

Realkreditrådgivning,

god skik og afdragsfrie lån

FORFATTER



Lektor ph.d.
Svend Jakobsen
Handelshøjskolen i Århus
E-mail: skj@asb.dk

De seneste års store succes for rentetilpasningslån og afdragsfrie lån har betydet, at det danske realkreditsystem er blevet mere eksponeret overfor rentestigninger og faldende priser på ejerboliger. Det vil i første omgang ramme førstegangskøberne. Finanstilsynet, Forbrugerrådet og realkreditinstitutterne har da også peget på, at de nye låntyper kræver en øget rådgivningsindsats. Kravet er blandt andet nedfældet i den nye bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.

Realkreditinstitutternes nuværende låneberegninger fokuserer næsten udelukkende på 1. års ydelse og et konstant renteniveau. Supplerende information om renteændringer og indfrielse gives i generelle produktblade og i den mundtlige rådgivning. Selv om rådgivningen i realkredit- og pengeinstitutter dermed opfylder kravene i bekendtgørelsen om god skik, så vil låntager ofte fokusere alene på den beregnede besparelse her og nu.

Artiklen foreslår, at institutterne laver en horisontberegning af lånenes ydelse og indfrielsesvilkår i alternative rente- og kontantpris-scenarier. Herved får låntageren (og rådgiveren) et bredere og mere systematisk bud på fordele og ulemper ved de forskellige låntyper. Resultaterne kan opsummeres i et bereg-

ningsskema, som kunne indgå som et standard bilag ved en lånesag^{1,2}.

Ud af krisen

I Realkreditrådets beretning fra 1992 skriver formanden under overskriften "Forsigtig udlånspolitik":

"Desværre blev 1992 et år, der fortsat var præget af store tab. (...) Dette er baggrunden for, at realkreditinstitutterne har lagt – og fastholdt – en forsigtig udlånspolitik, der foreløbig ikke er noget belæg for at lempe. Det bærende element i udlånsvirksomheden er naturligvis pantets værdi. I tider med lavinflation, prisfald på fast ejendom og økonomisk krise må der udvises særlig agtpågivenhed ved långivningen."

I 1992 var boligmarkedet stadig præget af kartoffelkuren og den generelle opstramning af den økonomiske politik. Realkreditinstitutterne fik i 1992 et samlet resultat på -1,266 mia. kr. før skat. I det værste år, 1990, havde sektoren et samlet tab på godt 3 mia. kr.

I 1993 gennemførte den nye regering en boligpakke, som indeholdt en lang række lettelser for låntagerne. Boligpakken og det kraftige rentefald fik sat skub i konverteringerne og siden har sektoren kunnet melde om næsten konstant fremgang, som det ses af figur 1.

Den seneste årsberetning og kvartalsstatistik fra Realkreditrådet vidner om stor aktivitet i det danske realkreditsystem. Nyudstedelserne er på det højeste niveau nogensinde blandt andet som følge af de afdragsfrie lån, som kom på markedet i

oktober. Der blev omlagt lån for 500 mia. kr. i 2003, samt yderligere 107 mia. i første kvartal 2004. Cirka 2/3 af bruttoudlånet er rentetilpasningslån³.

Efter 6 måneder udgør de afdragsfrie lån ca. 10% af den samlede udestående obligationsmasse og hovedparten er givet som rentetilpasningslån. En interviewundersøgelse foretaget for Realkreditrådet viser stor interesse for rentetilpasningslån blandt de yngre låntagere, mens afdragsfrie lån primært gik til de ældre låntagere.

Endelig melder beretningen fra 2003 om meget lave tab og hensættelser og det højeste resultat før skat i sektorens historie.

Risikofri realkredit?

I lyset af den imponerende udvikling fra 1992 til 2003 er det oplagt at spørge, om dagens realkreditsystem overhovedet har nogle svage punkter.

Dansk realkredit bygger på en effektiv obligationsfinansiering og det såkaldte balanceprincip, der sikrer overensstemmelse med hensyn til rente og løbetid mellem indbetalinger fra låntagerne og udbetalingerne til obligationsejerne. I kraft af balanceprincippet er realkreditinstituttet beskyttet mod skift i renteniveau og rentestruktur.

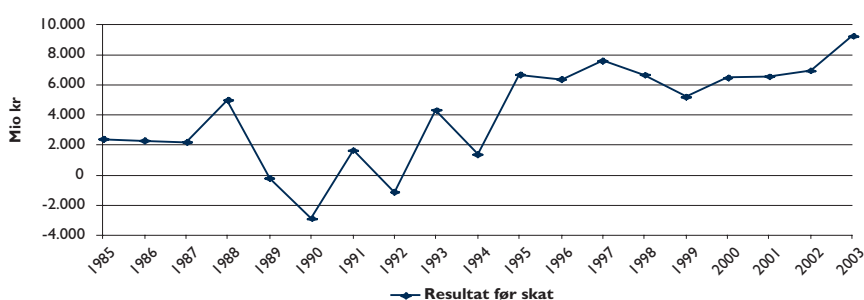
Balanceprincippet beskytter dog ikke mod kreditrisiko. Hvis låntager ikke kan betale sine ydelser, kan realkreditinstituttet sætte ejendommen på tvangsauktion. Realkrediten opererer med en maksimal belåningsgrad for ejerboliger på 80%, og der vil derfor normalt ikke opstå større tab for institutterne. Låntager hæfter naturligvis for en eventuel manko.

