

Lad os få ro om dansk boligfinansiering

SDO-lån er kommet for at blive; lad os derfor lægge SDO-diskussionerne bag os og få ro om den danske boligfinansieringsmodel.

Da SDO-reglerne blev indført i Danmark i 2007, blev advarselsblinkene tændt hos flere organisationer. Nogle frygtede, at realkreditsektoren ville blive ødelagt og realkreditlånene erstattet af lån fra pengeinstitutterne. Nu har vi haft SDO-lån (Særligt Dækkede Obligationer) i over to år, og det står klart, at frygten for realkreditens overlevelse har vist sig ubegrundet.

Alle de lån, som realkrediten de seneste to år har ydet til boligejere, er faktisk SDO-lån. I runde tal er der tale om et samlet bruttoudlån på ca. 500 mia. kr. for årene 2008 og 2009. For den almindelige boligejer er det rimeligt at antage, at han eller hun slet ikke har oplevet nogen som helst ændring i relation til sit boliglån. De færreste er formentlig klar over, om deres realkreditlån er baseret på SDO'er eller SDRO'er (Særligt Dækkede Realkreditobligationer).

Overordnet kan det konstateres, at der ikke som frygtet af nogle er sket nogen forskydning mellem realkreditlån og lån fra pengeinstitutterne. Realkreditlånenes styrke fra tiden før SDO er intakt!

Låntagerne på det danske boligmarked har brug for vished om en fortsat sikker og billig finansiering. Det kræver ro. Der er derfor ingen grund til fortsat at debattere for eller imod SDO. Det er også vigtigt i forhold til de internationale ratingbureauer, at den danske model ikke hele tiden er til diskussion.

Økonomi- og Erhvervsministeriet fastslår da også i det udkast til evalueringsrapport vedrørende SDO-loven, som ministeriet sendte i høring i november måned, at SDO er

kommet for at blive. Ministeriets analyse fastslår, at der ikke er noget alternativ til SDO og bekræfter i øvrigt, at SDO-loven ikke har haft konsekvenser for konkurrencen på markedet for boligfinansiering.

Dette betyder ikke, at der ikke er uhensigtsmæssigheder forbundet med SDO-loven. Der er tekniske detaljer, som vi gerne ser justeret; men det bør ikke tage fokus fra det overordnede billede.

Fra Realkreditforeningens side støtter vi ministeriets konklusion i udkastet til evalueringsrapport og vil gerne opfordre til, at vi nu kommer videre og bruger kræfterne på at fastholde og videreudvikle det eksisterende velfungerende danske system for boligfinansiering. Vi har ikke behov for en grundlæggende diskussion af dansk boligfinansiering hvert andet år.

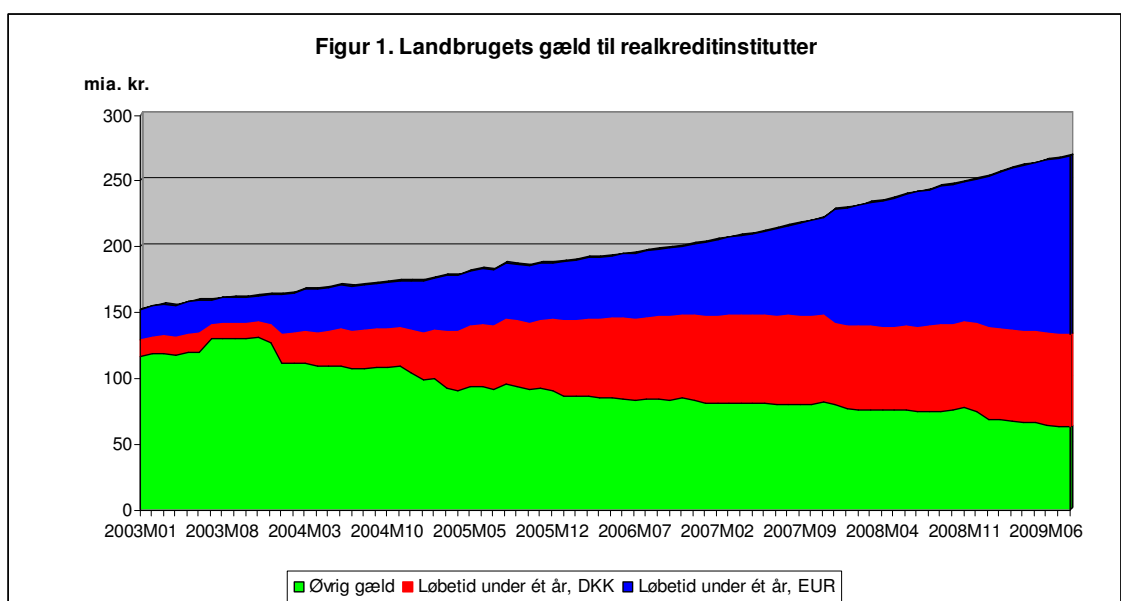
Målet er fortsat at sikre en fleksibel og billig finansiering; det har alle såvel den finansielle sektor, boligejerne som de potentielle boligejere en interesse i. Dette projekt har alle muligheder for at blive en succes – så lad os komme videre og lægge SDO-diskussionerne bag os.

