

NOTAT

22. november 2016

Kontakt Martin Kjeldsen-Kragh
Direkte +45 3370 1110
mkk@realkreditforeningen.dk

Journalnr. 115/75
Dok. nr. 561290-v1

Det Systemiske Risikoråds diskussionspapir

Finansrådets og Realkreditforeningens bemærkninger til Det Systemiske Risikoråds diskussionspapir "Initiativer og pejlemærker i forhold til ejendomsmarkedet."

Ubalancer på boligmarkedet er skadelige både for finanssektoren og for samfundet som helhed. Finansrådet og Realkreditforeningen lægger derfor vægt på, at risikoen for ubalancer håndteres på en hensigtsmæssig og effektiv måde, uden at skade økonomien. Vi hilser derfor diskussionsoplægget og ikke mindst konferencen om samme emne meget velkomment.

Selvom vi ikke ser tegn på, at boligmarkedet er på vej mod en prisboble, er vi enige i, at det er vigtigt at få afklaret, hvilke instrumenter, som effektivt kan modvirke opbygning af systemiske risici på boligmarkedet.

Det er vanskeligt at afgøre, hvornår der skal sættes ind med nye foranstaltninger, hvor kraftige de skal være, og hvornår de eventuelt kan afskaffes igen. Der er risiko for, at man handler for hurtigt og kommer til at gøre noget for tidligt, så man stopper et sundt opsving, eller for sent, så man kommer til at forstærke en nedtur, der allerede er sat ind. Det tilsiger tilbageholdenhed og forsigtighed.

I det omfang, det er muligt, bør man derfor foretrække tiltag, der virker strukturelt og ikke skal "tændes og slukkes."

Der bør generelt være fleksibilitet i udmøntningen af stramninger, så institutionerne har mulighed for at fravige kravene i de tilfælde, hvor særlige forhold tilsiger det.

Erfaringen med anvendelse af makroprudentielle instrumenter er fortsat meget sparsom og det er vigtigt, at vi lærer af vores nabolande i så vid udstrækning som muligt. Behov for nye tiltag skal ses i lyset af den fulde effekt af allerede indførte tiltag og kommende regulering.

Det er vigtigt, at instrumenterne er målrettet de risici, som adresseres. Fx vil øgede kapitalkrav direkte påvirke kreditinstitutternes kapitalisering, hvorimod den afledte effekt på boligmarkedet er mere uklar.

Selv om det næppe er hensigtsmæssigt at lade indførelsen af makroprudentielle tiltag ske automatisk på grundlag af indikatorer for boligmarkedet, er det alligevel relevant, at Det Systemiske Risikoråd offentliggør et bredt sæt af relevante indikatorer. Det vil øge transparens om risici på boligmarkedet og kan i sig selv bidrage til at begrænse opbygning af risici gennem påvirkning af adfærden hos låntagere og kreditinstitutter.

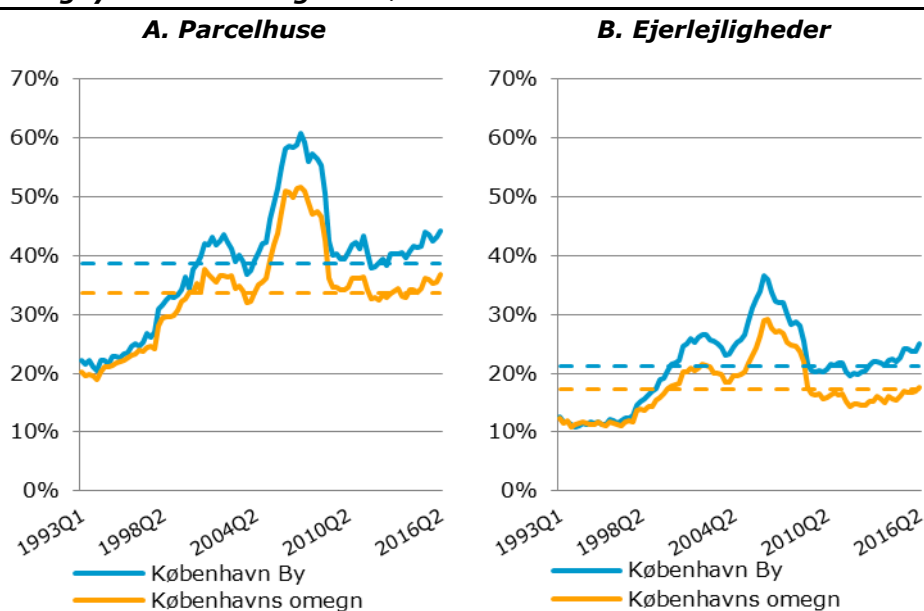
Høje priser drevet af lave renter

Boligpriserne har været stigende i et stykke tid, især i København, og især på lejligheder. Det skyldes den meget lave rente i kombination med tilflytning til hovedstaden, hvor indkomstudviklingen er gunstigere end i resten af landet.

De høje priser er således i tråd med de økonomiske forhold.

Den såkaldte boligbyrde, som viser hvor stor en del af indkomsten en husholdning skal bruge på køb af en typisk ejerbolig, ligger således tæt på gennemsnittet siden 1993, både for lejligheder og parcelhuse. Dette står i kontrast til udviklingen forud for den finansielle krise i 2008.

Boligbyrde efter kategori i København



Anm.: Beregningerne afspejler boligbyrden ved køb af hhv. et hus på 140 kvm. og en ejerlejlighed på 78 kvm. Boligen finansieres med 95 pct. belåning. De stiplede linjer angiver gennemsnittet af boligbyrden over perioden fra 1. kv. 1993 – 2. kv. 2016.

Kilder: Boligmarkedsstatistikken, SKAT, Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkredit Danmark og egne beregninger

Penge- og realkreditinstitutterne har heller ikke gennem øget udlån medvirket til at presse priserne i vejret. Kreditpolitikken er forsigtig, både fordi det kræves af myndighederne, og fordi institutterne selv anser det for nødvendigt.

