

Analyse | kraka

25. august 2015

Stigende temperatur på boligmarkedet kalder på meget snarlige indgreb

Af Jens Hauch og Bjørn Meyer

Temperaturen stiger på boligmarkedet. Priserne er over deres strukturelle niveau, de stiger ganske hurtigt og kontantprisgabets er aktuelt på det højeste niveau i nyere tid, bortset fra årene op mod finanskrisen. Udviklingen er bekymrende, og der bør gribes ind.

- Boligpriserne er i dag over deres strukturelle niveau og i kraftig stigning. Der er ikke tegn på, at prisstigningen er ved at bremse, nærmest tværtimod. Kontantprisgabets er i dag på et niveau, der i de seneste årtier kun er set højere op mod finanskrisen.
- Aktuelt er renten ca. to pct. lavere, end hvad dansk konjunktur tilsiger, hvilket bidrager til de stigende boligpriser. En forkeret rente skaber særlige problemer pga. de nye låneformer, rentetilpasningslån og afdragsfrie lån. Udviklingen forstærkes af ejendomsværdistoppet, der gør den effektive ejendomsværdiskat procyklisk.
- Udviklingen ligner udviklingen op mod finanskrisen, om end stigningen er knap så brat. En væsentlig forskel er, at prisstigningen under finanskrisen delvist var forårsaget af en for ekspansiv finanspolitik. I dag finder stigningen sted i en situation, hvor finanspolitikken er afstemt i forhold til konjunktoren.
- Under finanskrisen var kontantprisgabets særligt markant i hovedstadsområdet. Der er dog ikke indikation af, at priserne i hovedstadsområdet ligger nævneværdigt mere over deres strukturelle niveau end priserne i landet generelt. Tilsvarende var prisudviklingen under finanskrisen mere markant for lejligheder. Heller ikke denne udvikling genfindes i dag.
- Et ustabil boligmarked er problematisk, da det kan smitte af på resten af økonomien og forstærke de makroøkonomiske udsving. Finanspolitikken er et upræcist instrument til at styre boligpriserne og er yderligere stækket af det genindførte skattestop.
- Endelig fører et ustabil boligmarked til en betydelig og tilfældig omfordeling: Nuværende boligejere, der sælger til en høj pris opnår en væsentlig kapitalgevinst, mens personer på vej ind på boligmarkedet må se frem til i mange år at skulle betale af på et stort boliglån.
- Det er uklart, om udviklingen forstærkes af en boligprisboble under opbygning. Ustabiliteten er problematisk uanset om den kan tilskrives fundamentale forhold eller en boble under udvikling. Om end et mere brat prisfald kan forventes, hvis udviklingen forstærkes af en boble.

Anbefaling:

- Udviklingen på boligmarkedet er problematisk, og der bør gribes ind over for de fundamentale årsager til udviklingen. En afskaffelse af nominalprincippet i boligskattestoppet er et helt oplagt instrument, men er næppe politisk realistisk. Brugen af rentetilpasningslån og afdragsfrie lån bør begrænses. Fx ved at den andel af den enkelte boligejers lån, der er af disse typer, eller ved at forbyde, at de to låneformer kombineres. Det aktuelt lave renteniveau skaber et åbent vindue for at begrænsningen kan gennemføres uden at boligejerne belastes hårdt.

Kontakt

Vicedirektør, PhD
Jens Hauch
Tlf. 3140 7715
E-mail jh@kraka.org

1. Udviklingen på boligmarkedet

Fundamentale forhold kan give boligprisstigninger

For et år siden advarede Krakas finanskrisekommission om, at flere fundamentale forhold har ændret sig op gennem 00'erne, således at boligmarkedet nu er blevet mere volatil.¹ Vi konstaterede dengang, at der fortsat var fundamentale forhold til stede på boligmarkedet, der kunne føre til kraftige boligprisstigninger på den korte bane. På den baggrund anbefalede vi, at der bør gribes ind, således at en mere stabil boligprisudvikling sikres.

Og udviklingen er i fuld gang

Siden denne anbefaling har situationen imidlertid udviklet sig. De kraftige boligprisstigninger er nu ikke blot en forventning, de er en kendsgerning.

Svingende boligpriser har omkostning

Der er flere årsager til, at svingende boligpriser er et problem: Først og fremmest smitter boligpriserne via boligernes og boligkøberens økonomi af på realøkonomien. Det betyder, at de makroøkonomiske udsving kan blive stærkere, end de ellers ville have været.

