle belåningsgrader i de lande.

Konkret ses det, at de samlede omkostninger ved et 30-årigt F5-lån svinger fra DKK 540.000 i Danmark til DKK 1.768.000 i USA, hvilket svarer til, at omkostningen er tre gange højere i USA. De væsentligt højere omkostninger i USA kan delvist tilskrives det højere renteniveau i USA end i Europa. Det højere renteniveau, som aktuelt gælder for boligkøbere i USA, er påvirket af, at den amerikanske centralbank har hævet renten af flere omgange. Det forklarer dog ikke den fulde forskel, idet USA over en 10-årig periode har haft et højere renteniveau.<sup>12</sup>

Prissammenligningen er også foretaget for forskellige låneprodukter og løbetider, jf. Figur 5 på næste side. Her ses samme mønster, men der er markante forskelle på produkterne. De tyske priser for fastforrentede lån er de laveste blandt de undersøgte lande og er også lavere end de britiske og svenske priser for F5-lån, men for variabelt forrentede lån er de tyske priser højere end de britiske, svenske og danske. Det er derfor ikke overraskende, at variabelt forrentede lån er det mest populære produkt i Sverige, hvorimod tyske låntagere ofte har fastforrentede lån.

### Boks 3: Prissammenligninger på tværs af de fem lande

For at analysere forskelle i omkostningerne ved lån i de fem undersøgte lande har vi indhentet tilbud fra hvert lands største aktører på tre produkter, der er så sammenlignelige som muligt. I omkostningerne indgår renter og stiftelsesomkostning til långiver, men ikke skatter. For Danmark indgår bidragsatsen, da andre lande inkluderer denne i rentebetalingen.

Prissammenligningerne er foregået med forskellige værdier for to faktorer: belåningsgrad og låntype/produkt. Der er lavet beregninger for variabelt forrentede lån, F5-lån og fastforrentede lån. Beregningerne er lavet for en belåningsgrad på 80, 85 og 95 procent.

Der er foretaget en række antagelser for at sikre et så sammenligneligt grundlag som muligt. Disse inkluderer:

- Beregningerne tager udgangspunkt i et gennemsnit af prisen fra hvert lands udbydere og de priser, den gennemsnitlige låntager møder.
- Ved belåningsgrader over 80 procent i Danmark, som kræver et banklån og et realkreditlån, antages det, at banklånet betales først, og at realkreditlånet er afdragsfrit, indtil banklånet er tilbagebetalt. Her forsøges der at holde en så konstant betalingsstrøm som muligt.
- For høje belåningsgrader i USA og Storbritannien antages det, at udbyder ikke kræver yderligere forsikring for den høje belåningsgrad, hvilket kan være tilfældet, da dette er et forhandlingsspørgsmål.

Udfordringer ved prissammenligninger

Det bør noteres, at landenes produkter ikke er fuldstændig sammenlignelige, og marginale forskelle på resultaterne kan opstå herfra.

Som eksempel kan det nævnes, at de tyske fastforrentede lån er inkonvertible, hvorimod de danske og amerikanske er konvertible. Det betyder, at man ved faldende renter i Danmark og USA kan omlægge til lån med lavere renter, ligesom man i Danmark ved stigende renter vil kunne indløse sit lån til et lavere beløb end den udestående hovedstol. Begge resultater kan give en besparelse. Disse muligheder er ikke til stede i det tyske system. Produkterne er derfor ikke perfekte substitutter, men de er valgt, da de er så nært beslægtede som muligt. I alt ses det, at der er nogle klare forskelle på tværs af landene, som påvirker produkterne.

Endvidere afspejler priserne faktorer, som ikke er en del af systemet for boligfinansiering. Som eksempel kan det nævnes, at den amerikanske centralbank har hævet renten mere end den europæiske, hvilket bidrager til et generelt højere renteniveau i USA. Resultaterne i prissammenligningen, der viser højere amerikanske priser, er dog robuste overfor disse rentestigninger, da de amerikanske bolig- og statsrenter over en 10-årig periode har været højere end i de andre undersøgte lande. Dette bidrager til de højere priser i USA.

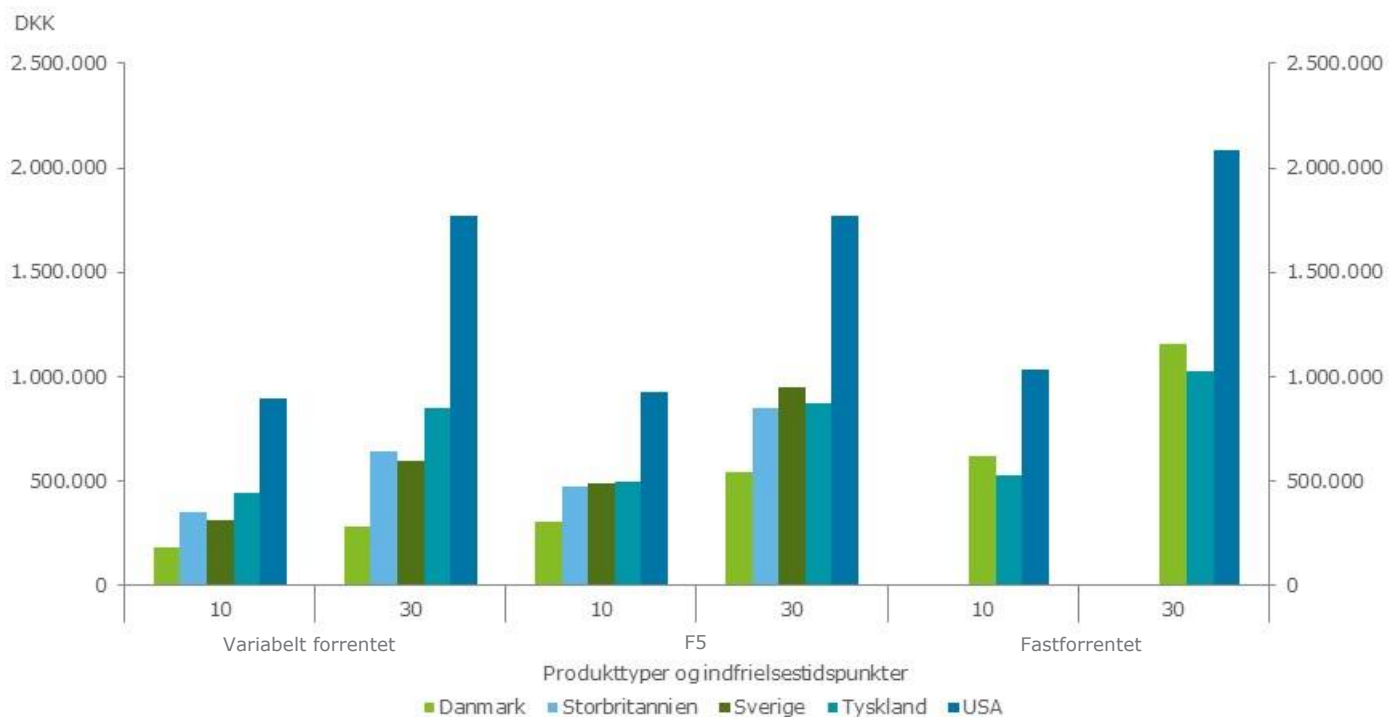
Endelig er omkostningerne udtryk for et øjebliksbillede, hvilket betyder at marginale forskelle mellem landene kan opstå, som følge af hvilken periode priser indhentes for.

<sup>12</sup> Der har historisk været en højere rente i USA, og rentespændet til statsobligationer er også højere i USA end i de andre undersøgte lande.

I Tyskland er et 30-årigt fastforrentet lån billigere end i Danmark. Her er de samlede omkostninger over 30 år i regneeksemplet DKK 1.152.000 i Danmark og DKK 1.027.000 i Tyskland. Begge lån er dog markant billigere end de amerikanske lån, hvor et tilsvarende lån koster DKK 2.083.000. I Sverige og Storbritannien er disse lån ikke tilgængelige.

ikke udnytte faldende renter. Vi drøfter denne mulighed nærmere nedenfor.

Figur 5: Samlede omkostninger ved køb af bolig til DKK 3.000.0000 med et 30-årigt lån og en udbetaling på DKK 600.000, fordelt på forskellige lånetider og indfrielsestidspunkter, 2018



Kilde: Deloitte-research.  
 Note: Produkttyper og indfrielsestidspunkter er angivet på vandret akse.

Det skal dog understreges, jf. Boks 3 på forrige side, at det danske og tyske fastforrentede 30-årige lån ikke er helt sammenlignelige. De danske fastforrentede lån er, modsat de tyske, konvertible, hvilket bidrager til at øge renten på de danske lån. Muligheden for konvertering indpriser i obligationerne, hvor de forventes, alt andet lige, at øge den rente, investorer kræver for at investere.

De konkrete rentesatser og stiftelsesomkostningerne hos udbydere, der indgår i prisberegningen på et typisk lån, der udbydes i alle landene, kan illustrere de markante forskelle mellem landene. Jf. Boks 4 på næste side er den væsentligste differentiator mellem landene renteniveauet. Det skal understreges, at der ikke er indregnet stiftelsesomkostninger og skatter, der skal betales til staten. Dette uddybes nedenfor.

At lånet er konvertibelt betyder, at låntagere i Danmark har mulighed for en gevinst ved rentesving i enten positiv eller negativ retning, og dermed kan låntageren opnå besparelser i Danmark, som det ikke er muligt for tyske låntagere at få. Tyske låntagere, der har valgt fastforrentede lån, kan

#### Boks 4. Sammenligning af renteniveau og stiftelsesomkostninger på tværs af lande

For at illustrere forskellene i, hvordan boliglån er konstrueret, er renteniveauer og stiftelsesomkostninger opsummeret i nedenstående tabel. Opsummeringen viser rentesatsen og stiftelsesomkostningerne til långiver ved optagelse af et F5-lån på DKK 2.400.000 til køb af en bolig til DKK 3.000.000.

Land	Rentesats (F5, p/a)	Stiftelsesomkostninger til långiver (DKK)
<b>Danmark</b>	1,33 %	11.900
<b>Storbritannien</b>	2,03 %	21.500
<b>Sverige</b>	2,31 %	0
<b>Tyskland</b>	1,76 %	0
<b>USA</b>	3,93 %	0-48.000

Forskelle mellem landene skal findes i både rente- og stiftelsesomkostninger. De danske renter er lavest af de undersøgte lande ved et F5-lån. De danske stiftelsesomkostninger er også lavere end de britiske, hvorimod de i USA afhænger af delstat og udbyder. I Sverige og Tyskland betales der traditionelt ingen stiftelsesomkostninger, men der er højere renteniveauer, og i Tyskland skal der betales høje gebyrer til ejendomsmæglere kontant. Stiftelsesomkostningerne er generelt lave i alle lande og udgør højst 2 procent af boligens værdi. Store forskelle mellem landenes samlede omkostninger findes i stedet i forskelle i renteniveauer, der har en markant større effekt på de samlede omkostninger. Statslige skatter og afgifter er ikke inkluderet i beregningen, men gennemgås senere i analysen.

at skifte bolig. Endelig spiller her også gebyrer og skatteforhold ind, dels i forhold til stiftelse af lån, dels bredere i forhold til ejendomsbeskatningen i landene.

Samfundsmæssigt set kan både de konkrete vilkår i forbindelse med lånoptagelse på markedet og skatteforholdene således berøre adgangen til og mobiliteten på boligmarkedet.

Sammenligningen af vilkårene i de fem lande viser, at danske låntagere generelt har sammenlignelige vilkår med låntagerne i de andre fire lande med hensyn til at optage lån, men til gengæld har danske låntagere relativt bedre mulighed for at indfri og konvertere fastforrentede lån. I andre lande, hvor der anvendes variabelt forrentede lån, er der i vidt omfang mulighed for at indfri disse lån billigt.

Vilkårene for indgåelse, ændring og indfrielse i landene, der udover renten spiller ind for låntageren, er sammenfattet i Tabel 2 nedenfor.

Som vi skal se nærmere på senere, har vilkårene stor betydning for, hvordan forskellige grupper er stillet prismæssigt, og hvor omkostningsfyldt det er at skifte bolig. Det danske, svenske og amerikanske omkostningsniveau i forbindelse med skift af bolig er markant lavere end omkostningsniveauet i Tyskland og Storbritannien, især for de ikkefastforrentede lån.

### 3.2 Vilkår, der har betydning ved indgåelse og indfrielse

Omkostninger ved lånet er imidlertid kun en af de faktorer, der har betydning for, hvor attraktive forskellige lån er for låntagerne i de forskellige lande.

Andre aspekter er for det første kravene til at kunne få adgang til et lån i det hele taget. Det kan være krav til indkomst og udbetaling. Dette har betydning for, om boligkøbere med mindre opsparing, for eksempel unge boligkøbere, kan købe en ejerbolig. For det andet - og som allerede anskueliggjort ovenfor med de 30-årige fastforrentede lån - har vilkårene for at kunne ændre og omlægge lånet betydning for, hvor attraktive lånene er. Muligheden for omlægning kan have stor betydning for den enkelte både i forhold til at kunne udnytte ændringer i renten til at mindske restgæld eller sænke rentekomkostninger, og i forhold til hvor nemt det er

Tabel 2. Vilkår for indgåelse, ændring og indfrielse af lån

	Vilkår ved indgåelse					Vilkår ved ændring og opsigelse			
	Krav til låntager for at måtte optage lån	Maksimal belåningsgrad	Væsentligste faktorer for fastlæggelse af rente, inklusive bidrag	Stiftelsesomkostninger til udbyder af lån	Beskatning ved køb af bolig	Långivers adgang til at opsigse lån	Långivers mulighed for at ændre i priser for fastforrentede lån	Låntagers mulighed og vilkår for at indfri lån før tid	Omkostninger ved indfrielse af F5-lån
<b>Danmark</b>	Den disponible indkomst efter faste udgifter skal være minimum cirka DKK 6.000 for en enkeltperson. Derudover er der begrænsninger på hvor stor en andel af lån udbydere må yde med høje gæld-til-indkomst-ratioer.	<b>95 %</b>	Belåningsgrad og produkttype	Der betales et fast beløb på cirka DKK 10.000 + 0,15 procent af lånets værdi.	Der betales tinglysningsafgift af skødet på DKK 1.660 + 0,6 procent af boligens værdi samt tinglysningsafgift af optaget gæld på DKK 1.660 + 1,5 procent af gældens størrelse.  Derefter betales der løbende skat af boligens værdi.	Nej	Ja <sup>1</sup>	Kan gøres ved køb af den underliggende obligation og betaling af en mindre afgift.	Der betales et fast beløb på cirka DKK 1.500 + 0,15 procent af lånets værdi
<b>Storbritannien</b>	Der er ikke officielle krav til enkelte låntagere, men højst 15 procent af lån må være over 4,5 gange indkomsten før skat.	<b>90-95 %</b>	Kreditscore samt i mindre grad belåningsgrad og indkomst	Der betales et fast beløb på cirka DKK 21.500, uafhængigt af lånets størrelse, til en række mellemmand og banken.	Der betales 0-12 procent af boligens værdi i tinglysningsafgift, hvor skattesatsen afhænger af boligens værdi.	Nej	Nej	Kan gøres til enhver tid, men medfører en afgift afhængigt af produkt og udbyder.	Der betales 0-5 procent af udestående lån, afhængigt af hvornår længe renten er fastsat.
<b>Sverige</b>	Der er ingen faste krav, men de fleste banker kræver, at den samlede gæld er under 5-6 gange den årlige indkomst før skat.	<b>85 %</b>	Belåningsgrad og indkomst	Der er ingen stiftelsesomkostninger til udbyder.	Der betales tinglysningsafgift på DKK 600 + 1,5 procent af boligens værdi samt DKK 280 + 2 procent af lånets værdi.  Derefter betales der løbende skat af boligens værdi.	Nej	Nej	Kan gøres til enhver tid, men staten har regler for, hvilke gebyrer der betales for at kompensere långiver.	Der betales 0-1,2 procent af lånets værdi, afhængigt af hvornår renten er fastsat samt det nuværende renteniveau.
<b>Tyskland</b>	Månedlige betalinger til bolig og lån må højst udgøre 35 procent af indkomsten før skat.	<b>70-80 %</b> <sup>2</sup>	Belåningsgrad samt i mindre grad indkomst	Der er ingen stiftelsesomkostninger til udbyder, men banken kræver, at betaling til ejendomsmægler på 3,57-7,14 procent dækkes kontant af boligkøber.	Der betales 5-8 procent, afhængigt af forbundsstaten, af boligens værdi i tinglysningsafgifter.  Derefter betales der løbende skat af boligens værdi.	Nej	Nej	Kan gøres, men afhængigt af hvornår opsigelsen varsles og den individuelle aftale, betales der et gebyr, der kompenserer långiveren for forskellen på finansierings- og genplaceringsrenten.	Ingen
<b>USA</b>	Udgifter til boliglån må højst udgøre 28 procent af indkomsten før skat, og den samlede udgift til alle lån må ikke udgøre mere end 50 procent.	<b>97 %</b>	Kreditscore samt i mindre grad indkomst og belåningsgrad	31.250	Der betales 0-2 procent, afhængigt af delstaten, i en række forskelle tinglysningsafgifter.  Derefter betales der løbende skat af boligens værdi.	Nej	Nej	Kan gøres uden omkostning efter 3 år, ellers kan der kræves 2 procent af hovedstolen i afgift.	Ingen

Kilde: Deloitte-research.