Det afspejler sig i udlånsudviklingen, som har været meget afdæmpet i de senere år. Også det står i skarp kontrast til udviklingen forud for krisen.

Den nuværende udvikling er altså – udover at være langt mere afdæmpet end under seneste boligbølge – markant anderledes, fordi prisstigningerne hverken er ledsaget af stor udlånsvækst eller store stigninger i boligbyrden.

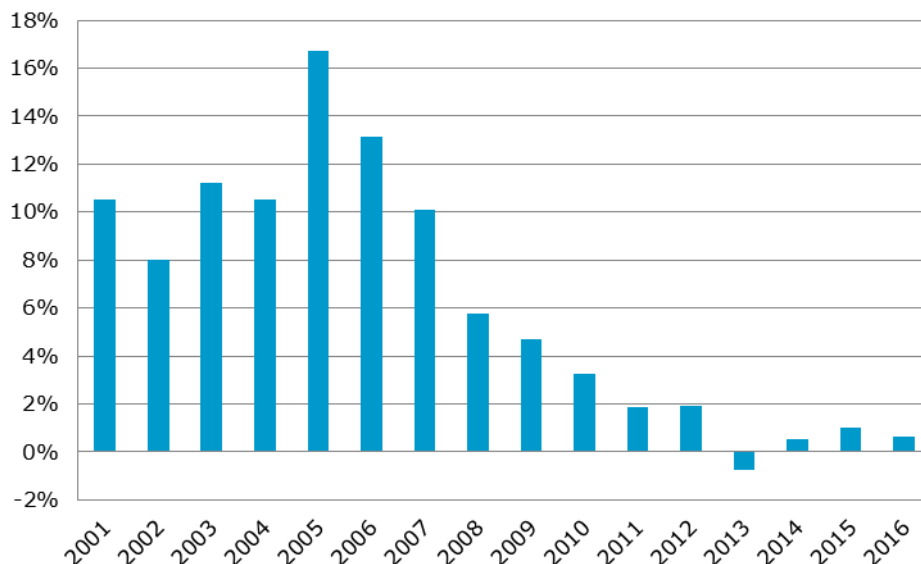
Disse pointer er uddybet i Finansrådets analysepapir, som er vedlagt.

Selv om der altså ikke er aktuelle tegn på prisbobler i Danmark, må en fremtidig stigning i renterne ventes at føre til et fald i boligpriserne. Et sådant fald kan blive særlig udtalt i København, hvor boligbyrderne er højst. Generelle prisfald i samme omfang som i 2008-09 vurderes dog i den nuværende situation at være usandsynlige.

Side 3

Journalnr. 115/75
Dok. nr. 561290-v1

Samlet udlånsvækst til boligformål fra bank og realkredit



Anm.: Tallet for 2016 dækker over udlånsstigningen fra august 2015 til august 2016.

Kilde: Nationalbanken og egne beregninger.

Boligbeskatning.

Det Systemiske Risikoråds mandat omfatter ikke skattepolitiske tiltag. Det er dog vigtigt at inddrage boligskatterne i en samlet diskussion. Den nuværende boligbeskatning er en væsentlig kilde til opbygning af ubalancer på boligmarkedet, hvilket kan påvirke den finansielle stabilitet. Der er behov for at adressere dette gennem mere retvisende vurderinger og større forudsigelighed i beskatningen på en måde, som øger de automatiske stabilisatorer på boligmarkedet og i samfundsøkonomien.

Gennemførte tiltag, der kan bygges videre på

Der er i de senere år gennemført en række tiltag, som bidrager til at reducere opbygningen af systemiske risici i boligmarkedet, herunder især følgende:

- Tilsynsdiamanten for realkredit adresserer en række stabilitetsrelaterede spørgsmål i realkreditsektoren på en måde, hvor målsætningen (pejlemærkerne) udstikkes af myndighederne, mens institutterne selv har mulighed for at vælge den mest hensigtsmæssige måde at nå målene på. Diamanten indføres frem mod 2020.
- Finanstilsynets vejledning om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning af boliger i vækstområder fra februar 2016 er formuleret på et sådan måde, at den spiller sammen med institutternes egen kreditvurdering og er desuden målrettet bestemte områder, hvor prisstigningerne har været store.

- Fra november 2015 gælder et generelt krav om 5 pct. egenfinansiering/udbetaling. En belåning på 100 pct. er uhensigtsmæssig, da selv et lille prisfald medfører insolvens.

Side 4

Tiltagene er relativt nye, og det er derfor for tidligt at afgøre, om de er tilstrækkelige. Selv med meget lave renter er der ikke opstået nogen boligboble, hvilket tyder på, at tiltagene sammen med den økonomiske politik i bred forstand har været tilstrækkelige.

Journalnr. 115/75
Dok. nr. 561290-v1

Erfaringer med tilsynsdiamanten viser, at det er muligt at stille generelle krav til institutterne med mulighed for afvigelse. Det giver plads til, at kreditinstitutterne kan yde lån på baggrund af en egentlig kreditvurdering, som foretages på baggrund af et grundigt kendskab til kunden, og som er en kernekompetence for en finansiel virksomhed. Denne tilgang har den fordel, at den er fleksibel og i høj grad overlader det til institutterne selv at finde de mest egnede måder til at nå de ønskede mål.

Et tiltag, som kunne være relevant er rettet mod bekymringen for, at gælden i nogle situationer bliver for høj for låntagerne. Lægges en dæmper på gælds niveauerne, kan man både tage toppen af prisstigningerne, når der er optræk til en boblepræget udvikling, og samtidig sikre, at de berørte boligejere bliver mindre sårbare over for en efterfølgende lavkonjunktur med boligprisfald.

Spørgsmålet om risikoen ved stor gæld er allerede adresseret indirekte i de gældende regler, hvor der stilles krav om beregning af et rådighedsbeløb under en forudsætning om belåning med fast rente. Hvis dette krav viser sig utilstrækkeligt til at forhindre en boblelignende udvikling, måske i geografisk afgrænsede områder, kunne et muligt tiltag være at skærpe kravene til kreditvurderingen yderligere eller alternativt direkte adressere forholdet mellem indkomst og gæld, en såkaldt DTI – debt-to income-ratio – også kaldet gælds faktoren.

