

Realkredit i USA og Danmark

Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Det amerikanske realkreditsystem har en række ligheder med det danske, men der er også store forskelle på systemernes opbygning og funktion. Betydningen af dette ses bl.a. i perioder med stor konverteringsaktivitet, som de seneste års lave renter har givet anledning til. Volatiliteten på det amerikanske obligationsmarked, både for realkredit- og for statsobligationer, blev kraftigt påvirket i forbindelse med konverteringsbølgen i 2002, mens der ikke var tilsvarende effekter i Danmark. Problemerne i 2002 i det amerikanske realkreditsystem har medført stor interesse omkring fordele og ulemper ved forskellige typer markedsbaserede realkreditsystemer. I denne artikel beskrives det amerikanske system set i lyset af det danske system.

DET AMERIKANSKE OG DET DANSKE REALKREDITSYSTEM

Det amerikanske og det danske realkreditsystem tilbyder låntagerne relativt billig og mere fleksibel finansiering af ejendomme end de fleste andre landes realkreditsystemer. Det amerikanske realkreditmarked er absolut set langt større end det danske, men som det fremgår af tabel 1, er begge markeder relativt set meget store i begge lande.

Optagelse af realkreditlån

Realkreditlån udbydes af mange tusind banker og sparekasser ("Thrifts") i USA, kaldet "originators". Som det fremgår af boks 1, skal en låntager i

DET AMERIKANSKE OG DET DANSKE REALKREDITMARKED		Tabel 1
Ultimo 2003	USA	Danmark
Udstedte realkreditobligationer	30.774 mia. kr. ¹	1.392 mia. kr.
Daglig omsætning af realkreditobligationer	1.314 mia. kr. ¹	12 mia. kr.
Realkreditlån i alt i forhold til BNP	81 pct.	101 pct.
Husholdningernes gæld i forhold til disponibel indkomst	112 pct.	192 pct.
Antal institutter, der udbyder realkreditlån til ejerboliger	7.771	4
Ejerboligandel	68 pct.	59 pct.

Anm.: Der er regnet med en dollarkurs på 6 kr. pr. dollar.

Kilde: Frankel et al. (2004).

¹ 3. kvartal 2003.

Ud over sædvanlige låneomkostninger skal en låntager afholde omkostninger til følgende:

Vurdering: Et uafhængigt vurderingsbureau skal vurdere værdien af ejendommen.

Kreditvurdering: Låntageren skal fremvise en personlig kreditvurderingsattest.

Tilstandsattest: Låntageren skal have udarbejdet en tilstandsattest på ejendommen.

Realkreditforsikring: Hvis udbetalingen er mindre end 20 pct. af ejendomsprisen, kan banken kræve, at der tegnes en forsikring for betaling af ydelserne. Forsikringen vil typisk bortfalde, når der er tilbagebetalt så meget, at friværdien overstiger 20-25 pct.

Fastlæggelse af ejendomsret: Som følge af fraværet af et centralt tinglysningssystem er det nødvendigt at få fastslået, hvem der er lovmæssig ejer af ejendommen, og om ejendommen anvendes som sikkerhed mod anden långivning.

Ejendomsretsforsikring: Låntager skal tegne forsikring mod, at der ikke er sket fejl i fastlæggelse af ejendomsretten.

Kilde: How Mortgages Work, <http://money.howstuffworks.com>.

USA kontakte en række institutioner, før et lån kan bevilges. I Danmark kan det derimod foregå direkte gennem realkreditinstituttet ved betaling af tinglysningssomkostninger, et gebyr ved låneoptagelsen samt et løbende gebyr gennem hele lånets levetid. Endvidere betyder det danske tinglysningssystem, at der er et centralt register over, hvilke pant der er taget i de enkelte boliger. Dette er ikke tilfældet i USA, hvor huskøberens derfor skal sikre sig, at der ikke er taget pant til anden side i boligen. Den personlige kreditvurdering er nødvendig for at kunne få bevilget et lån i det amerikanske system. Dette skyldes bl.a., at personlig konkurs i USA er et anliggende i den enkelte stat og ikke på føderalt niveau. Et udbredt nøgletal ved kreditvurderingen er "28/36", som de fleste udlånere kræver opfyldt. Maksimalt 28 pct. af den månedlige indkomst før skat må gå til ydelser på realkreditlånet, og maksimalt 36 pct. må gå til betaling af ydelser på en låners samlede gæld (realkredit og anden gæld). Overstiges disse grænser, vil udlåneren kræve større udbetaling, fx ved betaling af såkaldte discount points, jf. boks 2.

