

BOLIGMARKED I FLERE HASTIGHEDER

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Boligpriserne stiger på landsplan, men boligmarkedet halter som helhed stadig med lav omsætning, et betragteligt boligudbud og lange liggetider. Det dækker dog over betydelige regionale forskelle.

Der er således stærkt stigende priser, pæn handelsomsætning og begrænset udbud i de større byer, især København. I de senere år er indbyggertallet her steget relativt mere end boligudbuddet. Disse forhold indikerer pres på boligmarkedet.

Samtidig er priserne i størstedelen af landet uændrede eller svagt stigende, og markedet er her underdrejet med lav handelsaktivitet og mange boliger til salg. I visse områder er boligpriserne faldende, og der er meget få boligsalg, ligesom antallet af tvangsauktioner er overrepræsenteret i disse områder. Desuden er befolkningstallet her vigende, og der er ikke umiddelbart udsigt til, at det ophører. Derfor forudsætter det permanente ændringer i boligudbuddet, hvis der atter skal skabes balance mellem udbud og efterspørgsel. Det vil tage mange år.

Boligmarkedet har stor betydning for både den finansielle og den makroøkonomiske stabilitet. Et mere stabilt boligmarked vil bidrage til en mere jævn økonomisk udvikling fremadrettet.

Boligpriserne afhænger i høj grad af renterne, og hvis de forbliver lave, kan det give et betragteligt løft i priserne, i hvert fald i visse områder. Hvis renterne efterfølgende stiger i en situation uden stærkere indkomstfremgang, kan det højere niveau for boligpriserne være midlertidigt, hvilket giver husholdningerne betydelige kapitaltab

og øger deres belåningsgrad. Det stiller krav til boligejernes finansielle modstandskraft. På den baggrund er det vigtigt, at boligejerne over tid opbygger friværdi i deres boliger og dermed skaber en vis afstand til belåningsgrænserne.

En nedsættelse af lånegrænsen for afdragsfrie lån kan øge boligejernes finansielle modstandskraft og samtidig være med til at sikre, at realkreditobligationernes sikkerhed bevares, så systemet også er robust i perioder med faldende boligpriser. Beregninger i artiklen viser, at boligpriserne vil stige mindre end ellers, hvis grænsen for afdragsfrihed sættes ned fra 80 til fx 60 pct.

Stabiliteten på boligmarkedet udfordres også af, at de økonomisk-politiske rammevilkår for boligmarkedet på flere områder forhindrer en fri prisdannelse, hvilket fører til vilkårlighed og ineffektivitet på boligmarkedet. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten betyder, at den bidrager til større prisudsving på boliger. En retablering af ejendomsværdiskatten, så den følger boligpriserne, vil bidrage til at stabilisere prisudviklingen og dermed konjunkturerne til gavn for den finansielle stabilitet. Huslejereguleringen på lejemarkedet medvirker formentligt også til at forstærke de konjunkturrelle udsving i ejerboligpriserne. I givet fald vil en deregulering kunne bidrage til en mere jævn prisudvikling for ejerboliger.

Ændringer i kapitalafkastbeskatningen gennem en nedsættelse af skatteværdien af rentefradraget vil ifølge simulationer i artiklen have relativt beskeden effekt på boligpriserne. Det gælder især i den nuværende situation med de meget lave renter, da ændringerne kun i begrænset omfang vil påvirke husholdningernes rentebetaling efter

skat. En begrænsning af rentefradraget kan give bedre kapitalisering hos husholdningerne til gavn for den finansielle stabilitet.

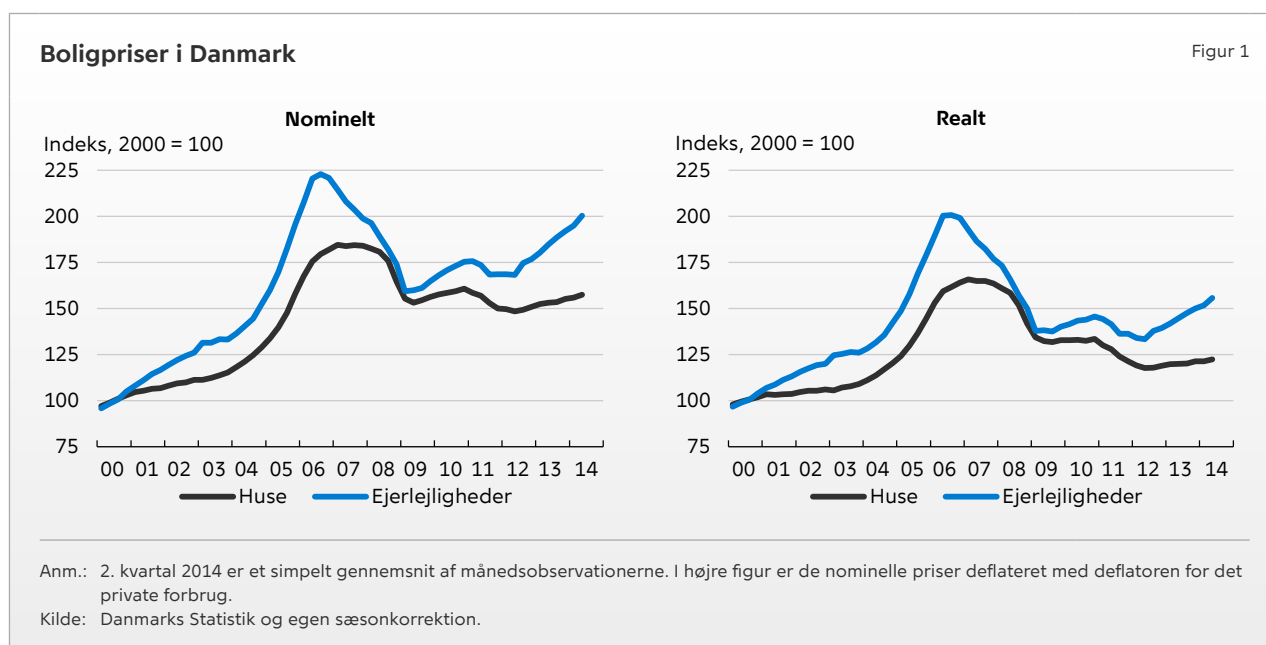
UDVIKLINGEN PÅ DET DANSKE BOLIGMARKED

Boligpriserne i Danmark har været stigende siden foråret 2012, jf. figur 1 (venstre). Det gælder både for huse og ejerlejligheder, hvis nominelle priser i juni 2014 var steget henholdsvis 1,6 og 10,4 pct. år til år. Stigningerne følger efter en betydelig priskorrektion oven på boligboblen i midt-2000'erne, hvor priserne toppede i 2006-07. I juni 2014 lå de nominelle priser på huse og ejerlejligheder henholdsvis 14 og 8 pct. lavere, end da de toppede. Målt realt lå huspriserne omtrent 25 pct. og ejerlejlighedspriserne ca. 20 pct. lavere end på toppen, men på samme niveauer som i begyndelsen af 2005, jf. figur 1 (højre).

At ejerlejligheder stiger mere i pris end huse, skal ses i lyset af, at størstedelen af ejerlejlighederne ligger i de store byer, hvor fremgangen er stærkest. I de enkelte landsdele er prisstigningerne for huse og ejerlejligheder noget tættere på hinanden, end det er tilfældet på landsplan.

Ud af det samlede antal ejerboliger til helårsbeboelse udgør ejerlejligheder kun ca. 11,5 pct., jf. tabel 1, og ejerlejligheder har dermed kun begrænset betydning for det danske boligmarked som helhed. I det følgende fokuseres der derfor primært på huse. I visse landsdele betyder ejerlejligheder dog en del. Således er knap 45 pct. af ejerboligerne i København by og omegn¹ ejerlejligheder, og i 2011 udgjorde de næsten to tredjedele af den samlede værdi af ejerlejligheder i hele landet.