Den bør i givet fald ikke indføres som et generelt krav for hver enkelt kunde, men som et pejlemærke i stil med tilsynsdiamanten, således at kun en vis andel af nye låntagere må have en gælds faktor over et vist niveau, hvis forholdene tilsiger det. Dermed vil institutterne generelt blive mere tilbageholdende med at godkende høje gælds faktorer, men vil stadig have fleksibilitet til kunne tilbyde den belåning, der er relevant til alle kunder inden for rammerne af en generelt forsigtig kreditvurdering. Denne tilgang har været anvendt i andre lande, fx UK og Norge.

Undgå tiltag, der ikke er målrettede

De anvendte tiltag bør være målrettet mod de vanskeligheder, der kan konstateres.

Som instrument er kapitalkravene ikke målrettet mod at påvirke kreditgivningen, men tager snarere sigte på at sikre, at der er troværdighed omkring instituttets solvens, også i tilfælde af tab.

Diskussionsoplæggets forslag om, at kapitalvægtene skal afspejle tabshistorikken, er fornuftigt, men er allerede indarbejdet i IRB-modellerne. Tendensen i de kommende Basel-regler synes desværre at være, at tabshistorikken skal tillægges mindre vægt.

I den nuværende situation skal forslag om skærpelser af kapitalkravene også tage fremtidig regulering med i betragtning, hvor de reviderede Basel-standarder tegner til at medføre betydelige skærpelser af kravene til kreditinstitutternes kapitalisering.

Generelle reduktioner i belåningsgrænser og indskrænkninger af brugen af afdragsfrihed er ligeledes problematiske. Afdragsfrihed kan i nogle situationer være den mest hensigtsmæssige belåning, og man bør derfor ikke påtvinge alle en anden, og altså i nogle situationer uhensigtsmæssig belåning.

Afdragsfrihed er i øvrigt et pejlemærke i tilsynsdiamanten for realkredit. Det har ført til en markant reduktion i mængden af afdragsfrie lån.

Alt i alt bør der udvises tilbageholdenhed med generelle begrænsninger i adgangen til finansiering. Der er risiko for, at de kommer til at virke uhenigtsmæssigt, især hvis der ses isoleret på realkreditbelåning frem for at betragte den samlede belåning af ejendommen. Muligheden for at målrette tiltagene tilstrækkelig præcist mod de relevante områder og ejendomsstyper, kan også betvivles.

Opsummering

- Der er intet, der peger på, at der er nogen boligboble i dag, men det betyder ikke, at det er irrelevant at drøfte stabiliserende tiltag.
- Den nuværende boligbeskatning medvirker ikke til at stabilisere prisudviklingen og bør ændres.
- Der er allerede vedtaget makroprudentielle tiltag inden for det seneste år. Det er vigtigt at skabe klarhed over effekten af dem, før der indføres nye.
- Hvis der vurderes, at være behov for nye makroprudentielle tiltag, bør kravene indføres med fleksibel udmøntning med inspiration fra tilsynsdiamanten.
- Skærpelse af kapitalkrav er ikke tilstrækkeligt målrettet til effektivt at kunne adressere opbygning af systemiske risici på boligmarkedet.

ANALYSE:

Aktuelle boligpriser ryster ikke den finansielle stabilitet

De lave renter har løftet boligpriserne, men der er ikke tegn på en dansk boligboble. En stigning i renterne må dog ventes at medføre et fald i priserne, ikke mindst i København. Trods de lave renter ligger udlånet til boliger stabilt, og den finansielle stabilitet er ikke under pres.

Priserne på boligmarkedet er steget betydeligt gennem de seneste fire år. Det følger efter en periode med store prisfald, efter at boblen på boligmarkedet brast og den finansielle krise brød ud i anden halvdel af 00'erne.

Det er især på ejerlejlighedsmarkedet i København, at prisudviklingen har været markant. Den kraftige vækst i boligpriserne i København rejser spørgsmålet, om en ny prisboble er under opbygning, eller om fremgangen i priserne afspejler den generelle udvikling i renterne samt de danske husholdningers økonomi og flyttemønstre.

Der findes ikke noget entydigt svar på det spørgsmål, og dette notat ser derfor nærmere på forskellige statistiske mål, som sætter prisen på ejerboliger i relation til de økonomiske forhold, der påvirker såvel husholdningernes efterspørgsel efter ejerboliger som nybyggeriet og dermed udbuddet af boliger.

Den overordnede konklusion er, at boligpriserne synes at udvikle sig i tråd med den generelle økonomiske udvikling. De seneste års stigning i boligpriserne skal ses i sammenhæng med det ekstraordinært lave renteniveau, husholdningernes stigende indkomster. Når de løbende udgifter til køb af en ny bolig sættes i forhold til familiernes indkomst, afviger denne såkaldte boligbyrde således ikke væsentligt fra gennemsnittet for de seneste årtier. Det gælder også, når man zoomer ind på ejerlejlighedsmarkedet i København. Samtidig synes udviklingen i boligpriserne ikke at være ude af trit med omkostningerne ved at bygge en ny bolig, når man tager højde for den underliggende tendens til stigende jordpriser, som særligt slår igennem i og omkring de større byer.

De stigende boligpriser lægger heller ikke pres på den finansielle stabilitet. Udlånet til boligformål har således ligget stabilt i de seneste år. I den forbindelse skal det understreges, at ejerboligmarkedet i København by kun udgør 4,6 pct. af det samlede boligmarked. Det har dermed ikke tyngde til i sig selv at true den samlede finansielle stabilitet, hvis der skulle opstå større ubalancer på boligmarkedet i København by.

Den afdæmpede udlånsvækst herhjemme står i stærk kontrast til udviklingen i Norge og Sverige, hvor udlånet er vokset støt gennem de senere år, mens boligpriserne er vokset næsten uafbrudt siden 2000.