Finanstilsynet har i en analyse, Johansen og Askgaard (2004), vurderet, at hvis realkreditinstitutterne i 2003 skulle indregne samme tab og nedskrivninger som i det værste år 1990, dvs. 1,36 pct. af udlånene, ville overskuddet på 9 mia. have været forvandlet til et underskud på ca. 10 mia. kr. Sektorens solvensprocent ville alt andet lige blive reduceret fra 11,6 pct. til 9,2 pct.

Realkreditsektorens problemer i 87-92 skyldtes først og fremmest, at kartoffelkuren havde skabt en markant højere nettoydelse

Figur 1

Udvikling i resultat før skat for realkreditinstitutterne, 1985-2003



Kilde: Nationalbanken

gennem reduktion i rentefradragsretten, overgang fra annuitet til mixlån, bortfald af kontantlånsordningen og forhøjede stempeleligninger. Det førte til prisfald på ejendomme, jf. figur 2. Renteniveauet var faldende, jf. figur 3, men da de fleste realkreditlån var optaget til kurser langt under 100, betød det blot, at kursværdien af restgælden steg uden mulighed for konvertering. Mange låntagere var derfor teknisk insolvente og antallet af tvangsauktioner steg. Hertil kom sektorens øvrige problemer i form af overbelånings-sager, usikkerhed omkring reservefonde osv.

Den nye Nyrup-regerings boligpakke i marts 1993 ændrede markant på sektorens vilkår. Låntagerne fik adgang til løbetidsforlængelse op til 30 år for ejerboliger, fri adgang til belåning af friværdi, annuitetslån frem for mixlån, mulighed for kontantlån, stempeleligningen blev reduceret fra 4 til 1,5 pct. og kurstab på ældre kontantlån kunne overføres til det nye lån. Det fortsatte rentefald havde desuden gjort stort set samtlige lån konverteringsmodne og låntagerne fik dermed en markant likviditetsletelse. Endelig blev der i 1993 også åbnet op for udstedelse af inkonverterbare rentetilpasningslån, som slog igennem med RD's Flexlån i 1996.

Siden 1993 er renten faldet til det laveste niveau i mere end 50 år, ejendomspriserne er fordoblet og den gennemsnitlige friværdi i ejerboliger var på mere end 500.000 kr. ved udgangen af 2002⁵.

På den baggrund er det svært at se alvorlige faretegn for de ældre boligejere. Førstegangskøberne er en noget mere udsat gruppe. De kan næppe se frem til yderligere rentefald, og de har købt deres boliger til historisk høje priser. Hertil kommer, at de i stort omfang har finansieret med rentetilpasningslån.

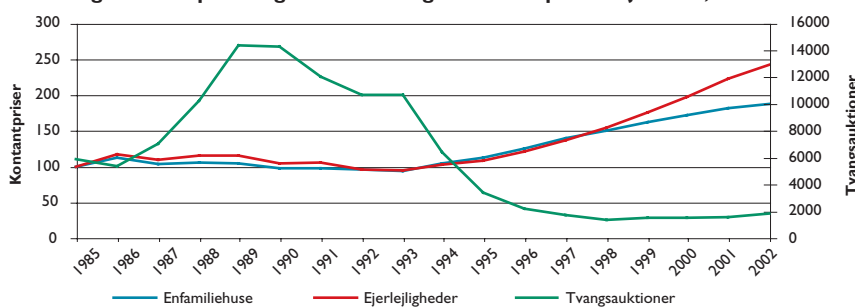
Risikoen ved rentetilpasningslån er den nye udfordring for det danske realkreditsystem. Lånene fjerner den beskyttelse mod rentestigning, som kendetegnede de traditionelle fastforrentede lån. Det giver en lavere ydelse her og nu, men låntagerne har ikke længere et loft over den fremtidige ydelse. Rentetilpasningslåne er blevet indført i en periode med næsten uafbrudt fald i renten og hverken låntagere eller realkreditinstitutterne har erfaringer med rentetilpasning til stigende rente.

Bekendtgørelse om god skik

Rentetilpasningslån og afdragsfrie lån har fået mange advarende ord med på vejen. Nationalbankdirektøren, Forbrugerrådet og

Figur 2

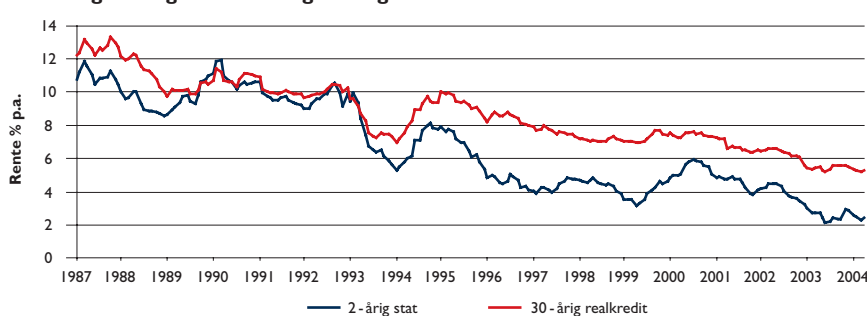
Udvikling i kontantpriser og afholdte tvangsauktioner på fast ejendom, 1985-2002



Kilde: Danmarks Statistik⁴

Figur 3

Udvikling i 2-årig statsrente og 30-årig realkredit



Kilde: Nationalbanken

ikke mindst realkreditinstitutterne har understreget, at de nye låntyper kræver en omhyggelig rådgivning for at sikre, at specielt nye boligejere ikke sætter sig i uoverstigelig gæld.