<sup>1</sup>: De danske institutter kan, under visse omstændigheder, ændre i bidragssatsen, men ikke i renten.

<sup>2</sup>: Der er ikke officielle regler i Tyskland for den maksimale belåningsgrad, men de facto yder banker sjældent lån på mere end 70-80 % af boligens værdi.

Det fremgår af Tabel 2, at overordnet set har især tyske boligejere mindre attraktive vilkår ved optagelse af lån, både hvad angår tilladt belåningsgrad og de facto høje omkostninger ved oprettelse og indfrielse af gæld samt begrænsede muligheder for at konvertere lån.

Selvom tyske låntagere generelt kan optage lån til attraktive renteniveauer, så oplever de for eksempel en markant udfordring i forhold til de omkostninger, der er forbundet med køb af boliger og stiftelse af gæld. Dette skyldes dog i højere grad beskatning og ejendomsmæglergebyrer, end det kan henføres til finansieringssystemet.

Amerikanske og britiske låntagere er generelt stillet relativt godt i forhold til vilkår, da de både kan opnå høje belåningsgrader og kan indfri lån med relativt lave omkostninger. De britiske låntagere skal dog betale relativt høje skatter ved boligkøb, og hvis et lån er fastforrentet, kan der også være markante indfrielsesomkostninger.

De svenske låntagere kan kun optage lån med en belåningsgrad op til 85, hvilket er det næstlaveste af de undersøgte lande, men til gengæld er både beskatningen og stiftelsesomkostninger ved ejendoms køb lave. Et interessant karaktertræk ved det svenske system er dog, at boligkøbere generelt optager variabelt forrentede lån, hvor banken sætter en rente, hvorefter hver låntager forhandler en 1-årig rabat på denne. Det betyder, at for eksempel ændringer i ens indkomst i løbet af lånets løbetid kan betyde, at denne rabat bliver mindre, da den skal fastsættes årligt.

### **Kreditvurdering og belåningsgrader**

Landene har sammenlignelige adgangsbARRIERER i form af den indledende kreditvurdering og tilladte belåningsgrader, Tyskland som en markant undtagelse.

Den indledende kreditvurdering sker i alle lande på baggrund af krav vedrørende enten indkomst i forhold til lånets størrelse eller de månedlige udgifter til lånet. Kravene her kan ikke klart vurderes som hverken mere lempelige eller strengere i de enkelte lande, men vil i stedet afhænge af det pågældende renteniveau på et givent tidspunkt, da dette kan afgøre om tilgangen med samlet rådighedsbeløb eller tilgangen med gæld-til-indkomst-ratio er mest begrænsende.

På tværs af landene ses det, at de maksimalt tilladte belåningsgrader er sammenlignelige, med undtagelse af især Tyskland, hvor de de facto er markant lavere. Den tyske belåningsgrad er ikke bestemt af lovgivningen, men tyske banker udlåner traditionelt højst cirka 70-

80 procent. Derudover skal låntager dække udgifter til ejendomsmægler og skatter kontant. Disse udgør henholdsvis 3-7 og 5-8 procent af boligens værdi. Dette medfører, at boligkøbere reelt ofte skal komme med cirka 30-40 procent af boligens værdi selv. Den lave tyske belåningsgrad, omkostninger ved oprettelse og omkostninger ved ændring er medvirkende til, at folk erhverver boliger meget senere i Tyskland. Dette ses ved at den tyske gennemsnitsalder er mere end 10 år højere end i de andre lande. Sverige kræver også større udbetalinger end Danmark, USA og Storbritannien

I forhold til prissætningen ses det, at der i høj grad skeles til belåningsgrad, når rente, inklusive bidrag, skal fastlægges. Yderligere er renten til forhandling i alle lande, med undtagelse af de danske realkreditlån. Banklån er i alle lande, også i Danmark, til forhandling. På trods af at belåningsgraden er en markant faktor i fastsættelsen af prisen i samtlige lande, er der dog også her markante forskelle, hvor Sverige og Tyskland i varierende udstrækning inkluderer indkomsten i den samlede betragtning, men i mindre grad end i USA og Storbritannien. I Storbritannien og USA er der også en række institutter, der indsamler data om individuelle låntageres kredithistorik og bruger disse til at beregne en kreditscore. Kreditscoren indkalkulerer risikoen ved det enkelte engagement og bruges til prissætning af lånet. Kreditscoren kan for visse grupper, heriblandt unge, der ikke har en kredithistorik, medføre højere omkostninger. Danmark er altså her unikt ved kun at inkludere belåningsgraden i fastsættelse af prisen, hvilket sker gennem bidragssatsen.<sup>13</sup> Nedenfor i afsnit 3.3 uddybes spørgsmålet om den individuelle prissætning, og hvad den betyder.

### **Omkostninger ved optagelse (stiftelsesomkostninger og beskatning)**

Omkostningerne, der er set på, vedrører både stiftelsesomkostninger til udbydere, skatter og afgifter.

De tyske vilkår fremstår som nævnt mindst attraktive. Tyske boligkøbere betaler ikke direkte stiftelsesomkostninger til udbydere, men der er høje gebyrer til ejendomsmæglere ved køb af boliger og forskellige skatter. Afhængigt af delstat kan disse gebyrer og skatter samlet løbe op i 8-15 procent af boligens værdi. Konsekvensen af disse vilkår er, at den gennemsnitlige alder på tyske førstegangskøbere, som nævnt ovenfor, er relativt høj. Tyskere køber derfor traditionelt først bolig, når de er mere etablerede i livet og karrieren og derfor er ret sikre på, hvor de vil bo permanent.

Tyskland har også høje omkostninger ved indfrielse og i øvrigt begrænsede muligheder for at konvertere lån, jf.

<sup>13</sup> Dette er dog kun gældende for realkreditlån, som kan dække de første 80 procent af boligens værdi. For banklån, der kan dække 15 procent, fastsættes prisen som i Sverige og Tyskland.

tidligere. Det er kun briterne, der har omkostninger, der nærmer sig samme niveau som tyskerne. Her betales 0-12 procent af boligens værdi, hvor skattesatsen er progressiv. Vi skal se i et regneeksempel nedenfor, hvordan disse vilkår har betydning ved boligsælf.

Et yderligere aspekt, der har betydning for, om man har råd til optagelse af lån, er beskatningen i de enkelte lande. Dette aspekt har som bekendt intet med det enkelte lands boligfinansiering at gøre, men har at gøre med ejendomsbeskatningen i det enkelte land. Som det fremgår af Tabel 2 er der i nogle lande en væsentlig beskatning ved optagelse af et boliglån. Derved får ejendomsbeskatningen stor betydning for, hvor vanskeligt det er at få adgang til at købe en ejerbolig. I andre lande er ejendomsbeskatningen løbende. Enkelte lande har beskatning af gevinsten ved boligsælf.<sup>14</sup>

Danmark og USA er de lande, hvor den relativt største del af beskatningen sker løbende, men som begge ikke beskatter gevinster ved sælf, så længe man selv har boet i boligen. Tyskland og Storbritannien adskiller sig ved hovedsagelig at beskatte ved køb af boligen.

I Sverige sker den relativt største del af beskatningen i opgangstider ved sælf af boligen. Det kan potentielt mindske mobiliteten, da boligejere muligvis bliver boende for at undgå at blive ramt af beskatningen.<sup>15</sup>

### **Ændring af lånevilkår og muligheden for indfrielse**

Et særligt aspekt ved boliglån er muligheden for fra både låntagers side og långivers side at ændre vilkårene. Traditionelt giver den store andel af fastforrentede konvertible lån i Danmark en grad af sikkerhed for låntagerne, selvom bidraget, og dermed den samlede betaling, kan ændre sig i lånets levetid. Samtidig har danske låntagere kunnet omlægge lånene og således få fordele af udsving i renten til at nedbringe restgæld eller renten på det resterende lån.

På tværs af landene ses det, at også långivers adgang til at ændre vilkår er sammenlignelige. I Storbritannien, Tyskland og USA er det ikke muligt for långiver at ændre vilkår eller renter, så længe renter og afdrag betales rettidigt. I Sverige er det ikke muligt at ændre i fastforrentede lån, men da variabelt forrentede lån er de mest udbredte, udgør dette ikke en udfordring for låntagerne. Ved variabelt forrentede lån fastsætter banken selv en variabel rente, som man så får en 1-årig rabat på. Den 1-årige rabat kan altså ændres i lånets løbetid, ligesom banken også kan ændre i den variable rentes udgangspunkt. I Danmark kan bidragssatsen som bekendt ændres af realkreditinstituttet. Det er dog relativt stramt reguleret, under hvilke forhold

bidragssatsen kan ændres. En mulig årsag til, at det i de andre lande kun i begrænset omfang er muligt at ændre i vilkår eller priser, når en aftale er indgået, og en rente er fastlagt, er, at disse i Sverige, Tyskland og Storbritannien ofte fastsættes i en kortere periode end i Danmark, hvorfor risikoen ved faste vilkår og renter er mindre for långiveren. Denne øgede risiko ved at binde sig til en pris i en længere periode er også med til at forklare, hvorfor renten på fastforrentede lån ofte er højere end for variabelt forrentede lån.

Landene har sammenlignelige optagelses- og indfrielsesvilkår, men de danske låntagere er, som det er fremgået, de eneste, der kan indfri lån ved at købe lånets underliggende obligation. Ved fastforrentede lån og stigende renter kan der potentielt opnås en markant besparelse i forhold til lånets udestående hovedstol. De danske lånevilkår, der giver adgang til indfrielse af fastforrentede lån, rummer dermed en fleksibilitet, der er til fordel for låntageren, og som ikke ses i andre lande med lån med lang løbetid. Udnyttelse af disse konverteringsmuligheder kræver dog en vis indsigt i, hvordan realkreditlån fungerer, samt at lånet har en vis størrelse, så besparelsen fra lavere renter kan kompensere for de faste handelsomkostninger, der er forbundet med en lånkonvertering. Dette medfører altså, at de store låntagere de facto har muligheder for at opnå en besparelse, som mindre låntagere ikke har. Derudover bemærkes det, at investorer indpriser denne mulighed i renten, som må forventes at ville være lavere uden denne mulighed.

Der ses også markante forskelle på låntagers indfrielsesmuligheder. I USA og Tyskland kan lån opsiges uden omkostning efter henholdsvis 3 og 10 år. I Storbritannien afhænger omkostningen af låntypen, lånets løbetid og udbyderen. I Sverige afhænger den også af produkttypen og løbetiden, men størrelsen af afgifterne er reguleret af staten og ens for alle udbydere. Danmark adskiller sig ved altid at kræve et gebyr for betaling af lånet, med undtagelse af når der indfris ved bidragsstigning, men her kan der, som nævnt ovenfor, under visse vilkår indfris, så der opnås en besparelse i forhold til lånets udestående hovedstol.

### **3.3 Transparens i prissætning**

Et yderligere element, der har betydning for låntagerens tryghed ved at gældsætte sig, er transparensen i systemet, dvs. muligheden for at gennemskue, hvilke priser og vilkår man er underlagt.

I det amerikanske, britiske, svenske og tyske system sker finansieringen og ydelsen af lånet separat fra hinanden. Det medfører, at låntagere kun bliver mødt af

<sup>14</sup> I bilag 3 fremgår en mere detaljeret oversigt over beskatningen i de enkelte lande.

<sup>15</sup> Peter Englund, 2016, Milestones in Swedish Housing Finance, p. 390.



én pris på lånet, samt en række gebyrer, der knytter sig til omlægning eller opsigelse af lånet. Det betyder reelt, at kunden præsenteres for meget lidt, men meget nemt forståelig, information.

I det danske realkreditsystem finansieres boliglån i stedet direkte på kapitalmarkederne, og der er en klar opdeling mellem udbyders betaling, som består af bidragsatsen og en række gebyrer, herunder til udarbejdelse af tilbud, kursskæring m.m., samt betalingen til obligationsejeren, som består af renten på den underliggende obligation samt forskellen mellem kursen på den underliggende obligation ved optagelse og kurs 100. Dette skaber en væsentlig grad af transparens i prissætningen og muliggør sammenligning af priserne mellem institutter.

Det kan dog ikke konkluderes, at høj transparens i forhold til prissætningen er ensbetydende med en generel høj transparens omkring lånefinansieringen i Danmark, da systemet er relativt komplekst og omfatter mange faktorer. Øget transparens sikrer den informerede låntager klarhed over sin situation. Den mindre informerede låntager, som muligvis ikke har indblik i de finansielle markeder, har derimod sværere ved at forstå de forskellige vilkår og muligheder. Her vil det ofte være nemmere at forholde sig til en pris, der udelukkende består af en rentesats og nogle stiftelsesomkostninger. Hensynet til mindre informerede kunder kan dog også passes i et meget transparent system, da det må forventes, at hvis der er væsentlige ændringer i et system med en høj grad af transparens, så vil disse ændringer blive fortolket og præsenteret af eksperter, forbrugerportaler, journalister osv.

### 3.4 Konsekvenser af vilkårene for låntagere

De beskrevne vilkår har i konkrete situationer betydning for dem, der gerne vil være boligejere, og for eksisterende boligejere, der vil skifte bolig.

Konkret har vilkårene generelt betydning for, om visse grupper kan få adgang til et boliglån og komme ind på boligmarkedet. Mere specifikt kan vilkårene også have betydning for, om for eksempel unge med mindre opsparing og en kortere kredithistorik kan erhverve en bolig. Det er allerede fremgået, hvordan vilkårene i Tyskland kan være med til at forklare, hvorfor tyskerne først senere i livet køber deres første bolig.