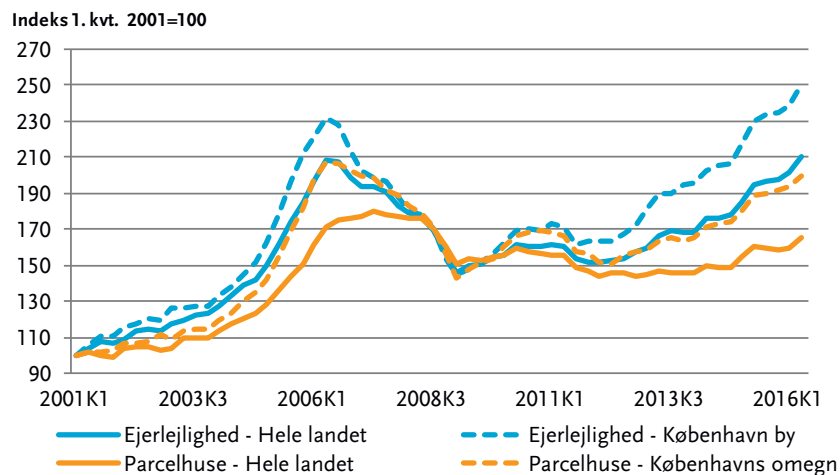
Boligpriserne er steget i de seneste år, især i København

Over de fire år siden 2. kvartal 2012 er prisen på parcel- og rækkehuse steget med godt 14 pct., mens stigningen for ejerlejligheder er 38 pct. Størst er prisstigningerne i København, hvor niveauet for parcelhuse og ejerlejligheder i 2. kvartal 2016 ligger hhv. 36 pct. og 53 pct. over niveauet fra 2012, jf. figur 1.

Prisstigningerne kommer i forlængelse af en periode med store udsving på boligmarkedet, ikke mindst i og omkring hovedstaden. Fra 2003 til 2006 steg priserne voldsomt, hvorefter de faldt brat i 2008-09. Stigningerne i de seneste år har medført, at prisniveauet for ejerlejligheder nu er omtrent tilbage på niveauet fra midten af 00'erne, mens det for huse endnu er 8 pct. lavere end toppunktet i 2007, når landet ses under ét. I København har prisudviklingen været stærkere, og prisen på huse i Københavns omegn er nu kun 3 pct. lavere end toppunktet i 2. kvartal 2006, mens prisen på ejerlejligheder i København er 8 pct. højere.

Kilde:
 Boligmarkedsstatistikken og Finansrådets egne beregninger.

Figur 1. Udviklingen i boligpriserne efter kategori

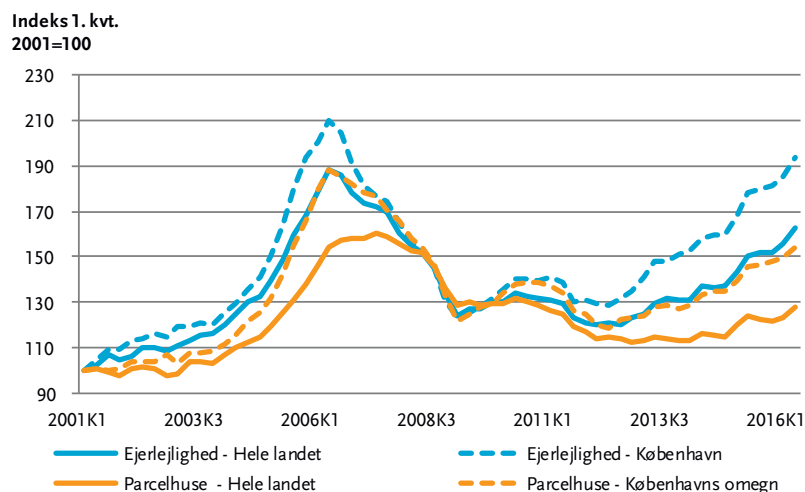


Korrigerer man for den almindelige prisudvikling, ligger prisen på såvel huse som ejerlejligheder imidlertid fortsat noget under niveauet umiddelbart før krisen, jf. figur 2. Sammenlignet med toppunktet i 2. kvartal 2006 er de reale priser på ejerlejligheder således 14 pct. lavere på landsplan og 8 pct. lavere i København.

Tilsvarende er det reale prisniveau for parcel- og rækkehuse 20 pct. lavere på landsplan og 18 pct. lavere i Københavns omegn, end da det toppede i 00'erne.

Anm.:
 Den reale boligprisudvikling angiver de nominelle boligpriser deflateret med forbrugerprisindekset.
Kilde:
 Boligmarkedsstatistikken, Danmarks Statistik og Finansrådets egne beregninger.

Figur 2. Udviklingen i de reale boligpriser efter kategori



Samtidig er renterne under og efter den finansielle krise faldet til det aktuelle, ekstraordinært lave niveau, mens fremgangen på arbejdsmarkedet i de seneste år har bidraget til stigende disponible indkomster i de danske husholdninger. Det bidrager til at øge efterspørgslen efter boliger, hvilket i første omgang vil slå ud i højere boligpriser, da en udbudsreaktion i form af øget nybyggeri tager tid. De seneste års stigning i boligpriserne har således fundet sted i en situation, hvor en række grundlæggende forhold naturligt trækker efterspørgslen og priserne op.

Når prisstigningerne er højest i København, afspejler det blandt andet en stærkere indkomstfremgang, men også, at befolkningen vokser hurtigere i hovedstaden end i resten af landet. Fra 2009 til 2016 er befolkningen i København by vokset med 12,8 pct., mens væksten i resten af landet var 2,3 pct. Samtidig har de senere års omfattende nybyggeri i København bidraget til at øge den gennemsnitlige kvalitet af boligmassen, hvilket også trækker boligpriserne i hovedstaden op.

Det er umiddelbart svært at afgøre, om den aktuelle prisudvikling alene afspejler de omtalte forhold, eller om prisstigningerne også drives af overoptimistiske forventninger om fortsat fremgang og ønsket om at "komme med på vognen" – altså en prisboble løsrevet fra de underliggende økonomiske forhold.