I det danske realkreditsystem er renten ikke afhængig af, hvem der er låntager. Låntager vurderes enten at være kreditværdig eller ikke, og graden af kreditværdighed påvirker ikke renten på lånet. Som det fremgår af boks 2, er det ikke tilfældet i det amerikanske system. Her er det fx muligt for låntageren at få reduceret rentesatsen på lånet ved at betale en højere udbetaling. Endvidere betyder kreditvurderingen meget for den effektive rente. Der kan være betydelig forskel på lånerenten på et 30-årigt lån mellem en person, der vurderes til at have en god kreditværdighed, og en person med en mindre god kreditværdighed.

DISCOUNT POINTS

Boks 2

Ud over en almindelig udbetaling opererer det amerikanske system med såkaldte discount points. Et point er 1 pct. af lånets hovedstol. Ved betaling af points er det muligt for låntageren at reducere renten på lånet. Sammenhængen mellem antal discount points og renten på lånet ændres efter udbuds- og efterspørgselsforholdene. Nedenfor vises et eksempel på sammenhængen mellem antal points og renten for et 30-årigt lån. "Conforming loans" refererer til lån, der opfylder de amerikanske Government Sponsored Enterprises maksimale lånestørrelse, mens "Jumbo loans" refererer til lån over denne maksimale lånestørrelse, se afsnittet om udstedelse af obligationer.¹

SAMMENHÆNG MELLEM DISCOUNT POINTS OG LÅNERENTE

Discount points i pct.	Pct.	Lånerente i pct.
"Conforming loans"	"Jumbo loans"	
1,470	-	6,750
1,360	-	6,875
0,870	-	7,000
0,380	-	7,125
-0,110	1,920	7,250
-0,600	0,013	7,375
-1,090	0,795	7,500
-1,500	0,325	7,625
-1,920	-0,145	7,750
-2,330	-0,520	7,875
-	-0,830	8,000
-	-1,150	8,125
-	-1,365	8,250

¹ Stanton og Wallace (1997).

Samlet set er låneoptagelse i det amerikanske system formodentligt dyrere end i det danske, men prisfastsættelsen af de enkelte elementer i et realkreditlån er mere gennemsigtig. Endvidere er der konkurrence på gebyrerne mellem de enkelte institutter, der varetager de ydelser, der er beskrevet i boks 1. I det danske system har hver låneomlægning hidtil krævet fornyet tinglysning med tilhørende gebyr. I det amerikanske system foregår dette kun én gang, nemlig ved køb af huset. Dermed udløser fx konverteringer ikke fornyet tinglysningsgebyr. Låntageren skal dog kunne godtgøre, at der ikke er taget anden pant i huset fx i forbindelse med manglende skattebetalinger. I Danmark betyder balanceprincippet, som realkreditinstitutterne er underlagt, at der er en nøje sammenhæng mellem de lån, der ydes, og de obligationer, der udstedes. De amerikanske institutter er ikke underlagt et balanceprincip, hvilket giver mulighed for mere fleksible lån. Balanceprincippets sammenkædning af lånet med de underliggende obligationer betyder til gengæld,

at danske låntagere kan opkøbe de underliggende obligationer og anvende dem til indfrielse af lånet og dermed drive mere aktiv gældspleje, ligesom ejerskifter lettes.