Kravet til rådgivning er blevet præciseret i økonomi- og erhvervsministerens bekendtgørelse om "God skik for finansielle virksomheder", som trådte i kraft 1. oktober 2003. I §4 slås fast, at alle væsentlige aftaler skal foreligge på skrift, og der tilføjes:

§ 4. (...) Er der i forbindelse med aftalens indgåelse ydet rådgivning, skal væsentlige forudsætninger for rådgivningen nedfældes i aftalen eller fremgå af bilag til aftalen (...)."

I vejledningen fremgår det dog at kravet om skriftlighed særligt hentyder til atypiske rådgivningssituationer, f.eks. "Ligeledes skal forudsætninger nedfældes skriftligt, hvis fx en kunde ønsker et afdragsfrit lån i et realkreditinstitut, selvom ejendommen må forventes at falde drastisk i værdi, kundens økonomi kun lige kan bære den afdragsfrie ydelse, eller kunden har en forventning om faldende indtægtgrundlag og/eller stærkt stigende leveomkostninger".

Hvordan kunden nogensinde skulle få bevilget et lån under de nævnte omstændigheder er et godt spørgsmål, men det, der nok menes, er, at jo tættere låntager er på grænsen for at kunne komme i knibe øko-

nomisk, desto vigtigere er det, at instituttet udarbejder et bilag, der med udgangspunkt i kundens situation redegør for alle relevante risici.

Under særlige regler for realkreditinstitutter hedder det i §14: "Når et realkreditinstitut afgiver et lånetilbud, skal det oplyse om egenskaberne ved forskellige låntyper". I vejledningen uddybes det til, at der skal orienteres om de alternative låntyper og specielt om særlige vilkår i forbindelse med rentetilpasning og indfrielse. Rådgivningen kan gives i form af mundtlig rådgivning, brochurer og produktblade, dvs. nogenlunde som nu.

Tilsyneladende skal der laves et individuelt skriftligt materiale til de atypiske kunder, mens resten kan nøjes med standard brochurer. I praksis vil det nok skabe afgrænsningsproblemer. Umiddelbart ville det være enklere, hvis institutterne i samtlige låneberegninger medtog de relevante risikofaktorer, så de herved var dækket ind overfor bekendtgørelsens krav.

Første års ydelse efter skat

De fleste låneberegninger viser 1. års månedlige ydelse før og efter skat, samt nutidsværdien af de fremtidige ydelser. Herudover kan man normalt se betalingsrækken på nyt

Tabel 1

Månedlig ydelse efter skat, 30-årige lån, 25. maj 2004

I. år	Provenu, mio. kr			
	1,5	2	2,5	3,5
Afdragsfri, F1	2.573	3.428	4.283	5.993
Flexlån, F1	5.488	7.311	9.134	12.780
5% obligationslån	6.843	9.116	11.388	15.933
Efter 10 år	1,5	2	2,5	3,5
Afdragsfri, F1	7.483	9.970	12.456	20.669
Flexlån, F1	5.635	7.507	9.379	13.124
5% obligationslån	7.153	9.529	11.904	16.655

Kilde: "Beregning – hurtigt overblik" på Realkredit Danmarks hjemmeside www.rd.dk

og gammelt lån under forudsætning af uændret rente.

Første års ydelse er ikke ideelt til sammenligning mellem rentetilpasningslån og fastforrentede lån, men nøgletallet kommer helt til kort efter introduktionen af de afdragsfrie lån.

Tabel 1 viser månedlig ydelse efter skat for forskellige lån. Hvis vi tager udgangspunkt i et traditionelt 5% obligationslån på 1,5 mio. så er ydelsen efter skat på 6.843 kr. For et standard F1 lån falder ydelsen til 5.488, men det afgørende spring kommer, hvis man vælger et afdragsfri F1 lån, hvor ydelsen bliver 2.573 kr. Hvis lånet øges til 2,5 mio. kr. afdragsfrit vil ydelsen stadig ligge godt 2.500 kr. under ydelsen for det fastforrentede lån på 1,5 mio. kr.

Billedet modificeres selvfølgelig af ejendomsskatter, udgifter til vedligeholdelse mm. Men for et hypotetisk ungt par, som studerer tabellen med første års ydelse, er det ikke længere deres disponible indkomst, som lægger bånd på boligkøbet. Hvor de med annuitetslån kunne få råd til et lille rækkehus, så kan de nu købe en velbeliggende villa og alligevel have luft i budgettet til bil nummer to. Tabellen viser ganske vist, at ydelsen vil stige efter udløbet af den afdragsfrie periode, men hvis man ikke har råd til det, kan man vel tage et nyt afdragsfrit lån?