I det følgende ses derfor på to summariske mål, som kan anskueliggøre, om boligpriserne er ude af trit med de økonomiske forhold, der påvirker såvel efterspørgslen som udbuddet af boliger. Efterspørgslen belyses gennem den såkaldte boligbyrde, mens udbudssiden kort belyses gennem forholdet mellem prisen på eksisterende boliger til salg og omkostningerne ved at bygge nyt.

Lave renter holder boligbyrderne nede

Den såkaldte boligbyrde er et ofte anvendt mål til vurdering af, om boligpriserne står i et rimeligt forhold til husholdningernes økonomiske formåen. Boligbyrden betegner de samlede omkostninger ved et lånefinansieret køb af en repræsentativ bolig sat i forhold til husholdningens disponible indkomst.

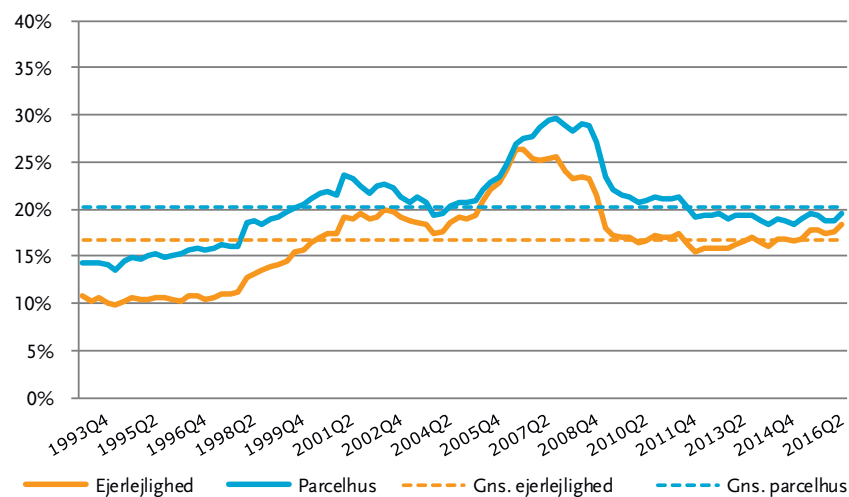
Anm.:

Beregningerne afspejler boligbyrden ved køb af hhv. et hus på 140 kvm. og en ejerlejlighed på 78 kvm. Boligen finansieres med 95 pct. belåning. Se boks 1 for en beskrivelse af beregninger af boligbyrden.

Kilde:

Boligmarkedsstatistikken, SKAT, Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkredit Danmark og Finansrådets egne beregninger.

Figur 3. Boligbyrde efter kategori i hele landet



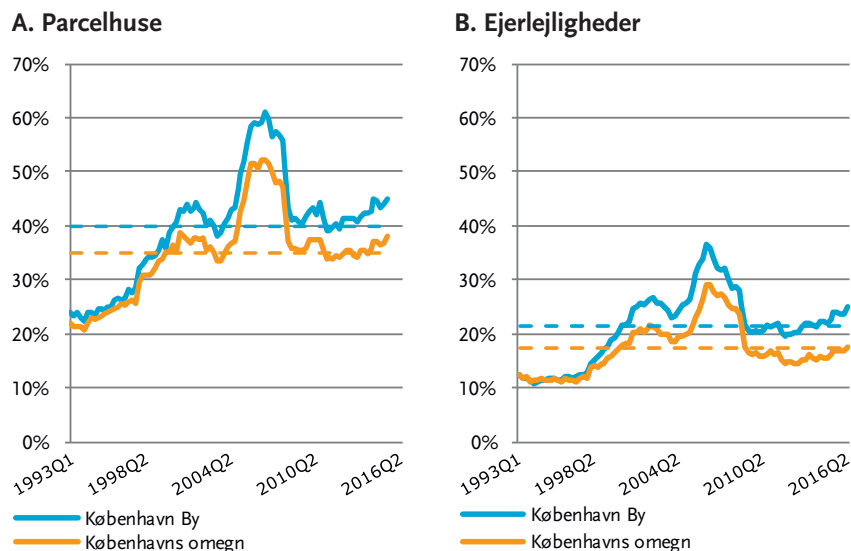
For landet set under ét steg boligbyrden markant i midten af 00'erne i takt med de voldsomme prisstigninger på såvel lejligheder som huse, jf. figur 3. Da boblen brast i 2008-09, trak dykket i boligpriserne boligbyrden med ned. I de følgende år fortsatte boligbyrden for huse en vigende tendens frem til omkring 2012, hvorefter den i seneste tre-fire år er fladet ud. En tilsvarende udvikling ses for lejligheder, hvor boligbyrden dog har været svagt stigende de seneste to år.

Boligbyrden har altså – trods de markante prisstigninger – bevæget sig stabilt omkring et niveau nær gennemsnittet for de seneste årtier. Det skyldes især de gentagne fald i renterne i takt med, at den økonomiske krise bed sig fast i Europa. Samtidig har fremgangen på arbejdsmarkedet i de seneste år bidraget til at løfte husholdningernes indkomster. Denne kombination har medført, at boligpriserne har kunnet stige, uden at det set under ét har ført til en strammere økonomi i de husholdninger, der har købt nyt hus eller lejlighed.

Prisstigningerne har som nævnt været særligt udtalte i hovedstadsområdet. Boligbyrden for huse og lejligheder i og omkring København har imidlertid fulgt omtrent samme udvikling som den, der gør sig gældende i hele landet, jf. figur 4. Som det gælder for hele landet, har boligbyrderne i København også udviklet sig stabilt i de seneste år, trods de store prisstigninger. Der er dog en vis stigning i boligbyrden for huse og ejerlejligheder i København by især siden 2014, men det aktuelle niveau svarer til, hvad der gjorde sig gældende i begyndelsen af 00'erne, før de store prisstigninger i sidste årti satte ind.