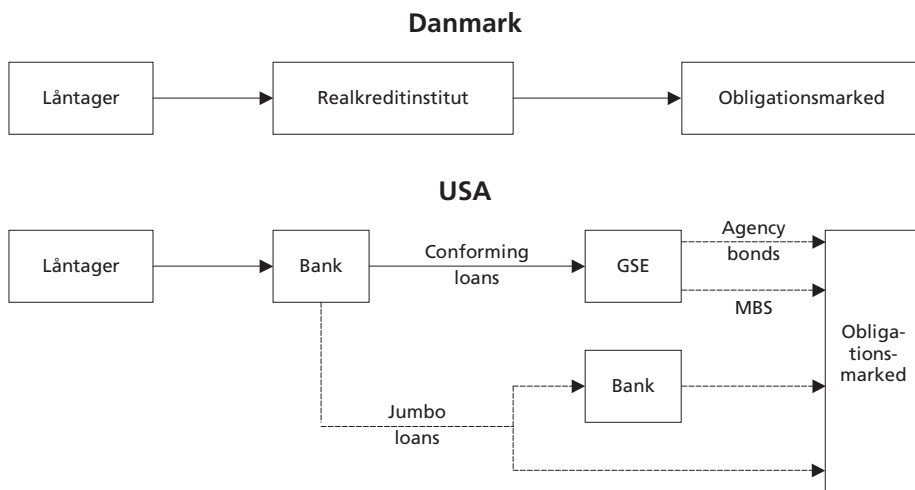
De fastforrentede lån er konverterbare, men da der ikke er direkte forbindelse mellem lånene og de udstedte obligationer, jf. se nedenfor, kan lånene ikke førtidsindfris ved opkøb i markedet som i Danmark. Det betyder, at hver gang en låntager ønsker at komme ud af sit lån, skal det indfris til pari. I det danske system har låntagerne mulighed for at udøve mere aktiv gældspleje, idet danske boligejere med fastforrentede lån til enhver tid kan opkøbe de obligationer, der har finansieret lånet, til markedskursen. Det betyder, at danske boligejere får glæde af, at værdien af gælden falder ved rentestigninger svarende til faldet i obligationskursen. Låntagerne i det danske system har i tilfælde af en rentestigning mulighed for at reducere restgælden på lånet ved at indfri gælden og samtidig genfinansiere den ved udstedelse af obligationer med en højere rente, såkaldt opkonvertering. Derved kan et eventuelt fremtidigt rentefald udnyttes til at få reduceret ydelsen på lånet, mens restgælden er blevet reduceret ved opkonverteringen. Som det fremgår af Frankel et al. (2004) udnytter danske låntagere denne mulighed i tilfælde af rentestigninger. Muligheden for at indfri gælden til markedskursen på de bagvedliggende obligationer betyder også, at hvis en rentestigning udløser huspriskald, vil friværdien i ejerboligen være beskyttet, da markedsværdien af gælden vil falde tilsvarende.¹

Amerikanske låntagere kan kun indfri deres lån til pari og kan derfor ikke reducere deres gæld ved opkonvertering. Endvidere skal lånene indfris til pari ved salg af huset. Husejernes friværdi er derfor ikke beskyttet i tilfælde af rentestigninger med samtidigt fald i ejendomspriserne.

Udstedelse af obligationer

I det danske system udsteder realkreditinstitutterne obligationer på baggrund af de lån, der er givet. I det amerikanske system kan bankerne vælge at håndtere realkreditlån som andre udlån eller videresælge dem. Banken, der har ydet realkreditlånet, kan også vælge at pakke flere lån og udstede et værdipapir, de såkaldte Mortgage Backed Securities, MBS, hvor afkastet består af de betalingsstrømme, der kommer fra låntagerne. Disse værdipapirer sælges på obligationsmarkedet. I det amerikanske system skelnes skarpt mellem "Conforming loans" og "Jumbo loans". Lån op til en vis grænse, der i 2004 var på 333.700 dollar, kaldes

¹ Det gælder kun for fastforrentede lån, se Christensen og Kjeldsen (2002).