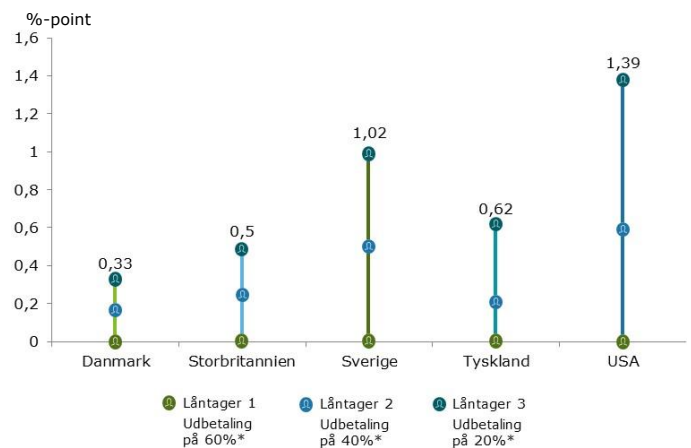
Vilkårene gør også en forskel for, hvor bekosteligt det er at afhænde og købe en ny bolig. Dermed har de også en betydning for mobiliteten på boligmarkedet. I det følgende ses først på konsekvenserne af systemernes prissætning for grupper med mindre formue, dernæst

ses der på konsekvenserne for unge boligkøbere, og endelig ses på konsekvenser ved boligskitte.

### Individuel prissætning medfører højere priser for visse grupper

I alle lande er der en grad af individuel prissætning ud fra belåningsgrad – samt fra kreditscore i Storbritannien og USA. I alle lande, bortset fra Danmark, forhandler man endvidere som låntager den samlede rente. Den individuelle prissætning bevirker, at renten kan variere ganske betydeligt. Det viser et eksempel, der tager udgangspunkt i tre låntagere med forskellige udbetalinger og med en månedlig indkomst på DKK 37.000, der køber en bolig til DKK 3 mio., jf. Figur 6.<sup>16</sup>

Figur 6. Graden af prisdifferentiering mellem tre typer låntagere, målt ved renten, i procentpoint, 2018



Kilde: Deloitte-research.

Note: Figuren viser spændet i den pris, her illustreret ved renten, forskellige låntagere betaler for at låne. De amerikanske låntagere varierer både i belåningsgrad og kreditscore.

#### Fakta om beregningen af graden af prisdifferentiering

Der tages udgangspunkt i låntagere med en månedlig indkomst på DKK 37.500, der køber en bolig til DKK 3.000.000. Spændet viser forskellen i de renter følgende tre låntagere betaler:

- Låntager 1: udbetaling på 60 % og god kreditscore (800)
- Låntager 2: udbetaling på 40 % og gennemsnitlig kreditscore (700)
- Låntager 3: udbetaling på 20 % og dårlig kreditscore (600).

Da nogle udbydere begrænser produktudvalget for visse kunder, er ovenstående baseret på hvert lands mest udbredte produkt. I Danmark og USA er det 30-årige fastforrentede lån, i Tyskland og Storbritannien er det 10-årige fastforrentede lån, og i Sverige er det et variabelt forrentet lån. I Storbritannien var det ikke muligt at indhente priser for varierende kreditscorer. For Sverige vises forskellen på listepriiser, den gennemsnitligt opnåede rabat og en estimeret maksimal rabat. En maksimal belåningsgrad på 80 procent antages, da højere belåningsgrader ikke er tilgængelige i alle lande. Dette udelukker dog de danske banklån og begrænser det danske spænd.

Regneeksemplet i Figur 6 viser, at prisdifferentieringen ud fra størrelsen på udbetalingen kan variere mellem

<sup>16</sup> Beregningen er baseret på et lån, hvor der ikke skal indhentes banklån.

0,33 procentpoint i Danmark, som er den laveste differentiering, og 1,39 procentpoint i USA, som har den højeste. Boksen under figuren beskriver forudsætningerne for beregningen.

Rentedifferentieringen i Sverige er næsthøjst på cirka 1 procentpoint. Alt andet lige tilbyder det danske system de bedste vilkår til rådighed for låntagere med en mindre udbetaling oven i et renteniveau, der i forvejen er det laveste.

Konkret afspejler det danske spænd i renten for de tre forskellige låntagere forskellen i bidragssatser, der varierer med belåningsgrader. I de andre lande, hvor bidragsbetalingen er inkluderet i renten, er det spredningen i renteniveauet, der er afspejlet.

Udover forskelle i, hvilke priser de forskellige låntagere møder, er der også forskelle i de tilbudte produkter. Disse forskelle i tilbudte produkter skyldes ofte ikke eksakte regler, men i USA, hvor der er krav til, hvor stor en del af indkomsten der må gå til afbetaling af lånet, er for eksempel fastforrentede lån i visse tilfælde ikke en mulighed for personer med lave indkomster. Tilsvarende er der i Danmark grænser for, hvilke låntagere der må optage blandt andet afdragsfrie lån.

Fra en økonomisk betragtning kan det argumenteres, at en individuel prissætning giver bedre mulighed for at prissætte den individuelle risiko, som et institut påtager sig ved et låneengagement. Det er dog udenfor rammerne af denne analyse at belyse dette nærmere.

### Vilkår kan udgøre barrierer for nye boligejere

Specifikt for unge kan det være en udfordring at komme ind på boligmarkedet. De har generelt lavere indkomster, mindre opsparing og en kortere kredithistorik.

Samtidig kan det samfundsmæssigt være ønskeligt, at netop unge får adgang til ejerboligmarkedet for at kunne dække deres boligbehov og skabe mulighed for, at unge kan få adgang til værdistigninger.

I sammenligningen i Tabel 3 ses der specifikt på de vilkår, der typisk har betydning for unge boligkøbere. Den viser, at det er relativt nemt for unge at låne i Danmark. I sammenligningen er den maksimale belåningsgrad, renteniveau og krav til kreditscore specifikt sammenlignet. Vilkårene i Danmark er relativt

<sup>17</sup> Selvom Danmark tilsyneladende ud fra denne sammenligning har de mest attraktive vilkår, så er gennemsnitsalderen for førstegangskøbere højere end i USA og Storbritannien. I Danmark var gennemsnitsalderen i 2016 35 år, hvorimod den i Storbritannien og USA var henholdsvis 30 og 32 år. I Tyskland er den noget højere med en gennemsnitsalder på 48. Derudover vil de seneste stramninger, der er indført i Danmark i starten af 2018, og boligpriser, der stiger mere end lønninger, især i de større byer, potentielt indebære, at gennemsnitsalderen stiger. Årsagerne til

gode, da der er de næsthøjeste belåningsgrader, de laveste renter og dermed også de laveste månedlige betalinger. Sammenligningen af de tre parametre fremgår af Tabel 3.

Tabel 3. Vilkår med særlig betydning for nye boligejere

	Maksimal belåningsgrad	Renteniveau (F5)	Vigtigste faktorer til bestemmelse af kreditscore
<b>Danmark</b>	95 %	1,33	Indkomst og belåningsgrad
<b>Storbritannien</b>	95 %	2,03	Indkomst, belåningsgrad, kredithistorik og ansættelsens længde
<b>Sverige</b>	85 %	2,31	Indkomst og belåningsgrad
<b>Tyskland</b>	70-80 %	1,76	Indkomst og belåningsgrad
<b>USA</b>	97 %	3,93	Indkomst, belåningsgrad, kredithistorik og ansættelsens længde

Kilde: Deloitte-research.

USA og Storbritannien har relativt høje mulige belåningsgrader, men deres høje renteniveauer begrænser alt andet lige de unges samlede muligheder.

Derudover er det en væsentlig udfordring for unge i USA og Storbritannien, at lån godkendes ud fra en betragtning af blandt andet kredithistorik og længden af ens nuværende ansættelsesforhold. Dette gør det svært at optage lån, hvis ikke man tidligere har optaget og afbetalt lån og haft længerevarende ansættelsesforhold.

Tyskland og Sverige har relativt lave renteniveauer og lempelige krav til, hvordan låntagere kreditgodkendes, så længe der er en stabil indkomst. Dog lider især Tyskland under lave mulige belåningsgrader, hvilket betyder, at låntagere skal have relativt høje opsparinger for at optage lån.<sup>17</sup>

### Vilkår gør i nogle lande boligsjift væsentlig dyrere

Vilkårene påvirker også omkostningerne ved boligsjift, for eksempel, hvis man stifter familie og vil flytte til en større bolig og skal sælge ens nuværende ejerbolig.

Et regneeksempel, der er illustreret i Figur 7 på næste side, viser, hvilke omkostninger et boligsjifte er forbundet med for en boligejer i de fem lande. Regneeksemplet er gennemført for tre forskellige produkter. Det indgår i beregningen, hvad

variationer i gennemsnitsalderen kan ligge andre steder end i adgangen til boligfinansiering. I Danmark kan det alternative boligudbud og kulturelle forhold, der påvirker, hvornår man er færdig med sin uddannelse og etablerer sig, spille ind. I de lande, der har lavere gennemsnitsalder for førstegangskøbere, kan målrettede politiske tiltag i forhold til boligfinansieringsmarkedet potentielt også spille ind. I USA og Storbritannien har man således ordninger, der direkte understøtter unges køb af ejerbolig – mere herom i kapitel 5.

omkostningen er ved at optage et lån og indfri det ti år efter. Der er indregnet både offentlige skatter og afgifter ved køb af boliger og tinglysning af gæld, stiftelsesomkostninger til udbyderen af lånet samt omkostningen ved at indfri et lån.

Beregningen viser, at det danske, svenske og amerikanske omkostningsniveau i forbindelse med skift af bolig er markant lavere end omkostningsniveauet i Tyskland og Storbritannien, især for de ikkefastforrentede lån.

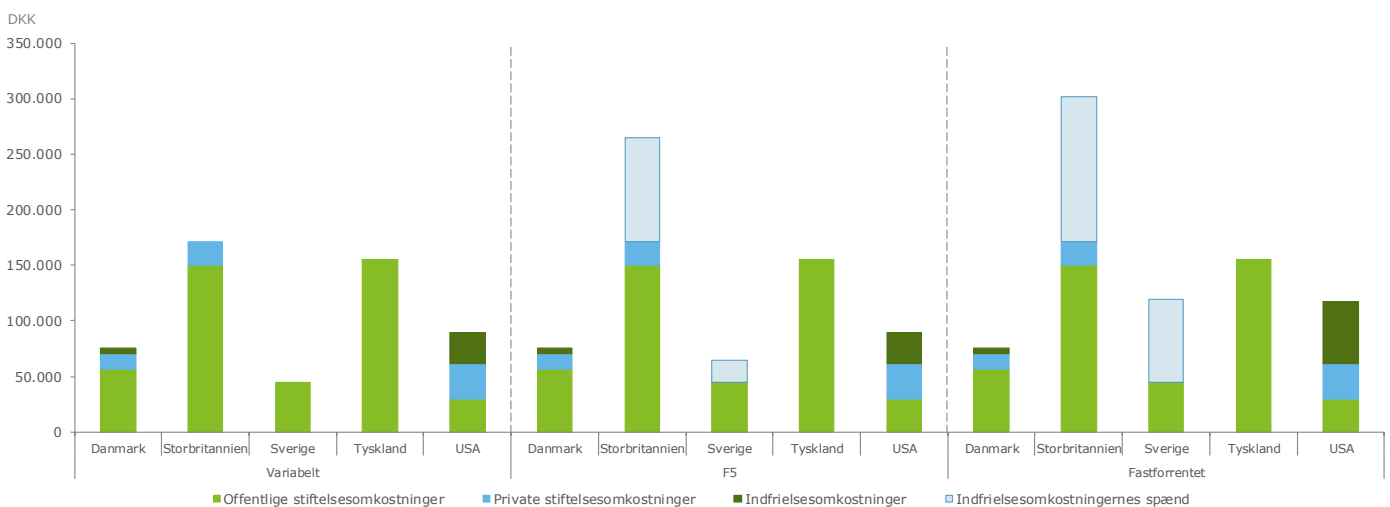
I Danmark vil omkostningen ved at stifte og indfri lånet være DKK cirka 75.000, mens prisen i Tyskland er DKK 155.000, i Storbritannien op til cirka DKK 300.000 og i Sverige op til DKK 167.000. Priserne i Tyskland, Sverige og Storbritannien afhænger dog i høj grad af, hvornår renten er fastsat, samt, for Tysklands vedkommende, hvor i landet lånet er optaget.

Danske og svenske omkostninger ved at optage og indfri lån er således generelt lave i forhold til de andre undersøgte lande. Oveni dette kan låntager som nævnt indfri obligationerne til pari, hvilket begrænser prisen for indfrielse af fastforrentede lån i tider med faldende renter. Denne mulighed indpriser i obligationerne, hvor de forventes, alt andet lige, at øge den rente, investorer kræver for at investere, hvilket øger låntagers rente.

Den danske tilgang til indfrielsesomkostninger er markedsbestemt, hvilket skal forstås sådan, at

låntagere indfrir lån ved at købe den underliggende obligationen. I andre lande er der ikke tilsvarende en gennemsnitlig markedspris. Her fastsætter banken eller myndighederne prisen. For at begrænse u hensigtsmæssige konsekvenser af høje priser er området reguleret. Reguleringen skal således sikre et loft over prisen på indfrielsen af lån, således at en boligejer ikke unødigt bliver bundet til en bolig i nedgangstider på grund af prisen, eller hvis boligejeren af andre årsager ikke længere kan betale sit lån og derfor har behov for afhænde sin bolig. I USA og Tyskland er det således ikke tilladt at kræve såkaldte prepayment penalties, altså gebyrer for tilbagebetaling før tid, hvis lånet holdes i over henholdsvis 3 og 10 år. I Sverige er der valgt en tredje løsning, hvor myndighederne begrænser størrelsen af disse prepayment penalties afhængigt af information om rentestolen, typen af lån, bindingsperiode m.m. Denne beregning kompenserer dermed långiver for tabt indtjening, som tilbagekonteres til en nutidsværdi. Denne tilgang benyttes også i Storbritannien, men er ikke i samme grad reguleret.

Figur 7. Samlede stiftelses- og indfrielsesomkostninger for forskellige låntyper på tværs af de fem lande, 2018, DKK



Kilde: Deloitte-research.

Note: Beregninger er baseret på følgende antagelser:

1. Der købes en bolig til DKK 3.000.000, der belånes med et 30-årigt lån til DKK 2.400.000.
2. Tilbageværende hovedstol af lån er på DKK 1.860.000 ved indfrielse.
3. Der vælges et repræsentativt gennemsnit af omkostningerne fra forskellige udbydere og kommuner i hvert land.
4. Hvor indfrielsesomkostninger afhænger af seneste rentetilpasning, er der vist, hvilket spænd, som afhænger af hvornår renten er fastsat, indfrielsesomkostningerne befinder sig i.

Se bilag 4 for nominelle tal.

## 4 Investor- perspektivet

### Introduktion

Boligfinansiering udgør et marked for investorer. I et obligationsbaseret system tilvejebringer investorerne kapitalen til boliglånene ved at opkøbe obligationer, som banker eller realkreditinstitutter sælger for at finansiere lån til låntagere, der ønsker at købe en bolig. Investorerne kan være banker og institutionelle investorer såsom pensionskasser, som typisk søger et stabilt kapitalafkast.