Anm.:
 Beregningerne afspejler boligbyrden ved køb af hhv. et hus på 140 kvm. og en ejerlejlighed på 78 kvm. Boligen finansieres med 95 pct. belåning. Se boks 1 for en beskrivelse af beregninger af boligbyrden. De stiplede linjer angiver gennemsnittet af boligbyrden over perioden fra 1. kvrt. 1993 – 2. kvrt. 2016.
Kilde:
 Boligmarkedsstatistikken, SKAT, Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkredit Danmark og Finansrådets egne beregninger

Figur 4. Boligbyrde efter kategori i København



En sammenligning af figur 3 og 4 viser samtidig, at boligbyrderne generelt ligger på et højere niveau i hovedstaden end i resten af landet. Det afspejler bl.a., at der i København er mange familier med relativt lave indkomster, som bor i lejelejligheder og andelslejligheder. De trækker dermed den gennemsnitlige indkomst i København ned og giver således et indtryk af lavere indkomster end, hvad der i praksis er gældende for de familier, som ejer eller overvejer at købe en ejerbolig i København. En anden årsag er, at

familier i København prioriterer at betale ekstra for en attraktiv beliggenhed, som fx reducerer tid og udgifter til transport.

Familiernes udgifter til ejerboliger – og dermed boligbyrderne – er også påvirket af boligbeskatningen. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i 2001 har isoleret set medført en lempeligere boligbeskatning, som har trukket ned i boligbyrderne. Samtidig er grundskylden steget markant for huse i de områder, hvor efterspørgslen er høj, men grundskatteløftet har ført til en udestående regning af betydeligt omfang på huse især i København by. Under et har det givet en skævhed i boligbeskatningen på tværs af landet såvel som mellem huse og ejerlejligheder, der trækker i den forkerte retning i forhold til at skabe gode rammer for en robust udvikling på boligmarkedet.

Tidligere erfaringer har vist, at uhensigtsmæssige eller dårligt timede ændringer i de politisk bestemte rammevilkår på boligmarkedet kan føre til betydelige ubalancer med svære konsekvenser for hele samfundsøkonomien. Det understreger behovet for, at der fra politisk hold findes en robust model for fremtidens boligbeskatning, som bidrager til en stabil udvikling på boligmarkedet både på det korte og det lange sigt.

Boligpriser og omkostninger ved at bygge nyt

Forholdet mellem priserne på eksisterende boliger og omkostningerne ved at bygge nyt kan indikere, om boligpriserne set i et længere perspektiv er over- eller undervurderede. Det skyldes, at udviklingen i dette forhold påvirker incitamenterne til at bygge nyt – hvis byggeomkostningerne er lave i forhold til priserne på eksisterende boliger, stimuleres boligbyggeriet, og i takt med at antallet af boliger dermed stiger, vil boligpriserne dæmpes igen. På langt sigt vil boligpriserne således være forankret i omkostningerne ved nybyggeri, og store udsving i forholdet mellem dem vil derfor indikere, at boligpriserne er ude af trit med et langsigtet prisniveau.

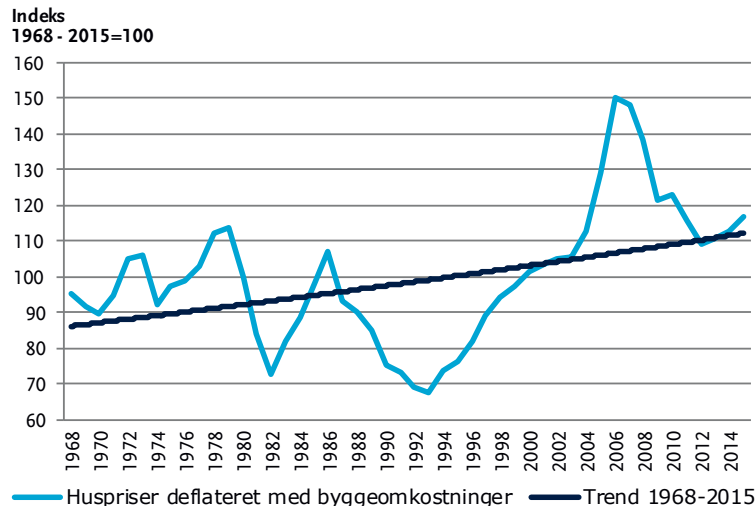
Forholdet mellem huspriser og byggeomkostninger har udvist store udsving over de seneste årtier. Det toppede i 2006, hvor det lå 50 pct. over gennemsnittet for perioden siden 1968, jf. figur 5. Siden faldt forholdet markant frem til 2012, hvorefter det i de seneste år har været moderat stigende til et niveau i 2015, som er godt 15 pct. over det historiske gennemsnit.

Byggeomkostningerne afspejler imidlertid kun omkostningerne ved at bygge nyt, mens den samlede pris på et hus også omfatter prisen på grunden, huset står på. Den generelle indkomstfremgang fører til, at prisen på jord over tid stiger hurtigere end den almindelige prisudvikling, da udbuddet af jord er fast. Det medfører, at når huspriser (som omfatter prisen på jord) sættes i forhold til de rå byggeomkostninger uden en grund, vil dette forhold tendere at stige over tid. Tendensen vil være særlig udtalt i de store byområder som følge af, at stadig flere vælger at bosætte sig her, hvor jorden er en særlig knap faktor. Den underliggende tendens til stigende huspriser på tværs af landet er indikeret ved trenden i figur 5. (Se næste side).

Det aktuelle forhold mellem huspriserne og omkostningerne ved at bygge nyt peger således ikke på nogen væsentlige ubalancer, når man tager højde for den underliggende tendens til stigende jordpriser.