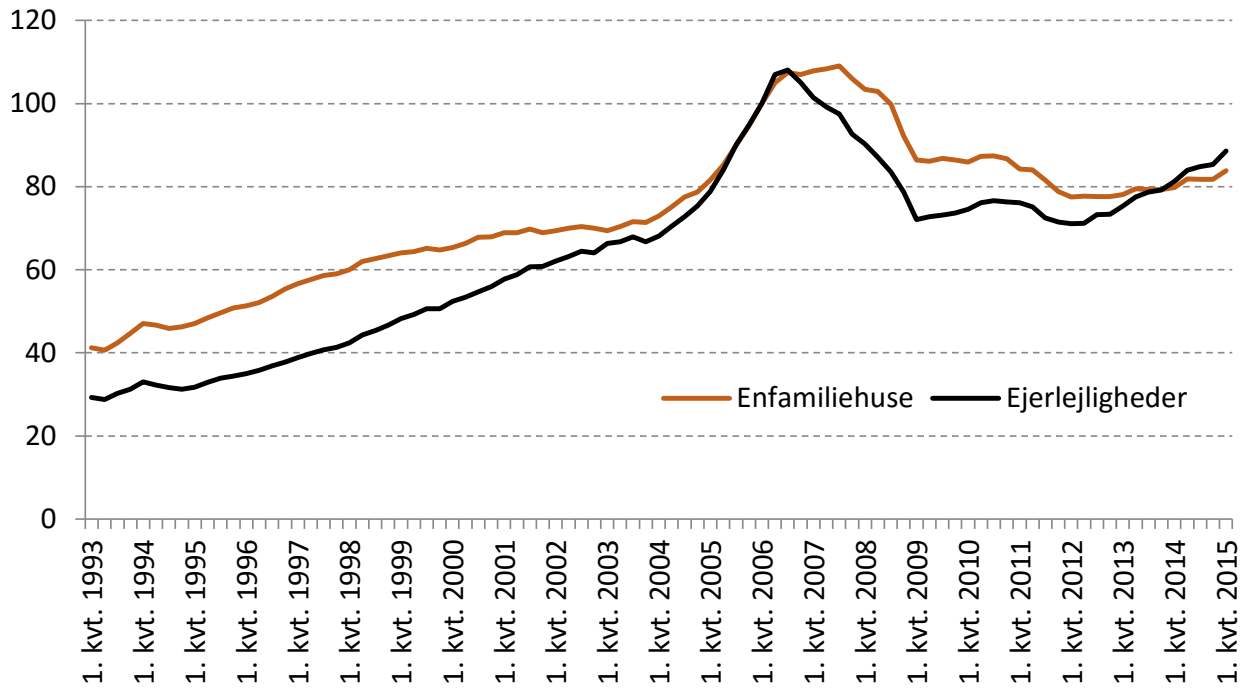
Og fører til tilfældig omfordeling

Dernæst fører svingende boligpriser til en tilfældig omfordeling. Når en nyetableret familie skal ind på boligmarkedet afhænger deres fremtidige økonomi i høj grad af, om priserne er høje eller lave, når et boligkøb bliver aktuelt. Har man brug for en bolig på et godt tidspunkt, kan man se frem til et billigt lån og en kapitalgevinst. Køber man dyrt, bliver lånet dyrt og man risikerer at stå over for teknisk insolvens. Denne tilfældige omfordeling kan være af langt større betydning for en families økonomi, end de forskellige justeringer af satser på skatter eller overførselsindkomster, der gennemføres og diskuteres under stor bevågenhed. En sådan tilfældig omfordeling kan være en selvstændig grund til at arbejde for et mere stabilt boligmarked.

Op mod finanskrisen steg boligpriserne på såvel enfamiliehuse som på ejerlejligheder kraftigt i hele landet, jf. Figur 1. Under finanskrisen faldt boligpriserne kraftigt, og de er nu på vej op igen. Særligt er priserne på ejerlejligheder steget ganske kraftigt i de seneste år.

¹ Jf. Finanskrisekommissionen (2015): Den danske finanskriser – kan det ske igen.