I Danmark er ca. halvdelen af helårsboligerne huse ejet af privatpersoner. Udviklingen på dette marked afhænger dog også af de øvrige bolig- og ejerformer, da de til en vis grad er alternativer til hinanden. Især i byerne udgør leje- og andelsboliger en stor andel af den samlede boligbestand. Hvis boligefterspørgslen stiger, kan disse boliger absorbere en del heraf, og prisseffekten vil være mindre på ejerboligerne. Det forudsætter dog, at der er ledige boliger. Almene boliger er offentligt støttet, hvilket betyder, at næsten alle lejere i disse betaler en husleje, som er lavere end i en tilsvarende ejerbolig. Det gælder også for de fleste udlejningsboliger, som er underlagt huslejereguleringen. Disse boliger vil derfor ikke være ledige, og den øgede efterspørgsel må derfor i stedet



¹ Landsdelen København by indeholder kommunerne København, Frederiksberg, Tårnby og Dragør, og landsdelen Københavns omegn dækker kommunerne Albertslund, Ballerup, Brøndby, Gentofte, Gladsaxe, Glostrup, Herlev, Hvidovre, Høje-Taastrup, Ishøj, Lyngby-Taarbæk, Rødovre og Vallensbæk.

Antal helårsboliger og værdi af ejerboliger fordelt på landsdele

Tabel 1

	Antal i 1.000 stk.					Andel af værdi for hele landet, pct.	
	Huse ejet af privatpers.	Ejerlejligheder	Andelsboliger	Lejelejligheder mv.	Huse, øvrige	Enfamiliehuse	Ejerlejligheder
København by	33	63	115	137	3	5,3	49,7
Københavns omegn	84	26	16	93	21	13,8	13,5
Nordsjælland	112	14	7	39	18	14,8	8,1
Bornholm	16	0	1	2	2	0,6	0,0
Østsjælland	60	5	6	23	10	6,2	2,5
Vest- og Sydsjælland	177	8	12	60	26	9,9	2,8
Fyn	138	7	8	57	28	8,2	2,3
Sydjylland	200	9	12	88	37	10,3	3,4
Østjylland	202	25	17	117	32	16,0	11,6
Vestjylland	132	5	5	44	17	6,7	2,0
Nordjylland	174	11	10	68	26	8,2	4,0
Hele landet	1.327	173	209	729	220	100,0	100,0

Anm.: Antal er opgjort pr. 1. januar 2014. Huse dækker parcel-, stue-, række-, kæde- og dobbelthuse, og ejerlejligheder dækker ejerlejligheder i etagebolig ejet af privatpersoner. Ejerlejligheder og huse ejet af privatpersoner betegnes i artiklen som ejerboliger. Kategorien "Lejelejligheder mv." indeholder lejelejligheder, som er givet ved etageboliger fratrukket ejerlejligheder, og kollegie- og døgninstitutionsboliger, der ikke er ejet af en privat andelsboligforening. "Huse, øvrige" indeholder huse ejet af andre end privatpersoner og private andelsforeninger. Boliger med ejerform "Andet eller uoplyst" er for huse, etageboliger, kollegier og døgninstitutioner 80.123 stk. og er ikke inkluderet i tabellen. Værdierne er beregnet ud Skats ejendomsvurdering fra 2011 og følger Skats ejendomsdefinitioner. Den samlede værdi er for hele landet 2.559 mia. kr. for enfamiliehuse og 273 mia. kr. for ejerlejligheder.

Kilde: Danmarks Statistik og Skat.

blive tilfredsstillet på den del af boligmarkedet, hvor der er fri prisdannelse, herunder ejerboligmarkedet. Eksistensen af huslejeregulering kan dermed formentligt også medvirke til at forstærke konjunktursvingene i ejerboligpriserne, jf. Økonomi- og Erhvervsministeriet mfl. (2003).

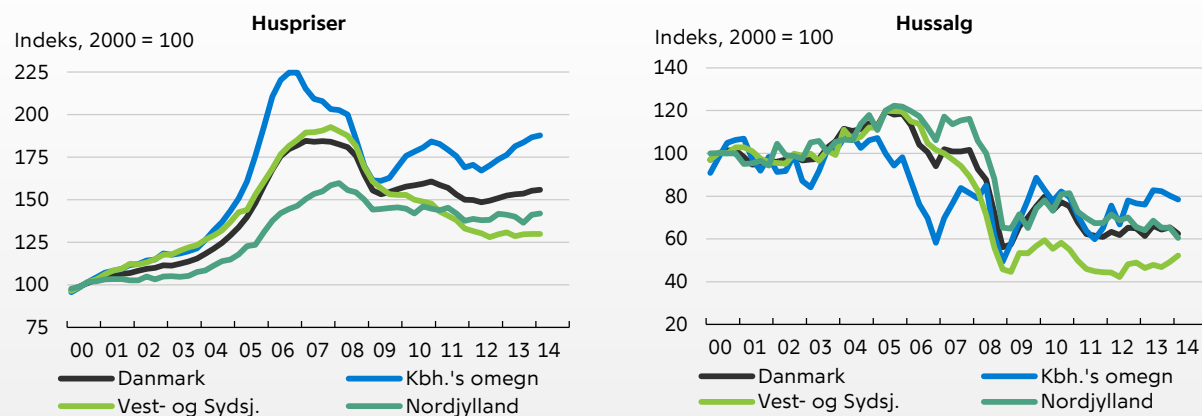
Kun en begrænset del af lejemarkedet har fri prisdannelse. Således var syv ud af otte privatudlejede boliger i 2011 underlagt huslejeregulering, jf. Lejernes Landsorganisation (2011). Dertil kommer den almene sektor, hvor huslejen heller ikke er bestemt af udbud og efterspørgsel. Desuden er andelsboliger underlagt maksimalpriser, som er den øvre grænse, de må sælges for. Hvis maksimalgrænsen binder, er der heller ikke fri prisdannelse her. Disse forhold taler for, at der er potentiale for en mere stabil prisudvikling på ejerboligmarkedet, hvis det samlede boligmarked dereguleres.

Boligmarkedet udvikler sig forskelligt på tværs af landet. I de store byer, især København, stiger priserne kraftigt, mens de er vigende i andre dele af landet, jf. figur 2 (venstre). I København by var den årlige prisstigningstakt i 1. kvartal 2014 således 12 pct. for ejerlejligheder og 9,3 pct. for huse, mens huspriserne i Vest- og Sydsjælland faldt 0,7 pct. I Nordjylland har huspriserne været omtrent uændrede siden begyndelsen af 2009, dog med en svagt faldende tendens.

Forskellene på boligmarkedet viser sig også i handelsaktiviteten, jf. figur 2 (højre). Siden 2011 har hussalget været på ca. 32.500 om året, hvilket kun er ca. to tredjedele af gennemsnittet siden 1995. Det dækker dog over et stigende hussalg i Københavns omegn, som i 2013 kun var lidt under gennemsnittet siden 1995. I Vest- og Sydsjælland var salget i 2013 stort set uændret i forhold til de foregående par år med et niveau på lidt over

Huspriser og hussalg i udvalgte landsdele

Figur 2



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Højre figur: Antal tinglyste salg i almindelig fri handel.
Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur.

halvdelen af det gennemsnitlige antal salg siden 1995.

