
Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske boligmarked gennemløb en dramatisk udvikling i sidste årti. I løbet af ganske få år i midten af 2000-tallet steg de reale boligpriser med en hastighed, der ikke er set siden de hektiske år fra 1983 til 1986. Derefter vendte udviklingen brat, og boligejerne oplevede store reale kapitaltab i 2008 og første halvdel af 2009.

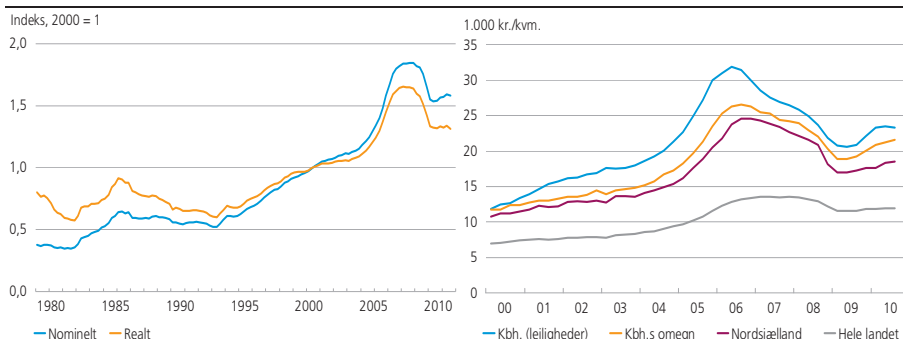
Boligprisernes himmelflugt bidrog i høj grad til den overophedning af dansk økonomi, der indtraf i 2006 og 2007, og nedturen på boligmarkedet begyndte, før den internationale og danske finansielle krise for alvor slog igennem på realøkonomien. Tilbageslaget på boligmarkedet kom på et meget uheldigt tidspunkt og forstærkede de kontraktive virkninger af finanskrisen.

Erfaringerne fra 2000'erne har dermed endnu en gang demonstreret, at store udsving i boligpriserne kan destabilisere samfundsøkonomien. Det er derfor vigtigt at forstå drivkræfterne bag udviklingen i boligpriserne. En bedre forståelse af prisdannelsen på ejerboliger er en forudsætning for, at der kan tilrettelægges en fremtidig økonomisk politik, som forebygger store udsving på boligmarkedet.

I del 2 af denne kvartalsoversigt foretager vi en nærmere analyse af de senere års udvikling på ejerboligmarkedet og diskuterer, hvordan man kan mindske udsvingene i boligpriserne. I denne oversigtsartikel giver vi et ikke-teknisk sammendrag af vore vigtigste resultater og konklusioner. Et af vore hovedresultater er, at boligboomet i sidste årti i høj grad var drevet af indførelsen af nye låneformer og i nogen grad af, at ejendomsværdiskatten blev fastfrosset i forbindelse med skattestoppet. Disse tiltag forstærkede konjunkturudsvingene og har medført, at der er udsigt til en lavere beskæftigelse i de kommende år, end vi ellers ville have haft. Udsvingene på boligmarkedet og dermed i samfundsøkonomien kan mindskes ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser, og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger.

KONTANTPRIS PÅ ENFAMILIEHUSE (VENSTRE) OG REGIONAL UDVIKLING I BOLIGPRISERNE (HØJRE)

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede prisindeks (venstre). Den reale kontantpris er fundet ved at deflatere med nationalregnskabs deflator for det private forbrug. Kvadratmeterpriser på enfamiliehuse (højre), hvor intet andet er anført.

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet (egen sæsonkorrektio) og MONA's databank.

KAN BOLIGPRISERNE FORKLARES?¹

I figur 1 (venstre) vises udviklingen i de nominelle og reale boligpriser i Danmark siden 1980. Den voldsomme stigning i boligpriserne, der fandt sted fra 2004 til 2007, og det efterfølgende store prisdyk i 2008-09, ses tydeligt. Den gennemsnitlige prisstigning i midten af sidste årti dækker over markante forskelle på tværs af landet. Fremgangen på boligmarkedet begyndte i København, ikke mindst på markedet for ejerlejligheder, og spredte sig hurtigt til Københavns omegn og Nordsjælland, jf. figur 1 (højre). Højindkomstkommunerne umiddelbart nord for København oplevede således usædvanligt kraftige prisstigninger på boliger. Uden for hovedstaden og Nordsjælland var prisudviklingen derimod langt mere behersket.

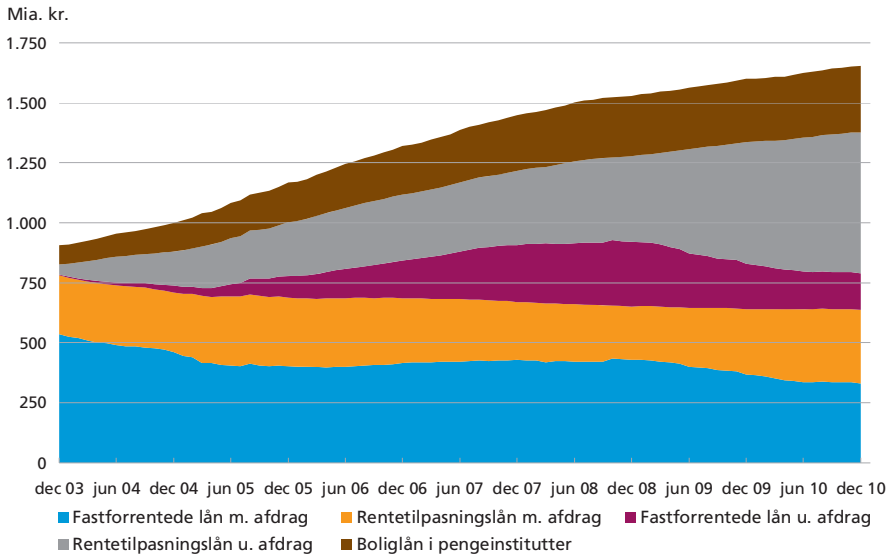
Et andet bemærkelsesværdigt træk ved udviklingen i sidste årti var udbredelsen af nye finansieringsformer, der blev understøttet af liberaliseringer af lovgivningen om boligfinansiering. Allerede i 1996 blev der åbnet for rentetilpasningslån, men de begyndte først for alvor at slå igennem efter årtusindskiftet. I oktober 2003 blev de afdragsfrie lån indført, og de blev hurtigt meget populære. I løbet af få år har de nye låneformer fortrængt de traditionelle fastforrentede lån med afdrag som den dominerende form for boligfinansiering, jf. figur 2.

Prisstigningerne på boliger ansporede til et kraftigt byggeboom. Historisk har der været en tæt sammenhæng mellem boliginvesteringerne og priserne på eksisterende boliger i forhold til prisen på nybyggeri. Det afspejler, at det bliver mere fordelagtigt at bygge nyt, når dette bliver

¹ Dette afsnit giver en oversigt over artiklen af Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, De senere års udvikling på ejerboligmarkedet – Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, del 2 i denne *Kvartalsoversigt*.

BOLIGKØBERNES FINANSIERINGSSAMMENSETNING

Figur 2

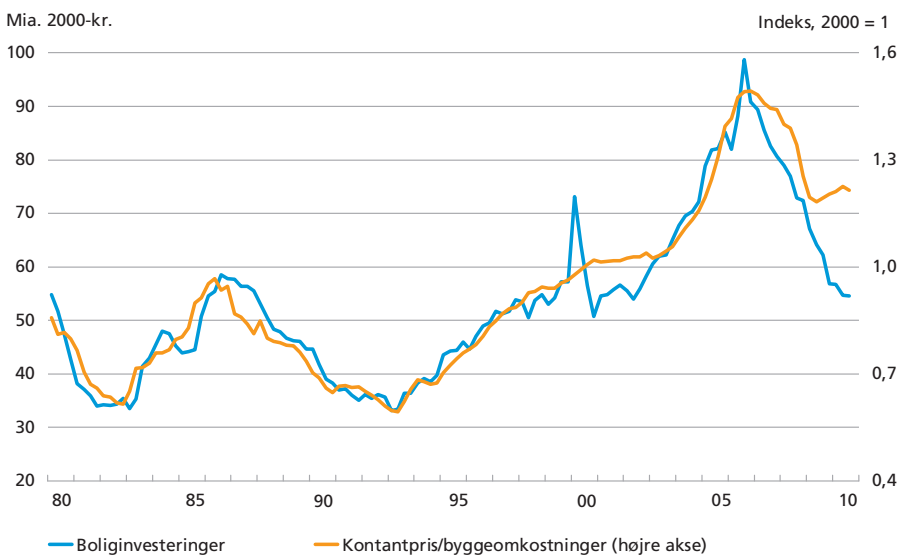


Kilde: Danmarks Nationalbank.

billigere i forhold til at købe eksisterende boliger. Under opsvinget reagerede boligbyggeriet da også kraftigt på, at eksisterende huse var blevet mere værd i forhold til prisen på at bygge nyt, jf. figur 3. I 2006 lå boliginvesteringerne således 61 pct. over niveauet i 2002.