Anm.:
 Huspriserne er opgjort ved Danmarks Statistiks prisindeks for enfamiliehuse, mens byggeomkostninger er byggeomkostningsindekset for enfamiliehuse. Trenden er eksponentiel og estimeret for hele perioden 1968-2015.
Kilde:
 Danmarks Statistik og Finansrådets egne beregninger

Figur 5. Forhold mellem huspriser og byggeomkostninger

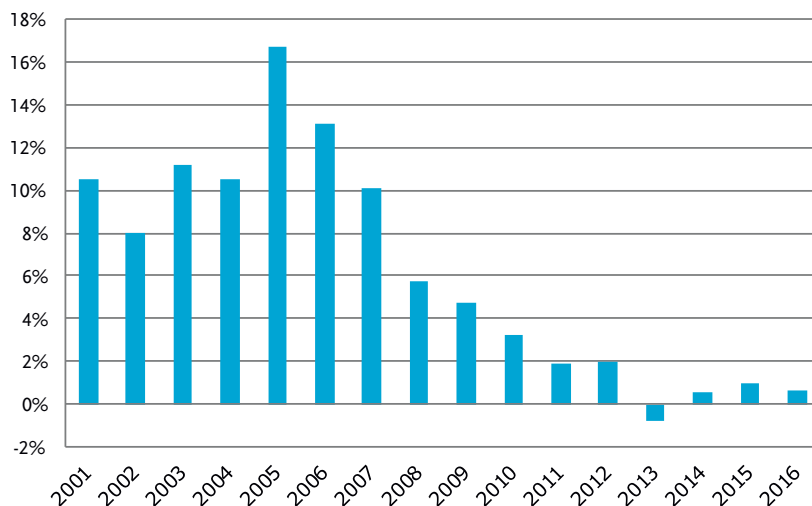


Udlån til boligkøb er stabilt

Tidligere erfaringer med kriser i den finansielle sektor viser, at opløbet til større kriser af systemisk karakter som hovedregel er karakteriseret ved høj udlånsvækst, der ofte er knyttet til stærk aktivitet på boligmarkedet med markante stigninger i boligpriserne. Udlånene i forbindelse med boligkøb har imidlertid været ganske stabile i de seneste år, jf. figur 6. Der er således ikke tegn på, at øget udlån er med til at presse priserne op, sådan som det skete i første halvdel af sidste årti.

Anm.:
 Tallet for 2016 dækker over udlånsstigningen fra august 2015 til august 2016.
Kilde:
 Nationalbanken og Finansrådets egne beregninger.

Figur 6. Samlet udlånsvækst til boligformål fra bank og realkredit



Som omtalt ovenfor har de store prisstigninger i høj grad været koncentreret på ejerlejligheder og huse i København. I den forbindelse skal det understreges, at ejerboligerne i København by kun udgør 4,6 pct. af det samlede antal boliger på landsplan. Selv om der i fremtiden skulle opstå ubalancer på det københavnske boligmarked, har det dermed ikke tyngde til i sig selv at true den samlede finansielle stabilitet.

Vedvarende udlånsvækst i Sverige og Norge

Udviklingen på det danske boligmarked og i boligudlånene har i de seneste år afvejet væsentligt fra den i Norge og Sverige. Huspriserne i Sverige og Norge bremsede kun kortvarigt op i forbindelse med den finansielle krise i 2008-09, hvorefter de markante stigningstakter satte ind igen, jf. figur 7. I Sverige har stigningerne været særligt udtalte siden 2013, og de gennemsnitlige huspriser var i 2015 mere end 130 pct. over niveauet i 2000, når der korrigeres for den almindelige prisudvikling. Udviklingen i huspriserne i Norge har været mere jævn med støt stigende priser siden 2004, når vi ser bort fra krisen i 2008-09, og i 2015 lå de reale boligpriser knap 90 pct. over niveauet i 2000.

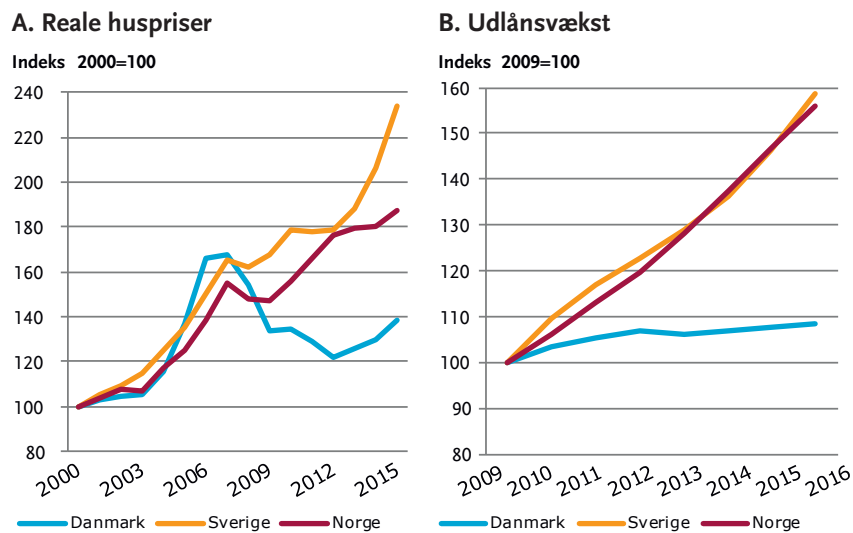
Anm.:

Figur A: Boligpriserne er deflateret med forbrugerprisindekset. Figur B: Til beregning af udlånsvæksten i Sverige og Danmark er anvendt det samlede udlån fra bank- og realkreditinstitutter til boligformål til husholdninger, mens der i beregningen for Norge er anvendt det totale udlån til husholdninger.¹

Kilde:

BIS statistics, Nationalbanken, Statistics Sweden, Statistics Norway og Finansrådets egne beregninger.

Figur 7. Udlånsvækst samt reale boligpriser i de skandinaviske lande



Den vedvarende stærke fremgang på boligmarkederne i Norge og Sverige har ført til, at begge lande har oplevet en høj udlånsvækst gennem de senere år, mens den altså i Danmark har været langt mere afdæmpet, jf. figur 7.

Når Norge sidste år indførte krav om 15 pct. udbetaling og afdrag på lån ved belåningsgrader over 70 pct., og Sverige i år indførte krav om afdrag ved belåningsgrader over 50 pct., skal det altså ses i sammenhæng med den vedvarende stigning i de to landes boligpriser og udlån. Det samme gælder den vejledende grænse for belåningsgrader på 85 pct., som indførtes i Sverige i 2010.