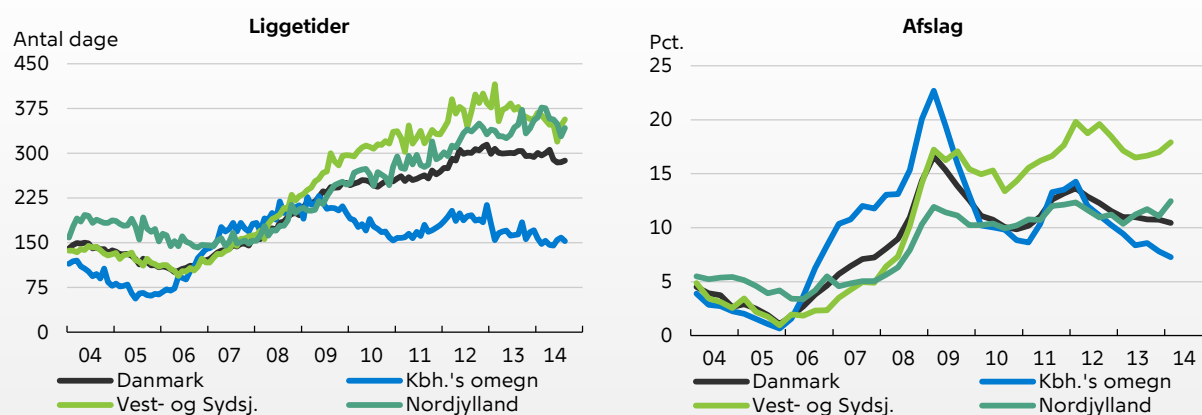
Udbuddet af huse har de seneste par år været godt 40.000. Det høje udbud og den lave omsætning har betydning for liggetiderne, som for huse har været omtrent 300 dage siden begyndelsen af 2012. Det er lang tid og understreger, at hovedparten af boligmarkedet er underdrejet. De regionale forskelle viser sig også her, da liggetiderne i juli 2014 var 345 dage i Vest- og Sydsjælland; mere end dobbelt så lang tid som i Københavns omegn, jf. figur 3 (venstre).

Der er en klar tendens til, at de største afslag gives i de landsdele, hvor boligmarkedet er svagest, jf. figur 3 (højre). Store afslag indikerer, at sælger og køber i udgangspunktet ikke er enige om prisen. Det gør det samtidig mindre sandsynligt, at en handel vil finde sted.

Det sæsonkorrigerede antal tvangsauktioner er stabiliseret på ca. 300 om måneden, om end med en del variation fra måned til måned. Antallet af tvangsauktioner er faldet de sidste to et halvt år fra godt 450 pr. måned. Restancerne er i samme periode også mindsket og har de seneste kvarta-

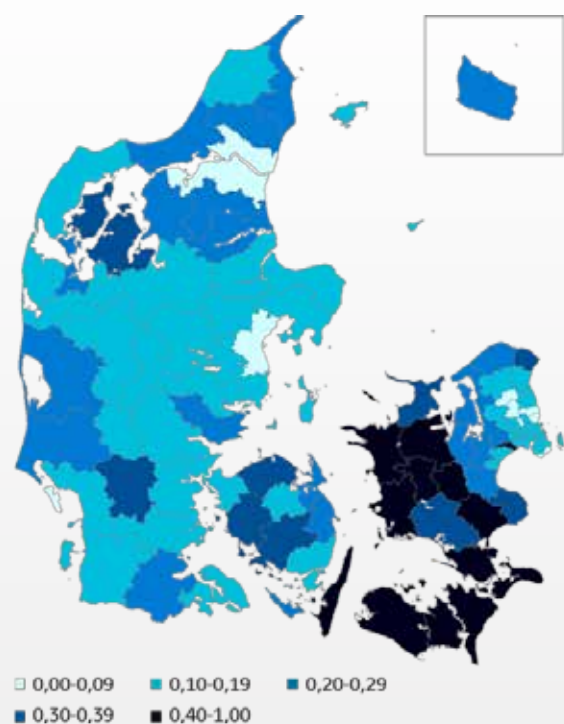
Liggetider for huse og afslag ved hussalg i udvalgte landsdele

Figur 3



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Højre figur: Afslag er givet som forskellen mellem første udbudte pris og handelsprisen i forhold til handelsprisen.
Kilde: Boligmarkedsstatistikken.

Tvangsauktioner i procent af bestanden af ejerboliger Figur 4



Anm.: Antal tvangsauktioner fra juli 2013 til juni 2014. Tvangsauktioner og boligbestand er opgjort for alle ejerboliger, inkl. fritidshuse.

Kilde: Realkreditrådet.

ler ligget på ca. 0,25 pct. Restanceprocenten viser, hvor stor andel af de samlede ydelser, der ikke er betalt senest 105 dage efter terminen. Faldet i tvangsauktioner har været jævnt fordelt over regionerne, men der er fortsat betydelige regionale forskelle, jf. figur 4. Særligt kommunerne i Vest- og Sydsjælland har mange tvangsauktioner i forhold til antallet af ejerboliger.

Sammenfattende gælder det, at boligpriserne er stigende på landsplan, men at boligmarkedet som helhed stadig er præget af lav omsætning, et stort boligudbud og lange liggetider. Det dækker dog over betydelige regionale forskelle, hvor bl.a. priserne, omsætningen og udbuddet udvikler sig forskelligt, ligesom deres niveauer varierer betydeligt.

Den uens udvikling afspejler også de selvforstærkende mekanismer på boligmarkedet. Stigende priser kan få husholdninger til at købe bolig i forventning om, at udviklingen vil fortsætte, hvorved de vil opnå en kapitalgevinst ved at eje

en bolig. Det øger efterspørgslen efter boliger og kan give yderligere prisstigninger. Omvendt kan husholdninger være tilbageholdende med at købe bolig, hvis priserne falder, eller de forventer faldende priser. Den udskudte efterspørgsel kan forstærke et igangværende prisfald.

Hertil kommer, at mange tvangsauktioner i et område kan have negativ effekt på boligpriserne, da en bolig på tvangsauktion ofte sælges betydeligt billigere end de øvrige boliger udbudt til salg. Det mindsker desuden sandsynligheden for, at en bolig udbudt i almindelig fri handel sælges. Hvis ejeren har problemer med at betale ydelserne på lånet, øger den længere liggetid risikoen for en tvangsauktion. Lav omsætning øger desuden i sig selv risikoen for, at en bolig ikke kan sælges i fri handel og derfor må afhændes på en tvangsauktion. Samtidig øges usikkerheden om, hvad en bolig bør koste, når der kun er få nylige salg at sammenligne med.

For at forstå årsagerne til de regionale forskelle ses der i det følgende nærmere på de faktorer, som bestemmer boligefterspørgslen og -udbudet.

EFTERSPØRGSEL EFTER BOLIGER

Prisen på en bolig er ligesom for andre varer givet ved udbud og efterspørgsel. Modsat de fleste markeder ændrer prisen sig dog ikke straks, så udbuddet svarer til efterspørgslen. Det bundes i, at boligmarkedet har en række specielle egenskaber, bl.a. er der stor forskel på de enkelte boliger, omfattende søgetid og høje omkostninger ved skift af bolig.

Efterspørgslen efter boliger antages normalt at være bestemt af husholdningernes disponible indkomst og brugerprisen (også kaldet user cost), som er omkostningerne ved at eje en bolig. Brugerprisen består af realrenten efter skat, boligrelaterede skatter, afskrivninger og vedligehold samt den forventede reale kapitalgevinst eller -tab i form af ændrede boligpriser, som ex ante er forbundet med stor usikkerhed.

Desuden tillægger husholdningerne muligvis førsteårsydelsen betydning. Det kan skyldes, at nogle familier foruden den økonomiske brugerpris også lægger vægt på deres likviditetssituation, er begrænset i deres adgang til lån eller bedre kan forholde sig til den ydelse, der skal

lægges nu, end kalkulen bag en boliginvestering over hele dens levetid, jf. diskussionen i Dam mfl. (2011a). Badarinza mfl. (2014) analyserer valget mellem kort og lang rente for husholdningernes realkreditlån på tværs af ni lande (inkl. Danmark) og finder, at husholdningernes valg stemmer med et betydeligt fokus på deres kortsigtede omkostninger og likviditet, når de vælger finansiering.