I et indlåsbaseret system forholder det sig anderledes. Her finansieres lån ud fra de indlån, som privat- og erhvervskunder har stående i banken. Dette er altså den klassiske måde at tænke bank på, hvor banken modtager indlån og udlåner disse til andre kunder.

Er markedet for boligfinansiering og de underliggende aktiver attraktivt, vil det i sagens natur tiltrække investorer, og det kan have gunstige, afledte effekter for låntagerne.

Der er især to væsentlige effekter af, at markedet er attraktivt. For det første kan en øget efterspørgsel efter obligationer udøve et nedadgående pres på renten og dermed medvirke til at sikre gode priser og vilkår på lån for låntagerne. Den anden gunstige effekt af et attraktivt marked er, at det er likvidt i både høj- og lavkonjunkturer. I et likvidt marked vil det være mere sandsynligt, at man kan låne i krisetider, hvor mere usikre markeder kan opleve kreditklemmer.

Spørgsmålet om, hvorvidt markedet er attraktivt for investorer, er særlig vigtigt i forhold til det danske system. Det skyldes, at det danske system er baseret på løbende udstedelse af obligationer på markedsvilkår og så at sige 1-til-1 med låneydelsen. Investorerne er interesserede i at købe obligationer er således en forudsætning for, at danske boligkøbere vedvarende har adgang til billigere realkreditlån. I Storbritannien og Tyskland, hvor systemerne hovedsageligt er baseret på indlånsfinansiering, spiller investorerne interesse for at købe obligationer i sagens natur ikke nogen rolle for priserne eller likviditeten i boligmarkedet. Dog vil den generelle tiltro fra investorer stadig være væsentlig for

institutternes mulighed for at skaffe finansiering til aktiviteter generelt. Sverige og USA udgør en mellemvej mellem det danske og britiske system, hvor både indlån- og obligationsfinansiering spiller en markant rolle.

Set fra investorerne perspektiv er et attraktivt marked for investorer blandt andet kendetegnet ved lav risiko, stor volumen og høj likviditet af aktiverne. Obligationer er et attraktivt (nær-)risikofrit aktiv at investere i, når en porteføljes risiko skal begrænses. Dette er især relevant, når man som i Danmark og Sverige har en begrænset statsgæld, der kan benyttes som risikofri aktiver i den nationale valuta til likviditetsstyring. For den bredere finansielle sektor er markedet også et effektivt og sikkert værktøj til likviditetsstyring, da høj efterspørgsel efter obligationer er med til at sikre likviditeten i markedet og sænke transaktionsomkostningerne. Således anvender mange danske banker i dag obligationsmarkedet til likviditetsstyring og til at sikre aktiver med lav risiko.

I dette kapitel er det undersøgt, hvor attraktivt det danske og de øvrige landes markeder er set fra investorperspektivet.

Det konstateres i kapitlet, at det danske marked er særegent i international sammenligning ved sin høje grad af obligationsfinansiering og volumen, mens andre landes systemer i højere grad baseres på en blanding af forskellige finansieringskilder.

Det kan desuden konstateres, at i alle tre markeder med obligationsfinansiering (Danmark, Sverige og USA) er der en høj omsættelighed og likviditet som målt ved en høj daglig handelsvolumen.<sup>18</sup> Både danske og svenske obligationer har en stigende andel af udenlandske opkøb, der afspejler globaliseringen på de finansielle markeder. Handelsvolumen af både de danske, svenske og amerikanske obligationer afspejler, at obligationerne og udbyderne er kendetegnet ved en høj grad af sikkerhed.

At det danske marked er stort og på den måde skiller sig ud, er ikke et bevis for, at markedet er mere attraktivt, eller at obligationsfinansiering er en mere optimal måde at finansiere boliger på. Det understreger snarere, hvor vigtigt dette aspekt ved det særlige danske system er, og i øvrigt hvor tæt det danske system er afhængig af tilliden til sektoren og den danske økonomi generelt. Var tilliden til markedet lav, ville det have stor betydning for det særlige danske system.

pris, ejerne af aktivet er villige til at sælge aktivet til. Hvis der er stor forskel på disse, kan investorer få et tab, da de vil skulle betale mere for et aktiv, end de kan sælge det for.

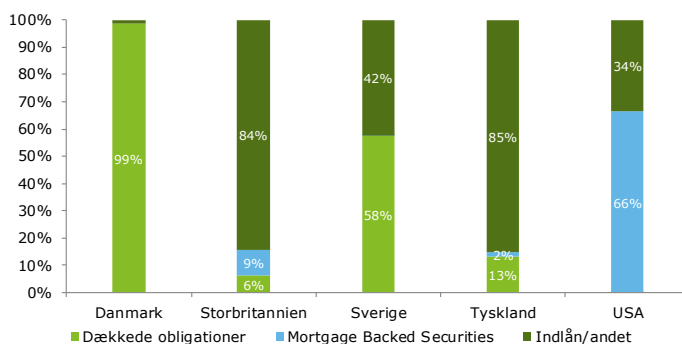
<sup>18</sup> Handelsvolumen er anvendt som primær indikator for likviditet i markedet, da sammenlignelige tal for bid-ask spread, som er et mere præcist mål for likviditet, ikke var tilgængelige. Bid-ask spread viser forskellen på den pris, investorer er villige til at købe aktivet til, og den

Ikke desto mindre er det markant, at den danske realkreditsektor kan udstede disse store mængder obligationer på markedsvilkår til relativt lave renter og stadig opretholde et højt sikkerhedsniveau for obligationerne. Disse faktorer medvirker til, at indlånsfinansiering kun i begrænset omfang er en konkurrencedygtig måde at finansiere ejerboliger på i Danmark.

#### 4.1 Obligationsmarkedernes betydning for boligfinansiering i landene

På trods af at der er relativ enighed om, hvilke karaktertræk et attraktivt marked for investering i bolig- og ejendomsfinansiering har, er der – som allerede konstateret i kapitel 2 – markante forskelle på, hvordan de undersøgte lande finansierer boliglån. Danmark er historisk unikt, i forhold til i hvilken grad dækkede obligationer benyttes som finansieringskilde. Op mod 98 procent dækkes ved obligationsfinansiering, jf. Figur 8.

Figur 8. Sammensætning af boliglånenes finansieringskilder i de fem lande, 2017



Kilde: OECD, Federal Reserve, European Mortgage Federation.  
 Note: Indlån er beregnet som forskellen på de samlede udestående boliglån og dækkede obligationer og mortgage-backed securities i hvert land.

I Sverige og USA er der også markante markedsandele af henholdsvis dækkede obligationer og såkaldte mortgage-backed securities (MBS), som i nogen grad er et sammenligneligt produkt.<sup>19</sup> Andelen af indlånsfinansiering er dog stadig markant, men under 50 procent.

I Tyskland og Storbritannien er det i stedet i overvældende grad indlån, der bruges til at finansiere boliglån med markedsandele over 80 procent.

Danmark er dermed det eneste land blandt de fem lande, hvor dækkede obligationer dækker næsten det fulde behov for ejerboligfinansiering. Den høje grad af obligationsfinansiering i Danmark medfører en tilsvarende lavere grad af indlånsfinansiering, men var obligationsmarkedet ikke af den størrelse det har, ville individuelle låntagere og institutionelle investorer have behov for at placere deres likviditet andetsteds. Det ville muligvis være som indlån i bankdepoter, hvorved bankerne kunne opnå højere indlånsvolumen og benytte dette til boligfinansiering.

For Danmark er der en væsentlig historisk forklaring, idet obligationer i over 200 år er blevet brugt til at finansiere boligkøb. En yderligere væsentlig forklaring på obligationsmarkedets størrelse er endvidere den danske pensionssektors størrelse, der er større end i de fleste sammenlignelige lande. Den danske pensionssektor har en stor efterspørgsel efter sikre, likvide aktiver.<sup>20</sup>

#### 4.2 Obligationsmarkedernes størrelse

Konsekvensen af, at obligationsfinansiering er den dominerende finansieringsform i Danmark er, at Danmark har et meget stort marked for dækkede obligationer både i absolutte tal og relativt til BNP. Det danske marked er det største i Europa. Det understreger, at det danske obligationsbaserede system er særegen.

Det danske markeds størrelse som målt ved værdien af udestående obligationer er på DKK 2.909 mia. Det er højere end de svenske og tyske udestående mængder<sup>21</sup> tilsammen, jf. Tabel 4 på næste side. Set i forhold til BNP er værdien af de udestående obligationer ca. fire gange højere i Danmark end i Sverige og USA – og over 25 gange højere end i Storbritannien og Tyskland.

<sup>19</sup> Mortgage-backed securities (MBS) minder om dækkede obligationer, men modsat en dækket obligation bliver en MBS ikke på udsteders balance. Dermed har ejeren af en dækket obligation både sikkerhed i udsteder og i det underliggende aktiv. Ejeren af en mortgage-backed security har kun sikkerhed i det underliggende aktiv.

<sup>20</sup> Danmark har den største pensionssektor som andel af BNP i OECD, jævnfør OECD 2017, Pensions Markets in Focus,

<http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf>

<sup>21</sup> De tyske *pfandbriefe*, der er en form for dækkede obligationer, udstedes også til finansiering af blandt andet skibe og lokale offentlige myndigheder. I denne sammenligning ses der udelukkende på dækkede obligationer med sikkerhed i fast ejendom.

Tabel 4. Volumen af obligationer til bolig- og ejendomsfinansiering i hvert land, ultimo 2017

	Samlede udestående obligationer til bolig- og ejendomsfinansiering Milliarder DKK	Udestående obligationer-til-BNP-ratio
<b>Danmark</b>	2.909	167 %
<b>Storbritannien</b>	759	4 %
<b>Sverige</b>	1.132	38 %
<b>Tyskland</b>	1.543	6 %
<b>USA</b>	48.732	42 %

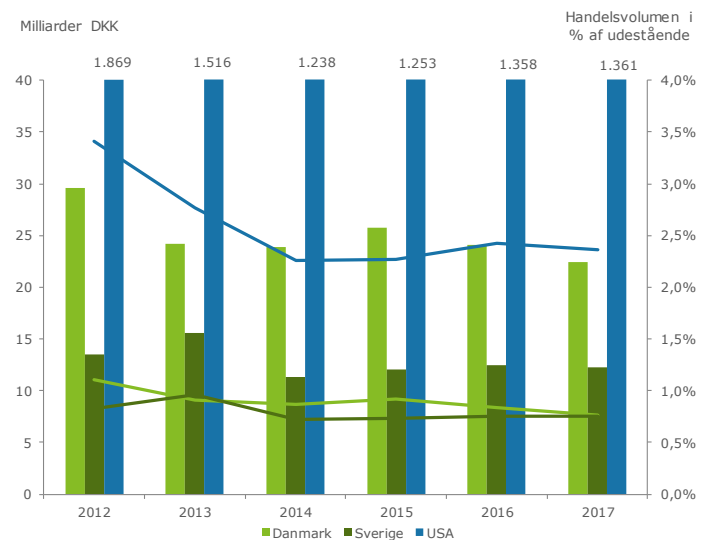
Kilde: Federal Reserve og European Mortgage Federation.  
 Note: Tallene viser den samlede mængde dækkede obligationer og mortgage-backed securities udstedt i hvert land, samt hvor stort disse udestående er i forhold til BNP.

Det ses, at de tyske og britiske markeder er markant mindre end i de andre lande i forhold til økonomiernes størrelse, hvilket i nogen grad skyldes, at boliglån i høj grad finansieres af indlån.

#### 4.3 Handelsvolumen i markederne

Danmark har volumenmæssigt en meget betydelig daglig handelsmængde sammenlignet med de andre undersøgte lande, men andelen i forhold til den udestående mængde og BNP er lavere end i USA. I faktiske tal svinger den daglige handelsvolumen af danske realkreditobligationer i perioden mellem DKK 23 mia. og DKK 30 mia., mens den i Sverige svinger mellem DKK 11 mia. og DKK 16 mia. og i USA mellem DKK 1.238 mia. og DKK 1.869 mia., jf. Figur 9. Daglige handelsmængder for dækkede obligationer (DK og S)) og MBS (USA) fra 2012-2017. Den danske handelsvolumen er således mellem 50 og 120 procent over den svenske handelsvolumen, men betragteligt under den amerikanske.

Figur 9. Daglige handelsmængder for dækkede obligationer (DK og S)) og MBS (USA) fra 2012-2017



Kilde: Nationalbanken, Federal Reserve, Nasdaq OMX og Statistiska Centralbyrån.  
 Note: Søjler viser daglige handelsvolumen og er angivet på venstreskæ, linjer viser handelsvolumen som andel af udestående og er angivet på højreskæ.

Sammenholdes det danske handelsvolumen med de større danske udestående betyder det, at den daglige handel i forhold til den udestående mængde obligationer er relativt ens i Danmark og Sverige og udgør mellem 0,7 og 0,9 procent i perioden.

I USA er denne andel noget højere og udgør cirka 2,5 procent. En forklaring på det relativt højere niveau i USA kan være de store opkøbsprogrammer fra både Federal Reserve og Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae. Det understøttes af det fald, der har været i andelen af handel fra 2012-2014, hvilket er den samme periode, som den amerikanske centralbank nedtrappede sit opkøbsprogram i.<sup>22</sup> Faldet er dog stadig til et niveau, der er betragteligt over det danske og svenske.

På tværs af landene ses udsving i den handlede mængde med forskelle på op til 30 procent på årsbasis. Dette kan delvis skyldes renteudsving, da markante ændringer i renten kan betyde, at der er store fordele i at omlægge sine lån. Yderligere ses en generelt nedadgående tendens i alle tre lande.

#### 4.4 Udenlandske opkøb af obligationer

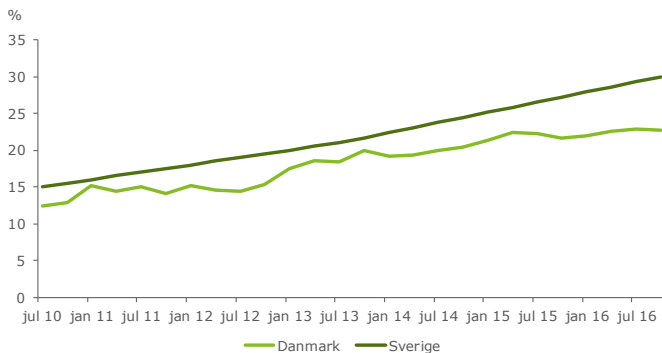
Danske og svenske dækkede obligationer opkøbes i stigende grad af udenlandske investorer, hvilket kan være medvirkende til at sænke renten. I Danmark ses, at udenlandske investorerers ejerandel siden 2009 er steget fra lige over 10 procent til cirka 23 procent i slutningen af 2016. Tilsvarende har udenlandske

<sup>22</sup> Board of Governors of the Federal Reserve, 2014, Federal Reserve issues FOMC statement, hentet:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20141029a.htm>

investorerens andel af de svenske dækkede obligationer været stigende og er gået fra cirka 15 procent til cirka 30 procent. Dette er på trods af den kortere historik i Sverige for dækkede obligationer, men bør muligvis ses i lyset af den betydeligt mindre volumen af svenske obligationer end danske. Dermed ejer udlandet stadig en væsentlig nominel større mængde af danske end svenske dækkede obligationer.

Figur 10. Udenlandsk ejerandel af obligationer til bolig- og ejendomsfinansiering fra 2010-2016



Kilde: Nationalbanken og Statistiska Centralbyrån.  
 Note: Andelen af obligationer ejet af udenlandske investorer er markeret på venstreaksen.