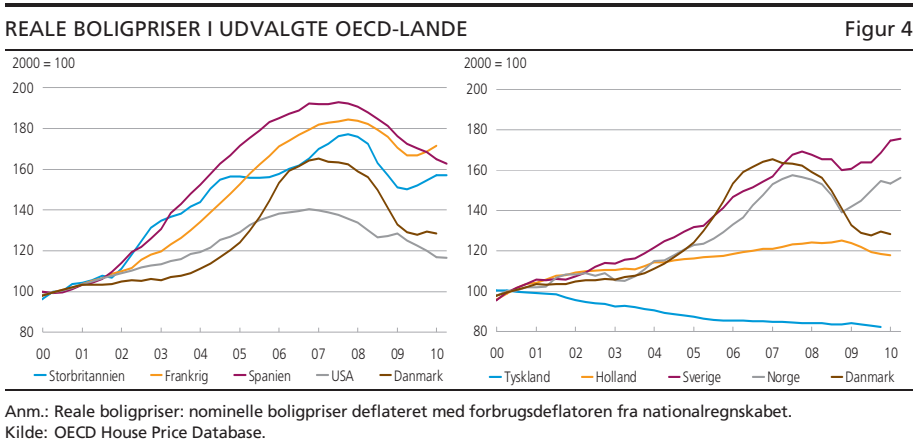
KONTANTPRISER, BYGGEOMKOSTNINGER OG BOLIGINVESTERINGER

Figur 3



Anm.: Byggeinvesteringerne er sæsonkorrigerede kvartalstal opregnet til årsniveau. Som byggeomkostninger anvendes nationalregnskabs deflator for byggeinvesteringerne.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.



Det var ikke kun Danmark, der oplevede kraftige stigninger i boligpriserne i årene efter årtusindskiftet. I lande som Storbritannien, Frankrig, Spanien, USA, Norge og Sverige var der også solide reale prisstigninger frem til 2007, hvorefter boligpriserne generelt faldt kraftigt frem til 2009 og siden har været nogenlunde uændrede, jf. figur 4. Et særtræk ved udviklingen i Danmark var dog, at stigningerne i de danske boligpriser indtraf relativt sent, men at priserne til gengæld steg mere stejlt end i andre lande, da den danske "boligboble" endelig satte ind i 2005 og 2006. Udviklingen på det danske boligmarked i disse år var altså usædvanligt hektisk i både historisk og international sammenhæng.

En ny kontantprisrelation for Danmark

I et forsøg på at forklare den beskrevne udvikling har vi foretaget en økonometrisk analyse for at afdække, hvilke faktorer der bestemmer de danske boligpriser. Udgangspunktet er, at priserne på kort sigt er bestemt af efterspørgslen, da udbuddet kun langsomt kan ændres gennem nybyggeri og nedslidning af den eksisterende boligmasse. Traditionelt har man antaget, at bolig efterspørgslen varierer positivt med husholdningernes disponible realindkomst og negativt med den såkaldte brugerpris på ejerboliger. Brugerprisen er et mål for den forventede omkostning ved at besidde en ejerbolig. I brugerprisen indgår realrenten efter skat og boligskatter (grundskyld og ejendomsværdiskat).¹ Et eventuelt forventet real prisfald på boligen indgår også i brugerprisen, fordi det indebærer et formuetab for boligejeren. Til gengæld reduceres brugerprisen af en eventuel forventet realprisstigning på boliger, fordi boligejeren derved opnår en kapitalgevinst. Ved at opstille en relation (lig-

¹ Brugerprisen inkluderer egentlig også reale udgifter til boligreparation (afskrivninger), men da de ifølge Danmarks Statistik er meget stabile over tid og dermed ikke bidrager til at forklare boligpriserens udsving, inddrager vi ikke afskrivningerne i vort udtryk for brugerprisen.

ning) til bestemmelse af boligefterspørgslen kan man udlede den reale kontantpris, som boligkøberne er villige til at betale pr. kvadratmeter boligareal ved en given disponibel indkomst og en given brugerpris.

De traditionelle kontantprisrelationer i de eksisterende makroøkonomiske modeller for dansk økonomi har dog alle haft meget svært ved at forklare de senere års udvikling i boligpriserne. Vi har derfor undersøgt, om man kan opnå en bedre forklaring ved at antage, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, der består af et vejet gennemsnit af den traditionelle brugerpris og den laveste førsteårsydelse, som det er muligt at opnå med de låneformer, der eksisterer på købstidspunktet. Førsteårsydelsen er lig med summen af første års afdrag, boligskatter og den nominelle renteudgift efter skat ved et fuldt lånefinansieret boligkøb. Ved at inddrage den minimale førsteårsydelse som forklarende variabel åbner vi mulighed for, at fremkomsten af nye låneformer såsom de afdragsfrie lån kan påvirke boligefterspørgslen og boligpriserne.

I princippet "burde" boligkøberne ikke betragte afdrag på boliglån som en del af omkostningen ved boligforbrug, men derimod som en opsparing, der reducerer den fremtidige renteudgift. I praksis vil boligkøberne dog nok i et vist omfang betragte afdrag som en omkostning. Det kan skyldes, at nogle potentielle boligkøbere gerne vil øge deres forbrug, men er begrænsede i deres lånemuligheder. De vil da være villige til at betale en højere boligpris, hvis de ved et boligkøb får adgang til et afdragsfrit lån. Der kan også være boligkøbere, der simpelt hen er kortsynede og derfor lægger mere vægt på at opnå den lavest mulige kontante udgift her og nu frem for at sikre en lavere fremtidig ydelse gennem afdrag på boliglånet.

Kortsynet adfærd kan også få rentetilpasningslån baseret på den korte rente til at fremstå mere attraktive, end de reelt er. Arbitrageadfærden på de finansielle markeder bevirker, at den lange obligationsrente tenderer at være lig med et gennemsnit af den aktuelle og de forventede fremtidige korte renter, med tillæg af en risikopræmie for usikkerheden om det fremtidige renteniveau. I en situation, hvor den korte rente ligger langt under den lange rente, er det altså ikke nødvendigvis mere fordelagtigt at finansiere et boligkøb med rentetilpasningslån end med et fastforrentet langfristet lån. En stejl rentekurve vil nemlig som regel afspejle, at der er udsigt til store fremtidige stigninger i den korte rente, eller at der er stor usikkerhed om det fremtidige renteniveau. Hvis boligkøberne ikke fuldt ud indser dette, kan adgangen til rentetilpasningslån baseret på den korte rente imidlertid få et boligkøb til at se mere attraktivt ud. Finansiering til en lav aktuel kort rente kan også være attraktiv for likviditetsbegrænsede boligkøbere, der gerne vil øge deres aktuelle forbrug på bekostning af fremtidigt forbrug.

Der er altså flere grunde til at formode, at fremkomsten af nye låneformer i begyndelsen af 2000'erne var med til at hæve boligefterspørgslen og boligpriserne. Som nævnt antager vi, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, der er et vejet gennemsnit af den traditionelle brugerpris (den relevante boligomkostning for en rationel, ikke-likviditetsbegrænset boligkøber) og den lavest mulige førsteårsydelse, givet de tilgængelige låneformer på købstidspunktet. I vor økonometriske analyse lader vi data bestemme den vægt, hvormed førsteårsydelsen indgår i boligudgiften, idet vi vælger størrelsen af vægten således, at vi opnår den bedst mulige statistiske forklaring af boligpriserne. Med denne fremgangsmåde finder vi, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, hvori førsteårsydelsen indgår med en vægt på 60 pct., mens den traditionelle brugerpris indgår med en vægt på 40 pct. En mulig tolkning heraf er, at 60 pct. af boligkøberne er likviditetsbegrænsede eller kortsynede, mens de resterende 40 pct. er fremadskuende og ikke mangler likviditet til at finansiere deres ønskede forbrug. En anden og ligeså plausibel fortolkning er, at de enkelte boligkøbere lægger en betydelig vægt (60 pct.) på mulighederne for forbrug her og nu, men at de også lægger en vis vægt (40 pct.) på hensynet til deres forbrugsmuligheder på længere sigt, som fx forbedres ved afdrag på lån (og ved, at inflationen udhuler realværdien af deres gæld).

Vor økonometriske relation til forklaring af det gennemsnitlige niveau for huspriserne tager højde for, at priserne kun gradvis tilpasser sig ændringer i den underliggende boligefterspørgsel, der som nævnt bestemmes af de disponible realindkomster og af vort vejede gennemsnit af brugerprisen og den minimale førsteårsydelse. Den lange rente på 30-årige fastforrentede realkreditobligationer indvirker på boligefterspørgslen og boligpriserne gennem brugerprisen, mens de korte renter og de krævede afdrag på boliglån virker via deres effekt på førsteårsydelsen. Boligskatterne indvirker både gennem brugerprisen og via førsteårsydelsen. Over tid vil ændringer i boligpriserne påvirke boligudbuddet ved at påvirke omfanget af nybyggeri. På den måde vil ændringer i boligefterspørgslen langsomt blive imødegået af ændringer i boligudbuddet, hvilket dæmper de langsigtede udsving i boligpriserne. I vor analyse af kontantpriserne tager vi højde for udviklingen i boligudbuddet.¹

Ved brug af ovennævnte forklarende variable har vi estimeret en kontantprisrelation på danske data for perioden fra 1. kvartal 1972 til 2. kvartal 2010. Da boligpriserne tilpasser sig trægt til ændringer i den

¹ I kontantprisrelationen tager vi udviklingen i boligudbuddet for givet. Vi har dog også estimeret en særskilt relation til forklaring af boliginvesteringerne, som præsenteres nærmere i Dam mfl. (2011a).