Anm.: De stiplede pile angiver, at her er tale om et valg for instituttet. Fx kan den bank, der yder et realkreditlån, vælge at beholde et Jumbo loan på balancen, sælge det videre til en anden bank, eller selv udstede en MBS.

conforming, da de kan videresælges til de såkaldte Government Sponsored Enterprises, GSE, som beskrevet nedenfor. GSEerne nyder en række fordele, og langt de fleste lån under lånegrænsen sælges derfor til GSEerne. Lån over lånegrænsen, Jumbo loans, enten beholdes på balancen, videresælges eller pakkes i en obligation. Udstedelse af obligationer er illustreret i figur 1. Kreditrisikoen på de bagvedliggende lån opdeles typisk i trancher, hvor banken som regel bærer risikoen på den yderste del af lånet. Endvidere er der en række uafhængige institutioner, der sælger kredittabsforsikringer på realkreditlån. Da Jumbo loans ikke kan videresælges til en GSE, er den rente, låntageren betaler på disse lån, højere end på Conforming loans.

Government Sponsored Enterprises, Fannie Mae og Freddie Mac

Under krisen i 1930'erne var det meget vanskeligt for middelindkomst og fattige familier at få realkreditlån i bankerne i USA. Den amerikanske regering besluttede derfor at oprette et institut, der skulle købe realkreditlån op til en vis lånegrænse fra bankerne, så disse ville være villige til at yde lånene. Fannie Mae¹ blev oprettet i 1938. Den anden store GSE, Freddie Mac², blev udskilt fra Fannie Mae i 1970. Begge selskaber, også kaldet agencies, blev samtidig børsnoterede selskaber. Der findes også nogle mindre GSEer i USA, som fx Ginnie Mac, der primært opkøber lån

¹ The Federal National Mortgage Association.

² The Federal Home Loan Mortgage Corporation.

fra mindre virksomheder. GSEernes hovedformål er at sikre et velfungerende marked for realkreditobligationer, og derved give de amerikanske husejere adgang til så billig finansiering som mulig. Institutterne må ikke direkte yde realkreditlån, men kan kun købe realkreditlån fra de private banker og udstede obligationer.¹ Institutterne er underlagt en række bestemmelser, der bl.a. sikrer, at også låntagere i mindre udviklede områder i USA har adgang til realkreditlån.

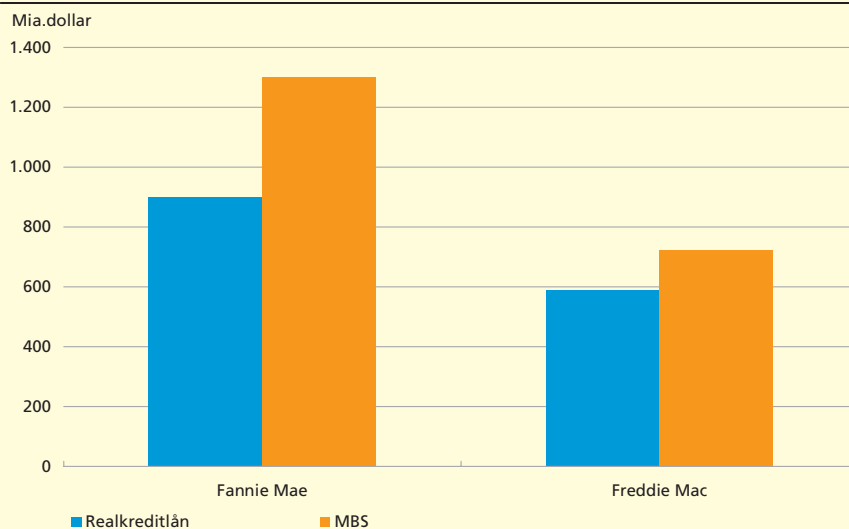
Fannie Mae og Freddie Mac opkøber realkreditlån op til lånegrænsen for "Conforming loans". Disse lån enten beholdes på balancen eller videresælges i form af MBSer på obligationsmarkedet. Fannie Mae og Freddie Mac bærer kreditrisikoen på alle lånene. MBSerne modtager cash flowet fra de underliggende realkreditlån, og investorerne bærer derfor markedsrisikoen, primært konverteringsrisikoen. MBSerne er ikke standardiserede som de danske realkreditobligationer, men har vidt forskellig størrelse og sammensætning. De lån, der ikke videresælges som MBSer, finansieres ved udstedelse af såkaldte agency bonds. Disse obligationer er almindelige virksomhedsobligationer, og har helt andre kendetegn end realkreditlånene, fx er obligationerne ofte inkonverterbare. Hensigten er at lave opportunistiske obligationsudstedelser skræddersyet til investorernes behov på udstedelsestidspunktet for at minimere finansieringsomkostningerne. Institutterne bærer derfor, ud over kreditrisikoen, en betydelig markedsrisiko på aktiverne i form af konverteringsrisiko på de realkreditlån, der ikke videresælges som MBSer.