Lavere renter giver landbruget besparelser på 5 mia. kr.

Renten har igennem godt et års tid været faldende, godt hjulpet på vej af den lempelse af pengepolitikken, der er sket i Europa og andre steder. I forbindelse med refinansieringsauktionerne slår dette nu for alvor igennem hos låntagerne. Især landbruget vil opleve en betydelig lettelse med deraf følgende større indtjening og bedre likviditetssituation.

Landbruget er et meget kapitalintensivt erhverv. Værdien af jord, maskiner og bygninger er høj sammenholdt med antallet af beskæftigede, og kapitalomkostningerne har derfor stor betydning for rentabiliteten. Samtidig er disse kapitalgoder velegnede som pant. Realkreditfinansiering har derfor længe spillet en central rolle for landbruget, og denne udvikling er blevet forstærket i de senere år.

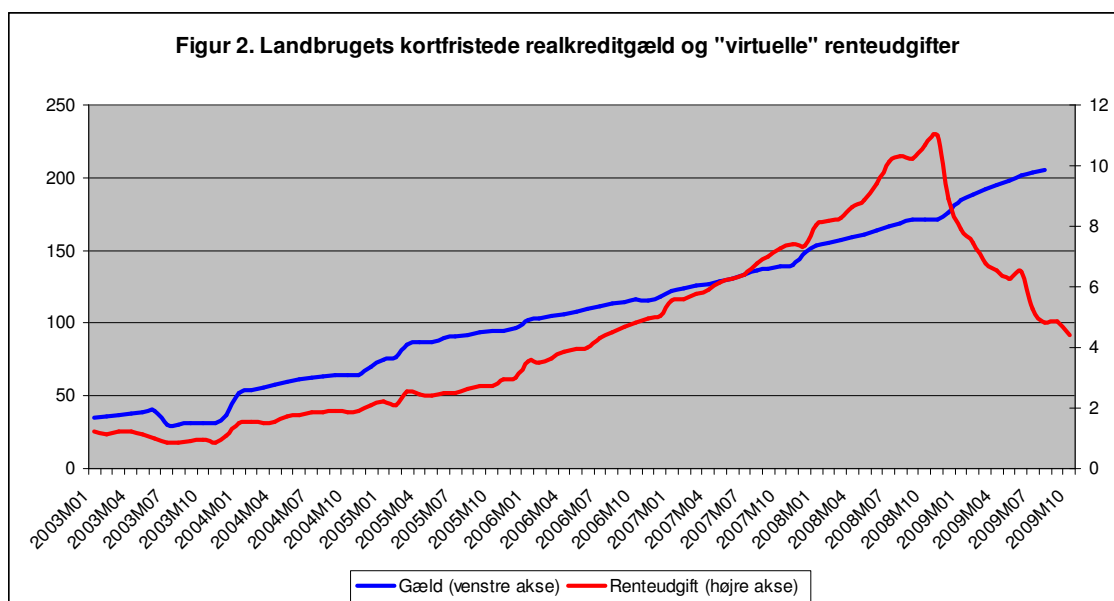
Landbrugets udestående realkreditgæld er vokset fra ca. 150 mia. kr. i begyndelsen af 2003 til over 250 mia. kr. i dag, jf. figur 1, svarende til en årlig stigning på knap 9 pct. Samtidig er der sket en omlægning af gælden fra fastforrentede lån til variabelt forrentede lån og euro-lån, herunder euribor- og cibor-baserede lån, som ikke udbydes til private låntagere.