Opgaven med at begrænse det unge pars låneønsker og redegøre for risici, samt fordele og ulemper ved de forskellige lån er op til rådgiveren – tabellen giver ikke megen hjælp. Opgaven er så meget sværere, fordi det unge par kunne have ret. Hvis boligpriserne stiger, så kan de komme til at tjene en formue på villaen. For dem kan annuitetsprincippet virke som en tvungen opsparing, der forhindrer førstegangskøberne i at få et tilstrækkeligt stort hus.

Forslag til rådgivningskema

I tabel 2 er vist et forslag til et rådgivningskema, som kunne erstatte eller supplere de nuværende ydelsesberegninger⁶. Den basale ide er at se på de samlede låneomkostninger ved at eje boligen med en horisont på f.eks. 5 år. Beregningen foretages for alternative forudsætninger om rente og salgsværdi. Frem til horisonten opgøres den løbende ydelse efter skat. På horisonttidspunktet finder vi indfrielsesværdien som et produkt af indfrielseskurs og restgæld. Til sidst trækkes indfrielsesværdien fra den forudsatte salgsværdi, og vi får den beregnede friværdi. Hvis friværdien er negativ, er ejendommen solgt med tab og låntager forlader huset med gæld.

De enkelte rentescenarier er her defineret som parallelle skift i rentekurven, dvs. at renten for alle inkonverterbare obligationer stiger eller falder med samme sats. Det antages, at renteniveauet stiger jævnt henover perioden.

Rentetilpasningslånene skal tilpasses årligt og tilpasningen sker til kurser, som beregnes ud fra den forudsatte renteutvikling. På samme måde beregnes indfrielseskurserne ved udløb.

Kursdannelsen på konverterbare obligationer er kompliceret og de forudsatte indfrielseskurser skal derfor blot opfattes som et bud. Kurserne beregnes enten ved en fuld modelberegning på de fremtidige tidspunkter eller ved brug af den såkaldte *kuponmetode*. Hvis kursen er under 100 indfries til markedskurs og ellers indfries til kurs 100. For en nærmere beskrivelse se appendiks.

For at tydeliggøre risikoen ved boligkøb er friværdien beregnet for to forskellige salgpriser. Tanken er, at det ene scenarie udtrykker et passende konservativt gæt, mens det andet er worst case, der skal kunne håndteres af låntager.

Stort set alle forudsætninger kan selvfølgelig diskuteres og ændres, jævnfør nedenfor.

Der tages udgangspunkt i en offentlig ejendomsvurdering på 2 mio. kr. Belåningsgrænsen er normalt 80%. Ofte vil der dog være en restfinansiering, så for overskuelighedens skyld antager vi en 100% belåning med realkreditlån. Der kan vælges mellem tre 30-årige alternativer: et 5% obligationslån, en rentetilpasningslån med årlig refinansiering (F1), samt et F1 lån med 10 års afdragsfrihed (AF1). Alternativerne sammenlignes efter 5 år.

De økonomiske overvejelser er simple: Hvor meget er der betalt undervejs, og hvor meget får man med derfra.

Som det fremgår, vil det samlede betalingsforløb afhænge af udviklingen i renteniveau og boligpriser. For det afdragsfrie rentetilpasningslån (AF1) består hele ydelsen af rente og ydelsen vokser derfor kraftigt ved stigende rente. Efter 5 år antages det, at lånet indfries. Den 1-årige obligation i rentetilpasningslånet kan indfries til kurser tæt på 100⁷. Hvis huspriserne er steget, har låntager en friværdi på omkring 160.000 kr. i alle rentescenarier. Er boligprisen faldet 10%, vil låntager få en gæld på ca. 240.000 kr.

F1 lånet har en langt højere ydelse end AF1, men det skyldes udelukkende afdrag. Bemærk, at afdragenes del af den samlede ydelse falder, når renten stiger. I kraft af sine afdrag har F1-ejeren reduceret sin restgæld, og han eller hun er derfor ikke nær så følsom overfor faldende salgpriser. Først ved rentestigningen på 3% vil der kunne opstå en negativ friværdi.

Til sidst ses på 5% obligationslånet. Ydelsen er højere end F1 og langt højere end AF1, men til gengæld påvirkes obligationslånets ydelse ikke af rentestigninger. Ved rentefald indfries lånet til kurs 100, men ved rentestigning kan lånet indfries til kurser langt under pari. Relativt klarer obligationslånet sig derfor bedst ved rentestigning, hvor der er en positiv friværdi, selv efter et fald i huspriserne. Obligationslånet er omvendt markant dårligere end F1-lånet ved rentefald.

Rentetilpasningslånets ydelse kommer på niveau med obligationslånets efter en rentestigning på godt 3 procent. Den lange rente er også steget, så ydelsen på et nyt fastforrentet lån vil ligge væsentligt over F1-lånets ydelse.