Figur 1 Udviklingen i den reale kontantpris på boliger, indeks 1 kv. 2006. = 100



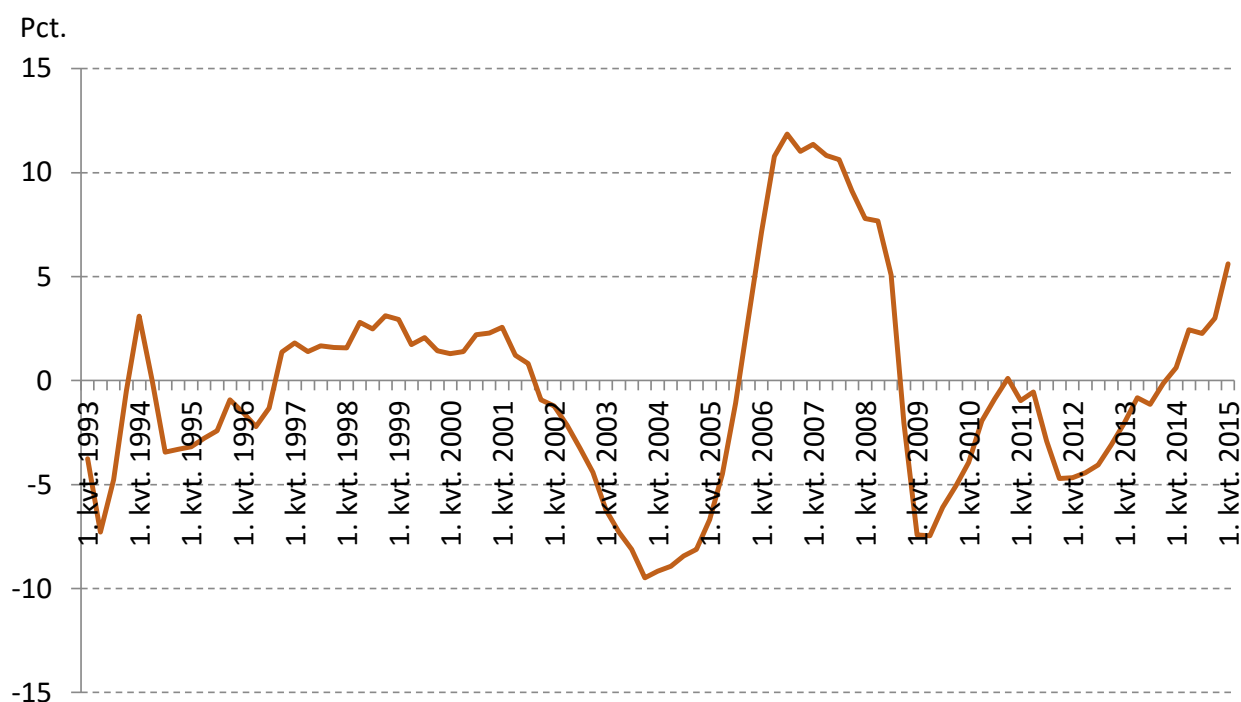
Kilde: Danmarks Statistik, EJEN55 og PRIS12. Priserne er sæsonkorrigeret og deflateret med forbrugerprisindekset.

Kontantprisgab steg kraftigt under de finansielle kriser

Et mere præcist billede af udviklingen fås imidlertid ved at betragte forskellen mellem den faktiske pris og det strukturelle prisniveau, det såkaldte kontantprisgab. Udviklingen i kontantprisgab for enfamiliehuse i hele landet fremgår af Figur 2.² Under finanskrisen var kontantprisgabets særdeles højt – på mere end 10 pct. På bagkanten af krisen falder gabet ganske brat til et numerisk højt, negativt niveau.

² Det strukturelle niveau er beregnet med anvendelse af et HP-filter. I et HP-filter kan endepunktsværdier have relativt stor betydning. Derfor kan vurderingen af det kontantprisgab for eksempelvis 2015 ændres i takt med at der kommer nyere data. Beregningerne af kontantprisgabets skal ses i lyset af denne usikkerhed.

Figur 2 Udviklingen i kontantprisgab for enfamiliehuse, hele landet



Anm.: Kontantprisgabets udtrykker forskellen mellem det faktiske niveau for kontantprisen og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter. Der er anvendt en lambda-parameter på 1.600, hvilket er konsensus i litteraturen.

Kilde: Danmarks Statistik, EJEN55 og egne beregninger.

Hidtil højeste gab uden for finansielle kriser

I de seneste år er kontantprisgabets for enfamiliehuse steget ganske kraftigt og har siden starten af 2014 været positivt. I dag er gabet oppe på godt 5 pct., hvilket er det højeste niveau, der er set uden for de finansielle kriser. Stigningstakten har været relativt kraftigt siden starten af 2012, om end ikke i samme hastighed som op mod finanskrisens udbrud.