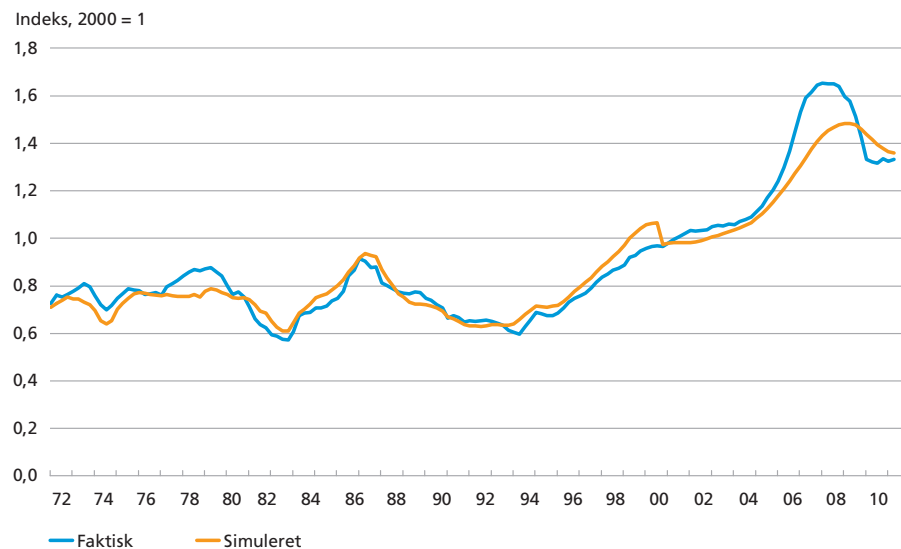
underliggende boligefterspørgsel, er der en statistisk sammenhæng mellem den aktuelle boligpris og priserne i de foregående perioder. Vi har foretaget en såkaldt dynamisk simulation af den estimerede kontantprisrelation, hvor den forudsagte huspris i en given periode ikke blot baseres på de aktuelt observerede niveauer for renter, indkomster og skatter mv., men også på de forudsagte huspriser i de foregående perioder. Derved kan vi undersøge, om relationen er god til at opfange udsvingene i boligpriserne, eller om forudsigelsen af boligpriserne har en tendens til "at køre af sporet" i forhold til den faktiske udvikling.

Resultatet af denne øvelse er illustreret i figur 5. Det fremgår, at relationen generelt har godt fat i de vigtigste udsving i boligpriserne frem til 2004, mens den har svært ved at forklare de voldsomme pristigninger i 2005-06 og det efterfølgende fald i 2008-09. Det understøtter den populære opfattelse af, at der var en "boble" på boligmarkedet i de sidste år før finanskrisen, hvor boligpriserne blev løsrevet fra de underliggende fundamentale økonomiske forhold, der normalt styrer prisdannelsen. Da boblen bristede, blev det efterfølgende prisfald til gengæld særligt dramatisk, fordi priserne i udgangspunktet lå så langt over deres fundamentale niveau.

Som tidligere nævnt, vil forventninger om fremtidige kapitalgevinster på boliger stimulere boligefterspørgslen ved at reducere brugerprisen. Forskellige undersøgelser tyder på, at husholdningernes forventninger

REAL HUSPRIS, FAKTISK OG SIMULERET

Figur 5



Anm.: Den simulerede huspris er baseret på en dynamisk simulation af den estimerede kontantprisrelation fra og med 1. kvartal 1972.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

til den fremtidige udvikling i boligpriserne er stærkt påvirket af prisudviklingen i de nærmest forudgående perioder. En sådan antagelse er indbygget i vor økonometriske analyse. I "bobleårene" 2005-07 nåede vort skøn for den forventede boligprisstigning det højeste niveau i hele perioden fra 1972 til i dag. De høje forventninger om fremtidige kapitalgevinster bidrager til at forklare, hvorfor boligefterspørgslen og boligpriserne steg så kraftigt i "bobleårene". Alligevel kan vor estimerede kontantprisrelation altså ikke fange hele den faktiske prisstigning. Det kan skyldes, at relationen ikke tager højde for, at boligprisforventningerne kan have indgået med større vægt i boligkøbernes overvejelser i de år, hvor de observerede prisstigninger var særligt dramatiske. Den økonomiske litteratur om spekulative bobler på aktivmarkederne fremhæver netop, at forventninger om kapitalgevinster spiller en særlig rolle i "bobleperioder", hvor aktivpriserne synes at være ude af trit med de fundamentale økonomiske forhold.¹

Vor tolkning af boligprisernes udvikling i 2000-tallet er altså, at det er berettiget at tale om en decideret boligprisboble i årene 2005-07, hvor adfærden på boligmarkedet var "unormal" og præget af urealistiske forventninger til de fremtidige boligpriser. Det er samtidig værd at bemærke, at mens vor kontantprisrelation ikke opfanger hele den observerede prisstigning i bobleårene, så er den ganske god til at forklare den samlede ændring i boligpriserne fra begyndelsen til slutningen af sidste årti. Det ses af, at de to kurver i figur 5 ligger rimeligt tæt på hinanden på begge disse tidspunkter.

Hvor meget betød de nye låneformer og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten for boligprisernes udvikling?

Ved hjælp af vor kontantprisrelation kan vi belyse, hvordan boligpriserne ville have udviklet sig, hvis de nye låneformer ikke var blevet indført. Vi antager i den forbindelse, at alle andre forklarende variable såsom renter, indkomster og skatter stadig ville have fulgt deres observerede historiske forløb. Dermed får vi et skøn over den isolerede effekt af de nye låneformer. Vi forudsætter i første omgang, at det store uforklarede "bobleelement" i boligpriserne i midten af sidste årti ville have været uændret. Dermed finder vi, at stigningen i de reale boligpriser fra 4. kvartal 1999 til boligpristoppen i 1. kvartal 2007 "kun" ville have været ca. 40 pct., hvis de nye låneformer ikke var blevet indført, i stedet for den faktiske stigning på 71 pct. Ifølge kontantprisrelationen har rentetilpasningslåne og de afdragsfrie lån haft omtrent lige stor betydning for boligpriserne.

¹ Se fx Case og Shiller (2003) og Arce og López-Salido (2011).

Vi har også beregnet den isolerede virkning af, at ejendomsværdiskatten er blevet fastfrosset i kroner og øre fra begyndelsen af 2002. I fravær af fastfrysningen ville den nominelle ejendomsværdiskat nogenlunde have fulgt udviklingen i boligpriserne. Derudover forudsætter vi, at alle andre forhold (herunder de nye låneformer) ville have udviklet sig, som de faktisk gjorde. Vi har udført to alternative beregninger. I den første antager vi, at boligkøberne alene reagerer på den aktuelle ejendomsværdiskat, dvs. at ingen tager højde for, at skatten efterhånden bliver udhulet af inflationen som følge af fastfrysningen. Under denne forudsætning indebærer vor kontantprisrelation, at de reale boligpriser ville være steget med ca. 5 procentpoint mindre frem mod pristoppen i 1. kvartal 2007.

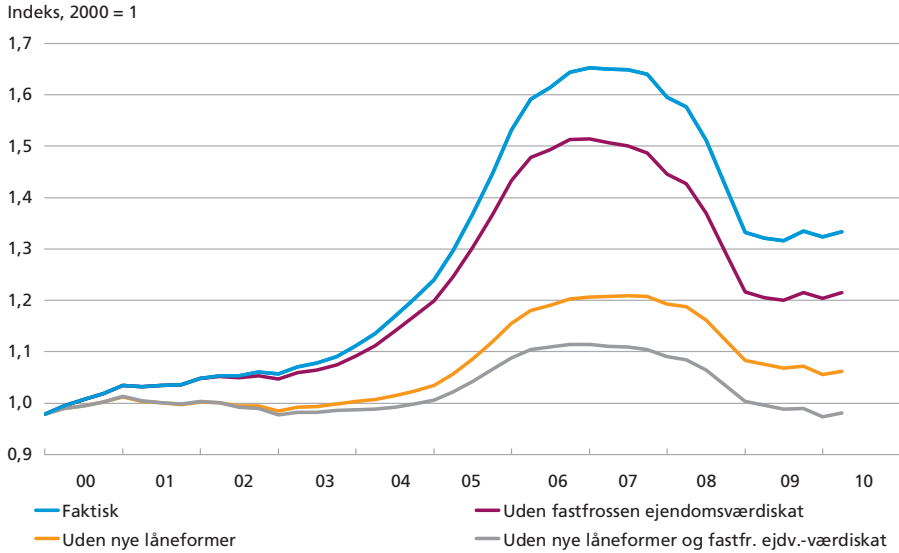
Som nævnt kan vor kontantprisrelation imidlertid tolkes sådan, at en del (skønsmæssigt 40 pct.) af boligkøberne faktisk er fremadskuende og dermed ikke blot lægger vægt på den aktuelle, men også på den fremtidige boligudgift. Som et andet yderpunkt har vi derfor antaget, at disse boligkøbere fuldt ud indregner den fremtidige skattebesparelse, som fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat indebærer. Under konservative forudsætninger om de forventede boligprisstigninger finder vi da, at den reale stigning i boligpriserne fra slutningen af 1999 til begyndelsen af 2007 ville have været godt 9 procentpoint mindre, hvis man ikke havde fastfrosset ejendomsværdiskatten.