Ikke overraskende er der ikke nogle ny-

Tabel 2

Forslag til rådgivningsskema ved valg af realkreditlån, 21. maj 2005

Navn	Kupon	Kurs	Kontant rente	Løbetid	Obl. hovedstol	Kontant hovedstol	Ydelse pr. måned e/skat
5/Obl/30	5	95,67	--	30	2.130.823	2.038.559	9.144
FI/30	--	100,97	2,40%	30	2.017.033	2.036.681	7.302
FI/AF10/30	--	100,97	2,39%	30	2.017.033	2.036.681	3.339

Renteskift	Ydelse pr. måned e/skat		Samlet pr. 01-07-2009				Friværdi, hvis salgspris	
	Start	Slut	Ydelse e/Skat	Afdrag	Restgæld	Kurs	Indfrielse	+10%

Obligationslån, 5%, løbetid 30 år

-1%	9.144	9.328	566.399	179.107	1.951.716	100,00	1.951.716	248.284	-151.716
+0%	9.144	9.328	566.399	179.107	1.951.716	97,07	1.894.589	305.411	-94.589
+1%	9.144	9.328	566.399	179.107	1.951.716	90,44	1.765.075	434.925	34.925
+3%	9.144	9.328	566.399	179.107	1.951.716	75,05	1.464.705	735.295	335.295

Tilpasningslån FI, løbetid 30 år

-1%	7.302	7.382	450.555	257.409	1.764.857	100,83	1.780.316	419.684	19.684
+0%	7.302	7.388	450.740	257.173	1.765.215	100,81	1.780.539	419.461	19.461
+1%	7.302	7.828	462.875	242.758	1.787.380	100,32	1.797.029	402.971	2.971
+3%	7.302	9.050	500.628	208.069	1.822.888	100,29	1.832.450	367.550	-32.450

Tilpasningslån FI, løbetid 30 år, 10 års afdragsfrihed

-1%	3.339	3.306	203.691	0	2.020.603	100,83	2.038.302	161.698	-238.302
+0%	3.339	3.322	204.139	0	2.020.743	100,81	2.038.286	161.714	-238.286
+1%	3.339	4.336	232.374	0	2.029.569	100,32	2.040.525	159.475	-240.525
+3%	3.339	6.685	309.018	0	2.030.634	100,29	2.041.285	158.715	-241.285

udstedte lån, der entydigt er ”dyrere” end andre. Det skyldes, at låntagernes ydelse og indfrielsesbeløb er lig med investorernes afkast. Billige lån ville være dårlige obligationsinvesteringer. Så længe investorerne ved lige så meget om obligationer som den gennemsnitlige låntager, vil der ikke på forhånd være en systematisk fordel ved at tage fastforrentede lån frem for rentetilpasning eller omvendt. Investorerne forventer bare at få deres penge i nogle andre situationer.

Diskussion

Dette afsnit diskuterer nogle af de mest oplagte problemer i skemaet.

Belåningsgrad

Realkreditsystemet har en maksimal belåningsgrad på 80% så ovenstående eksempel overdriver naturligvis *realkreditinstituttets* risiko. Ifølge bekendtgørelsens §5, stk.3 gælder dog at rådgivningen skal tilgodese kundens interesser og give kunden et god grundlag for at træffe sin beslutning. I forbindelse med boligfinansiering må det derfor være oplagt at rådgive med udgangspunkt i den samlede låntagning, som er knyttet til pantet. Hvis kunden ender med en negativ friværdi efter salg, så skal gælden ofte finansieres uden sikkerhed i fast ejendom, dvs. på dårligere vilkår.

Renteændringer

Det er svært at vælge et rimeligt spænd for

renteudviklingen. Rentestigning er vel mere oplagt end rentefald, men det kunne sagtens tænkes at rentestigningen ville komme samtidigt med en fladning i kurven, som f.eks. i sommeren 2000.

Udvikling i boligpriser

Udviklingen i boligpriserne er oplagt til diskussion. Her er valgt +/-10%. Ideen er som nævnt at de +10% er et bedste gæt, mens de -10% er worst case, som skal minde låntager om risikoen ved ejendomshandler.

Salgspriserne på ejerboliger er mere end fordoblet over de seneste 10 år. På den baggrund kan det være svært at argumentere for, at priser også kan falde. Rådgiverens hovedargumenter kunne være

- En del af prisstigningerne skyldes det rekordlave renteniveau og de lave ydelser på de afdragsfrie lån. Hvis renten stiger, vil priserne kunne falde. Det betyder også, at kombinationen høj rente og prisfald er mere sandsynlig end lav rente og prisfald.
- Forholdet mellem kontantpriser og byggeomkostninger er på det højeste niveau i mere end 25 år⁷. Det har aldrig været billigere at bygge selv frem for at købe et eksisterende hus. Vis-mændenes seneste prognose peger på moderat fald i kontantpriserne i 2006.
- Beliggenhed: Der er netop nu et stort pres på boligmarkederne i de større byer på bekostning af resten af landet.

Kontantprisindekset viser gennemsnittet, rådgivning skal tage højde for store individuelle udsving.

- I de kommende år vil afgang fra parcelhusmarkedet være større end tilgangen.⁹
- I tilfælde af en kraftig rentestigning vil mange få behov for at sælge på samme tid – det kan forstærke en eventuel nedadgående tendens i ejendomspriserne.
- Salgsprisen skal også dække salgskostninger. Kontantprisindekset viser desuden ikke noget om udgifter til vedligeholdelse og forbedringer på ejendommene.
- Måske betalte man 100.000 kr. for meget for huset. Det er ikke sikkert, at en ny køber gør samme fejl.