Intet belæg for at en ny finansiell krise under opsejling

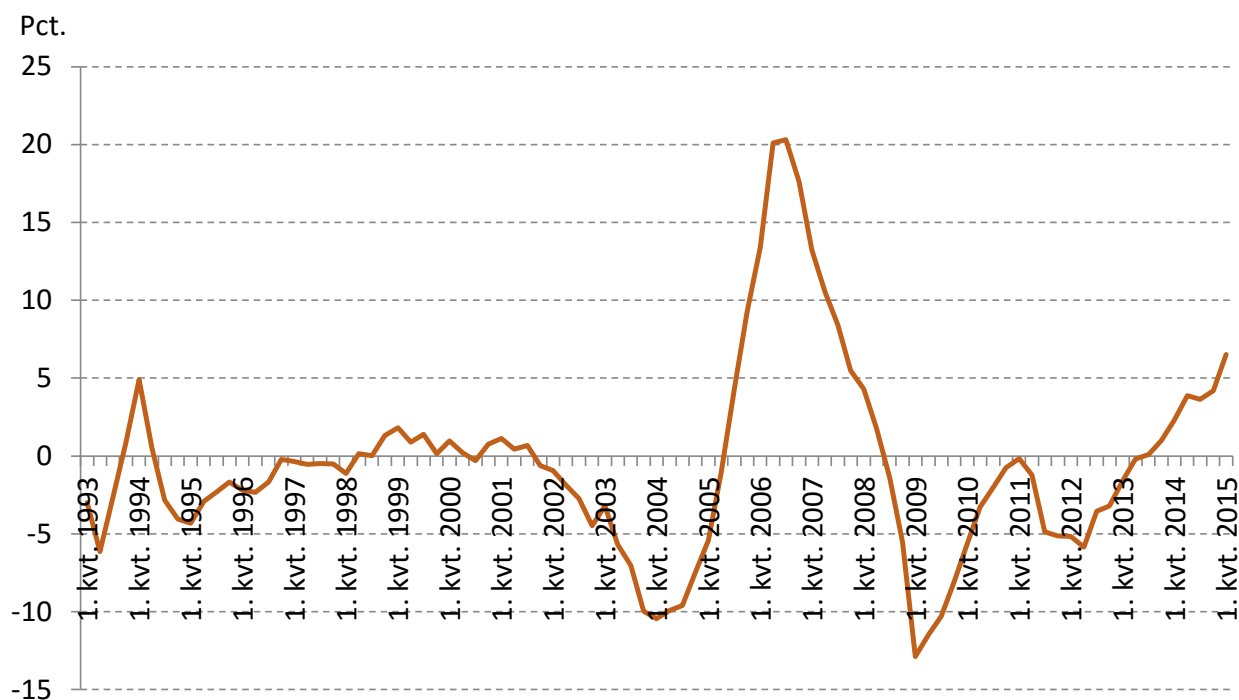
Internationalt er det erfaringen, at mange finansielle kriser finder sted efter perioder med kraftige stigninger i kontantprisgab, hvorfor man forsøger at anvende denne størrelse til at forudsige finansielle kriser. I den sammenhæng anvendes også kredit/BNP-gab som indikator. En foreløbig beregning af BNP/kredit-gab viser dog ikke en særligt kraftig udvikling. Der er således næppe belæg for, at en ny finansiell krise skulle være under opsejling.

Stort kontantprisgab problematisk

Selvom en ny finansiell krise ikke ser ud til at være på vej, bør boligprisstigningerne give anledning til bekymring, da de kan smitte af og forstærke de realøkonomiske udsving. Dette kan, afhængig af den førte finanspolitik, føre til overophedning af økonomien, eller at de stabiliseringspolitiske instrumenter må bruges kraftigere og dermed til en højere samfundsøkonomisk omkostning. Jf. afsnit 3.

Udviklingen i kontantprisgabets for ejerlejligheder i hele landet fremgår af Figur 3. Under finanskrisen var det i særlig grad priserne på lejligheder, der steg til langt over det strukturelle niveau og med en særligt høj stigningstakt. En tilsvarende udvikling ses ikke i dag. Ligesom for enfamiliehuse, er kontantprisgabets steget betragteligt siden 2012, og er nu på det højeste niveau, bortset fra op mod finanskrisens udbrud, men udviklingen er ikke mere markant end for enfamiliehuse.