Disse skøn forudsætter som nævnt, at det uforklarede "bobleelement" i boligpriserne i 2005-07 ville have været upåvirket af indgreb, der ville have dæmpet boligpriserne. Det forekommer dog mere sandsynligt, at prisdæmpende indgreb ville have lagt en dæmper på de ekstraordinært høje prisstigningsforventninger i "bobleperioden", som vor estimerede kontantprisrelation har svært ved at opfange. I figur 6 har vi derfor forudsat, at når manglende adgang til de nye låneformer eller manglende fastfrysning af ejendomsværdiskatten ifølge kontantprisrelationen ville have dæmpet boligpriserne med en bestemt faktor, så ville bobleelementet i boligpriserne være blevet reduceret med samme faktor. Med andre ord antager vi, at den uforklarede boblekomponent i boligpriserne reduceres proportionalt med den forklarede priskomponent. Det er naturligvis meget vanskeligt at sige, hvordan de betragtede indgreb faktisk ville have påvirket det spekulative bobleelement i boligpriserne, men det er værd at bemærke, at vor beregningsmetode stadig levner plads til en vis boblekomponent i priserne i scenarierne med prisdæmpende indgreb.

Med de nævnte forudsætninger ser vi af den grå kurve i figur 6, at boligprisstigningsbølgen frem mod 2007 nærmest ville være blevet elimineret, hvis man ikke havde indført de nye låneformer og fastfrosset

**REAL BOLIGPRIS MED OG UDEN NYE LÅNEFORMER OG SKATTESTOP, MED
PROPORTIONAL KORREKTION AF IKKE-FORKLARET DEL**

Figur 6



Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på estimeret efterspørgselsrelation. Rentetilpasningslån antages først at slå igennem i 1. kvartal 2000. I fravær af fastfrysningen antages ejendomsværdiskatten at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Modelleringen af fastfrysningen antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. teksten.

Kilde: MONA's databank samt egne beregninger.

ejendomsværdiskatten. Vore beregninger indebærer således, at de reale boligpriser kun ville være steget med ca. 15 pct. fra slutningen af 1999 til begyndelsen af 2007 i stedet for den stigning på 71 pct., der faktisk indtraf.

Dette markante resultat står tilsyneladende i modsætning til den udbredte opfattelse, at det først og fremmest var de lave renter og de stigende realindkomster, der lå til grund for boligboomet i sidste årti. Her må man dog være opmærksom på, at det var de nye låneformer, der gav boligkøberne mulighed for at drage fordel af de lave og faldende korte renter. Givet eksistensen af de nye låneformer har renteutviklingen haft væsentlig betydning for udviklingen i boligpriserne. Vor estimerede kontantprisrelation indebærer således, at godt 13 procentpoint af den samlede reale husprisstigning fra årtusindskiftet frem til pristoppen i 1. kvartal 2007 kan henføres til det lave niveau for den 30-årige obligationsrente, mens en tilsvarende del af prisstigningen skyldtes rentebesparelsen som følge af de lave (korte) renter på rentetilpasningslåne. Kontantprisrelationen indebærer endvidere, at knap 7 procentpoint af realprisstigningen kan tilskrives indkomstudviklingen, når der samtidig korrigeres for tilvæksten i boligbeholdningen.

Sammenfattende indebærer den estimerede relation altså, at ca. 20 procentpoint af den samlede realprisstigning på 71 pct. fra 4. kvartal 1999 til 1. kvartal 2007 kan forklares af indkomstudviklingen (korrigeret for stigningen i boligudbuddet) og det lave niveau for den 30-årige rente. Den øvrige del af stigningen skyldes den kombinerede effekt af de lave renter på rentetilpasningslånene, muligheden for afdragsfrie lån og boligkøbernes opskruede forventninger til de fremtidige stigninger i boligpriserne i midten af 2000'erne. Også fastfrysningen af ejendomsværdiskatten fra 2002 havde isoleret set en mærkbar prisdrivende effekt, men til gengæld blev priserne trukket ned af den stigning i boligskatte, der indtraf fra 1999 til 2002 som følge af den såkaldte Pinsepakke.

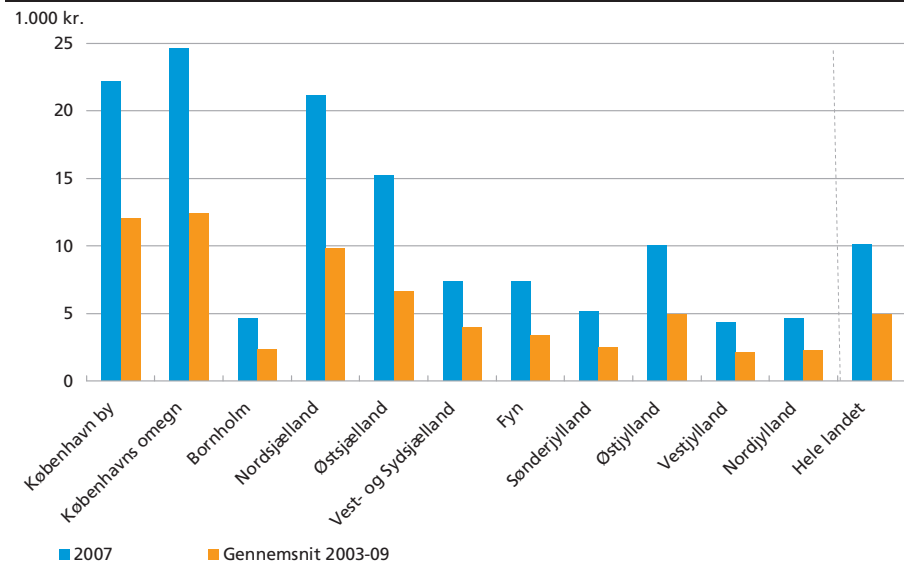
Regionale konsekvenser af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten

Ifølge vore beregninger har det nominale skattestop for ejendomsværdiskatten haft en noget mindre betydning for boligpriserne end de nye låneformer, når vi ser på landet som helhed. Der er dog ingen tvivl om, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har haft væsentlig betydning i hovedstadsområdet og Nordsjælland, hvor husene er dyrest, og hvor stigningerne i boligpriserne under opsvinget var kraftigst.

Dette antydes i figur 7, hvor det fremgår, at fastfrysningen i højkonjunkturåret 2007 medførte en gennemsnitlig skattelettelse pr. husstand

SPARET EJENDOMSVÆRDISKAT PR. HUSSTAND SOM FØLGE AF FASTFRYSNINGEN AF EJENDOMSVÆRDISKATTEN

Figur 7



Anm.: Alle beløb i 2010-niveau. Ejendomsværdiskatten er beregnet ud fra et dataudtræk fra Danmarks Statistik, hvor alle enfamiliehuse er opdelt i intervaller af 100.000 kr. efter deres offentlige vurdering. Der ses bort fra nedslag i ejendomsværdiskatten for pensionister og boliger handlet før 1. juli 1998. Den kontrafaktiske ejendomsværdiskat er beregnet med en progressionsgrænse, der er fremskrevet ud fra de regler, der gjaldt til 2002.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

på knap 25.000 kr. i omegnen af København (der omfatter områderne både syd, vest og nord for byen), mens den kun var knap 5.000 kr. i Nordjylland. I København by og Nordsjælland var de gennemsnitlige skattelettelser næsten lige så store som i Københavns omegn, mens størstedelen af provinsen fik væsentligt mindre lettelser. Skattelettelserne er beregnet ved at sammenligne med en situation, hvor man havde videreført de regler for ejendomsværdiskatten, der var gældende frem til 2002, herunder reglerne for opregulering af progressionsgrænsen for skatteudskrivningen.

Er de aktuelle boligpriser overvurderede?

Det har stor betydning for den økonomiske udvikling i de kommende år, om de aktuelle boligpriser er overvurderede, da et eventuelt yderligere boligprisfald vil dæmpe væksten i den samlede efterspørgsel.

Når der tales om "overvurdering" af priserne, kan det forstås på to måder. For det første kan der være tale om, at de aktuelle boligpriser er "unormalt" høje set i forhold til de normale sammenhænge mellem renter, indkomster, boligskatter og huspriser. Figur 5 tyder ikke på, at det er tilfældet. Faktisk lå boligpriserne i 2010 lidt under det niveau, man skulle forvente ifølge vor estimerede kontantprisrelation.