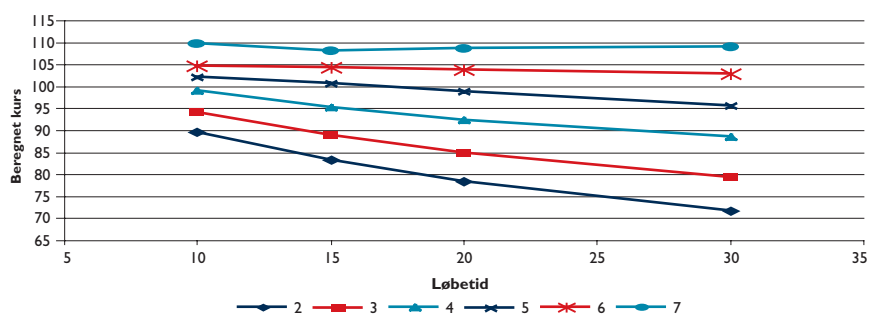
Skulle en rådgiver med sikkerhed mene, at huspriser kun kan stige, så kan han eller hun selvfølgelig lægge +5% ind som worst case. I så fald er der ingen grund til at forlange, at låntager skal kunne sidde for et fastforrentet lån, for alle førstegangskøbere vil kunne se frem til store kapitalgevinster og vil uden problemer kunne refinansiere til et nyt afdragsfrit lån.

Valg af horisont

Opgørelsen er lavet under forudsætning af, at huset sælges efter 5 år, og lånene indfries. Forskellen på de enkelte låntyper afspejles i indfrielseskurs og restgæld. Den fælles ho-

Figur 4

Kurser 21. maj 2004 på åbne og syntetiske obligationer, for forskellige niveauer af kuponrenten



Kilde: Reuters, ScanRate Financial Systems

risont sikrer dels, at vi kan sammenligne på tværs af vidt forskellige låntyper, og dels at alle betalinger tælles med. I standard beregninger viser man ofte kun første års ydelse uden at korrigere for restgælden eller også sammenlignes betalingsrækker med vidt forskellig løbetid under forudsætning af uændret rente.

Opgørelsen er også relevant ved låneomlægning, hvor de eksisterende lån indfries til fordel for et nyt lån. Ved afdragsfrie lån vil det tilsvarende være forholdet mellem salgspris og restgældens værdi, som afgør, om der kan gives et nyt afdragsfrit lån.

Om horisonten skal være 1, 3, 5 eller 10 år er op til diskussion. En kort horisont gør det let at forholde sig til tallene, men horisonten skal på den anden side være så lang, at det svarer til en realistisk flytte- eller omlægningsfrekvens.

Det er klart, at de mulige udsving i boligpriser og renter afhænger af horisonten. For boligprisernes vedkommende kan man måske argumentere for, at muligheden for at sælge med tab falder, når vi ser nogle år frem. Til gengæld vil vedligeholdelse så få betydning

Rådgivning til ”almindelige låntagere”

For realkreditinstitutterne må det være svært at få låntagerne til at begrænse deres låntagning, når de konkrete beregninger forudsætter uændret renteniveau, og når der ikke vises følsomhedsberegninger og lignende på den fremtidige ejendomsværdi. Hvis man i stedet som standard udleverer og mundtlig gennemgår et skema a la ovenstående, så er kunden skriftligt blevet gjort opmærksom på de vigtigste risikofaktorer. Og realkreditinstituttet kan dokumentere, at de hermed har overholdt rådgivningsforpligtigelserne i bekendtgørelsen om god skik.

Ifølge realkreditinstitutterne er det faste vejledningsprincip, at der kun ydes afdragsfrie lån, hvis kunden kan klare ydelsen på et tilsvarende fastforrentet lån. Det gør det let at afvise helt urimelige lån. Men det afdragsfrie lån er alligevel det mest risikable for kreditforeningen. Forskellen fremgår klart ved at sammenligne friværdierne for F1 og AF1 i tabel 2. Annuitetsprincippet betyder, at kreditforeningens risiko hele tiden reduceres. Efter 5 år vil F1-lånet have afdraget ca. 250.000 og i forhold til et afdragsfrit lån kan ejendommen med F1-lån tåle en 250.000 kr. lavere salgspris, uden at bringe kreditforeningens pantsikkerhed i fare¹⁰.

Som et alternativ til det nuværende vejledningsprincip kunne man operere med et worst case tilfælde, som alle nye boligejere skal forholde sig til, og som de skal kunne klare. Det kan automatisk lede tankerne fra afdragsfrihed over imod annuitetslån.

Prøv selv!

Selv om horisontmetoden har nogle år på bagen, så har ideen ikke vundet indpas som redskab i kunderådgivningen. Indvendingen fra realkreditside har typisk været, at opstillingerne bygger på for mange subjektive forudsætninger, at det er svært at kommunikere, at der er rigeligt med tal i forvejen og at almindelige låntagere i øvrigt får en grundig mundtlig rådgivning, hvor alle relevante risikofaktorer gennemgås.