Ud fra de danske tal kan det ikke afgøres, om førsteårsydelsen har en særskilt effekt på boligpriserne i Danmark. Statistisk opnås hverken en bedre eller en ringere relation ved at inddrage den lavest mulige førsteårsydelse end en relation alene baseret på en ren brugerpris.² De nævnte økonomiske argumenter vurderes dog at være så stærke, at førsteårsydelsen medtages i efterspørgselsrelationen for boliger anvendt i denne artikel, jf. appendiks, hvor modellen anvendt i denne artikel er beskrevet.

Det aktuelle, ekstraordinært lave renteniveau medfører meget lave låneomkostninger, især for boligejere som finansierer sig med kort rente. Det giver alt andet lige et højt rådighedsbeløb til øvrige udgifter. En del af dette rådighedsbeløb spares sandsynligvis op til at honorere renteudgifter i fremtiden, når renten forventeligt bliver højere end nu. Dermed slår de nuværende lave renter næppe fuldt igennem på boligefterspørgslen og priserne. Denne sammenhæng stemmer overens med husholdningernes omfattende opsparing for tiden.

DEMOGRAFI

Boligefterspørgslen er også påvirket af befolkningsudviklingen. Stigende befolkning øger efterspørgslen, og alderssammensætningen har betydning for, hvilken slags boliger der efterspørges. Danmark oplever i disse år en befolkningstilvækst i størrelsesordenen 30.000 personer om året, hovedsageligt som følge af nettoindvandring. Det øger den samlede boligefterspørgsel.

I de senere år har der været en tydelig vandrings fra land til by. Eksempelvis er København og Frederiksberg kommuner siden begyndelsen af 2009 tilsammen vokset med over 60.000 indbyggere, svarende til 10 pct., mens antallet af indbyggere i Lolland kommune er reduceret med 4.400

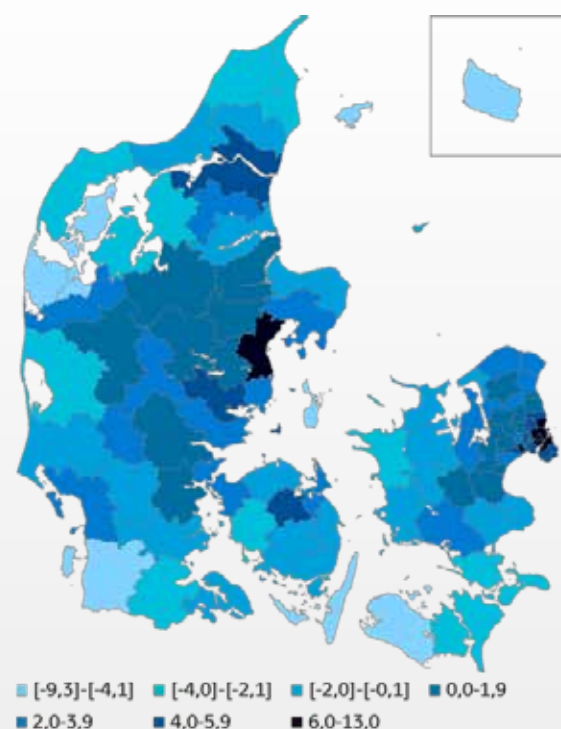
indbyggere, svarende til et fald på mere end 9 pct., jf. figur 5.

Ifølge den seneste befolkningsprognose fra Danmarks Statistik ventes befolkningen fortsat at stige i byerne og falde på landet. Det vil i fremtiden være med til at øge behovet for boliger i byerne og omvendt mindske behovet i yderområderne. Det gælder især, når der tages højde for demografiske faktorer som alder, uddannelse og samlivsmønster, jf. Hansen mfl. (2013).

Befolkningsudviklingen bør dog ses i sammenhæng med priserne. At folketallet stiger i byerne, kan skyldes, at forskellen i summen af finansieringsydelse og skattebetalinger mellem København og de omkringliggende landsdele er lavere end i midten af 2000'erne, jf. boks 1.

Omkring 60 pct. af befolkningsfremgangen i Københavns kommune består af personer under 30 år. Det afspejler hovedsageligt, at flere unge har søgt mod byerne, ofte for at studere, og at en stigende andel er blevet i eller omkring byen efter endt uddannelse. De har efterfølgende stiftet familie, og antallet af børn er derfor steget i Kø-

Procentvis ændring i antal indbyggere fra 1. januar 2009 til 1. juli 2014 Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik.

² Det forudsætter, at inflationsforventningerne er nedvægtede i realrenteudtrykket.

benhavn. Børnefamilier efterspørger typisk større boliger, hvilket i København ofte er ejerboliger. Studerende har typisk lav indkomst og er lejere. Flere studerende øger dermed presset på lejemarkedet, men det resulterer også i forældre køb, hvilket øger efterspørgslen efter ejerboliger.

Befolkningsfremgangen i København har været bredt funderet på aldersgrupperne under 60 år, mens antallet af personer i begyndelsen af 60'erne og over 75 år er faldet. Faldet er dog af begrænset omfang og har kun frigivet relativt få boliger.

Samspil mellem de regionale boligmarkeder

Boks 1

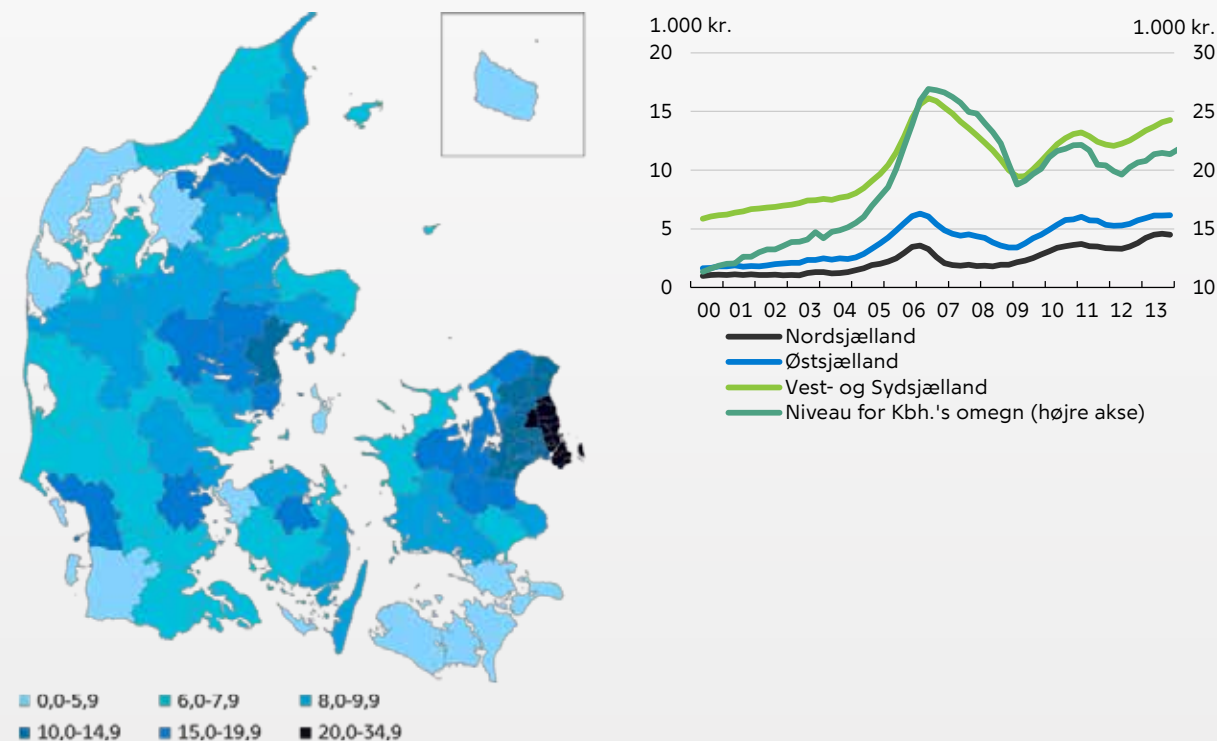
De regionale boligmarkeder påvirker hinanden, jf. Meen (1999 og 2001). Det sker gennem flere kanaler, men den vigtigste synes at være gennem prisen. En stigende prisforskel mellem to områder vil betyde, at en større del af efterspørgslen rettes mod stedet med den laveste pris. Det bidrager til en vis geografisk udligning, både med hensyn til pris og aktivitet. Prisforskellene skal dog ses i forhold til afstandene. Des tættere to områder ligger på hinanden, des nærmere substitutter vil boligernes generelle beliggenhed være. I overensstemmelse hermed ses det i Danmark, at huspriserne generelt er lavere i takt med, at husene ligger længere væk fra det nærmeste større byområde, hvor priserne er høje, jf. figur nedenfor (venstre). I overensstemmelse hermed finder Heebøll (2014) indikationer på, at prisudviklingen i København er ledende i forhold til prisudviklingen i resten af landet.