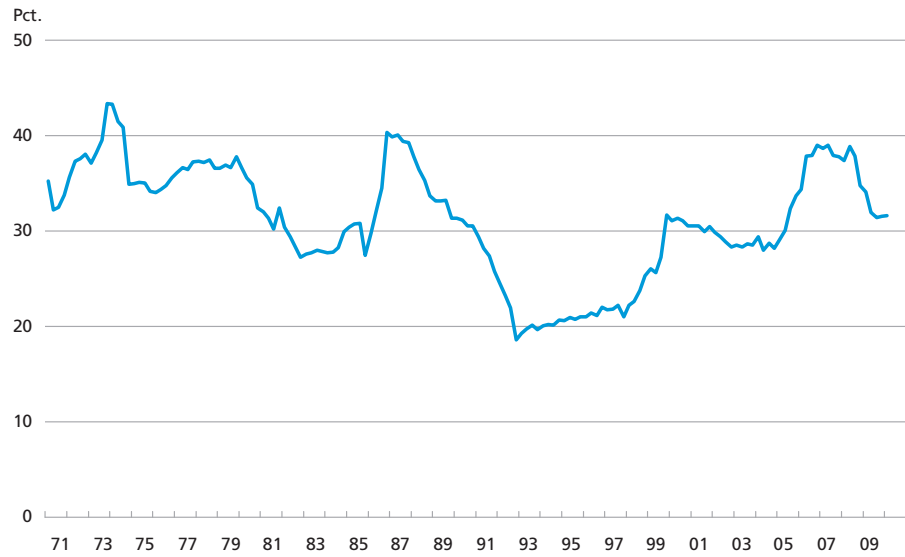
I figur 8 bekræftes indtrykket af, at de aktuelle boligpriser ikke er specielt høje set i lyset af det aktuelle niveau for indkomster og renter mv. Her vises udviklingen siden 1971 i den gennemsnitlige "boligbyrde" for landet som helhed. Boligbyrden er opgjort som finansieringsomkostningerne (inkl. afdrag) ved et fuldt lånefinansieret køb af et gennemsnitligt hus med have, tillagt grundskyld og ejendomsværdiskat. Disse boligomkostninger sættes i forhold til den gennemsnitlige disponible indkomst pr. husstand. I et længere perspektiv er det et fastforrentet lån med afdrag, der har været den gennemgående boligfinansieringsform, og derfor ligger denne låneform til grund for beregningerne bag figur 8. Vi ser, at den aktuelle boligbyrde ligger meget tæt på gennemsnittet for de seneste knap 40 år, som er 31 pct. Boligbyrden er faldet med godt 8 procentpoint siden den seneste top i 2007, da ejerboligpriserne var på deres højeste.

Vi har også beregnet udviklingen i boligbyrden i forskellige landsdele under antagelse af forskellige finansieringsformer. Disse beregninger tyder heller ikke på, at de aktuelle boligpriser generelt er overvurderede.

Selv om boligpriserne ikke er overvurderede i ovennævnte forstand, kan de dog godt ligge højere end det niveau, der er foreneligt med en ligevægt på boligmarkedet på længere sigt. For at vurdere, om det er tilfældet, har vi gennemført tre typer af beregninger. Den første metode bygger på den betragtning, at markedet for ejerboliger kun kan væ-

BOLIGBYRDE SIDEN 1971

Figur 8



Anm.: Boligbyrden måles som de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. boligskatte ved køb af et enfamiliehus, opgjort som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er baseret på et fastforrentet realkreditlån med afdrag med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke kan finansieres af realkreditlån. Grundlaget for den beregnede boligbyrde er nærmere omtalt i Dam mfl. (2011a, appendiks D).

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet, Skat og Danmarks Nationalbank.

re i langsigtslige vægt, hvis omkostningen ved at bo i en ejerbolig nogenlunde svarer til, hvad det normalt koster at leje sig ind i en tilsvarende bolig. Beregninger baseret på denne metode tyder på, at de reale ejerboligpriser skal ned på længere sigt. Der er dog store datamæssige problemer ved at anvende denne metode, da markedet for udlejning af parcelhuse er meget tyndt, og da markedet for lejeboliger i stort omfang er reguleret og præget af kødannelser. Det er derfor meget svært at afgøre, hvad der er et langtidsholdbart forhold mellem ejerboligpriser og huslejer.

Vore to andre beregningsmetoder er varianter af den såkaldte Tobins Q-metode, der bygger på, at prisen på eksisterende boliger i en langsigtslige vægt skal svare til omkostningen ved at anskaffe en nybygget bolig af tilsvarende størrelse og kvalitet. Den ene af de to varianter af Tobins Q-metoden indikerer, at de aktuelle boligpriser ligger noget over et holdbart langsigtsniveau, mens den anden variant giver et mere tvedydigt resultat. Et grundlæggende problem ved anvendelse af denne tilgang er dog, at nybyggede og eksisterende boliger ofte ikke er sammenlignelige, fordi de ligger på grunde med meget forskellig beliggenhedsværdi. Beliggenhedsværdien af centralt beliggende grunde i de "dyre" fuldt udbyggede områder er bestemt af efterspørgslen efter boli-

ger med denne særlige beliggenhed, og derfor er der ikke en urokkelig omkostningsbestemt langsigtet ligevægtspris for sådanne boliger.

Tobins Q-metoden og metoden baseret på beregning af forholdet mellem huspriser og huslejer giver altså kun et svagt grundlag for at vurdere den langsigtede holdbarhed af de aktuelle boligpriser. Vi lægger derfor mere vægt på resultaterne af vor beregning af boligbyrden, der som nævnt ikke tyder på, at boligmarkedet aktuelt er overvurderet. Denne konklusion underbygges af, at de aktuelle boligpriser ligger ret tæt på det niveau, man ville forvente ud fra kontantprisrelationen.

Det er dog vigtigt at være opmærksom på de principielle forskelle mellem de omtalte beregningsmetoder. Mens beregningerne af huspris/husleje forholdet og Tobins Q vurderer de aktuelle boligpriser i forhold til et forventet langsigtet ligevægtsniveau, sigter kontantprisrelationen og beregningen af boligbyrden på at vurdere, om de aktuelle boligpriser er "rimelige" set i lyset af de aktuelle niveauer for renter, indkomster og boligskatte. Spørgsmålet er derfor, hvordan boligpriserne kan forventes at udvikle sig i de kommende år, hvor renterne ventes at stige?

Hvor er boligmarkedet på vej hen?

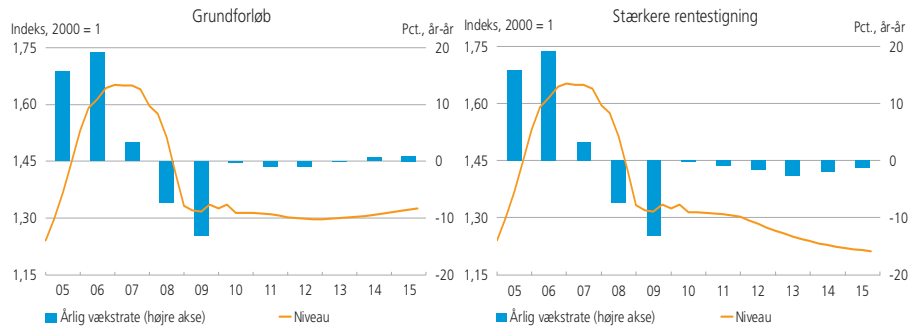
Vi har forsøgt at besvare dette spørgsmål ved at fremskrive udviklingen i boligefterspørgslen og -udbuddet. Det har vi gjort ved at indbygge vor estimerede kontantprisrelation og en nyestimeret relation for boliginvesteringerne i Nationalbankens makroøkonometriske model MONA. Med denne tilpassede model har vi foretaget en mellemfristet fremskrivning af udviklingen i dansk økonomi til og med 2015, givet den forventede gennemsnitlige vækst på de danske eksportmarkeder og forventningerne til den internationale renteutvikling mv.

Implikationerne for de reale huspriser af den mellemfristede fremskrivning fremgår af figur 9. I den venstre del af figuren vises grundforløbet; her antager vi, at den lange realkreditrente når op på 6 pct. fra 2013 og frem, mens den korte realkreditrente gradvis stiger til 4 pct. frem mod 2015. I dette scenario forventes den reale kontantpris at ligge omtrent fladt i de kommende år, dvs. de nominelle huspriser ventes i gennemsnit at stige nogenlunde i takt med den almindelige inflation. Når den reale kontantpris ikke falder på trods af den forventede rentestigning, skyldes det bl.a., at den forventede gradvise normalisering af konjunktursituationen frem mod 2015 giver grundlag for en vis stigning i de disponible realindkomster, som holder boligefterspørgslen oppe.