Opkøb og handel fra udlandet kan bidrage til at sikre obligationernes likviditet og sætter et nedadgående pres på renten. Dette er, alt andet lige, en fordel for låntagerne. Yderligere går det i tråd med den stigende globalisering af finansielle aktiver, hvor både obligationer og aktier i stigende grad handles på tværs af landegrænser. Den langsigtede effekt på markedernes stabilitet kendes dog ikke, herunder effekten på stabiliteten under kriser, da disse traditionelt medfører, at udenlandske investorer trækker kapital tilbage til nationale markeder.

#### 4.5 Investeringernes sikkerhed og kreditvurderinger

For at forklare det høje investeringsniveau i Danmark og Sverige er der en lang række relevante faktorer:

- Der er et stort udbud af obligationer, der anses som værende meget sikre. Dækkede obligationer, der definatorisk er bundet til underliggende aktiver separate fra den udstedende institution, anses som sikre på tværs af landene, herunder i Danmark og Sverige. Disse obligationer udstedes i Danmark og Sverige i store mængder, og både obligationerne selv og udbydere har gode ratings fra de internationale ratingbureauer, jf. Tabel 5.

- Bank- og pensionssektorerne i landet bidrager til en høj efterspørgsel efter obligationer, hvilket øger muligheden for at afsætte obligationerne. Det skyldes delvist, at der i de nordiske lande er en lavere grad af statsgæld, hvilket betyder, at statsobligationer ikke i samme grad kan bruges som værktøj til likviditetsstyring. Der er dækkede obligationer et attraktivt alternativ. Tilsvarende er pensionssektorerne også meget store i forhold til økonomiernes størrelse, hvilket yderligere øger efterspørgslen efter risikofri aktiver.
- Høj tillid blandt investorer til de danske obligationer medvirker til de lave renter i Danmark. Denne tillid understøttes både af gennemsigtheden fra balanceprincippet og af, at realkreditinstituttet bevarer lånene på sin balance.

Yderligere er det værd at bemærke, at især de største tyske udbydere har væsentligt lavere ratings end udbydere i de andre lande. Ifølge interview foretaget med tyske eksperter skyldes de tyske bankers lavere ratings bankernes lavere profitabilitet. Med undtagelse af Royal Bank of Scotland anses de britiske banker for at være lige så sikre som de danske og amerikanske.

Tabel 5. Kreditvurderinger for dækkede obligationer og udbydere på tværs af de fem lande, 2018

	Dækkede obligationer	Moody's ratings for de største udbydere
<b>Danmark</b>	AAA	A3-A2
<b>Storbritannien</b>	AAA	Baa2-A2
<b>Sverige</b>	AAA	Aa3-Aa2
<b>Tyskland</b>	AAA	Ba1-baa2
<b>USA</b>	AAA	A3-A2

Kilde: Deloitte-research.  
 Note: Ratings viser de ratings, de tre-fem største udbydere er bedømt som af Moody's.

## 5 Det samfunds- økonomiske perspektiv

### Introduktion

Boligmarkedet har stor betydning for den samfundsøkonomiske stabilitet. Markedets størrelse og høje belåning i blandt andet Danmark gør i sig selv markedet til en risikofaktor for samfundsøkonomien.

Især efter den globale finanskrisen har der været fokus på det tætte samspil mellem boligmarkedet og samfundsøkonomien. Konkret har fokus været på boligmarkedets påvirkning af de samfundsmæssige konjunkturer og af den finansielle stabilitet.

Boligmarkedets påvirkning af konjunkturerne, afhænger blandt andet af, om låneydelse er mulig i krisetider. En begrænset adgang til kapital i krisetider kan medføre begrænsninger på udlån. Hvis almindelig bankaktivitet og boligfinansiering hænger tæt sammen, som det er tilfældet i mange indlånsbaserede systemer, kan kriser bidrage til fald i udlån. Dette kan forværre økonomiske kriser, hvilket yderligere svækker boligmarkedet og samfundsøkonomien som helhed. Sammenhængen mellem den generelle økonomi og boligmarkedet, hvor udsving i økonomien forstærker udsving i boligmarkedet og omvendt, er et tilbagevendende emne, som blandt andet Nationalbanken har fokuseret på i Danmark.

Risikoen, som boligmarkedet kan udgøre for den finansielle stabilitet, har at gøre med, hvor eksponerede boligejerne er i forhold til stigende renter eller tilbageslag i økonomien, især efter en periode med stigende priser og øget gældsætning. Hvis boligejere i forvejen har en høj gæld, som det er tilfældet i Danmark, og renterne stiger, og dette får boligpriserne til at falde, kan det betyde, at boligejerne bliver insolvente. Det kan forværre en krise i økonomien. Dette er også et fokusområde for de offentlige myndigheder i Danmark, som har undersøgt konsekvenserne af pludselige rentestigninger på antallet af låntagere, der får udfordringer i forhold til at servicere deres gæld.

Under finanskrisen sås, at landenes boligfinansiering var robuste i varierende grad. Nogle lande, heriblandt Tyskland, oplevede ikke en boligkrise under den globale finansielle krise. Omvendt gik långivningen til boligmarkedet i både USA og Storbritannien nærmest i stå, indtil det offentlige greb ind i markedet. I USA nationaliserede staten de institutioner, der sikrede

boliglån, for at understøtte adgangen til lån og holde hånden under boligmarkedet. I Danmark, der ligesom en række andre lande oplevede en boligkrise, blev der udstedt en række bankpakker. Disse fokuserede på bankerne og ikke realkreditinstitutterne, men holdt hånden under den samlede finansielle sektor.

En konsekvens af, at boligmarkedet kan udgøre et risikoelement, er, at myndigheder må regulere og foretage indgreb overfor långivningen i sektoren for at begrænse risikoen eller på anden måde må regulere sektoren for at sikre et velfungerende marked, for eksempel for at sikre, at markedet er tilgængeligt for bestemte grupper.

I dette kapitel er robustheden i de forskellige landes systemer analyseret, og det er ligeledes afdækket, i hvilket omfang systemerne er underlagt offentlige indgreb.

Det kan konkluderes, at systemerne i flere lande, både i Danmark, Tyskland og Sverige, har vist sig relativt robuste gennem økonomiske kriser. Generelt finder vi således, at flere typer systemer ser ud til effektivt at kunne sikre formidlingen af lån både i højkonjunkturer og i krisetider. I flere lande, men især i Danmark, er renten på boliglån faldet betragteligt, også mere end renten på 10-årige statsobligationer, hvorved en hånd er blevet holdt under udlånene. Da udlånene har været stabile og renterne faldende i både Danmark, Sverige og Tyskland, kan det således ikke konkluderes, at der er systemspecifikke kendetegn, der kan fremhæves som forklaringer på, at systemerne er robuste.

Den anden konklusion i kapitlet er, at systemerne i flere lande ser ud til i stigende grad at være blevet underlagt offentlige indgreb i forhold til at begrænse risikoen for, at långivningen i sektoren kan påvirke den finansielle stabilitet. Både i Sverige og Danmark har der således været behov for at begrænse adgangen til lån gennem en række indgreb.

For det danske system kan dette skyldes, at en solidarisk prissætning ikke i samme omfang er i stand til at inkorporere risikoen og begrænse adgangen, hvorimod det svenske marked har oplevet markante prisstigninger og deraf følgende øget gældsætning med en meget lav grad af afdrag på gælden.

Derudover konstateres det, at der er forskel på, i hvilket omfang, de forskellige systemer indeholder direkte statslig støtte for at sikre, at bestemte grupper kan få adgang til boliglån. Det danske og det svenske system fremstår som to forskellige systemer, der skaber mere markedsbaserede løsninger, hvor der ikke er behov for direkte statslig støtte i markedet. Til gengæld er der i både USA og Storbritannien store



offentlige programmer, der er målrettet blandt andet unge og lavindkomstgrupper.

I det følgende belyses systemernes robusthed ved at se nærmere på systemernes evne til at yde lån henover kriser, på håndteringen af gældsætningen, og på i hvilket omfang markedet i landene opererer uden statsstøtte.

### 5.1 Ydelse af lån under kriser

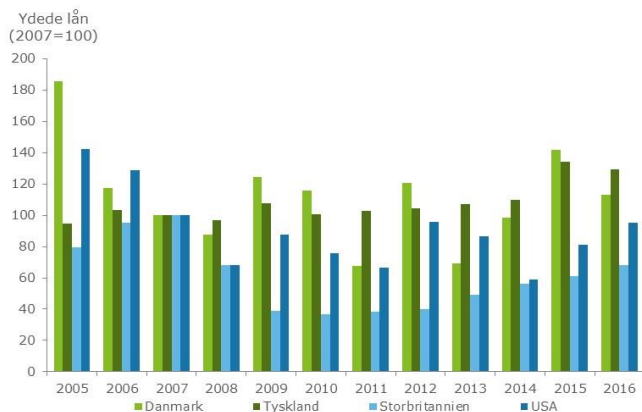
Der er forskel mellem landene med hensyn til, i hvilket omfang de formåede at yde lån under den finansielle krise og således kan betragtes som robuste i krisetider.

Det vil være forventningen, at i både indlånsbaserede og obligationsbaserede systemer vil muligheden for at yde lån påvirkes negativt, da krisetider ofte fører til kreditklemmer og generel likviditetsmangel.

Det fremgår imidlertid, at flere lande oplevede markante fald i ydelsen af lån, herunder Storbritannien og USA, mens andre oplevede mere moderate fald. Det gælder Tyskland, Sverige og Danmark.

I nedenstående Figur 11 ses udviklingen i værdien af ydede boliglån i de undersøgte lande<sup>23</sup> fra både universalbanker og specialiserede institutter.

Figur 11. Værdien af ydede boliglån i de fire lande 2005-2016, 2007=100



Kilde: Danmarks Nationalbank, Building Societies Association, Deutsche Bundesbank og Federal Reserve.

Note: Data er indekseret i forhold til år 2007. Der er ikke data for Sverige.

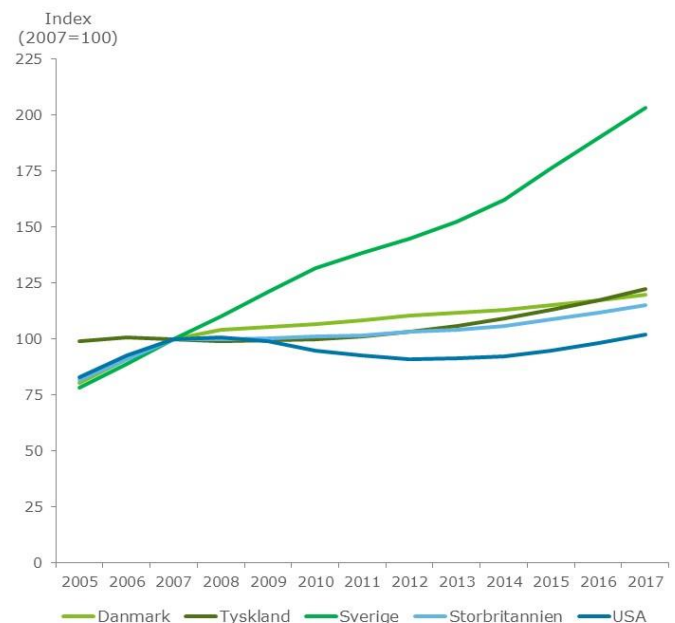
I samtlige undersøgte lande er der udsving henover finanskrisen, men i Danmark og Tyskland faldt værdien af ydede boliglån fra 2007 og frem beskedent<sup>24</sup>, og niveauet fra før krisen blev indhentet allerede i år 2009 og 2010. Dette er væsensforskelligt fra USA og

<sup>23</sup> Det har ikke været muligt at få adgang til data for årligt ydede lån i Sverige.

Storbritannien, som oplevede fald i værdien af ydede lån efter finanskrisen på henholdsvis 40 og 60 procent. Dette ses også ved, at den årlige ydelse af boliglån i USA og Storbritannien siden 2008 ikke et eneste år har nået samme niveau som fra 2005 til 2007.

De markante forskelle på, hvordan de ydede boliglån udviklede sig i kriseårene, ses også i Figur 12, hvor værdien af udestående boliggæld i hvert land fremgår.

Figur 12: Udvikling i værdien af udestående boliggæld i de fem lande 2005-2017, 2007=100



Kilde: Danmarks Nationalbank, Building Societies Association, Deutsche Bundesbank, Federal Reserve og Statistika Centralbyrå.

Note: Data er indekseret ift. år 2007.

Her ses det, at boliggælden i USA faldt relativt markant i kriseårene, med samlet 9 procent fra 2007 til 2012, og først indhentede sit 2007-niveau i 2017. Da store dele af den amerikanske gæld er 30-årig, så vil selv et fald på 9 procent af udestående lån betyde, at der er en relativt markant nedgang i udstedte lån, da kun en lille del af gælden udløber hvert år. I Danmark og Sverige har gælden været stigende i hele perioden. I Storbritannien har gælden været stigende siden 2008 og i Tyskland siden 2009. Dermed slutter den danske og tyske gæld perioden ca. 20 procent over 2007 niveau, den britiske slutter ca. 15 procent over 2007 niveau, den amerikanske gæld slutter i samme niveau som i 2007 og den svenske gæld slutter hele 103 procent over 2007 niveau.

Selvom stigende boliggæld ikke i sig selv nødvendigvis er positivt, og der må forventes prisfald og dermed

<sup>24</sup> I Danmark var der i 2005 en markant konverteringsbølge, hvilket er med til at forklare det meget høje antal ydede boliglån det år.

faldende værdi af udlån efter højkonjunkturer og boligbobler, er stabilitet en nøgleforudsætning for et velfungerende system for boligfinansiering. Stigende boliggyld viser i denne sammenhæng, at systemet har formået at fortsætte udlån i krisetider. Faldende boliggyld kan derimod både skyldes, at det ikke er muligt at optage nye lån, men kan også skyldes stigende afdrag på lån. Samlet vurderes det moderate fald i ydede lån derfor at pege i retning af, at systemerne i Danmark, Sverige og Tyskland er mere robuste i forhold til økonomiske og finansielle kriser.

Resultatet kan næppe alene tilskrives landenes boligfinansieringssystemer, selv om der er en del støtte i litteraturen til det synspunkt, for så vidt angår det danske system.<sup>25</sup> Det indlånsbaserede svenske system har således også vist sig at være robust ud fra det perspektiv, der er anlagt her. Robustheden skal således også i et betydeligt omfang tilskrives den generelle tiltro til økonomien i Danmark og Sverige.

Låntagers mulighed for refinansiering er en vigtig faktor for robustheden, da mangel herpå kan være destabiliserende på grund af potentielle lock-in-effekter, hvor låntagere ikke refinansierer deres lån, selvom det er optimalt for dem. Dette øger risikoen for låntagere, da de forhindres i at refinansiere deres lån til en lavere rente, men kan være en fordel for långiver, da låntagers kreditrisiko vil falde ved en lavere rente. Dette kan i mange lande ikke lade sig gøre uden omkostninger i form af gebyrer og/eller behov for revurderinger af låntager og bolig.