I midten af 2000'erne bevirkede de kraftigt stigende priser i København, at prisforskellen mellem København

og de øvrige sjællandske landsdele øgedes. Det havde en afsmittende virkning fra København på de omkringliggende landsdele. I den periode var befolkningstallet stort set uændret i København, mens det steg i oplandet til København. Da priserne efterfølgende faldt i København, og prisforskellen blev mindre, begyndte folketallet at stige kraftigt i København. I de seneste år er priserne steget betydeligt i København, og prisforskellene er øget samtidig med, at folketallet fortsat stiger i København, bl.a. afledt af, at folk ikke i samme omfang som i første halvdel af 2000'erne er flyttet væk.

I 2012 og 2013 flyttede lidt flere 25-39-årige dog fra København end i de foregående år. Størstedelen flyttede til de øst- og nordsjællandske kommuner. Samtidig synes de stigende priser i København atter at være ved at sprede sig til Østsjælland. Denne gang sker det imidlertid først ved en større prisforskel pr. kvadratmeter hus end i 2000'erne, jf. figur nedenfor (højre).

Gennemsnitlig pris i 1.000 kr. pr. kvadratmeter hus 2013/14 (venstre) og merpris pr. kvadratmeter hus i Københavns omegn i forhold til nærmest beliggende landsdele (højre)



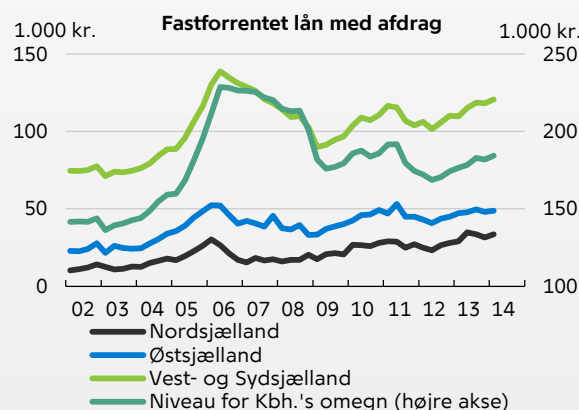
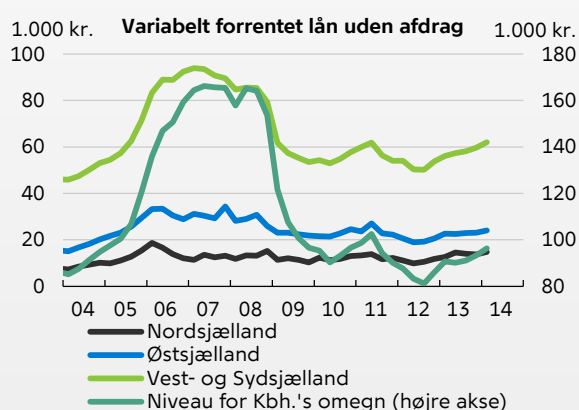
Anm.: Venstre figur: Gennemsnitlig handelspris i perioden 2. kvartal 2013 til 1. kvartal 2014. Priserne er ikke korrigeret for, at der kan være kvalitetsforskelle mellem de solgte huse. Højre figur: Sæsonkorrigeret data. 3 kvartalers glidende gennemsnit.
Kilde: Boligmarkedsstatistikken.

At de højere priser i København denne gang spreder sig senere, kan skyldes, at forskellen mellem finansieringsomkostningerne og boligskatter ved at bo i København og omegn i forhold til de øvrige landsdele ikke er steget tilsvarende, da renterne er faldet. Det gælder især, hvis finansieringen sker med et lån med variabel rente og uden afdrag. Ved denne finansieringsform var forskellen mellem finansieringsomkostningerne og skattebetalingerne for et hus i Københavns omegn og de andre sjællandske landsdele i 1. kvartal 2014 generelt mindre end i perioden 2. halvår 2005 til 2008, jf. figur nedenfor (venstre), selv om forskellen i kvadratmeterpriserne dengang var mindre. Vælges det i stedet at finansiere huskøbet med et lån med fast rente og afdrag, var forskelle-

ne i 1. kvartal 2014 på de samme niveauer som i 2006, hvor de toppede, jf. figur nedenfor (højre).

Forventningerne til den fremtidige brugerpris kan også være med til at forklare stigende prisforskelle. Det er tilfældet, hvis folk baserer deres forventninger til prisudviklingen på baggrund af den historiske udvikling. Hvis priserne er steget i en periode, som det fx er tilfældet i København, er det tænkeligt, at de også venter kapitalgevinster ved at eje en bolig. I givet fald reducerer det den forventede brugerpris og øger dermed boligefterspørgslen. Omvendt kan faldende priser, som i fx Vest- og Sydsjælland, bevirke, at de venter kapitaltab. Det vil øge brugerprisen, hvilket mindsker boligefterspørgslen.

Besparelse i årlige finansieringsomkostninger og skattebetalinger ved at eje hus i udvalgte landsdele i stedet for Københavns omegn



Anm.: Serierne angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatter ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter.
 Kilde: Danmarks Statistik, Boligmarkedsstatistikken, Realkredit Danmark, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

DISPONIBEL INDKOMST

Ændringerne i de demografiske mønstre skal ses i sammenhæng med, at den økonomiske vækst siden 2008 har været ujævnt fordelt i Danmark. Fremgangen har primært fundet sted i de store byer, især hovedstaden, hvor beskæftigelsen også har udviklet sig stærkest. I sammenhæng hermed er arbejdsstyrken i de senere år øget i København, mens den er faldet i resten af landet. Det afspejler bl.a., at folk med job flytter til byerne, mens ledige og pensionister i stigende grad flytter til de øvrige dele af landet. Samtidig er de gennemsnitlige indkomster øget mere i København end i resten af landet, bl.a. som følge af en stigning i det gennemsnitlige uddannelsesniveau. Samme billede er gældende for de øvrige store byer i Danmark. Disse forhold betyder, at det i

stigende grad er folk, som har råd til at besidde en ejerbolig, der bor i byerne. Det øger efterspørgslen. Da boligudbuddet i København ikke er steget i samme omfang som efterspørgslen, har det bidraget til højere priser.

Boligprisernes niveau kan ses i forhold til husholdningernes disponible indkomst, som er det, der i hovedreglen skal finansiere boligkøbet. Prisen for et gennemsnitshus er i de seneste par år steget i samme takt som den gennemsnitlige disponible indkomst pr. husstand, og forholdet mellem de to er omtrent det samme som i 2004, før boligpriserne steg kraftigt, jf. figur 6.