Figur 3 Udviklingen i kontantprisgab for lejligheder, hele landet



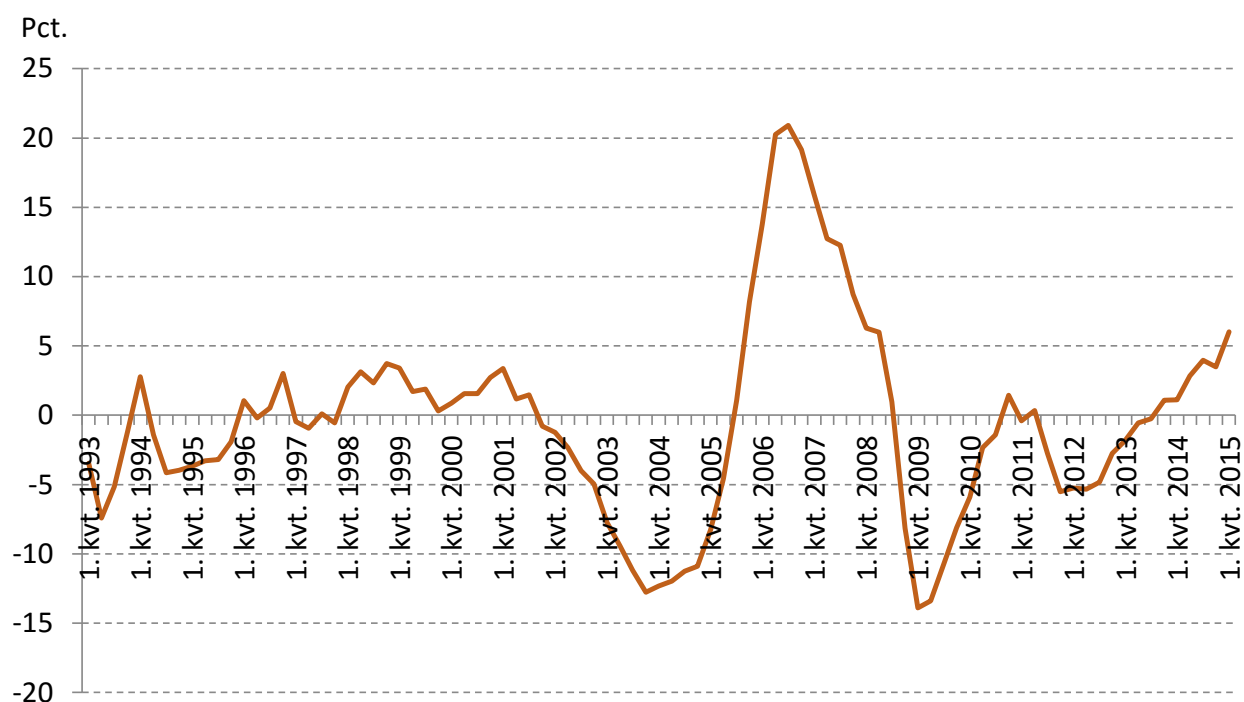
Anm.: Kontantprisgabets udtryk for forskellen mellem det faktiske niveau for kontantprisen og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter.

Kilde: Danmarks Statistik, EJEN55 og egne beregninger.

Stort, men ikke markant, gab i Region hovedstaden

Under finanskrisen tog udviklingen i boligpriserne sit udgangspunkt i hovedstadsområdet, hvor priserne er særligt volatile, og bredte sig som ringe i vandet til resten af landet, jf. Finanskrisekommissionen (2014). Det særligt kraftige udsving i kontantprisen for enfamiliehuse i hovedstadsområdet genfindes i Figur 4. Det fremgår også af figuren, at kontantprisgabets for enfamiliehuse i hovedstadsområdet aktuelt er højt, men ikke nævneværdigt højere end enfamiliehuse i hele landet. Bemærk dog, at der i Figur 4 og Figur 5 ses på hele Region hovedstaden. Det kan derfor ikke udelukkes, at udviklingen i fx Københavns kommune kan være mere markant.

Figur 4 Udviklingen i kontantprisgab for enfamiliehuse, Region hovedstaden



Anm.: Kontantprisgabets udtryk for forskellen mellem det faktiske niveau for kontantprisen og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter.