Et fald i renteniveauet kommer først låntagerne til gode når renten tilpasses ved refinansiering. Det seneste års rentefald vil for en stor dels vedkommende slå igennem og føre til besparelser i forbindelse med de igangværende og kommende refinansieringsauktioner. Den gennemsnitlige rentesats på landbrugets kortfristede realkreditgæld forventes at komme til at ligge ca. 3 procentpoint under sidste års niveau. Antages det, at hele den kortfristede realkreditgæld pr. 31/12 2008 på ca. 176 mia. kr. påvirkes, bliver besparelsen på godt 5 mia. kr. i 2010.

En del af besparelsen er allerede blevet inkasseret, idet der i et vist omfang er sket refinansiering af cibor- og euribor-lånene i løbet af året. Besparelsen må dog alligevel vurderes som betydelig, også når der tages højde for, at låntagerne i et vist omfang har sikret sig mod rentestigninger ved brug af swaps.

Udviklingen er illustreret i figur 2, der viser det stigende gælds niveau, men samtidig et markant fald i det, som i figuren kaldes "virtuelle" renteudgifter, dvs. renteudgiften såfremt alle bevægelser i renten slog igennem løbende og ikke først i forbindelse med refinansiering.



Et fald i den virtuelle rentebyrde slår først igennem, hvis renten forbliver lav, indtil der skal refinansieres. Dette er tilfældet i den nuværende situation. Rentefaldet, som er indtruffet siden efteråret 2008, er kun blevet forstærket. Nogle lån er allerede refinansieret til lavere rente, men der er stadig en betydelig besparelse til gode, som vil slå i gennem på terminsbetalingerne efter nytår og lette likviditetssituationen for et stort antal landmænd.

Flere rentetilpasningslån, men ikke nyt adfærdsmønster

Boligejere, der skal optage realkreditlån, har i et stykke tid foretrukket rentetilpasningslån. I perioder har op til 90 pct. af nyudlånet til private været rentetilpasningslån. Dette står i kontrast til situationen i perioden fra 2006 til 2008, da

andelen af rentetilpasningslån lå stabilt under 50 pct. Omvendt har der også tidligere været perioder, hvor rentetilpasningslån har været foretrukket.

Som forklaring fremføres det ofte, at der er stor forskel på renterne. Boligejerne sætter ganske vist pris på at vide, nøjagtig hvor meget der skal betales, men denne sikkerhed kan også købes for dyrt, og låntagerne vil hellere indkassere en besparelse nu og leve med risikoen for rentestigninger senere. Med andre ord er der tale om en kalkuleret risiko – låntagerne vurderer, om det kan betale sig at forsikre sig mod rentestigninger, og de fleste når i øjeblikket frem til, at det er for dyrt.

Modsat hævdes det, at det måske nok er rigtigt, at sådanne overvejelser ligger bag låntagernes valg, men at låntagerne i mange situationer tænker kortsigtet eller tvinges til det af omstændigheder som fx arbejdsløshed eller skilsmisse. Andre forstår måske ikke risikoen eller nærer en diffus forventning om, at der vil komme et regeringsindgreb, hvis boligejernes økonomi er truet. En meningsmåling fra Greens i oktober 2009 peger på dette.¹ Det kan have spillet ind, at der i efteråret 2008 blev gennemført en teknisk lovjustering med henblik på at undgå den utilsigtede virkning, at pensionsselskaberne under finanskrisen blev tvunget til at nedbringe deres beholdninger af realkreditobligationer. Nogle tolkede dette som en "redningsaktion" til fordel for boligejerne.

Bekymringen for at nogle låntagere ikke tager tilstrækkelig højde for risiko, stemmer imidlertid dårligt overens med en række tendenser. Tidsånden synes at være konsolidering, forsigtighed og måske også bekymring. Forbrugerne er forsigtige med at anskaffe varige forbrugsgoder og fast ejendom. I det lys forekommer det ikke sandsynligt, at folk på det seneste skulle være blevet mere letsindige eller lemfældige med netop deres boligfinansiering.