Kontantpris for gennemsnitshus i forhold til gennemsnitlig disponibel indkomst pr. husstand

Figur 6



Anm.: Husholdningernes disponible indkomst ekskl. opsparing i pensionsordninger delt med antallet af husstande i Danmark, dvs. både ejere og lejere. Et gennemsnitshus er på 140 kvadratmeter.

Kilde: Danmarks Statistik og Boligmarkedsstatistikken.

RENTE OG SKATTER

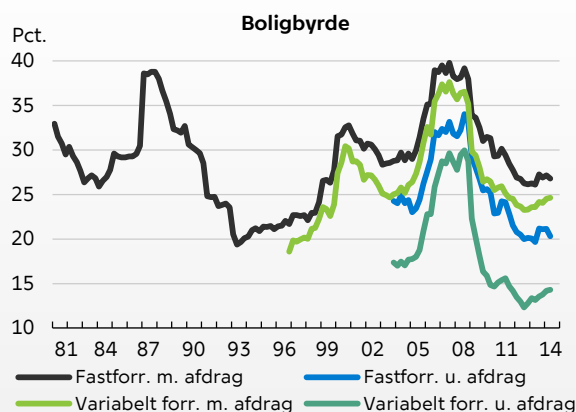
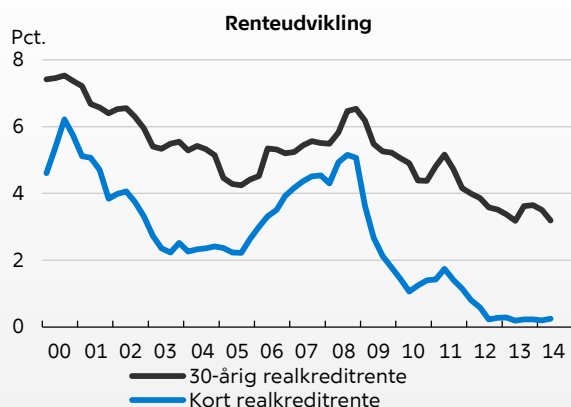
Prisen for et gennemsnitshus i forhold til den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst er en forsimplet måde at betragte huspriserne niveau på, da der ikke tages ikke højde for udviklingen i bl.a. rente og skatter. De har ellers stor betydning for de løbende udgifter til at finansiere egen bolig.

I de senere år er renterne faldet betragteligt til et meget lavt niveau, jf. figur 7 (venstre). Det gælder både den korte og lange rente. De lave renter gør det billigere at finansiere et boliglån og er dermed med til at understøtte boligmarkedet. En mindre del af rentefaldet er dog blevet modvirket af, at bidragssatserne og kursskæringerne er øget, især for de mest risikable lån, dvs. lån med variabel rente og lån uden afdrag.

Boligskatterne er målt i kroner relativt stabile over tid, bl.a. som følge af at ejendomsværdiskatten fra 2002 blev fastfrosset nominelt, dog således at den følger med ned, hvis ejendomsværdien kommer under 2002-niveau. Desuden er der for ejendomsskatten – også kaldet grundskyld – fastsat en øvre grænse i form af en reguleringsprocent for, hvor meget den må stige fra år til år. Reglerne bevirker, at den effektive skattesats ikke er ens i hele landet. I områder, hvor boligpriserne er steget siden 2002, er skattebetalingerne ikke fulgt med op, og de udgør dermed en lavere andel af boligens værdi. Omvendt vil områder, hvor boligpriserne er på omtrent samme niveau som i 2002, ikke have fået en lavere effektiv skattesats. I praksis betyder det, at den effektive skattesats på boliger er lavere i København end i store dele af provinsen, fx Vest- og Sydsjælland. Den lavere skattesats i København øger efterspørgslen og dermed også boligpriserne, hvormed den bliver til kapitalgevinster for de nuværende boligejere.

Renteudvikling og boligbyrde

Figur 7



Anm.: Boligbyrden for 2. kvartal 2014 er baseret på den forventede udvikling i huspriserne og husstandenes disponible indkomst i prognosen beskrevet i denne Kvartalsoversigt. Boligbyrden angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatter ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter som andel af den gennemsnitlige indkomst. Se Dam mfl. (2011a) for en nærmere beskrivelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligmarkedsstatistikken, Realkredit Danmark, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Samlet set er de løbende udgifter til finansiering af egen bolig i forhold til den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst faldet betydeligt på landsplan de seneste år. Det ses ved hjælp af udviklingen i boligbyrden, jf. figur 7 (højre). Finansieringsomkostningerne varierer naturligvis med valget af låntype, men som følge af det meget lave renteniveau gælder det, at boligbyrden – uanset valg af låntype – er lavere end i begyndelsen af 2000'erne, før de kraftige prisstigninger satte ind.

Hvis boligkøbet finansieres med et fastforrentet lån med afdrag, var boligbyrden i 2. kvartal 2014 27 pct., godt 2 procentpoint lavere end gennemsnittet siden 1981. Vælges en af de andre låntyper, var boligbyrden betydeligt lavere.

UDBUD OG GRUNDPRISER

Boligmarkedet adskiller sig fra mange andre markeder ved, at udbuddet reagerer med en betydelig forsinkelse på ændringer i efterspørgslen. Det skyldes, at det tager tid at planlægge og gennemføre nyt byggeri, hvis udbuddet skal op, ligesom boliger forfalder langsomt og dermed først efter meget lang tid falder ud af boligbestanden, hvis udbuddet skal ned. Udbuddet er dermed på kort sigt fast, hvilket betyder, at prisen bestemmes af efterspørgslen.

Værdien af en bolig består dels af boligens fysiske værdi, dels af beliggenheden. Den fysiske værdi må ventes at være givet ved byggeomkostningerne, i hvert fald på mellemlangt sigt, da boligerne med en vis forsinkelse kan bygges i det efterspurgte antal. Hvis den fysiske værdi på eksisterende boliger er højere end omkostningerne ved at bygge nyt, vil det være økonomisk attraktivt at igangsætte nyt byggeri. Det fortsætter, indtil udbuddet er øget så meget, at prisen på selve boligen er faldet til samme niveau som byggeomkostningerne. Hvis denne forankring for boligpriserne er almindelig kendt og forstået i markedet, vil det også dæmpe spekulationselementet, så de uholdbare prisstigninger herfra begrænses.

Hvis den stigende boligefterspørgsel viser sig at være af forbigående karakter (et såkaldt midlertidigt efterspørgselsstød), vil den igangsatte tilpasning af boligudbuddet omvendt bevirke, at det efterfølgende prisfald bliver større end ellers. Det skyldes, at der er flere boliger på markedet

end før, potentielt i form af kommende boliger, da en stor del af boligbyggeriet kan være planlagt og igangsat inden vendingen og derfor umiddelbart ikke er givtigt at annullere.

Det synes at have været tilfældet visse steder i Danmark, da der her var et betydeligt boligbyggeri i 2007, jf. figur 8 (venstre), selv om efterspørgslen allerede på det tidspunkt var vigende, og priserne begyndt at falde mere, end det højere udbud kunne berettige. Efterfølgende har boligbyggeriet været yderst begrænset, hvilket indikerer overudbud. Det har altså ikke været nødvendigt at bygge yderligere, jf. figur 8 (højre), bl.a. fordi efterspørgslen er eller har været faldende som følge af fraflytning. Et overudbud af boliger har en række negative virkninger på boligmarkedet, jf. boks 2.