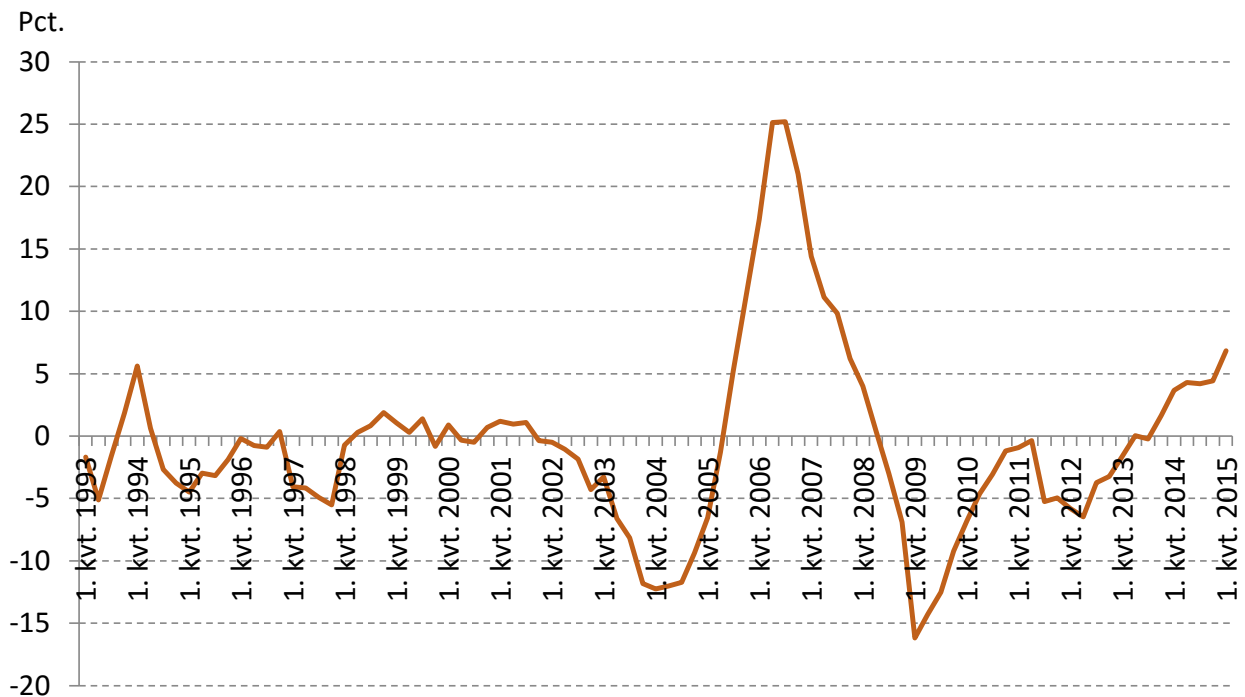
Kilde: Danmarks Statistik, EJEN55 og egne beregninger.

Lejligheder i hovedstadsområdet

Kontantprisgabets for lejligheder i hovedstadsområdet er ligeledes på et højt niveau, men ikke noget, der adskiller sig markant fra udviklingen i gabet for lejligheder i hele landet, jf. Figur 5.

Alt i alt ser udviklingen på hhv. enfamiliehuse og lejligheder således ud til at være meget parallel i såvel Region hovedstaden som i hele landet. Gabet er nu positivt på et niveau mellem fem og ti pct. Stigningen har været forholdsvis hastig uden dog at tåle sammenligning med stigningstakten forud for finanskrisens udbrud.

Figur 5 Udviklingen i kontantprisgab for lejligheder, Region hovedstaden



Anm.: Kontantprisgabets udtryk for forskellen mellem det faktiske niveau for kontantprisen og det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau udtrykker niveauet i en normal konjunktursituation. Det strukturelle niveau er beregnet med et Hodrick-Prescott filter.

Kilde: Danmarks Statistik, EJEN55 og egne beregninger.

2. Årsagerne til udviklingen

Fundamentale forhold gør boligpriserne volatile

Der er en række fundamentale forhold til stede på boligmarkedet, som medvirker til, at boligmarkedet var særligt volatil op gennem 00'erne. En række af disse forhold er fortsat til stede og kan medvirke til at forklare det aktuelt store kontantprisgab. Disse forskellige årsager blev analyseret relativt grundigt af Finanskrisekommissionen, og gennemgås derfor kun summarisk i dette afsnit. Den særligt interesserede læser henvises til Finanskrisekommissionens hovedrapport "Finanskrisen i Danmark – kan det ske igen?".

Fastkurspolitikken

Danmark har fastkurspolitik. Det rummer den betydelige fordel, at international handel kan foregå i forvisning om, at kursen ikke ændrer sig. Det betyder imidlertid også, at rente først og fremmest anvendes som instrument til at fastholde kursen. Det betyder imidlertid også, at renten ikke kan anvendes til at som instrument til at dæmpe konjunkturerne i Danmark.

Aktuelt monetært stress

Renten kan således være "forkert" i forhold til konjunkturerne, en sådan situation kaldes monetært stress. I store dele af 00'erne var renten for lav, hvilket var en vigtig medforklarende årsag til de kraftige boligprisstigninger frem mod Finanskrisens udbrud. Aktuelt er renten meget lav, men vi har også et betragteligt negativt outputgab, hvilket trækker i retning af, at renten bør være lav. Samlet set betyder det, at vi pt. har monetært stress på knap 2 pct. Dvs. renten er knap 2 pct. lavere end, hvad konjunkturerne aktuelt kan retfærdiggøre.³ Denne

³ Den optimale rente er beregnet vha. en estimation af ECBs pengepolitiske regel (Taylorregel), jf. Heebøll, C. (2014): "Monetært stress i euroområdet og Danmark". Der er taget udgangspunkt i et forventet outputgab i 2016 på -2,5 pct. samt at Nationalbankens udlånsrente aktuel er 0,05 pct. Endelig er der antaget et inflationsmål på 2 pct., hvilket svarer til DØRs inflationsforventning for 2016.

beregning baserer sig på det forventede outputgab for 2016 på -2,5 pct. beregnet i Det Økonomiske Råds forårsrapport 2015.⁴ I Økonomisk Redegørelse august 2015 er det forventede outputgab for 2016 blot 1 pct.⁵ Hvis der tages udgangspunkt i Økonomisk redegørelse kan den aktuelle monetære stress opgøres til knap 3 pct.