I figur 9 (højre) viser vi den modelberegnete udvikling i boligpriserne i et alternativt scenario, hvor de internationale og danske renter fra 2012 stiger hurtigere og kraftigere end i grundforløbet omtalt ovenfor. I det-

MELLEMLISTET FREMSKRIVNING AF DE REALE KONTANTPRISER

Figur 9



Anm.: Fremskrivning af den reale kontantpris baseret på MONA udvidet med nye relationer for huspris og boliginvesteringer. Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne *Kvartalsoversigt* suppleret med en teknisk fremskrivning for 2014-15.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

te scenario er både den korte og den lange obligationsrente i 2015 1 procentpoint højere end i grundforløbet. Den stejle rentestigning vil dæmpe væksten i dansk økonomi, hvilket reducerer boligefterspørgslen og dermed boligpriserne. Derudover er der en direkte negativ virkning på boligpriserne som følge af, at den ekstra rentestigning øger husholdningernes boligudgifter. Resultatet bliver, at de reale kontantpriser falder med 6-7 procent frem mod 2015, jf. figur 9 (højre).

Vi betragter grundforløbet i figur 9 (venstre) som det mest sandsynlige, idet renterne i det alternative forløb til højre i figuren kommer noget op over det niveau, der anses for normalt på længere sigt. Det må dog samtidig understreges, at modelberegninger som de her viste har svært ved at fange de udsving i boligpriserne, der kan forekomme som følge af pludselige skift i husholdningernes forventninger til fremtiden. Fremskrivningen bygger også på den forudsætning, at der ikke indtræffer et nyt uventet tilbageslag i den internationale økonomi, fx som følge af, at den europæiske statsgældskrise forværres.

KAN UDSVINGENE I BOLIGPRISERNE DÆMPES?¹

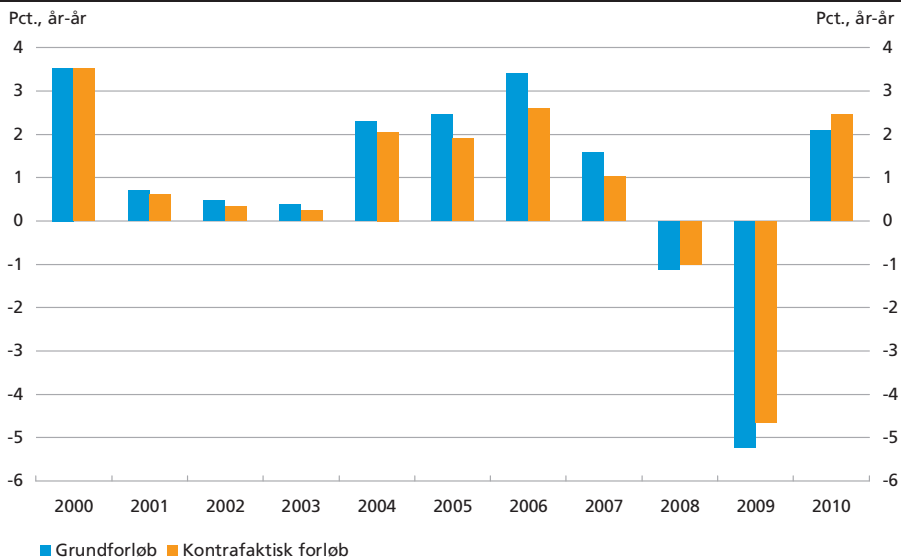
Omkostninger ved svingende boligpriser

Det boligboom og den efterfølgende nedtur på boligmarkedet, som fulgte med de nye låneformer og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, har forstærket konjunktursvingene i dansk økonomi siden midten af sidste årti. Det fremgår af figur 10, hvor de gule søjler viser de faktiske vækstrater i det reale bruttonationalprodukt, BNP, mens de blå søj-

¹ Dette afsnit giver en kort oversigt over artiklen af Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen, Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes? Danmarks Nationalbank, del 2 af denne *Kvartalsoversigt*.

BOLIGMARKEDETS BETYDNING FOR VÆKSTEN I BNP

Figur 10



Anm.: Egne beregninger på MONA med nye relationer for huspris og boliginvesteringer, jf. Dam mfl. (2011a). Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne Kvartalsoversigt med en teknisk fremskrivning for 2014-15, jf. Dam mfl. (2011a, afsnit 5). Det kontrafaktiske forløb er baseret på, at adgangen til afdragsfrie og rentetilpasningslån aldrig indførtes, og at ejendomsværdiskatten ikke blev fastfrosset fra 2002. Disse antagelser følges op af en proportional korrektion af de ikke-forklarede residualer i boligprisudviklingen fra og med 2004, jf. diskussionen ovenfor.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ler viser de vækstrater, vi ifølge Nationalbankens MONA-model ville have oplevet, hvis boligpriserne havde fulgt den nederste grå kurve i figur 6 (uden nye låneformer og skattestop) i stedet for det faktiske forløb. Vi ser, at væksten ville have været lavere i midten af sidste årti, hvor økonomien var overophedet. Til gengæld ville konjunkturtilbageslaget i kølvandet på finanskrisen have været lidt mindre, og væksten i 2010 ville have været lidt større.¹ Vore beregninger viser, at ca. to tredjedele af de ekstra konjunkturudsving, der fulgte med boligboblen, kan henføres til de afdragsfrie lån og det nominale skattestop.

Modelberegningerne bag figur 10 og den mellemfristede fremskrivning bag figur 9 viser endvidere, at ledigheden i fravær af boligboom ville have været højere i midten af 00'erne, men konkurrenceevnen ville til gengæld have udviklet sig gunstigere. Dermed ville der i de kommende år have været udsigt til en stærkere eksportudvikling og en højere beskæftigelse i eksportindustrien. Modelberegningerne viser også, at boligboom bidrog væsentligt til et generelt boom i virksomhedernes

¹ Denne analyse bekræfter den hypotese om effekten af produktudviklingen på realkreditmarkedet, der blev fremført i Nationalbankens *Kvartalsoversigt* for 1. kvartal 2006. Heri hed det på s. 31: "Produktudviklingen kan desuden styrke sammenhængen mellem boligformuen og forbruget og indebære større prisbevægelser på boligen og dermed større konjunkturudsving end hidtil."

investeringer. Det vil dæmpe efterspørgslen efter arbejdskraft i de kommende år, fordi udbygningen af kapitalapparatet i et vist omfang kan erstatte behovet for arbejdskraft i produktionen. Dette forhold betyder sammen med svækkelsen af konkurrenceevnen, at boligboomet vil medføre et højere ledighedsniveau i de kommende år, end der ellers ville have været udsigt til. Dertil kommer, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har svækket de offentlige finanser. Ifølge modelberegningen medfører fastfrysningen, at saldoen på de offentlige finanser i 2015 forringes med ca. 10 mia. kr.

Disse resultater illustrerer, at der er betydelige makroøkonomiske omkostninger ved store udsving i boligpriserne. Der er også mikroøkonomiske velfærdsmkostninger ved store boligprisudsving, da kombinationen af store uventede prisudsving og store flytteomkostninger betyder, at boligejerne kan blive "fastlåst" i et andet boligforbrug end det, de egentlig ville have foretrukket ved de gældende boligpriser. Ved en nærmere analyse skønner vi med nogen usikkerhed, at disse velfærdsmkostninger kan udgøre op til 2,5 mia. kr. årligt. Dertil kommer, at de store udsving i boligpriserne kan medføre betydelige og ofte vilkårlige omfordelinger af indkomster og formuer.

Beskatning og udsving i boligpriserne

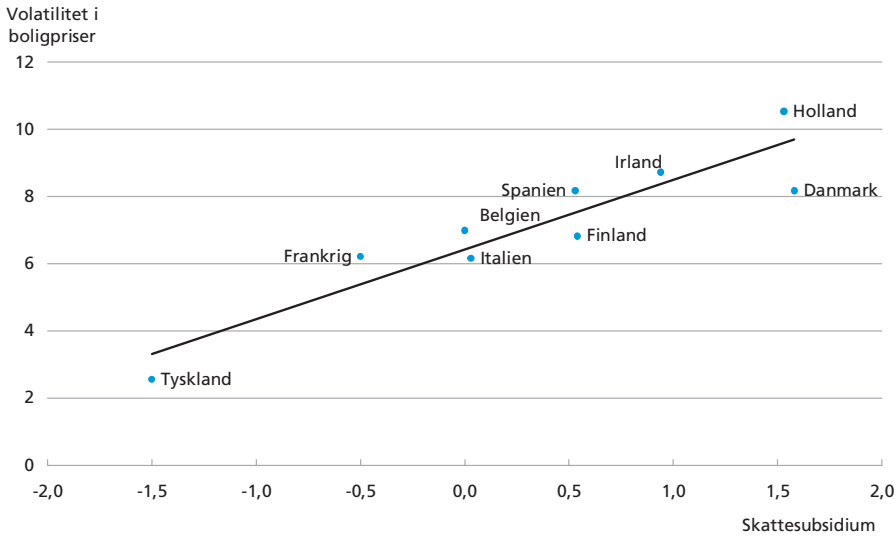
Analyser baseret på vor estimerede kontantprisrelation viser, at den generelle finanspolitik ikke er et særligt effektivt instrument til at imødegå de store udsving i boligpriserne. Heller ikke pengepolitikken kan bruges til at imødegå uheldige bobletendenser på boligmarkedet, da den danske rentepolitik er bundet af opgaven med at sikre den faste kronkurs over for euroen. Der er derfor brug for andre instrumenter, som kan dæmpe udsvingene på boligmarkedet.