Ingen tegn på dansk boligboble, men priser kan falde igen

Boligbyrder og forholdet mellem boligpriser og byggeomkostninger er begge relativt summariske mål, som fanger nogle essentielle sammenhænge for såvel efterspørgslen som udbuddet på boligmarkedet uden en formaliseret brug af økonomisk teori.

Note 1: Referenceperioden går fra januar til december i Sverige og Danmark. I Norge er perioden forskudt og går fra maj til april. Skøn for 2016 for Danmark og Sverige er baseret på væksten i januar-september i forhold til samme periode 2015.

Alternativt kan man forsøge at opstille økonometriske relationer, der på et teoretisk funderet grundlag beskriver både efterspørgslen og udbuddet på boligmarkedet ud fra statistiske oplysninger om renter, boligskatte, husholdningernes indkomster og andre relevante forhold. Sådanne relationer indgår bl.a. i de økonomiske modeller ADAM og MONA for dansk økonomi, som anvendes i regeringen og Nationalbanken. I nylige analyser af dansk økonomi og boligmarkedet konkluderer både Finansministeriet (Økonomisk Redegørelse, maj 2016) og Nationalbanken (Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2016), at de nuværende boligpriser flugter med forudsigelserne fra modellernes ligninger for boligmarkedet.

Uanset om man tager udgangspunkt i de økonomiske modellers estimerede sammenhænge for boligmarkedet eller i de statistiske mål, som er gennemgået ovenfor, fortæller de altså samme historie: De seneste års stigning i boligpriserne afspejler en naturlig reaktion på den økonomiske udvikling, hvor ikke mindst det aktuelle, ekstraordinært lave renteniveau har været en væsentlig drivkraft.

Selv om der altså ikke er aktuelle tegn på prisbobler i Danmark, må en fremtidig stigning i renterne ventes at føre til et fald i boligpriserne. Et sådant fald kan blive særlig udtalt i København, hvor prisstigningerne i de seneste år har været størst, og boligbyrderne er højest. Prisfald i samme omfang som i 2008-09 vurderes dog i den nuværende situation at være usandsynlige.

Muligheden for, at renten stiger igen fra det nuværende, meget lave niveau, indebærer også, at familier, der har finansieret boligkøb med variabelt forrentede lån, kan opleve mærkbart højere renteudgifter i fremtiden. Det er derfor vigtigt, at man forholder sig aktivt til denne risiko, hvis man vælger variabelt forrentede lån. Den skærpede kreditvurdering i Finanstilsynets vejledning fra februar om boligbelåning i vækstområder tager netop hånd om denne udfordring i København og Aarhus, hvor boligpriserne er højest og steget mest. Det sker i form af kravet om, at variabelt forrentede lån i disse områder som hovedregel kun må gives, når låntager har økonomi til at sidde i et fastforrentet lån med afdrag til en rente, der er 1 procentpoint højere end gældende niveau, dog mindst 4 pct.

Sammen med kravet om 5 pct. udbetaling fra november 2015 bidrager det til at sikre en robust udvikling i boligpriserne og udlånet til boligkøb. Det er vigtigt, at vi nu høster erfaringer med de skærpede regler for boligudlån, samtidig med at udfordringen med en fremtidssikret boligbeskatning skal løses. Boligmarkedet bør have mulighed for at tilpasse sig disse ændringer i rammevilkårene, inden eventuelle nye tiltag bringes i spil.

Forfattere:
Niels Arne Dam, Cheføkonom, underdirektør
Solveig Råberg Tingey, Seniorkonsulent

Boks 1. Beregning af boligbyrde

Boligbyrden angiver en families samlede udgift ved køb af en bolig som andel af deres gennemsnitlige disponible indkomst. Alle beregninger af boligbyrder er foretaget for perioden fra 1. kvartal 1993 til 2. kvartal 2016.

Boligudgift

Udgiften ved køb af en bolig består af ejendomsværdiskat, grundskyld og finansieringsydelse. Der tages udgangspunkt i et parcelhus på 140 kvm. og en ejerlejlighed på 78 kvm., og boligens løbende markedsværdi opgøres på baggrund af Boligmarkedsstatistikken.

Ejendomsværdiskatten beregnes som en 1 pct. af ejendomsværdien i alle år op til skattestoppet i 2001, hvorefter niveauet holdes konstant. Ejendomsværdien beregnes ved at korrigere markedsværdien af et gennemsnitligt parcelhus for forholdet mellem ejendommens købesum og ejendomsværdien som opgjort af Danmarks Statistik.

Grundskylden beregnes ud fra Danmarks Statistiks oversigt over grundskyldspromiller og grundværdier beregnet på baggrund af Skats vurderingsstatistik fordelt på ejendomskategori. I beregningerne for København By og Københavns omegn beregnes et vægtet gennemsnit af promillerne i de kommuner, som indgår i landsdelen.

Finansieringsydelsen tager udgangspunkt i en 95 pct. belåning og beregnes som 80 pct. fast forrentet realkreditlån med afdrag over 30 år og 15 pct. banklån med afdrag over 20 år. Boligens pris opgøres på baggrund af tal fra Boligmarkedsstatistikken, mens den 30-årige realkreditrente og bankrenter følger Nationalbankens opgørelser. Bidragssatser er baseret på tal fra Realkredit Danmark.

Disponibel indkomst

Der anvendes en korrigeret værdi af familiernes samlede disponible indkomst. Indkomstniveauerne følger Danmarks Statistiks indkomstregister for familietyper par i alt, men fratrækkes imputeret lejeværdi af egen bolig samt aktieindkomst og tillægges renteudgifter og en beregnet gennemsnitlig ejendomsværdiskat. I 2015 og 2016 er der antaget en stigning i den disponible indkomst på hhv. 3,4 pct. og 2,3 pct., som følger seneste skøn i Økonomisk Redegørelse. Årsindkomstniveauerne interpoleres lineært til kvartalstal.