Det danske realkreditobligationsmarked er også præget af høj likviditet, hvilket understøtter robustheden i markedet. Realkreditobligationer er særligt attraktive under lavkonjunkturer, hvor likvide lavrisiko-aktiver efterspørges. Dette muliggør, at realkreditinstitutterne fortsat kan yde nye lån i lavkonjunkturer. Samtidig har balanceprincippet i Danmark den fordel, at kredit- og renterisikoen adskilles og deles af henholdsvis låneudbydere og obligationsinvestor. Dermed reduceres risikoen for insolvens hos realkreditinstitutterne ved, at investorerne bærer en del af risikoen.

Robustheden i låne markedet overfor konjunkturer tilsiger samtidig, at nødvendigheden og brugen af offentlig indblanding hos realkreditinstitutioner reduceres væsentligt i Danmark, da ydelser af nye lån

<sup>25</sup> I litteraturen på området er der en del opbakning til, at robustheden i det danske system under krisen kan tilskrives nogle af særtrækkene ved det danske system. Der peges på fire faktorer: 1) Refinansiering er relativt nemt tilgængeligt for lånerne (for eksempel af Berg et al. 2018, Lea 2010, Campbell 2012); 2) høj likviditet på realkreditobligationsmarkedet – også i krisetider (af Gyntelberg et al. 2012, Campbell 2012, Lea 2010); 3) balanceprincippet og risikospredning til investorer (Berg et al. 2014, Lea 2010, Berg et al. 2018, Campbell 2012) samt 4) lav grad af direkte offentlig indblanding (Berg et al. 2018, Berg et al. 2014, Campbell 2012).

fortsættes under lavkonjunkturer. Samtidig har realkreditinstitutioner i Danmark haft relativt høj kapitaliseringsgrad i forhold til risikoprofilen sammenlignet med for eksempel institutioner fra Storbritannien og USA. Mindre offentlig indblanding kan i sig selv også skabe større robusthed. Det skyldes at offentlig indblanding (under både lav- og højkonjunkturer) kan risikere at påvirke markedet i en u hensigtsmæssig retning eller være svær at få til at virke som tiltænkt. For eksempel var offentlig indblanding i form af statsgarantier til mange udlånsinstitutioner i låne markedet i USA med til at forstærke overophedningen af bolig markedet.

## 5.2 Låntagernes gældsætning

En bekymring hos både danske og internationale myndigheder er, at lave renter medfører øgede priser og dermed øget gældsætning. I en verden med stabile renter er dette ikke som udgangspunkt en udfordring. Udfordringen kommer dog, når lave renter, der har medført høje boligpriser, afløses af højere renter. Her kan låntagere uden fastforrentede lån opleve højere rentebetalinger, uden at gælden falder tilsvarende. Refinansiering kan på dette tidspunkt, især ved faldende boligpriser, være en udfordring for låntagerne. Dette gælder især, hvis låntageren har kombinationer af banklån, variabelt og afdragsfrit realkreditlån, da alle disse faktorer øger risikoen for låntageren.

I Danmark har denne udfordring, i kraft af den høje gældsætning, været af stor interesse for myndighederne. Både Erhvervsministeriet og Nationalbanken har derfor undersøgt udfordringen. De finder, at den danske boliggyld er markant, men at ved selv kraftige rentestigninger er andelen af låntagere, der forventes at have udfordringer med at betale deres løbende gældsudgifter, relativt lille.<sup>26</sup>

Konkret fandt Erhvervsministeriet i sin analyse, at en rentestigning på 1 procentpoint ville øge andelen af husholdninger, der brugte mere end 50 procent af deres disponible indkomst på gældsbetalinger, fra 5 til 6 procent. De fandt yderligere, at ved en rentestigning på 5 procentpoint ville andelen af husholdninger, der brugte 50 procent af deres disponible indkomst på gældsbetalinger, stige til 12,1 procent. Analysen konkluderede, at dette ikke udgjorde en markant risiko for sektoren eller økonomien. Yderligere fandt analysen, at udviklingen i sektoren pegede i retning af en større

<sup>26</sup> Erhvervs- og Vækstministeriet 2013, Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån, hentet: <https://em.dk/media/9321/samlet-rapport-boligfinansieringsanalyse.pdf> og Andersen et al., (Nationalbanken), 2014, Household debt and consumption during the financial crisis, hentet: <http://www.nationalbanken.dk/en/publications/all/Pages/Household-debt-and-consumption-during-the-financial-crisis-Evidence-from-Danish-micro-data-.aspx>.

andel af sikre lån, da andelen af afdragsfri og variabelt forrentede lån var faldende.

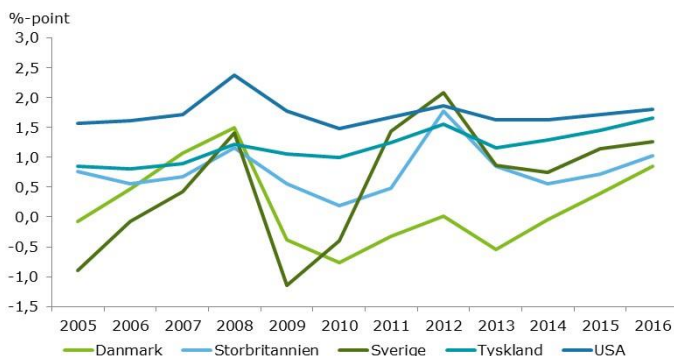
Selvom både Erhvervsministeriet og Nationalbanken har konkluderet, at låntagernes gældsbetalinger er robuste overfor relativt store rentestigninger, er der efterfølgende foretaget en række stramninger for at begrænse risikoen. Der er både indført begrænsninger af, hvilke kunder der kan optage afdragsfri lån, og i forhold til hvor stor en andel af låntagere i en portefølje der må have høje gæld-til-indkomst-ratioer.

Resultaterne fra Erhvervsministeriet og Nationalbanken tyder derfor på, at de danske låntagere ikke på nuværende tidspunkt er så forgældede, at de udgør en risiko ved stigende renter, men indgrebene viser, at det klart er et offentligt anliggende at sikre, at gældsætningen ikke udgør et finansielt risikoelement. Vi vender i afsnit 5.4 nedenunder tilbage til statslig indgriben i markedet i landene.

### 5.3 Rentefald ved lavkonjunktur

I figur 13 ses, at Danmark sammen med Sverige har oplevet det største fald i rentespændet siden 2008, mens USA har oplevet det mindste. Dette er både tilfældet, hvis man ser på rentespændet, som Figur 13 viser, men er også gældende, hvis der ses på den nominelle rente i de pågældende lande.

Figur 13: Udviklingen i det gennemsnitlige rentespænd mellem boliglån og statsobligationer, 2005-2016



Kilde: Danmarks Nationalbank, Building Societies Association, Deutsche Bundesbank, Federal Reserve, OECD, European Mortgage Federation.  
Note: Linjer viser forskellen på den gennemsnitlige rente på boliglån og 10-årige statsobligationer i procentpoint.

I Storbritannien og Tyskland ses, at udviklingen i renteniveauet har været relativt ens. Her kom rentefaldet senere og mindre markant. Danmark og Sverige<sup>27</sup> oplevede altså en hurtig tilpasning og det største rentefald, både i den nominelle boligrente og ved rentespændet til statsobligationer. Dette har

understøttet den stabile udvikling i ydelsen af lån, hvilket må forventes at have hjulpet til at understøtte samfundsøkonomien.

I USA sås mindre rentefald og en stor ustabilitet. Dette skyldes formentlig delvist særlige omstændigheder, herunder mistilliden til obligationsvurderinger og den generelle økonomi efter krisen. I Storbritannien sås et fald i renten der lå mellem det danske og amerikanske, men et massivt fald i låneydelsen, jævnfør Figur 11 på side 33, der var større end i Danmark og USA. Det skyldes formentlig en række forhold, blandt andet den finansielle krises påvirkning af bankernes mulighed for at skaffe kapital. I Tyskland oplevedes et rentefald i stil med det britiske, men her fortsatte en stabil låneydelse. Det er overraskende, i lyset af at det tyske system også er indlånsbaseret, men her har mulighederne for at låne været bedre end i det britiske system. Dette blev sandsynligvis også påvirket af de stabile boligpriser, der ikke oplevede samme fald som i Storbritannien. Overordnet set tyder rente- og udlånsudviklingen på, at både det danske og svenske system kan have dæmpet konjunkturudsving.

### 5.4 Offentlige indgreb i forhold til finansiell risiko

Systemernes robusthed henover kriser er et aspekt af, hvordan boligmarkedet og specifikt boligfinansieringen kan påvirke samfundsøkonomien. Et andet er de statslige interventioner, der foretages på forskellige måder for at regulere den finansielle risiko i systemet.

Sådanne offentlige indgreb er indikationer på, i hvilket omfang landenes systemer for boligfinansiering vurderes at ville kunne påvirke samfundsøkonomien u hensigtsmæssigt i tilfælde af for eksempel tilbagegang i boligmarkedet eller mere generelt i økonomien.

Konkret drejer disse tiltag sig for eksempel om kapitalkrav til institutterne eller krav til, i hvilken grad de må yde store lån til økonomisk svagere kunder. Begge typer indgreb har til hensigt at begrænse den systemiske risiko, som boligmarkedet anses for at kunne udgøre i tilfælde af en ny krise.

En nærmere afdækning af indgrebene i to af de lande, som i øvrigt har udvist en konjunkturl robusthed, viser, at der i begge lande i de seneste år er gennemført en række indgreb i långivningen.

Nedenfor i Tabel 6 ses en opstilling og sammenligning af nogle af de større indgreb, som Danmark og Sverige har gennemført siden den finansielle krise.

<sup>27</sup> Hvorvidt den svenske renteutvikling har været påvirket af pengepolitiske ændringer, er ikke afdækket.

Tabel 6. Eksempler på offentlige indgreb i forhold til boliglångivning i Danmark og Sverige, 2010-2017

	Danmark	Sverige
<b>Lånevilkår</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maksimal belåningsgrad på 95 %</li> <li>• Ingen afdragsfrihed ved belåningsgrad over 60 % og lån-til-indkomst-ratio over 4</li> <li>• Retningslinjer for krav til låntageres disponible indkomst</li> <li>• Sænkning af rentefradraget.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maksimal belåningsgrad på 85 %</li> <li>• Krav til afdrag på gæld, hvis belåningsgrad er over 50 %</li> <li>• Yderligere krav til afdrag, hvis lån-til-indkomst-ratio er over 450 %.</li> </ul>
<b>Kapitalkrav og -buffer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Systemiske risikobuffer</li> <li>• Kontracyklisk kapitalbuffer.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Systemiske risikobuffer</li> <li>• Kontracyklisk kapitalbuffer.</li> </ul>
<b>Værktøjer til styring af udlånsvækst</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Tilsynsdiamanten</i>, der er et værktøj til risikomonitorering, blev indført.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Øgede risikovægte for boliglån.</li> </ul>

Kilde: EU-Kommissionen 2017, Nordic Heat Wave: Recent Housing Market Developments in Denmark and Sweden.

Der er i begge lande indført sammenlignelige indgreb, der peger frem imod mere generelle udfordringer med boligmarkeder og kreditgivningen.

For begge lande er der indført krav til afdrag for relativt høje belåningsgrader, der er indført en række kapitalbuffer for at undgå, at skatteyderne skal støtte og sikre likviditet for bankerne i forbindelse med en krise, og det er forsøgt at begrænse stigende udlån, så låntagernes gældsætning holdes under kontrol.

Det ses fra ovenstående, at på tværs af systemer vil der ofte være behov for, at myndigheder begrænser de risici, låntagere og virksomheder kan påtage sig. Det skyldes formentlig, at risikoappetitten hos institutter og myndigheder er forskellig, og at institutterne kan have incitament til at påtage sig risici, som er potentielt skadelige for økonomien som helhed.

### 5.5 Offentlig støtte i markedet

Mens det er blevet en ny virkelighed efter finanskrisen, at der er en løbende indgriben i sektorens långivning for at regulere den finansielle risiko i systemet, er der forskel på, hvordan systemerne og markederne i landene i øvrigt er påvirket af offentlige interventioner. Systemerne i de fem lande adskiller sig således ved, i hvilket omfang staten direkte intervenserer med støtte og dermed i prisdannelsen.

<sup>28</sup> I en afdækning af direkte offentlige subsidier i følgende 15 udviklede lande: Australien, Canada, Danmark, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Japan, Norge, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA har vi fundet, at kun Danmark, Sverige, Italien og Schweiz ikke giver direkte subsidier til boligejere og -købere.

<sup>29</sup> I Sverige er der en statslig ejet bank, SBAB, der udbyder boliglån og fungerer på markedsvilkår. I interview er det oplyst, at SBAB fungerer

Ud fra den kortlægning, der er foretaget, fremstår de danske og svenske markeder i en international sammenligning som markeder, der er i stand til at fungere med markedsbaserede løsninger, mens der i langt de fleste lande er eksempler på statsstøtte, der primært sigter på at hjælpe bestemte grupper ind på markedet. I hverken Danmark eller Sverige er støtteordningen målrettet for eksempel bestemte grupper; det findes i Storbritannien, USA og Tyskland.

Fraværet af direkte støtte er ikke ensbetydende med, at der ikke på anden, indirekte vis er offentlig støtte eller indgriben i boligmarkedet i Danmark eller Sverige til fordel for bestemte grupper. Der kan således af andre indirekte veje findes boligpolitiske løsninger for svagere grupper, som i blandt andet Storbritannien og USA løses gennem støtteordninger til ejerboligmarkedet. I Danmark og Sverige sikres gennem den almennyttige sektor og reguleringen af lejemarkedet boliger for grupper, som i andre lande må henvises til ejerboligmarkedet, uden at de har forudsætningen for at kunne optage lån på de gældende markedsvilkår.

Markedsstøtte kan således være velbegrundet, hvis markedet ikke kan løse det samfundsmæssige behov, der er, for at sikre boliger til alle. Dette kan skyldes såkaldte markedsfejl, som staten forsøger at korrigere. Der er dog en risiko for, at sådanne ordninger reelt ikke kan designes, så de effektivt fjerner de markedsfejl, der ofte begrundes dem. De kan endvidere skabe negative sideeffekter, for eksempel øgede huspriser. Derudover vil de offentlige udgifter, som dækker omkostningerne til sådanne ordninger, have afledte negative effekter andre steder i økonomien, blandt andet fordi skatterne skal øges for at finansiere ordningerne.

Kortlægningen af offentlig støtte i markedet i de fem lande og en bredere kreds af udviklede økonomier<sup>28</sup> viser, at direkte støtte til boligfinansiering er udbredt. Blandt de fem lande er Danmark og Sverige de eneste, der ikke har direkte støtte til boligfinansiering. Den offentlige støtte i markedet sker typisk på to måder: 1) Offentlige eller semioffentlige institutter udsteder obligationer og påvirker på den måde prisdannelsen i markedet (det sker for eksempel i USA<sup>29</sup>) eller 2) der ydes direkte støtte til bestemte grupper, der ellers ville have svært ved at leve op til långivers krav. Støtten ydes til specifikke målgrupper i form af garantier af låntageres betaling af lån samt separat udstedte offentlige lån til at dække dele af den udbetaling, institutterne kræver.

som andre aktører på markedet på samme vilkår og til samme priser, som bankerne i Sverige gør, med undtagelse af at renter ikke er til forhandling, og at der ikke ydes støtte til bestemte grupper. Der foreligger ikke konkrete undersøgelser af, om SBAB påvirker markedet og prisdannelsen.