I den forbindelse er især skattepolitikken relevant. Internationale erfaringer viser, at de gennemsnitlige udsving i boligpriserne alt andet lige er større, jo mere man subsidierer ejerboligforbrug gennem skattesystemet. Det illustreres i figur 11. Den lodrette akse måler volatiliteten i boligpriserne, opgjort som deres gennemsnitlige procentvise afvigelse (i et tilfældigt valgt år) fra den underliggende langsigtede pristrend. Den vandrette akse måler størrelsen af skattesubsidiet til ejerboligforbrug, defineret som skatteværdien af rentefradraget fratrukket eventuelle boligrelaterede skatter (i Danmark grundskyld og ejendomsværdiskat) opgjort i forhold til den aktuelle ejendomsværdi. Vi ser en klar tendens til, at lande med et større skattesubsidium til ejerboligforbrug oplever større udsving i boligpriserne. Det kan forklares som følger:

Beskatningen af kapitalindkomst og den tilhørende rentefradragsret sænker boligejernes finansieringsomkostning ved boligkøb og betyder

BOLIGPRISUDSVING OG SKATTESUBSIDIUM I EN RÆKKE OECD-LANDE

Figur 11



Anm.: Skattesubsidiet til ejerboligforbrug er beregnet på grundlag af skattereglerne og renteniveauerne i 1999. Den indlagte regressionslinje er estimeret ved mindste kvadraters metode ($R^2 = 0,847$).
 Kilde: Data leveret af Paul van den Noord samt egne skøn for Danmark.

dermed, at en stigning i boligprisen slår mindre igennem på den løbende boligudgift. Rentefradraget medfører således, at boligefterspørgslen bliver mindre følsom over for udsving i boligpriserne. Hvis fx en stigning i de samlede indkomster fører til, at flere ønsker at erhverve en bolig, betyder rentefradraget, at der kræves en større stigning i boligpriserne for at genskabe en ligevægt på boligmarkedet.

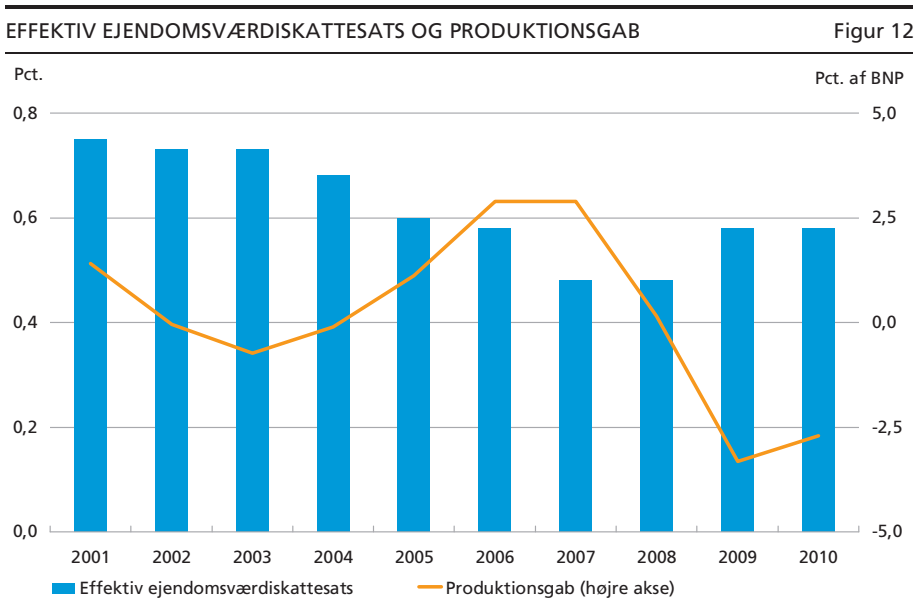
Mens rentefradraget alt andet lige øger boligprisernes volatilitet, vil ejendomsskatter på boliger trække i den modsatte retning, i det omfang skatterne udskrives på grundlag af de aktuelle ejendomsværdier og dermed reguleres i takt med udviklingen i boligpriserne. Hvis en stigning i boligpriserne fører til en højere boligskat, vil prisstigningen slå hårdere igennem på boligudgiften og dermed gøre boligefterspørgslen mere følsom over for ændringer i kontantpriserne. Boligskatter, som følger udviklingen i ejendomsværdierne, vil derfor mindske størrelsen af de boligprisudsving, der fremkaldes af stød til boligefterspørgslen.

Det følger af denne analyse, at fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat og den deraf følgende afkobling af skatten fra den aktuelle ejendomsværdi har fjernet en vigtig automatisk stabilisator på det danske boligmarked. Når ejendomsværdiskatten ikke længere får lov at følge boligprisernes op- og nedture, kan den heller ikke bidrage til at mindske prisudsvingene. Vi skønner ud fra den empiriske sammenhæng, som fremgår af figur 11, at boligpriserne efter fastfrysningen af ejen-

domsværdiskatten i gennemsnit vil afvige godt 7,5 procentpoint fra deres langsigtede ligevægtsværdi. I en situation uden fastfrysning ville priserne derimod kun afvige med gennemsnitligt 6 procentpoint fra ligevægtsniveauet. Det svarer til, at volatiliteten i boligpriserne øges med godt en fjerdedel i forhold til en situation, hvor fastfrysningen ikke var blevet indført. Analysen bag figur 6 understøtter ligeledes konklusionen om, at skattestoppets nominalprincip for ejendomsværdiskatten har øget boligprisernes volatilitet.

I figur 12 giver vi en anden illustration af de destabiliserende virkninger, som fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har medført. I figuren vises udviklingen i den effektive ejendomsværdiskattesats over det sidste årti. Denne sats måler den faktisk betalte ejendomsværdiskat i forhold til den aktuelle ejendomsværdi ved de offentlige vurderinger. Derudover viser vi udviklingen i produktionsgab, der angiver den procentvise afvigelse mellem det faktiske BNP og det BNP-niveau, man skønsomt ville have haft i en normal konjunktursituation.

Fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat medførte ifølge figur 12, at den effektive ejendomsværdiskat *faldt* i takt med, at boligpriserne (og de offentlige vurderinger) steg, og økonomien blev stadig mere overophedet frem mod årene 2006-07. Til gengæld *steg* den effektive ejendomsværdiskat i 2008 og især i 2009, hvor højkonjunktoren blev afløst af en lavkonjunktur, og boligpriserne faldt markant. Ændringerne



Anm.: Den effektive ejendomsværdiskattesats er beregnet som provenuet fra ejendomsværdiskatten i forhold til den offentligt vurderede værdi af den beskattede boligbeholdning ud fra Finansministeriets lovmodel. Produktionsgab er Finansministeriets skøn.

Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet og Finansministeriet.

i den effektive beskatning forstærkede konjunktursvingene ikke blot ved at øge udsvingene i boligpriserne, men også fordi faldet i den effektive ejendomsværdiskat udløste en stigning i de disponible indkomster i takt med, at overophedningen tiltog, mens den stigende effektive ejendomsværdiskat gjorde indhug i de disponible indkomster, da konjunkturerne gik ned. Vore beregninger viser således, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten forhindrede en automatisk skatteforhøjelse, der voksede gennem opsvinget til at udgøre 9 mia. kr. i 2007, mens husholdningerne til gengæld gik glip af en automatisk skattelettelse på 4 mia. kr. fra 2007 til 2009-10, når man sammenligner med en situation, hvor fastfrysningen ikke var blevet indført. Disse automatiske ændringer i de disponible indkomster ville ligesom de mindre udsving i boligpriserne have bidraget til at stabilisere økonomien.

Samlet giver disse analyser stærke argumenter for at ophæve fastfrysningen og genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og den aktuelle ejendomsvurdering. Det kan gøres uden at øge det samlede beskatningsniveau på kort sigt, hvis man samtidig nedjusterer satsen for ejendomsværdiskatten. Hvis man genskaber koblingen mellem ejendomsværdiskatten og boligpriserne, vil det bidrage til at stabilisere boligmarkedet og samfundsøkonomien og til at forebygge, at de offentlige finanser svækkes yderligere.

De afdragsfrie lån og ustabiliteten på boligmarkedet

Som nævnt tyder vor empiriske analyse på, at afdrag på boliglån delvis betragtes som en omkostning af boligkøberne, på linje med renter og skatter. Dermed har også indførelsen af afdragsfrie lån i boligfinansieringen forstærket udsvingene i boligpriserne. Hvis priserne stiger, betyder lån med afdrag, at den samlede ydelse på lån til boligkøb stiger mere, end når lånet er afdragsfrit. Den højere ydelse dæmper boligefterspørgslen og tager derved toppen af prisstigningen. Hvis boligpriserne omvendt falder, indebærer lån med afdrag, at terminsydelsen ved boligkøb falder mere, end når lånet er afdragsfrit. Faldet i ydelsen stimulerer boligefterspørgslen og hjælper til at holde hånden under boligpriserne. Afdrag på boliglån har altså en stabiliserende virkning på boligpriserne. Denne stabiliseringseffekt går tabt i takt med udbredelsen af de afdragsfrie lån. Ifølge vor kvantitative analyse har de afdragsfrie lån forøget boligprisernes volatilitet i endnu højere grad end fastfrysningen af ejendomsværdiskatten.