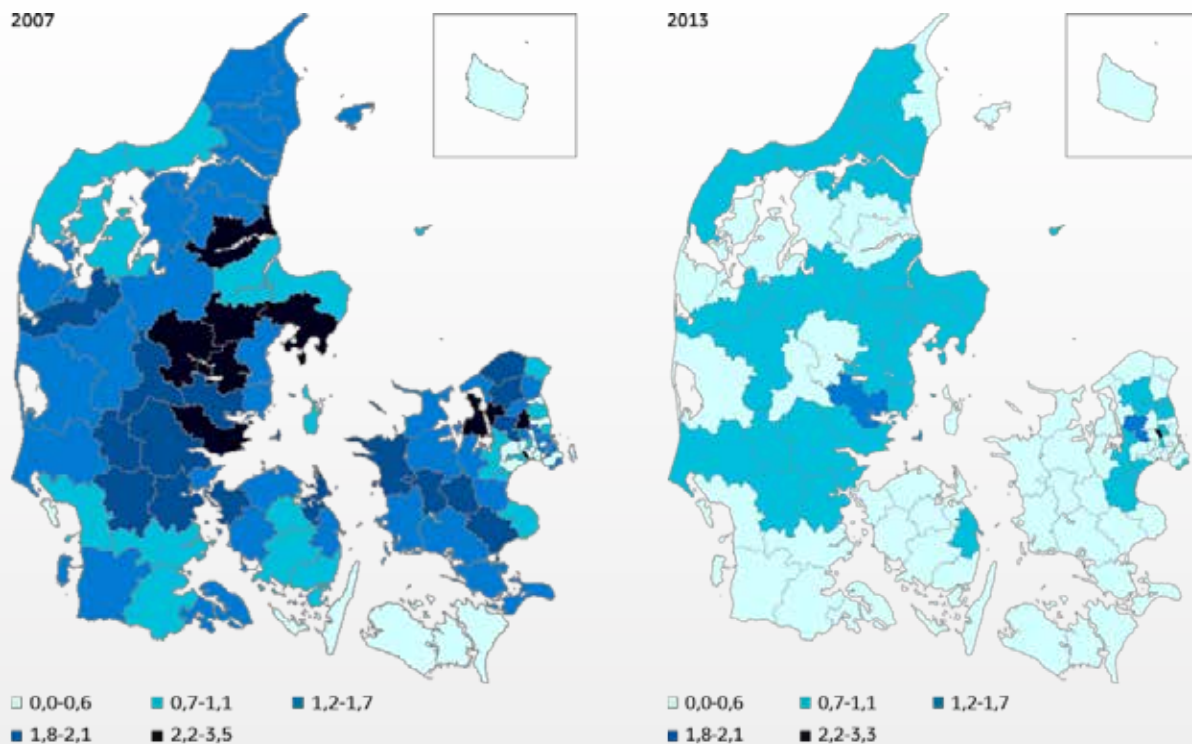
En boligs beliggenhed kan – modsat selve boligen – ikke produceres i et ubegrænset antal. Der er betydelige geografiske forskelle på, om der er knaphed på jord. På landet er der rigeligt med jord, mens den er en mangelvare i de større byer. Det giver sig udslag i store forskelle i grundpriserne på tværs af landet, jf. figur 9 (venstre). På landet afspejler prisen, hvad jorden alternativt kan anvendes til, typisk skov- og landbrug, samt omkostningerne ved byggemodning. I byerne vil udbuddet på et tidspunkt ikke kunne stige mere. Alternativt vil det være besværligt og dyrt at øge arealet til byggegrunde, fx hvis forurenede områder skal renses, eller der skal bygges ud i vandet. Jordpriserne vil dermed stige, indtil efterspørgslen er bragt i overensstemmelse med udbuddet.

Jo knappere jorden er, desto mere vil grundpriserne skulle svinge for at sikre, at ændringer i efterspørgslen tilpasses det stort set faste udbud. Mens byggeomkostningerne har et vist konjunkturlement, ikke mindst som følge af lønudviklingen i byggeriet, tenderer grundpriserne at svinge mere, jf. figur 9 (højre). Idet jordpriserne udgør en langt større del af de samlede boligpriser i de større byer, vil prisudsvingene derfor være større her end i landområderne.

En grunds pris afhænger ikke kun af den tilbagediskonterede værdi af fremtidige afkast i form af fx boligbenyttelse, hvis grunden bebygges, men også af, at jorden i fremtiden kan blive mere værdifuld, jf. Titman (1985). Hvis det forventes, at prisen på grunden vil stige, vil man derfor kun afhænde grunden til en pris, som er tilstrækkelig høj til at kompensere for, at man ikke senere kan

Fuldført byggeri til helårsbeboelse i procent af eksisterende boligmasse i 2007 og 2013

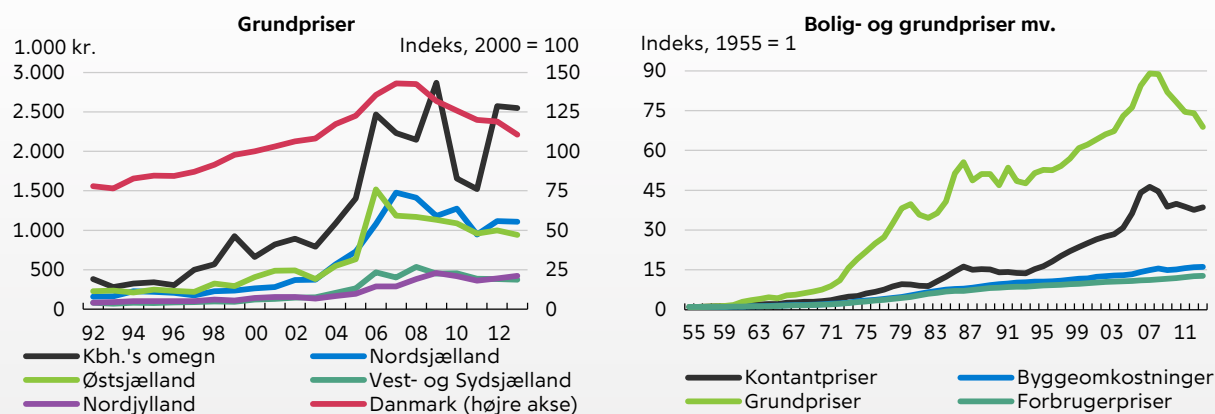
Figur 8



Anm.: Fuldført byggeri i kvadratmeter som andel af det samlede etageareal. Begge med helårsbeboelse som formål.
Kilde: Danmarks Statistik.

Grundpriser i udvalgte landsdele og udvikling i boligpriser, byggeomkostninger, grundpriser og forbrugerpriser

Figur 9



Anm.: Venstre figur: Simpelt gennemsnit af priserne for solgte grunde under 2.000 kvadratmeter for landsdele. For serien "Danmark" er vist prisindeks, hvor Danmarks Statistik har kvalitetskorrigeret data, bl.a. ud fra den offentlige ejendomsvurdering. Højre figur: Alle indeks angiver udviklingen i de nominelle priser og omkostninger.
Kilde: Danmarks Statistik.

Der er betydelige geografiske forskelle med hensyn til, hvor mange boliger der er til salg, og hvor mange der står tomme, jf. figur nedenfor (venstre). En del er kortvarigt tomme i forbindelse med flytning, så andelen af ubeboede boliger vil aldrig være nul. Desuden står en del huse tomme, da de bruges som fritidsbolig, mens resten er reelt ubeboede.