Statistisk analyse: Nuværende adfærd passer ind i et mønster

En simpel statistisk analyse støtter denne konklusion, jf. tabellen. Det viser sig, at låntagernes adfærd følger et mønster, og at udviklingen på det seneste passer fint ind i

¹ Spørgsmålet var "Forventer du, at myndighederne vil gribe ind, hvis renten stiger så meget, at den kommer til at true økonomien hos folk med realkreditlån med variable renter (de såkaldte flekslån)". 46 pct. svarede ja, 39 pct. nej. Respondenterne var tilfældigt udvalgt, dvs. de var ikke nødvendigvis selv boligejere, endsige boligejere med aktuelle planer om at optage lån. Hovedparten af respondenterne har derfor formentlig kun haft perifer interesse i problemstillingen og kan have været påvirket af, at spørgsmålet i nogen grad er ledende.

dette mønster. Der kan ikke spores noget brud med den hidtidige adfærd. Når den lange rente er høj i forhold til den korte rente, foretrækker de fleste låntagere rentetilpasningslån og vice versa, jf. figur 1. Groft sagt bevæger andelen af rentetilpasningslån sig i omegnen af 50 pct. så længe rentespændet er under 1,5 pct. Kommer rentespændet op på 2-3 pct., er det ikke usædvanligt, at 70 pct. eller flere vælger rentetilpasningslån.

Resultatet er så statistisk robust, at man med meget stor sikkerhed kan sige, at mange flere vil vælge fastforrentede lån, når forskellen mellem de lange og de korte renter atter indsnævres.

På basis af analysen kan det beregnes, hvor stor en andel rentetilpasningslån man til enhver tid kan forvente, givet renterne på det pågældende tidspunkt. I figur 2 vises dette forventede niveau sammenholdt med det faktiske niveau. At låntagerne for tiden foretrækker rentetilpasningslån er helt efter bogen i den forstand, at det svarer til det adfærdsmønster, der har kunnet observeres siden 2003.

Når der er afvigelser mellem den faktiske andel og den forventede andel, skyldes det, at valget mellem faste og variabelt forrentede lån ikke træffes udelukkende på basis af renterne nu og her, men også forventningerne til de fremtidige renter. De fremtidige renter har en helt indlysende betydning ved rentetilpasningslån, men også for fast forrentede lån spiller forventningen til fremtiden ind, fordi der er mulighed for konverteringsgevinster, hvis renteniveauet ændrer sig tilstrækkelig meget.

Da forventningerne til fremtiden ofte skifter meget hurtigt og påvirkes af fx stemninger og debatter i mediernes, er det også naturligt, at låntagernes faktiske valg - den røde graf - udviser større variation over tid, end man skulle forvente, hvis der udelukkende blev truffet beslutninger på basis af de faktiske renter - den blå graf. På det seneste har man eksempelvis set en lidt større tilbøjelighed til at tage fastforrentede lån, uden at dette kan forklares af renteutviklingen. Man kunne gætte på, at det skyldes en lidt større bevidsthed om risiciene i lyset af anbefalinger fra eksperter og diskussionen om de igangværende refinansieringsauktioner.

OLS-estimation af sammenhæng mellem rentespænd og valg af lån

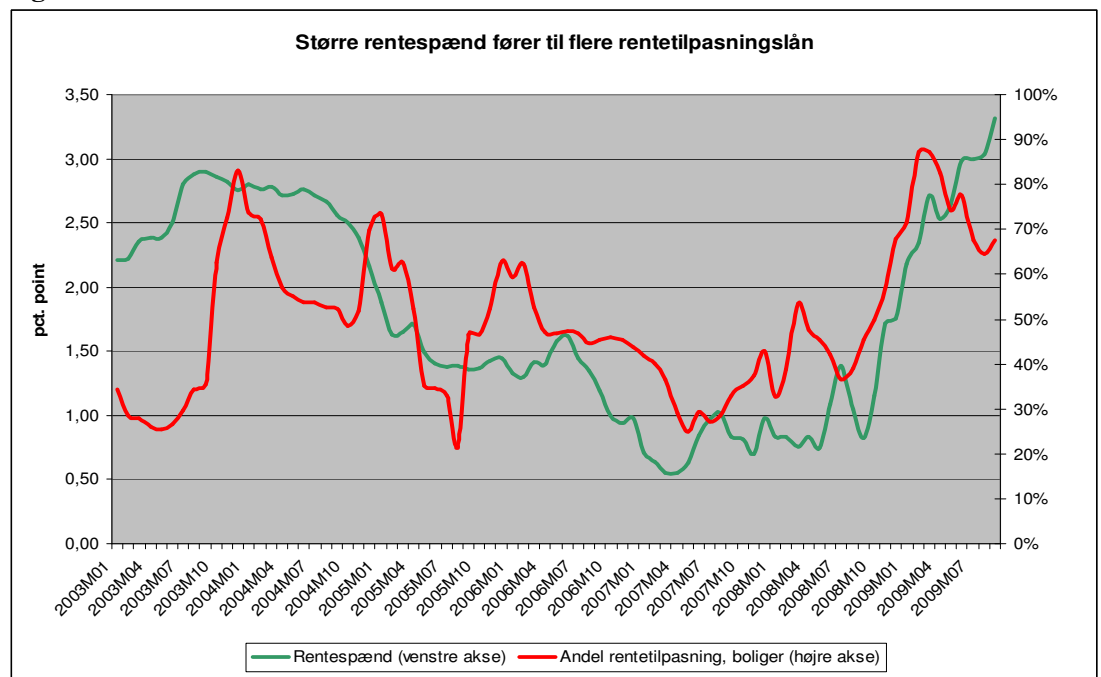
Afhængig variabel:	Konstantled		Forklarende variable	
Andel rentetilpasningslån.			Kort rente	Lang rente (6 mdr.gns)
Koefficient	0,046	-0,104	0,152	
t-test	0,36	6,20	-7,26	
signifikansniveau	0,72	$3 \cdot 10^{-8}$	$3 \cdot 10^{-10}$	
	(ej sign.)	(meget højt)	(meget højt)	