Det taler for, at fremtidige realkreditlån til ejerboliger alene ydes med afdrag. En sådan reform vil ligesom en ophævelse af skattestoppets nominalprincip bidrage til mindre udsving på boligmarkedet. Ved at sikre, at der opbygges større friværdier, vil en udfasning af de afdragsfrie re-

alkreditlån også mindske boligejernes og dermed samfundsøkonomiens sårbarhed over for uventede negative stød til boligmarkedet. For at undgå at belaste boligmarkedet for meget på kort sigt, bør en udfasning af adgangen til afdragsfrie lån ske lempeligt. Det kan fx ske ved, at man over en periode reducerer belåningsgrænsen for nye afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger med 10 procentpoint om året.

Hvordan påvirkes boligmarkedet af de foreslåede indgreb?

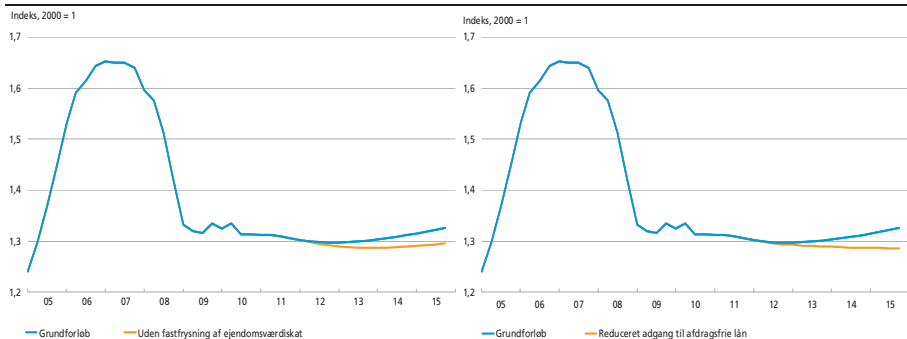
I figur 13 bruger vi MONA-modellen udbygget med de nye relationer for boligmarkedet til at beregne, hvordan de ovenfor diskuterede indgreb kan ventes at påvirke boligmarkedet på kort og mellemlangt sigt. Vi vurderer effekterne ved at sammenligne med det samme grundforløb, som blev vist i figur 9 (venstre).

I figur 13 (venstre) vises den simulerede virkning på de reale boligpriser af at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og den aktuelle ejendomsvurdering. Satsen for ejendomsværdiskatten forudsættes samtidigt at blive nedsat, så den samlede beskatning er uændret på kort sigt, mens den efterfølgende ikke længere udhules af inflationen. Vi ser, at en sådan omlægning kun vil have en meget beskedent negativ virkning på boligpriserne i de nærmeste år.

I figur 13 (højre) viser vi den modelberegnete virkning af, at man ved nye boligkøb gradvis nedtrapper brugen af afdragsfrie lån med 10 procentpoint om året i forhold til boligens værdi. Også dette indgreb ses at have relativt begrænsede virkninger på boligpriserne.

KORTSIGTVIRKNINGER AF EN OPHÆVELSE AF DEN NOMINELLE FASTFRYSNING AF EJENDOMSVÆRDISKATTEN (VENSTRE) OG AF EN GRADVIS BEGRÆNSNING AF ADGANGEN TIL AFDRAGSFRIE LÅN (HØJRE)

Figur 13



Anm.: Egne beregninger på MONA med nye relationer for huspris og boliginvesteringer, jf. Dam mfl. (2011a). Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne Kvartalsoversigts del 1 suppleret med en teknisk fremskrivning for 2014-15, jf. igen Dam mfl. (2011a). Modelleringen af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. teksten.

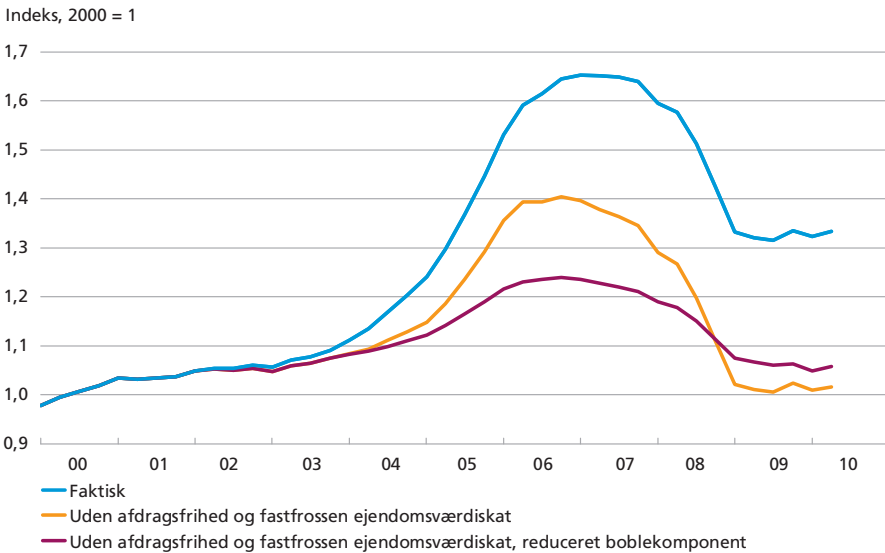
Kilde: Danmarks Nationalbank.

De foreslåede tiltag kan altså gennemføres uden alvorlige negative konsekvenser for boligmarkedet på kort sigt og vil bidrage væsentligt til at stabilisere markedet på længere sigt. Hvis der fx skulle indtræffe en uventet rentestigning eller et konjunkturtilbageslag, vil de foreslåede reformer dæmpe det resulterende fald i boligpriserne. Det vil med andre ord virke som en forsikring mod store fremtidige stigninger og fald i boligpriserne, hvis man udfaser de afdragsfrie lån og genskaber sammenhængen mellem ejendomsværdiskatten og boligpriserne.

Den stabiliserende effekt af de foreslåede reformer er illustreret i figur 14. Som vi så i afsnit 1, lå indførelsen af afdragsfrie lån og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten netop bag en stor del af prisboomt på boligmarkedet i midten af 2000-tallet. I figuren vises den samlede effekt af disse to tiltag på udviklingen i de reale boligpriser i 00'erne, som den kan beregnes ud fra den estimerede kontantprisrelation. I det scenario, der illustreres med den gule kurve, har vi antaget, at det uforklarede bobelement i de voldsomme prisstigninger i 2005-06 ville have været lige så stort, selvom de afdragsfrie lån og skattestoppet ikke var blevet indført. I så fald ville den samlede reale prisstigning fra årtusindskiftet til

REAL BOLIGPRIS MED OG UDEN AFDRAGSFRIHED OG FASTFROSSEN EJENDOMSVÆRDISKAT

Figur 14



Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på den estimerede kontantprisrelation. I fravær af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten antages den i MONA's databank imputerede ejendomsværdiskat at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Modelleringen af fastfrysningen antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. boks 3.3 i Dam mfl. (2011a). I forløbet med reduceret boblekomponent (rød kurve) dæmpes de ikke-forklarede residualer i 2004-09 med 66 pct., som svarer til, hvad den forklarede del af den kumulerede prisvækst i perioden 1. kvartal 2004 til 1. kvartal 2007 dæmpes med i fravær af afdragsfrihed og fastfrysning af ejendomsværdiskatten.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

toppen i 1. kvartal 2007 have været 44 pct. i stedet for de faktiske 71 pct.

I scenariet vist med den røde kurve i figur 14 har vi mere plausibelt antaget, at den lavere prisstigningstakt, der følger direkte af at fjerne fastfrysningen og de afdragsfrie lån, også ville have reduceret det ikke-forklarede bobleelement i priserne. I dette tilfælde ville den samlede reale prisstigning frem til toppen i begyndelsen af 2007 kun have været 28 pct. mod de faktiske 71 pct.

Konklusion

Ændringer i kontantpriserne må nødvendigvis spille en stor rolle i skabelsen af ligevægt mellem udbud og efterspørgsel på ejerboligmarkedet, når boligefterspørgslen svinger fx som følge af ændringer i renter og indkomster. Det skyldes, at boligudbuddet kun langsomt kan ændres gennem nybyggeri og nedslidning af den eksisterende boligmasse. Vore analyser viser imidlertid, at de boligprisudsving, som er nødvendige for at sikre ligevægt på boligmarkedet, kan reduceres væsentligt gennem et mere hensigtsmæssigt regelsæt for beskatning og finansiering af boliger.

LITTERATUR

Arce, Óscar og David López-Salido (2011), Housing bubbles. *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, januar.

Case, Karl E. og Robert J. Shiller (2003), Is there a bubble in the housing market? *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011a), De senere års udvikling på ejerboligmarkedet: Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen (2011b), Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.