Fælles for GSEerne er, at de nyder en række fordele i forhold til de private banker. Kapitalkravet er kun 2,5 pct. for Fannie Mae og Freddie Mac, mens de private banker har et kapitalkrav på 4 pct. for realkreditlån. GSEerne er fritaget for visse skatter og en række gebyrer til fx tilsynsmyndigheder. De offentlige myndigheder har bemyndigelse til at låne op til 2,25 mia.dollar til dem i tilfælde af problemer. Derudover nyder de en række yderligere fordele i forhold til de private banker. Selv om de er private aktieselskaber, er opfattelsen blandt investorerne, at selskaberne har en implicit statsgaranti bl.a. som følge af, at de har adgang til offentlige lån, og at de anses for at være "to-big-to-fail". Investorerne regner med, at institutterne er så store og så betydningsfulde for finansieringen af de amerikanske ejerboliger, at det offentlige vil redde selskaberne i tilfælde af problemer. Investorerne tolker bl.a. de lempeligere kapitalkrav som udtryk for denne implicitte statsgaranti, jf. White (2001).

¹ "The Congress declares that the purposes of this title are to establish secondary market facilities for residential mortgages ...", uddrag fra det charter, den amerikanske Kongres vedtog ved oprettelsen af Fannie Mae i 1938, www.fanniemae.com.

Som det fremgår af figuren, har Fannie Mae finansieret ca. 2.200 mia.dollar realkreditlån og Freddie Mac ca. 1.300 mia.dollar. Over 40 pct. holdes på balancen, og konverteringsrisikoen bæres derfor af selskaberne. Selskaberne bærer kreditrisikoen både på de lån, der holdes på balancen, og på de lån, der ligger bag MBS'er, dvs. kreditrisikoen på lån for i alt over 3.500 mia.dollar. Begge selskaber har en kernekapital på lidt over 3 pct.

REALKREDITLÅN OG UDSTEDTE MORTGAGE BACKED SECURITIES 2003



Anm.: Da Freddie Mac's regnskaber er under fortsat revision, vises ultimo 2002 regnskabstallene for Freddie Mac.
Kilde: www.fanniemae.com, www.freddiemac.com.

Institutterne bærer renterisikoen, dvs. konverteringsrisikoen, på de lån, der holdes på balancen. Det betyder, at perioder med rentefald og dermed stor konverteringsaktivitet som i efteråret 2001 og frem til sommeren 2003 samt perioder med store rentestigninger medfører betydelig uro på de amerikanske obligationsmarkeder. Fannie Mae og Freddie Mac afdækker konverteringsrisikoen på realkreditlånene ved brug af derivater og køb og salg af amerikanske statsobligationer. De inkonverterbare statsobligationer købes i perioder med rentefald, da kursstigningerne på disse obligationer begrænser institutternes tab på konverteringerne af realkreditlån. Statsobligationerne sælges i perioder med rentestigninger. Derved forstærkes generelle rentefald og -stigninger af Fannie Mae og Freddie Mac's operationer som følge af institutternes størrelse.¹

¹ Se fx Louise Mogensen, Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002, Seneste økonomiske og monetære udvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002, Internationally Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, September 2003, m.fl.