Skemaet er udviklet af forfatteren i samarbejde med ScanRate Financial Systems og bygger på ScanRates tidligere rådgivningsprodukt RIO/Konvert. For at få nogle praktiske erfaringer med metodens anvendelighed er en simpel udgave tilgængelig på adressen www.boligregner.dk. Vi hører gerne kommentarer fra læsere, som har testet skemaet på en ikke-ekspert!

Nye låntyper

I dag har låntagerne valgmuligheder mellem på den ene side de fastforrentede lån med høj startydelse og fuld beskyttelse mod rentestigninger og på den anden side tilpasningslån, som har en lav startydelse og ingen beskyttelse mod rentestigninger. TotalKredit har i flere år udbudt en mellemting – de såkaldte BoligX lån med renteloft – med succes, men kun for løbetider op til 5-7 år. I Jakobsen og Svenstrup (2001) argumenteres for, at hvis et institut i stedet begyndte at udstede 20-30-årige variabelt forrentede obligationer med renteloft, ville man få en låntype, der beskytter mod rentestigninger næsten lige så godt som de fastforrentede obligationer, men med en markant lavere startydelse. Den låntype ville kunne erstatte såvel rentetilpasning som konverterbare lån.

De afdragsfrie lån er kommet for at blive, og der er mange fornuftige anvendelser. For at kompensere for den større kreditrisiko og for at beskytte førstegangskøberne mod at købe for dyrt, kunne man vedtage, at afdragsfriheden først kan starte, når realkreditlånets restgæld ligger indenfor en belåningsgrænse på 60% eller 70% af ejendomsværdien. Hvis man er førstegangskøber uden opsparing, vil man skulle starte med at afdrage i de første 4-6 år, indtil der er opnået en passende buffer mod prisfald. Herefter kan man opnå afdragsfrihed for 3-5 år ad gangen, betinget af at belåningsgrænsen stadig er overholdt.

Konklusion

Artiklen har argumenteret for, at fordele og ulemper ved forskellige lån kan illustreres med konkrete beregninger fremfor generelle formuleringer i brochurer og rådgivningsamtaler. Rådgiverens udfordring er, at beregningerne til gengæld viser, hvor svært det er at vælge!

I dag kan låntagerne vælge mellem rentetilpasningslån og fastforrentede konverterbare lån. Variabelt forrentede lån med et 20-30-årigt renteloft kan blive den mellemting, som kombinerer lav startydelse med en rimelig beskyttelse mod rentestigning.

Lån uden opsparing er en oplagt ide til generationen med masser af friværdi. Førstegangskøber mangler den opsparing, som er nødvendig for at kunne klare et fald i ejendomsværdien, så her er de traditionelle annuitetslån et bedre valg.

Appendiks: Beregningsmodel

Dette appendiks beskriver den bagvedliggende model lidt nærmere.

Renteskift og rentetilpasning

Modellen tager udgangspunkt i kurserne på de aktive rentetilpasningslån. Herfra beregnes en nul kuponrentestruktur. Der forudsættes parallelle skift i rentestrukturen og skiftene forudsættes at ske jævnt frem mod horisonttidspunktet. På hvert rentetilpasningstidspunkt beregnes nye kurser på de aktive rentetilpasningslån. For at undgå, at tilpasningen sker til kurser langt under eller over 100 tilpasses kuponrenten på de nye lån, dvs. at det reelt forudsættes, at institutterne udsteder nye obligationsserier.

Tilpasningen afhænger af løbetid, dvs. om lånet er F1, F3, F5 samt af afdragsprofilen. Afdragsprofilen bestemmes fra kontantsiden. Det betyder f.eks., at et 10-årigt afdragsfrit F3 lån med en kontantlånsrente på 2,3% skal have en rentebetaling på 2,3% af kontantlånsrestgælden, selv om det er finansieret med 3-årige 4% obligationer, der udløber 2007. Hvis kursen på 4-2007 ligger over 100 vil der mellem rentetilpasningstidspunkterne optræde en såkaldt *minimal rentetilpasning*, hvor der nyudstedes i 4-2007. Kontantlånsrenten ændrer sig derfor en smule undervejs, selv indenfor de 3-årige refinansieringsperioder.

På refinansieringstidspunkterne sker der en komplet refinansiering til det nye renteniveau og ydelsen kan derfor ændres markant i op eller nedadgående retning.

Indfrielseskurs

På horisonttidspunktet opgøres kursværdien af de tilbageværende obligationer. Vi antager, at horisonttidspunktet falder på en kvartårlig termin. Rentetilpasningslånene opgøres til kursværdien beregnet fra rentestrukturen¹¹.

Vi har eksperimenteret med to forskellige metoder til beregning af horisontkurserne på de konverterbare obligationer. Den ene metode anvender ScanRates model for konverterbare realkreditobligationer til at beregne kurser 10 år frem med et årsmellemrum og for alle renteskift. Kurserne beregnes for alle åbne obligationer og for de vigtigste konverteringsobligationer. Det er et massivt regnestykke, men det tager til gengæld højde for udvikling i låntageradfærd og virkning af denne på de fremtidige indfrielseskurser. De største problemer er dog, at alene en udskrift af samt-

lige beregnede kurser vil fylde mange sider.