Antal observationer=76

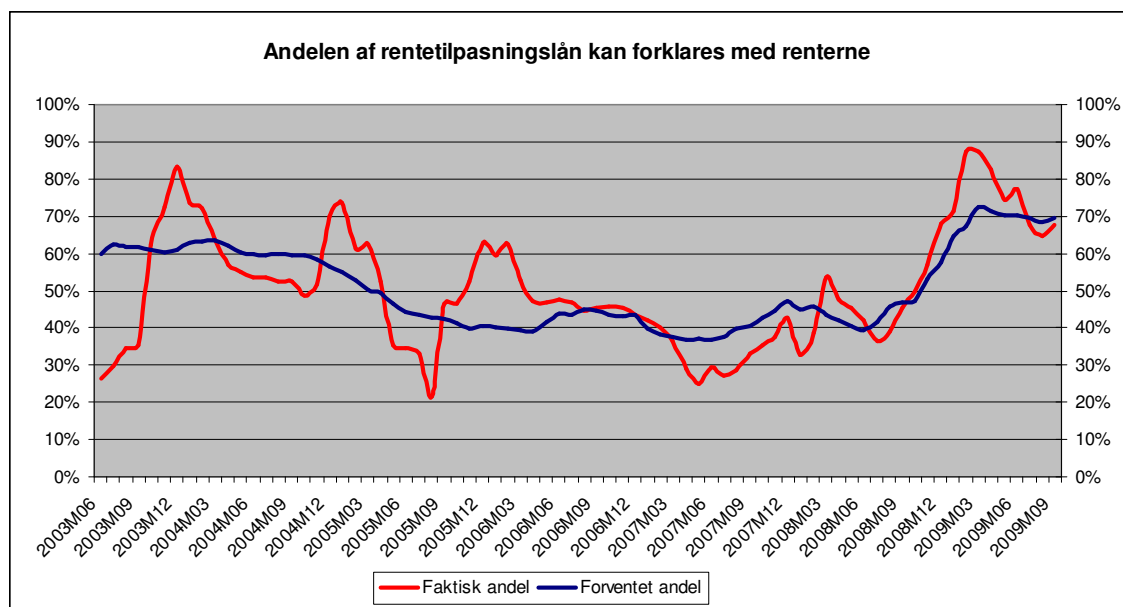
 $R^2 = 0,46$

Anm: Som kort rente bruges renten gennemsnittet for alle realkreditlån, med variable rente til boligejere, inkl. bidrag. Som lang rente bruges den tilsvarende rente for fastforrentede lån. For sidstnævnte anvendes et seks måneders glidende gennemsnit, idet korrelationen mellem den afhængige variabel og den lange rente er størst ved et lag på 4-5 måneder. Tilsvarende resultater opnås, hvis der estimeres på en logaritmisk transformeret model. Kombineres lange og korte renter til en enkelt differens eller koefficient, opnås også signifikans, men lidt ringere forklaringsgrad.

Datakilde: Danmarks Nationalbank

Figur 1

Figur 2

**Udgiver:**

Realkreditforeningen

Ansvarshavende redaktør:

Karsten Beltoft

kab@realkreditforeningen.dk

tlf. 33 70 11 11