De lempeligere krav og den implicitte statsgaranti vurderes at betyde, at GSE'erne kan udstede obligationer med en rente, der er omkring 40 basispunkter lavere end, hvad de private banker kan, jf. Passmore,

Sparks og Ingpen (2001). Hvorvidt disse lavere finansieringsomkostninger kommer låntagerne eller aktionærene i Fannie Mae og Freddie Mac til gode, er vanskeligt at beregne. Resultaterne i Passmore (2003) viser, at det ikke er låntagerne, der får fuldt glæde af de lavere finansieringsomkostninger, idet en del af finansieringsfordelene tilfalder aktionærene.

Disse forhold samt de problemer, der opstod i sommeren 2002, jf. boks 3, kombineret med, at Freddie Mac har revideret de seneste års regnskaber¹, betød, at der er opstået betydelig offentlig interesse omkring selskabernes virke i USA. Den amerikanske centralbankschef Greenspan udtrykte i en tale til kongressen² bekymring over betydningen af Fannie Mae og Freddie Mac's høje gælds niveau for finansiell stabilitet. Her udtrykkes endvidere bekymring over den beskedne egenkapital, institutterne råder over til at dække såvel kredit- som konverteringsrisiko.³

REALKREDITSYSTEMER OG FINANSIEL STABILITET

Som de eneste realkreditsystemer i verden tilbyder det amerikanske og det danske system langfristede fastforrentede konverterbare realkreditlån til ejendomsfinansiering. Derved har disse to systemer en bred vifte af muligheder for låntagerne til at nedbringe risikoen på huslån. Manglen på mulighed for langfristet fastforrentet låntagning ses som en væsentlig forklaring på den ustabilitet, der råder på det private ejendomsmarked i Storbritannien, jf. Miles (2004).

Problemerne i det amerikanske realkreditsystem har rejst spørgsmålet om, hvilket system der er mest hensigtsmæssigt ud fra et finansielt stabilitetssynspunkt. I det amerikanske system koncentrerer konverteringsrisikoen i nogle få, systemisk vigtige institutter, mens det danske balanceprincip betyder, at konverteringsrisikoen bliver spredt på en bred kreds af investorer. Som følge af fastkurspolitikken anvender danske investorer endvidere i høj grad det langt større euromarked til at afdække markedsrisikoen på danske realkreditobligationer.⁴ Investorernes afdækning af konverteringsrisikoen på danske realkreditobligationer påvirker derfor ikke det danske obligationsmarked i nævneværdig grad. Som følge af klausulen om, at amerikanske låntagere skal indfri deres

¹ Freddie Mac havde foretaget regnskabsmæssig indkomstudjævning for at det regnskabsmæssige resultat ikke skulle variere for meget fra år til år. Denne regnskabspraksis har Freddie Mac efterfølgende været nød til at ændre, se www.freddiemac.com.

² The Federal Reserve Board, Testimony of Chairman Alan Greenspan, 24. februar 2004.

³ Fannie Mae har annonceret, at forskellen i varighed mellem aktiverne og gælden nu holdes under 6 måneder, www.fanniemae.com. Med en egenkapital på blot 3,2 pct. vil dette dog fortsat medføre en betydelig renterisiko på egenkapitalen.

⁴ Se Frankel et al. (2004).

lån til pari i tilfælde af salg af huset, betyder demografiske faktorer langt mere for beregning af konverteringsomfang mv. i de amerikanske realkreditobligationer. Det er derfor nødvendigt at have væsentligt mere information som input i modeller til at forudsige betalingerne på amerikanske realkreditobligationer end i tilsvarende modeller for danske realkreditobligationer. Realkreditinstitutternes kreditrisiko er både i USA og Danmark begrænset via lånelofter på maksimum 80 pct. af værdien af ejerboligen.