### Boks 5. Help-to-Buy-programmet i Storbritannien

Den britiske regering startede i 2013 Help-to-Buy-programmet, der skulle fremme boligbyggeriet og hjælpe førstegangskøbere og unge til at komme ind på ejerboligmarkedet. Programmet har været delt i to dele:

- I den første del, som løb fra 2013 til 2016, garanterede regeringen betalingen af et givent boliglån. Dette skulle medføre lavere renter og hjælpe udsatte grupper til at blive kreditgodkendt.
- I den anden del, som løber fra 2013 til 2021, yder staten lån på 20 procent af en boligs værdi, så en lavere udbetaling er krævet. Boligerne skal koste under GBP 600.000, være nybyggede og beliggende i England. Der er ikke indkomstkrav til programmet.

Programmet gav fra 2013 til 2018 over 300.000 lån, hvilket svarer til seks procent af de engelske bolighandler i perioden. Programmernes fokus på nybyggede boliger skulle mindske risikoen for at bidrage til en stigning i huspriserne generelt. Ud fra de annoncerede budgetter fra de offentlige styrelser i Storbritannien koster programmet i gennemsnit GBP 1,7 mia. per år fra 2013 til 2021. De faktiske udgifter forbundet med programmet er ikke offentligt tilgængelige.

#### Programmernes effekt

Evalueringer af programmet har ikke fundet entydigt positive effekter. Resultaterne peger på en stigning i nybyggeriet, men også en stigning i huspriserne. Dermed risikerer programmet at hjælpe visse individer, men øge prisen for alle og understøtte en cyklisk pris- og boligudvikling. Derudover viser evalueringerne, at det hovedsagelig er personer med høje indkomster, der har brugt ordningen, samt at der kan være udfordringer med at sælge boligerne igen, da nye boligkøbere ikke kan få tilskud til køb af eksisterende boliger.

Kilde: National Audit Office, Department for Communities and Local Government, The Help to Buy equity loan scheme, 2014, p. 5, [Pressemeddelelse fra GOV.UK 2017](#)

En oversigt over den offentlige indblanding fremgår af Tabel 7.

Det sker i USA, hvor lavindkomstfamilier og andre modtager direkte støtte; i Storbritannien, hvor der er garantier og lån til lavtlønnede og unge; og i Tyskland, hvor der er støtte til børnefamilier, samt til at varetage andre politiske hensyn, såsom miljøvenlig renovation.

Tabel 7. Direkte offentlig indblanding i boligfinansiering i de fem lande 2018

Direkte støtteordninger til ejerboliger	
<b>Danmark</b>	Ingen.
<b>Storbritannien</b>	En række separate programmer, der inkluderer: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Direkte lån til nybyggede boliger (se Boks 5)</li> <li>• Salg af lejeboliger til beboere på favorable vilkår.</li> </ul>
<b>Sverige</b>	Statsejet bank, der agerer på markedsvilkår og ikke modtager statsstøtte.
<b>Tyskland</b>	Statsejet bank, der blandt andet: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tilbyder billige lån til udvalgte grupper</li> <li>• Giver direkte støtte i form af engangsløb til for eksempel børnefamilier</li> <li>• Tilbyder støtte til miljørigtig boligrenovering.</li> </ul>
<b>USA</b>	En lang række støtteordninger, herunder: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Statsstøttede lån til udsatte grupper</li> <li>• Garantier af lån, som der betales forsikring for</li> <li>• Forskellige lokale støtteordninger til unge, pensionister, veteraner m.m.</li> <li>• Støtte til husstande, der ikke kan betale deres løbende terminer.</li> </ul> Derudover opkøber, pakker, garanterer og videresælger semioffentlige institutter boliglån til investorer. Dette gøres for at holde priserne på lånnede og uligne forskelle i vilkår på tværs af landet.

Kilde: Deloitte-research.

Et eksempel på et konkret program i Storbritannien er Help-to-Buy-programmet, jf. Boks 5. Programmet har i 6 procent af alle britiske bolighandler fra 2013 til 2018 støttet låntagere ved at yde et statsligt lån på op til 20 procent af boligens værdi. Det statslige lån betyder, at låntagerne kan nøjes med en lavere udbetaling til det banklån der optages for at dække resten af købesummen. Derved få låntageren nemmere adgang til et boliglån og til at købe egen bolig.

Erfaringerne med programmet i Storbritannien understreger udfordringerne ved at designe statslige interventioner i et marked, så interventionerne effektivt løser identificerede udfordringer i markedet og ikke skaber andre forvridninger eller utilsigtede effekter.

En evaluering af programmet har vist, at modsat hensigten har programmet således hovedsagelig hjulpet personer med højere indkomster og har bidraget til øgede priser. Endvidere har programmet betydet, at det har været sværere at sælge de støttede boliger, da nye købere ikke kunne få samme tilskud til boligkøbet som de oprindelige købere. Begge eksempler understreger, at formålet med offentlige interventioner i boligmarkedet kan risikere ikke at nå deres mål.

## 6 Perspektivering

### Introduktion

Det danske obligationsbaserede realkreditsystem for boligfinansiering skiller sig ud i international sammenhæng i forhold til overvejende indlånsfinansierede systemer, hvor universalbanker er de primære udbydere.

Det danske realkreditbaserede system tilbyder samlet set – med de data, der er lagt til grund for denne analyse – attraktive vilkår for boligkøbere i sammenligning med de øvrige lande.

På de fleste produkttyper tilbyder det danske realkreditsystem de laveste priser, adgangen til lånene er god i kraft af en høj tilladt belåningsgrad og en begrænset prisdifferentiering kommer låntagerne bredt set til gavn. Systemet er i kraft af det direkte ophæng i kapitalmarkedet relativt fleksibelt.

For de fastforrentede lån giver det danske system adgang til at kunne refinansiere lån. Det giver potentielt låntageren mulighed for at reducere restgæld og renteomkostninger. Samme vilkår er i sagens natur mindre relevante og væsentlige i de lande, der alene bygger på variable lån.

Systemet sikrer en prismæssig gennemsigtighed, omend den også har en høj kompleksitet for låntageren, der ikke har indsigt i kapitalmarkedet.

Isoleret set<sup>30</sup> medvirker systemet dermed til at gøre det muligt for flere at komme ind på boligmarkedet og eje deres egen bolig. Det gælder især i forhold til grupper, der i andre systemer med individuel prissætning ville have vanskeligere ved at opnå en tilstrækkelig høj kreditscore. Systemet bidrager også potentielt til en højere mobilitet i boligmarkedet.

Systemet deler dog udfordringer med andre landes systemer, for så vidt angår den risikofaktor, som boligmarkederne i landene udgør for den finansielle stabilitet. Både obligationsbaserede systemer med ens prissætning som den danske og indlånsbaserede systemer med en individuel prissætning som den svenske er siden finanskrisen blevet genstand for regulatoriske indgreb, der skal mindske risikoen i låneporteføljen og polstre institutterne i forhold til likviditetsmangel.

### Systemets særtræk

Analysen viser, at der er nogle særlige træk ved det danske system, som bidrager til de attraktive vilkår. Særtrækkene ved det danske system er:

- #1. Balanceprincippet i obligationsfinansieringen
- #2. De særlige og særlig regulerede institutter
- #3. Ens, solidarisk prissætning
- #4. Begrænset offentlig indgriben i markedet.

Balanceprincippet gør, at lånet direkte er finansieret på kapitalmarkedet. Det kan være til fordel for låntagerne, da finansieringsomkostningerne her kan være lavere. Gennem balanceprincippet skaber systemet også en gennemsigtighed, som er attraktiv for investorer. Der er en dobbeltsikring for investorerne i deres investeringer ved, at der er sikkerhed gennem dels pantet i boligen, dels instituttets hæftelse. Samtidig sikrer et ret hårdhændet tvangsauktionssystem, at långiveres tab begrænses, når låntagere ikke kan betale. En maksimal belåningsgrad på 80 procent i boligen med realkreditlånet er endvidere en faktor, der mindsker risikoen for investorer.

Gennem det forhold, at det er særlige institutter, der er underlagt en særlig regulering, er det kun tilladt institutterne at yde boliglån med pant i fast ejendom, og det er kun tilladt at finansiere disse med obligationsudstedelse. Dermed opnås, at boligfinansiering som hovedregel er adskilt fra den generelle bankdrift. Dette sikrer, at udfordringer i den generelle finansielle sektor i mindre grad spredes til realkreditsystemet. Reguleringen er herved en fundamental faktor i at sikre et robust boligfinansieringssystem.

Den ens prissætning betyder at svagere stillede låntagere har adgang til lavere priser, end de ellers ville have haft, samtidig med at omkostninger til kreditvurderinger, forhandling af priser m.m. i sektoren begrænses.

Det er institutterne selv, der hidtil har valgt at fastholde den solidariske prissætning. Potentielt risikerer den solidariske prissætning dog at udelukke visse svagtstillede låntagere, da de ikke, som i andre systemer, vil kunne optage lån til højere renter, som til fulde reflekterer deres risiko for långiver.

### 6.1 Er systemet under forandring?

Særtrækkene ved det danske system kan langt hen ad vejen føres historisk tilbage til etableringen af det danske realkreditsystem.

<sup>30</sup> Analysen har ikke afdækket, hvordan renteniveauet påvirker prisudviklingen på ejerboliger.

Tilpasningen af systemet er i høj grad sket på produktsiden, mens de særlige træk langt hen ad vejen er intakte.

Men hvor længe vil systemet bestå, og hvor vil eventuelle forandringer komme fra? Der er allerede en vis bevægelse i både balanceprincippet, reguleringen og i den solidariske prissætning og også i den offentlige involvering.

Afrundingsvis stilles derfor fire spørgsmål om systemet, der illustrerer tendenser, der kan ses som et tegn på, at systemet er under forandring.

### #1. Balanceprincippet

Der er i 2007 åbnet op for, at det specifikke balanceprincip kan erstattes af det overordnede balanceprincip.

Det overordnede balanceprincip betyder, at der ikke er samme 1-til-1-sammenhæng mellem pengestrømmen fra boliglånet og den underliggende obligation som i det specifikke balanceprincip. Det skyldes, at det overordnede balanceprincip tillader, at forskelle i betalingsstrømme kan afdækkes af afledte instrumenter. Det har i forhold til institutternes finansiering af lån givet dem større fleksibilitet.

Det overordnede balanceprincip anvendes dog foreløbigt i beskedent omfang, og det specifikke balanceprincip er således stadig det klart mest udbredte. Dette ses ved, at en række institutter valgte at overgå til det overordnede balanceprincip, da det blev tilladt, men at kun en meget begrænset del af institutternes porteføljer i 2018 ikke også ville kunne holdes under det specifikke balanceprincip. For ingen institutter udgør andelen af institutternes portefølje, der ikke kan holdes under det specifikke balanceprincip, mere end ti procent.<sup>31</sup>

Er det overordnede balanceprincip en åbning, der vil åbne for en lavere grad af sammenhæng mellem lån og obligationer, og vil dette have negative konsekvenser for sektorens stabilitet?<sup>32</sup>

### #2. Særlige institutter med særlig regulering

Universalbanker har fået lov til at udstede dækkede obligationer til boligfinansiering. Det er dog fortsat realkreditinstitutterne, der er de eneste, der kan udstede særligt dækkede realkreditobligationer.

<sup>31</sup> Finanstilsynet 2018, Hvor meget balance skal der være i realkreditvirksomheden?, indhentet: [https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2018/Balanceprincip\\_notat-pdf.pdf?la=da](https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2018/Balanceprincip_notat-pdf.pdf?la=da)

<sup>32</sup> Dette har været diskuteret og vil sandsynligvis være afhængigt af, hvad institutterne selv vælger at gøre.

<sup>33</sup> Dette er en måde, hvorpå et realkreditinstitut udsteder obligationer, der bruges til at finansiere lån fra en bank i samme koncern.

Det er måske mere markant, at størstedelen af de danske realkreditinstitutter indgår i bankkoncerner, og at de kan benytte fælles fundingmetoder.<sup>33</sup> Disse udgjorde medio 2016 cirka DKK 50 mia., eller cirka 3,5 procentpoint af de samlede boliglån.<sup>34</sup>

Spørgsmålet er, om det kan få betydning for realkreditsystemet, som vi kender den i dag?

### #3. Solidarisk prissætning

Den ens prissætning har traditionelt betydet, at låntagere var sikret samme pris, så længe de optog ens produkter. Der ses nu tendenser til, at den solidariske prissætning udfordres på flere måder. Det sker for eksempel gennem differentieringen i bidragssatsen på baggrund af belåningsgraden. Herved er der de facto en forskel i prisen for lånet, som afhænger af låntagers evne til at stille med dele af finansieringen. Dog er dette ens for alle. Reguleringen giver mulighed for yderligere prisdifferentiering, hvis institutterne vil tage yderligere skridt hertil.

En prisdifferentiering kan også ske indirekte ad andre veje, hvis nye aktører går i markedet og udbyder prioritetslån til de sikreste kunder. Stigningen i andelen af prioritetslån er dog relativt lille, idet den samlede andel af prioritetslån steg fra DKK 150 mia. til DKK 200 mia., hvilket er en stigning, der svarer til 3,5 procent af de samlede realkreditlån med sikkerhed i ejerboliger og fritidshuse. Samtidig ses det, at hele stigningen stammer fra fællesfundede prioritetslån, der er finansieret gennem udstedelse af realkreditobligationer.<sup>35</sup>

Vil institutterne i højere grad fravige princippet om ens prissætning? Vil markedsdynamikken med tiden medføre, at det sker, og vil de nye aktører komme på banen med nye forretningsmodeller, der netop bygger på differentieret pris i forhold til differentieret risiko? Vil det betyde, at de mest attraktive kunder med tiden trækkes ud af realkreditsystemet? Og vil det influere på prissætningen?

### #4. Begrænset offentlig indgriben i markedet

Som et fjerde punkt kan fremhæves, at markedet for boligfinansiering over en længere periode har ageret uden offentlig indblanding og med en høj grad af selvregulering.

<sup>34</sup> Konkurrencerådet, 2017, Konkurrencen på realkreditmarkedet, indhentet: <https://www.kfst.dk/media/47146/konkurrencen-paa-realkreditmarkedet.pdf>

<sup>35</sup> Konkurrencerådet, 2017, Konkurrencen på realkreditmarkedet, indhentet: <https://www.kfst.dk/media/47146/konkurrencen-paa-realkreditmarkedet.pdf>

Grundet gældsniveauet og den finansielle risiko i markedet er der øget fokus hos myndighederne på risikoen i systemet. Dette gælder både i Danmark og i de lande, der er sammenlignet med i denne analyse.

Er det skærpede fokus på den finansielle risiko et udtryk for, at den traditionelle selvregulering i sektoren er udfordret, eller er det et udtryk for, at der er risikoelementer i systemet, som forudsætter en tættere regulering af de finansielle myndigheder?