Alternativt kan man anvende *kuponmetoden*, som foreslås i Jakobsen (1998). Her opstilles en tabel med løbetid og kuponrente for dagens åbne obligationsserier. Vi beregner kursen ved et renteskift på +1% ved at aflæse kursen for kuponen -1%. Ideen er, at hvis renten stiger 1% vil en 5% obligation få samme kurs som en 4% obligation har i dag. På samme måde antages, at hvis der går 5 år vil kursen på den 30-årige obligation aflæses som gennemsnittet mellem den 20- og den 30-årige obligation i dag. Hvis kursen er over 100, vil man indfri til pari, dvs. at nøjagtigheden her er mindre afgørende. Fordelen ved kuponmetoden er, at de samme kurser genbruges i stor stil, dvs. at inputkravene er små.

Figur 4 viser input til kuponmetoden for den 21. maj 2004. Der er vist kurser for alle kuponer fra 2 til 7 og med løbetider på 10, 15, 20 og 30 år. Det er dog kun et fåtal af disse, som svarer til kurser på reelt handlede obligationer.

Den 21/5 har vi således observeret faktiske handelskurser for 4-15, 4-20, 4-25, 4-35, 5-25, 5-35 og 7-32. Den syntetiske kurs for 5-15 er herefter fundet ved at forudsætte, at obligationen har samme baggrundsdata og OAS som 5-25, men med en løbetid, som er 10 år kortere. Samme procedurer anvendes på de øvrige ikke-handlede obligationer. Kurserne på kuponniveau 2 og 3 er dog fundet ved at genberegne 4% obligationen ved et renteniveau, der ligger hhv. 1 og 2 procent højere.¹²

Litteratur

- Det Økonomiske Råd, 2004: *Dansk Økonomi, forår 2004*.
- Finanstilsynet, 2003: *Vejledning til bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder*. 26. juni 2003.
- Jakobsen, Svend, 1998: Rådgivning om realkreditlån. *FINANS/INVEST*, nr. 3.
- Jakobsen, Svend, 1997: FlexLån^(TM) – RD's nye patentmedicin. *FINANS/INVEST*, nr. 2.
- Jakobsen, Svend og Mikkel Svenstrup, 2001: Variabel rente med loft – det perfekte realkreditlån. *FINANS/INVEST*, nr. 7.
- Johansen, Morten Harpøth og Lillian Askgaard, 2004: *Markedsudviklingen i 2003 for realkreditinstitutter*. Finanstilsynet.
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen, 1997: *Dansk realkredit gennem 200 år*. BRFKredit.
- Realkredit Danmark, 2003: *RD BoligNyt*, nr. 36 og 37.

- Realkreditrådet, 1992 og 2003: Årsberetning samt statistik fra www.realkreditraadet.dk.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2003: *Bekendtgørelse om god skik i finansielle virksomheder*. 26. juni 2003.

Noter

- 1) Hovedindholdet i artiklen er tidligere fremlagt ved foredrag i Finansanalytikerforeningen november 2003 og Realkreditrådets bestyrelsesseminar januar 2004.
- 2) Forfatteren vil gerne rette en stor tak til Stig Tørnes-Hansen og Christian Andersen, Realkredit Danmark, John Madsen, Nykredit og Annette Bjaaland Andersen fra Finanstilsynet for hjælp og diskussion. Rådgivningsskemaet og de bagvedliggende beregningsmoduler er udviklet af forfatteren i samarbejde med Morten Daubjerg Hansen, ScanRate Financial Systems. Jeg tager naturligvis det fulde ansvar for, hvad der må være af fejl og misforståelser.
- 3) Realkreditrådets pressemeddelelse af 22. april 2004.
- 4) Figuren er inspireret af RD BoligNyt nr. 36.
- 5) Kilde RD BoligNyt nr. 36
- 6) Beregningsmetoderne er oprindeligt anvendt i Jakobsen (1997, 1998). Mig bekendt er der ikke nogle institutter, der anvender horisontanalyser i deres standard kunderådgivning, men dagbladene refererer dog jævnligt enkeltanalyser fra institutterne, som bygger på horisontbetragtninger – specielt når forventningerne går til rentestigning. Se f.eks. "Faste lån kan give gevinst i 2004" i Børsen 13. januar 2004.
- 7) I beløbet er indregnet beskatning på 34% af den lille kursgevinst ved indfrielse af kontantlånet."
- 8) Se Det økonomiske råd (2004, s. 70).
- 9) Ifølge beregninger af Nykredit, som refereret i Børsens Magasiner 4. marts 2004.
- 10) Møller og Nielsen (1997) nævner, at økonomien A.F. Bergsøe i sin bog fra 1839 kraftigt argumenterede for at anvende annuitetslån frem for stående lån netop for at undgå, at kreditforeningerne skulle tilse pantet løbende (p.90).
- 11) Realkreditinstitutterne tillader, at det 1-årige lån kan indfries til kurs 100. I så fald skal der dog betales difference-rente. I beregningerne har vi forudsat indfrielse til markedskurs.
- 12) Kursberegningerne er foretaget i rentestruktursystemet RIO, udviklet af ScanRate Financial Systems.