Nye låneformer

Op gennem 00'erne har de nye låneformer, afdragsfrie lån og rentetilpasningslån vundet stor udbredelse. Låneformerne gør det muligt, at låne til en lavere ydelse, hvilket umiddelbart er til fordel for boligkøberne. Men de billigere lånemuligheder kapitaliserede sig op gennem 00'erne i boligpriserne, hvilket også bidrog til at drive priserne opad. Derved opnåede de eksisterende boligejere en kapitaliseringsgevinst, men gevinsten for nye boligejere blev reduceret.

Mere rentefølsomme boliglån

De nye låneformer betyder imidlertid også, at en større del af ydelsen på boliglånene i dag er rentefølsom. Dvs. en renteændring vil i dag slå hårdere igennem på omkostningen ved at have en bolig og dermed på boligprisen. Det samlede boligmarked er således blevet mere rentefølsomt.

Låneformerne bidrager sandsynligvis til udsvinget

Kombineres dette med at, at renten pga. fastkurspolitikken ikke kan anvendes som instrument til at styre boligprisens udvikling, er sandsynligheden for betydelige udsving i boligprisen forøget. Og det var da også i særlig høj grad introduktionen af disse nye låneformer, der gav anledning til de kraftige prisstigninger op mod finanskrisens udbrud. Låneformerne lever fortsat i bedste velgående, og det er sandsynligt, at de aktuelt bidrager til de kraftigt stigende boligpriser.⁶

Næppe finanspolitikken, der aktuelt skaber problemer

I 00'erne var finanspolitikken i en lang periode op mod finanskrisens udbrud planlagt for ekspansiv og skridende budgetter forværrede situationen. Det medvirkede i høj grad til at forstærke udsvinget på boligmarkedet. Aktuelt er der bred enighed om, at finanspolitikken er rimeligt afstemt med konjunktoren. Det er således næppe en for ekspansiv finanspolitik, der er årsagen til boligprisstigningerne i dag.

Kan skattestoppet skabe finanspolitiske problemer

Fremadrettet kan der dog med det genintroducerede skattestop være grund til bekymring. Regeringen vil ikke hæve nogen skatter. Det betyder, at en kontraktiv finanspolitik alene kan føres ved at reducere de offentlige udgifter. Hvis der ikke kan mønstres politisk opbakning til sådanne reduktioner kan det i praksis være svært at føre en finanspolitik, der under højkonjunktur er tilstrækkeligt kontraktiv. Hvis der som i 00'erne opstår en situation, hvor finanspolitikken bliver for ekspansiv, vil det kunne medvirke til at destabilisere boligmarkerne yderligere.

Ejendomsværdiskattestoppet forstærker udsving

Ejendomsværdiskattestoppet betyder, at de faktiske ejendomsværdi ikke har betydning for den betalte ejendomsværdiskat, men er baseret på ejendomsværdien i 2001/2002. Det har to effekter: For det første bliver provenuet pga. nominalprincippet løbende udhulet. For det andet bliver den effektive beskatning, dvs. beskatningen målt i forhold til den faktiske ejendomsværdi, lavere, når boligprisen stiger. Det betyder, at ejendomsværdiskatten ikke engang er neutral i forhold til boligprisudsving, den forstærker udsvingene. Ejendomsværdiskattestoppet medvirkede da også i 00'erne til at forstærke boligprisudviklingen, jf. Finanskrisekommissionen. Ejendomsværdiskattestoppet fastholdes fortsat, og det må anses for sandsynligt, at det også i dag medvirker til at forstærke udsvingene i boligpriserne.

⁴ Det Økonomiske Råd (2015): Dansk Økonomi. Forår 2015.

⁵ Finansministeriet (2015): Økonomisk Redegørelse, august 2015.

⁶ Låneformerne er delvist søgt begrænset via tilsynsdiamanten for realkredit, der på institutniveau begrænser disse låneformer. Begrænsningen er dog væsentligt svagere, end hvad der tidligere blev anbefalet af Finanskrisekommissionen og da den alene omfatter realkreditinstitutter fanger den ikke nødvendigvis alle lån ligesom den enkelte husejer ikke er begrænset.

Kan der være en boble?