På trods af, at det er investorenes opfattelse, at GSEerne har en implicit statsgaranti, er rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer som i Danmark. Dette forhold tilskrives, at det som nævnt er mere kompliceret at forudsige betalingerne på de amerikanske obligationer, og at danske realkreditobligationer er langt mere standardiserede, hvad angår størrelse mv. end de amerikanske, jf. Frankel et al. (2004).

Der har for nylig været tiltag til at etablere et fælles europæisk realkreditsystem for at integrere og udbygge realkreditlån i EU. Interesseorganisationen The European Mortgage Finance Agency har foreslået at etablere et system som det amerikanske med oprettelsen af et privat "agency", der skal optræde som en slags fælleseuropæisk "Fannie Mae" og opkøbe realkreditlån og udstede obligationer.¹ Den danske model er fravalgt, da de banker, der står bag initiativet, finder, at det at løbe renterisiko bør være en væsentlig indtægtskilde for en sådan institution. Mexico er ved at opbygge et realkreditsystem med udgangspunkt i det danske system ud fra ønsket om at afskære realkreditinstitutterne fra markedsrisiko.

Afslutning

Både det amerikanske og det danske realkreditsystem giver boligejere adgang til langfristet, fleksibel og relativ billig finansiering af boligen. Forskellene mellem det amerikanske og det danske system afspejler, at de to systemer blev etableret under vidt forskellige forhold. Det danske system har rødder i foreningstankegangen og blev etableret på privat initiativ. Det amerikanske system blev etableret under krisen i 1930'erne, hvor det offentlige måtte træde til for at sikre middel- og lavindkomstfamilier adgang til boligfinansiering. Det danske balanceprincip betyder, at de danske realkreditinstitutter ikke bærer risikoen i forbindelse med låntagernes konverteringsmuligheder. De danske realkreditlåntagere opnår relativt billig og fleksibel finansiering af boligen, fordi de danske realkreditlån er standardiserede. De standardiserede lån betyder, at der opnås tilstrækkelig likviditet i de obligationer, realkreditinstitutterne

¹ Se fx The Banker, januar 2004.

udsteder for at finansiere lånene, til at investorerne finder danske realkreditobligationer attraktive. I forhold til det amerikanske system er det danske system mere robust over for konverteringsbølger i forbindelse med rentefald. Det kan tilskrives balanceprincippet samt det forhold, at investorer i danske realkreditobligationer kan afdække renterisikoen på det langt større euromarked. Den danske fastkurspolitik over for euroen betyder, at denne afdækning er forholdsvis billig.

LITTERATUR

Baun, Henrik, Louise Wagner og Jacob Gyntelberg, 2000, Amerikansk realkredit – nye produkter og muligheder, *Finans/Invest* 8/00.

Christensen, Anders Møller og Kristian Kjeldsen, Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

Frame W. Scott og Lawrence J. White, 2004, Emerging Competition and Risk-Taking Incentives at Fannie Mae and Freddie Mac, *Working Paper* 2004-4, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Frankel, Allen, Jacob Gyntelberg, Kristian Kjeldsen og Mattias Persson, 2004, The Danish mortgage market, *BIS Quarterly Review*, March 2004.

Greene, William, 2003, Commentary on The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity, www.fanniemae.com.

Mercer Olivier Wyman, 2003, Study on the financial integration of European mortgage markets, rapport fra the European Mortgage Federation.

Miles, David, 2004, The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View. *Final Report and Recommendations*, UK Treasury.

Passmore, Wayne, 2003, The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity, *preliminary draft*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Passmore, Wayne, Roger Sparks og Jamie Ingpen, 2001, GSEs, Mortgage Rates, and the Long-Run Effects of Mortgage Securitization, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Stanton, Richard og Nancy Wallace, 1997, Mortgage Choice: What's the Point?, *Real Estate Economics*.

White, Lawrence, 2003, Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of Reforming Housing Finance, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 23, No 1.