# Bilag 1. Fakta om boligfinansiering i landene

Tabel 8. Fakta om boligfinansiering i de fem lande

		Danmark	Storbritannien	Sverige	Tyskland	USA
<b>Låntagers vilkår</b>	Prissætning	Solidarisk prissætning ved realkreditlån og individuel prissætning for banklån.	Individuel prissætning på baggrund af blandt andet belåningsgrad, kreditscore og indkomst.	Individuel prissætning, hvor banken sætter en ledende rente, som der forhandles étårige rabatter fra.	Individuel prissætning på baggrund af belåningsgrad og indkomst.	Individuel prissætning på baggrund af blandt andet belåningsgrad, kreditscore og indkomst.
	Typisk låneprodukt	Variabelt, kort- og langsigtede fastforrentede lån er alle populære.	Kortsigtede fastforrentede lån (≈ F2-F3).	Variabelt forrentede lån.	Mellem- og langsigtede fastforrentede lån.	Langsigtede fastforrentede lån
	De facto maksimal belåningsgrad	95 %, bestående af 80 % realkreditlån og 15 % banklån.	90-95 %	85 %	70-80 % <sup>36</sup>	97 %
	Rente (F5)	0,2 % + bidrag på 0,4-0,9 %	2,03 %	2,31 %	1,76 %	3,93 %
	Stiftelsesvilkår	Relativt lave omkostninger til den private udbyder, men tinglysningsafgifter til det offentlige.	Relativt lave omkostninger til den private udbyder, men høje tinglysningsafgifter til det offentlige.	Ingen stiftelsesomkostninger til den private udbyder, men tinglysningsafgifter til det offentlige.	Ingen stiftelsesomkostninger til private udbydere, men høje offentlige tinglysningsafgifter.	Relativt lave omkostninger til den private udbyder, men tinglysningsafgifter til det offentlige.
	Stiftelsesomkostninger til udbyder	Et mindre fast beløb (cirka DKK 10.000) plus 0,15 % af hovedstol.	En række faste beløb, cirka DKK 20.000 per lån, der kan forhandles.	Ingen.	Ingen. <sup>37</sup>	0-2 % af boligens værdi afhængigt af udbyder, produkt og hovedstol.
	Indfrielsesvilkår	Boliglån kan altid indfris til den underliggende obligations værdi eller kurs 100, afhængigt af hvilken der er lavest.	Afhænger i høj grad af udbyder, men lån kan indfris, og omkostningen afhænger af produkt, hvornår renten sidst er fastsat samt udbyder.	Boliglån kan altid indfris. Omkostninger til dette er reguleret, så långiver delvist kompenseres for rentemarginalen i den resterende rentebindingsperiode.	Boliglån kan som udgangspunkt ikke indfris de første 10 år, medmindre boligen sælges. Derefter kan de indfris uden omkostning.	Boliglån kan altid indfris. Indenfor de første 2 år må gebyret højst være 2 % af hovedstolen, på tredje år højst 1 %, og derefter må der ikke være et gebyr.
	Indfrielsesomkostninger	DKK 1.150 + 0,15 % af lånets værdi.	0-7 %.	0-5 % afhængigt af produkt. For størstedelen af låntagerne er det 0-1 %.	Gratis efter 10 år; som udgangspunkt ikke muligt ellers.	0-3 % afhængigt af produkt.

<sup>36</sup> Dette er ikke faste regler, men reflekterer institutternes praksis.

<sup>37</sup> I Tyskland betales der traditionelt ikke stiftelsesomkostninger til udbyderen af lånet, men der betales høje gebyrer (3,57-7,14 procent af

boligens værdi) til ejendomsmægleren, som skal betales kontant; satsen afhænger af forbundsstaten.

<b>Beskatning</b>	Tidspunkt for hoveddel af beskatning	Løbende.	Ved køb af boligen.	Ved køb og salg af boligen.	Ved køb af boligen.	Løbende.
<b>Marked</b>	Udbydere	Specialiserede institutter suppleret af universalbanker.	Hovedsagelig universalbanker.	Specialiserede udbydere og banker har begge betydelige markedsandele.	Hovedsagelig universalbanker.	Hovedsagelig universalbanker.
	Vigtigste finansieringskilder	Obligationsfinansiering.	Indlånsfinansiering.	Obligations- og indlånsfinansiering.	Indlånsfinansiering.	Mortgage-backed-securities.
	Offentlig støtte	Ingen direkte støtteordninger.	En række støtteordninger til at hjælpe svagere borgere med at komme ind på ejerboligmarkedet.	SBAB er en statsejet bank, der agerer på markedsvilkår; ellers ingen direkte støtteordninger.	En statsejet bank, KfW, tilbyder støtte til lån med favorable vilkår til mindre ældre samt til miljørigtig renovation.	En række offentlige bemedlede. Derudover semioffentlige institutter, der opkøber, garanterer og videresælger boliglån.
<b>Generel information</b>	Boligejerskabsrate (i%)	62,4	63,4	65,2	51,7	63,7
	Boliggæld/BNP (i %)	88	65,3	83,6	42,3	55,4

## Bilag 2. Prissætning i Danmark og USA

### Den solidariske prissætning i Danmark

Den solidariske prissætning hos de danske realkreditinstitutter er et kendetegn ved det danske realkreditsystem og stammer historisk fra den solidariske hæftelse fra låntagers side. Da de oprindelige danske lån blev optaget som gruppe, deltes man om betalingerne, og alle betalte hver deres andel.

Systemet fungerer ved, at realkreditinstituttet udelukkende bedømmer, om en ansøger bør kreditgodkendes, hvorefter samtlige kunder med tilsvarende lån betaler samme pris. Prisen fastsættes ved salg af obligationer med en given rente, hvorefter kunden betaler denne rente samt et bidrag til instituttet. Bidraget varierer i to dimensioner, henholdsvis boligens belåningsgrad og produkttypen, men afhænger ikke af låntagers indkomst eller kredithistorik.

Det betyder konkret, at blandt alle låntagere, der godkendes til et realkreditlån, differentieres der ikke på baggrund af indkomst eller anden formue end den, der bruges til at nedsætte belåningsgraden. Dette er ikke bestemt af reguleringen, men er rettere institutternes eget valg. Effekten af dette er, at visse sikre kunder reelt subsidierer mere usikre kunder.

### Individuelle kreditvurderinger og prissætning i USA

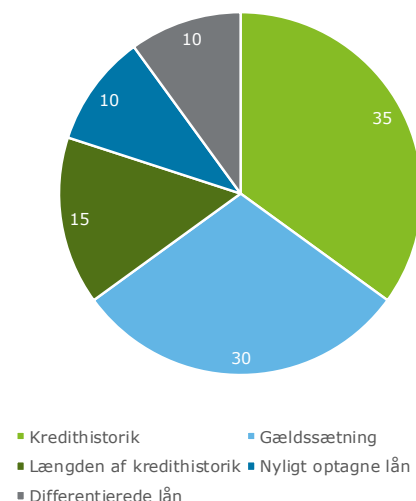
I USA er den vigtigste faktor for bestemmelse af renten på et boliglån ikke belåningsgraden eller låntagers indkomst, men rettere kredithistorik, som udtrykkes i en kreditscore. I USA beregnes disse kreditscorer af en række institutter ud fra data på individuelle låntagere. Institutterne indsamler data fra udbydere af lån, kreditkort m.m. om den enkelte låntager og institutterne bliver finansieret ved salg af information om disse kreditscorer til långivere. Ved ansøgning om lån vil en bank indsamle disse scorer og bruge dem som udgangspunkt for, hvorvidt en låneansøgning skal godkendes og til hvilken pris. Kreditscorens indflydelse på de renter, der tilbydes, er i visse tilfælde over 1,50 procent på den betalte rente, selv for ellers ens lån.

Den mest brugte score hedder FICO og består af følgende faktorer:

- Kredithistorik, der fortæller, om tidligere lån er betalt til tiden (35 procent).
- Gældsætning i andel af mulig gæld. Dette viser andelen af den mulige kredit på kreditkort, kassekreditter m.m., der er optaget (30 procent).
- Længden af kredithistorie, hvor en længere historik anses som positivt, da det vidner om, at en låntager kan betale af til tiden (15 procent).
- Nyligt optagne lån, hvor nye lån er negative (10 procent).
- Differentierede lån, hvor det er positivt at have forskellige lån (10 procent).

Ovenstående betyder, at det er nemmere og billigere at optage et lån, hvis man tidligere har optaget og afbetalt lån. Det er et problem for unge uden kredithistorik eller personer, der tidligere har haft problemer med at betale deres gæld; samtidig kommer de til at betale en højere rente.

Figur 14. FICO-scorens sammensætning



## Bilag 3. Beskatning i landene

Beskatning af ejerbolig svinger markant på tværs af landene, både i størrelse og form. Det betyder, at der er store forskelle på, om landene beskatter køb, salg eller ejerskab af boliger. Derfor er beskatningen ikke inkluderet i prissammenligningerne i rapporten.

I tabellen nedenfor ses en oversigt over, hvornår og hvordan beskatningen i hvert af de fem undersøgte lande falder.

Ved sammenligning ses dog, at Danmark og USA er de lande, hvor den relativt største del af beskatningen sker løbende. Derimod beskatter Danmark og USA ikke gevinster ved ejendomssalg, så længe man har boet i boligen. Tyskland og Storbritannien adskiller sig ved hovedsagelig at beskatte køb af boligen. I Sverige sker den relativt største del af beskatningen ved salg af boligen, men ved faldende eller stagnerende priser vil hoveddelen i stedet være fra den løbende beskatning.

Land	Beskatning ved køb	Årlig løbende beskatning	Beskatning af gevinster ved salg.
<b>Danmark</b>	DKK 1.660 + 1,5 % af lånets værdi samt DKK 1.660 + 0,6 % af boligens værdi.	1 % af boligens værdi op til DKK 3 mio., 3 % af værdi over. Dog har boligværdierne været indefrosset siden 2001.	Ingen.
<b>Storbritannien</b>	DKK 330-7.500 + 0-12 % af boligens værdi afhængigt af boligens pris.	Ingen.	18 % beskatning, hvis der ejes flere boliger, eller bolig har været udlejet, ellers ingen.
<b>Sverige</b>	DKK 600 + 1,5 % af boligens værdi samt 280 DKK + 2 % af lånets værdi.	0,75 % af 75 % af boligens værdi op til DKK 850.000.	22 % af boligens nominelle værdistigning.
<b>Tyskland</b>	5-8 % af boligens værdi afhængigt af forbundsstaten.	Gennemsnitligt DKK 2.403-5.736 per år afhængigt af forbundsstat og historiske boligpriser. <sup>38</sup>	Ingen ved salg efter 10 års ejerskab, eller hvis gevinsten reinvesteres i ny bolig; ellers beskatning som almindelig indkomst.
<b>USA</b>	0-2 % af boligens værdi afhængigt af forbundsstat og kommune.	0,27-2,4 % af boligens værdi afhængigt af forbundsstat og kommune. <sup>39</sup>	Ingen beskatning, hvis ejeren har boet i boligen i minimum 2 af de sidste 5 år, ellers 0-25 % afhængigt af gevinstens størrelse.

<sup>38</sup> Visse kommuner giver også skattefrihed til udvalgte grupper, såsom veteraner, ældre, lavindkomstgrupper, handicappede osv.

<sup>39</sup> Den tyske løbende beskatning er fra 0,26-1,00 procent af den offentlige boligvurdering fra 1964 i det tidligere Vesttyskland og 1935 i

det tidligere Østtyskland. Disse skatter påregnes så en kommunal multiplikator, men har på nuværende tidspunkt stort set ingen sammenhæng med de gældende boligpriser.

## Bilag 4. Omkostninger ved at stifte og indfri lån

Nedenfor er der på baggrund af et regneeksempel udarbejdet en sammenligning af, under hvilke priser lån kan optages og indfris til fordelt på forskellige produkter i hvert af de fem lande.

Prissammenligningen viser omkostningerne ved at skifte bolig, hvor et eksisterende lån skal indfries og et nyt lån optages. Prissammenligningen er således ikke dækkende for en situation, hvor en boligejer vil omlægge sine eksisterende lån i sin bolig enten i sit eget institut eller i et andet institut. I den situation er de offentlige skatter og afgifter både i Danmark og flere af de andre lande væsentligt lavere. I Danmark skal der for eksempel ikke betales tinglysningsafgift på skødet og på lånet, hvis der blot er tale om en omlægning af et lån.

Generelt er en sammenligning forbundet med en vis usikkerhed, da priserne svinger meget internt i samme land, afhængigt af hvornår renten på lånet sidst er fastsat, samt hvilken udbyder der er valgt.

Land	Stiftelsesomkostninger		Variabelt forrentede lån F5-lån			Fastforrentede lån		
	Offentlige skatter og afgifter	Gebyrer til udbyder	Gebyr ved indfrielse	Samlet	Gebyr ved indfrielse	Samlet	Gebyr ved indfrielse	Samlet
<b>Danmark</b>	56.700	14.000	0	<b>70.700</b>	4.400	<b>75.100</b>	4.400	<b>75.100</b>
<b>Storbritannien</b>	150.000	21.500	0	<b>171.500</b>	0-93.000	<b>171.500-264.500</b>	0-130.000	<b>171.500-301.500</b>
<b>Sverige</b>	93.000 <sup>40</sup>	0	0	<b>93.000</b>	0-19.250	<b>93.000-112.250</b>	0-74.250	<b>93.000-167.250</b>
<b>Tyskland</b>	154.750	0 <sup>41</sup>	0 <sup>5</sup>	<b>154.750</b>	0 <sup>42</sup>	<b>154.750</b>	0 <sup>5</sup>	<b>154.750</b>
<b>USA</b>	30.000 <sup>43</sup>	31.250	28.000 <sup>44</sup>	<b>89.250</b>	28.000 <sup>7</sup>	<b>89.250</b>	56.000	<b>117.250</b>

Beregningen er baseret på følgende antagelse:

1. Der købes en bolig til DKK 3.000.000, der belånes med DKK 2.400.000.
2. Tilbageværende hovedstol af lån er på DKK 1.860.000 ved indfrielse.
3. Lånene, der optages, er alle oprindeligt 30-årige.
4. Der vælges et repræsentativt gennemsnit af omkostningerne fra forskellige udbydere og kommuner i hvert land.
5. Hvor indfrielsesomkostningerne afhænger af seneste rentetilpasning, er spændet, som indfrielsesomkostningerne befinder sig i, vist.

<sup>40</sup> Svenske skatter er udelukkende gældende ved huskøb, ikke ved lejlighedskøb.

<sup>41</sup> Der betales ikke en stiftelsesomkostning til udbyderen af lånet, men banken kræver at betaling til ejendomsmægler på 3,57-7,14 procent dækkes kontant af boligkøberen.

<sup>42</sup> Hvis lånet indfris efter de første ti år af løbetiden, er omkostningen DKK 0.

<sup>43</sup> I USA varierer omkostningen til det offentlige mellem 0 og 2 procent af boligens værdi.

<sup>44</sup> Amerikanerne har ikke traditionelle F5 eller variabelt forrentede lån, men har i stedet et hybridprodukt med en 5-årig fast rente efterfulgt af 1-årige rentefastsættelser.



#### Om Deloitte

Deloitte leverer ydelser indenfor revision, consulting, financial advisory, risikostyring, skat og dertil knyttede ydelser til både offentlige og private kunder i en lang række brancher. Deloitte betjener fire ud af fem virksomheder på listen over verdens største selskaber, Fortune Global 500®, gennem et globalt forbundet netværk af medlemsfirmaer i over 150 lande, der leverer kompetencer og viden i verdensklasse og service af høj kvalitet til at håndtere kundernes mest komplekse forretningsmæssige udfordringer. Vil du vide mere om, hvordan Deloitte omkring 264.000 medarbejdere gør en forskel, der betyder noget, så besøg os på Facebook, LinkedIn eller Twitter.

Deloitte er en betegnelse for en eller flere af Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), dets netværk af medlemsfirmaer og deres tilknyttede virksomheder. DTTL (der også omtales som "Deloitte Global") og alle dets medlemsfirmaer udgør separate og uafhængige juridiske enheder. DTTL leverer ikke ydelser til kunderne. Vi henviser til [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) for nærmere oplysninger.