Endelig kan det ikke udelukkes, at den nuværende udvikling er udtryk for en boble. En boble opstår, når personer køber boliger i forventning om at de vha. fortsatte prisstigninger kan sikre sig en gevinst. Dette kan føre til prisstigninger, der ikke er begrundet i de ovenfor nævnte fundamentale forhold. På et tidspunkt vil boblen briste og de kraftige stigninger vil efterfølges af kraftige fald. Det er traditionelt en udfordring med bobler, at de kan være vanskelige at forudse og derfor først erkendes endeligt, når de brister. De præsenterede beregninger af kontantprisgab kan ikke anvendes til afgøre om den seneste prisudvikling skulle være udtryk for, at en boble er under opbygning.

Der bør gribes ind, boble eller ej

Men det er heller ikke nødvendigvis afgørende om der er tale om en boble eller ej. En boble kan forstærke prisstigningerne og de efterfølgende prisfald. Men et volatilt boligmarked udgør et problem uanset, om prisudsvingene kan forklares ud fra de ovennævnte forhold alene, eller om der skulle være en boble, der forstærker udviklingen. Anbefalingerne af tiltag til at stabilisere boligmarkedet gælder uanset, om den aktuelle prisstigning delvist skulle være drevet af en boble. Hvis der skulle være tale om en boble, kan man dog forvente et ganske brat prisfald, når boblen brister. Hvis der ikke er tale om en boble vil et mere jævnt prisfald kunne forventes.

3. Mulighederne for at stabilisere udviklingen

Tiltag til at stabilisere boligpriserne bør rettes mod de fundamentale forhold, der forårsager ustabiliteten.

Tilpas ejendoms-værdiskattestoppet

Ejendomsværdiskattestoppet bør tilpasses, og Finanskrisekommissionen har fremlagt en model, der beskriver, hvordan dette kan lade sig gøre på en måde, der er provenuneutral, som via indefrysning af skattebetaling sikrer økonomisk tryghed for eksisterende boligejere og som sikrer en større stabilitet på boligmarkedet.⁷ Det er ikke første og næppe heller sidste gang, at økonomer anbefaler dette, og med den foreslåede justering vil en del af de politisk ømtålelige knaster være ryddet af vejen. Men da der er indgået en politisk aftale om at fastholde ejendomsværdiskattestoppet i sin nuværende form, er det næppe politisk realiserbart.

Afstemt finanspolitik

Finanspolitikken er og bør forsat være afstemt efter konjunktursituationen. Budgetloven har fjernet problemerne med at budgetterne skrider, med sikrer faktisk ikke at finansloven nødvendigvis bliver tilstrækkeligt kontraktiv under højkonjunktur. Da det generelle skattestop reducerer de til rådighed værende instrumenter, bliver det ikke politisk lettere at sikre en tilstrækkeligt kontraktiv finanspolitik under højkonjunktur.

Begræns brugen af de nye låneformer

Introduktionen af de nye låneformer, afdragsfrie lån og rentetilpasningslån, kan forklare en særligt stor del af 00'ernes boligprisudvikling. Brugen af disse lån er kun begrænset i meget lille omfang og ad indirekte vej. Det vurderes, at disse låneformer forsat har betydning for boligprisudsvinget. Problemet med låneformerne forstærkes af fastkurspolitikken. Fastkurspolitikken må dog betragtes som en grundvilkår for dansk økonomi, og rummer da også betydelige fordele. De nye låneformer bør derfor begrænses. To versioner kan være relevante at overveje: Enten kan der indføres et krav om at mindst halvdelen af den enkelte husejers lån skal være fastforrentede med afdrag. Eller der kan indføres et forbud mod lån, der er både variabelt forrentede og uden afdrag.

⁷ Justering er baseret på flg. hovedprincipper: Boligskattesatsen reduceres fra den nuværende ene pct. til 0,6 pct., hvilket svarer til den gennemsnitlige effektive skattesats. Skattebetalingen er bestemt af ejendomsvurderingen, men den i året opkrævede skattebetaling kan ikke stige mere fra år til år end satsreguleringsprocenten og den i året opkrævede skat kan ikke stige, hvis ejendomsvurderingen sættes ned. Forskellen på den skyldige skat og den i året opkrævede skat kan indefrysnes ultimativt til salgstidspunktet. Forslaget er beskrevet i flere detaljer i Finanskrisekommissionen (2014): Den danske finanskrise – kan det ske igen?

Hvis der ikke gribes direkte ind over for det volatile boligmarked, hviler ansvaret for stabilisering af boligmarkedet og økonomien generelt primært på finanspolitikken. Det kan dels forøge de samfundsøkonomiske omkostninger ved stabilisering, dels er finanspolitikken et ganske indirekte og dermed ikke særligt effektivt instrument til at stabilisere boligpriserne.