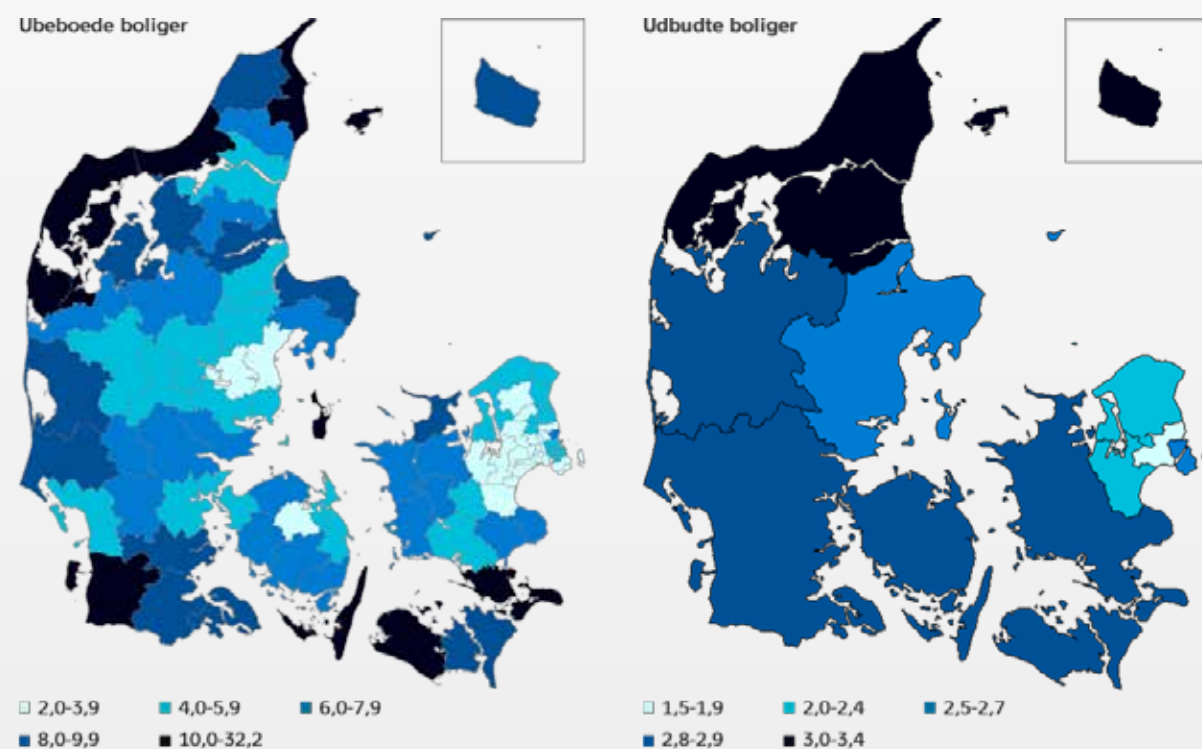
I visse dele af Danmark indikerer den høje andel af udbudte og tomme boliger, at udbuddet overstiger efterspørgslen. Det vil mindske priserne, hvilket erfaringsmæssigt sker med en vis træghed, fx fordi ejerne ofte ikke umiddelbart er villige til at indkassere et tab på boligen eller har gæld, der overstiger den pris, som ville sikre et salg. Den første udbudte pris vil derfor ofte ligge over handelsprisen, især hvis boligen kommer til at ligge et stykke tid, mens priserne er faldende. Desuden vil køberne være mere tilbageholdende, hvis de forudser prisfald, da de så forventer at kunne erhverve en bolig senere til en lavere pris. Konsekvensen bliver lav omsætning og lange liggetider i områder med overudbud.

I størstedelen af de områder, hvor der er et højt udbud, skyldes den faldende efterspørgsel demografiske ændringer, herunder vandring fra land til by. Da der ikke er udsigt til, at den proces umiddelbart ophører, forudsætter det

permanente ændringer i boligudbuddet, hvis der atter skal skabes balance mellem udbud og efterspørgsel. Det vil tage mange år, da boligerne kun langsomt bliver mindre brugbare og derfor længe vil indgå i udbuddet, selv hvis de ikke vedligeholdes. Når overudbuddet på langt sigt er væk, vil prisen atter være givet ved byggeomkostningerne tillagt grundpriserne.

I praksis vil udbuddet falde ved, at husene rives ned, eller ved at de forfalder så meget, at de bliver ubeboelige. Et ubeboeligt hus skyldes typisk, at det ikke er blevet vedligeholdt i mange år. Det kan forekomme, hvis boligpriserne er lave, da det mindsker tilskyndelsen til at vedligeholde boligen, i og med omkostningerne ikke kan dækkes ved et eventuelt salg. Der er omkostninger forbundet med nedrivning, og omlægning til fx landbrug kan være urentabelt. Det kan derfor være økonomisk fordelagtigt i stedet at lade huset forfalde og betale de skyldige skatter. Tilskud til nedrivning, som det er aftalt i vækstpakken fra juni 2014, kan derfor være med til at øge hastigheden, hvormed boligudbuddet tilpasser sig i udvalgte dele af landet. Alternativt kan efterspørgslen her potentielt øges ved at forbedre pendlersfradrag eller ved i højere grad at dispensere for bopælspligt, så helårsboliger kan benyttes som fritidsboliger.

Ubeboede og udbudte boliger i procent af det samlede antal helårsboliger



Anm.: Venstre figur: Antal boliger uden tilmeldte beboere pr. 1. januar 2014 i forhold til det samlede antal helårsboliger i kommunen. En del af helårsboligerne uden tilmeldte beboere bruges som fritidsbolig. De kan ikke identificeres af Danmarks Statistik og er derfor indeholdt i statistikken. Højre figur: Sæsonkorrigeret antal udbudte boliger i juli 2014 i forhold til antal stue-, parcel-, række-, kæde- og dobbelthuse samt ejerlejligheder i landsdelen pr. 1. januar 2014.

Kilde: Danmarks Statistik og Boligmarkedsstatistikken.

få den forventede højere pris. Det kan forklare, hvorfor udbuddet og omsætningen af nye byggegrunde begrænses stærkt i perioder med lave eller faldende priser. Det bidrager til at stabilisere boligpriserne ved at begrænse udbuddet af nye boliger, når markedet er svagt.

Hvis fremgang på boligmarkedet giver forventninger om, at priserne vil fortsætte med at stige i en længere periode – som det fx er tilfældet under en boligboble – kan jordens skønnede optionsværdi imidlertid bidrage til at forstærke opsvinget. Det sker, når grundejerne holder deres grunde tilbage i forventning om at kunne sælge endnu dyrere i fremtiden. Dermed begrænses udbuddet på et tidspunkt med høj efterspørgsel, og prispresset tiltager. Disse sammenhænge understreger, at grunde og huse også er investeringsobjekter, og at forventningerne til den fremtidige prisudvikling kan have endog ganske stor betydning for den aktuelle udvikling i priserne.

Optionsværdien af en grund er størst i og omkring byerne. Det afspejler, at jordpriserne her er både højere og mere volatile. Desuden kan der være en forventning om, at boligefterspørgslen i fremtiden koncentrerer sig om byerne, da der ikke umiddelbart er udsigt til, at urbaniseringen ophører. Højere befolkningstæthed i byen vil øge grundværdierne her, og hvis beboelsesområdet breder sig, vil det øge værdien af grunde i udkanten af byen, da den alternative anvendelse skifter fra landbrug til beboelse.

JORDPRISER I EN BOLIGPRISMODEL

Grundpriserne har haft en tydelig langsigtet tendens til at stige, jf. figur 9 (højre). Det afspejler, at den økonomiske vækst har øget efterspørgslen efter jord, bl.a. til bolig, men også til andre formål, fx landbrug.

Det er således relevant at inkludere jordpriserne i en model for boligpriserne. I modellen anvendt i denne artikel er det derfor valgt at antage, at kontantprisen på en bolig består af to dele, nemlig prisen på selve huset og prisen på jord. Hvor stor vægt der lægges på hver af dem, afhænger af knapheden på jord, som varierer på tværs af landet.

I modellen reagerer boligbyggeriet, når prisen på selve huset afviger fra byggeomkostningerne, mens grundpriserne ikke har nogen betydning. I mangel af tilstrækkelig brugbare og troværdige data for grundpriserne, jf. boks 3, forudsættes

det, at jordpriserne vokser i takt med husholdningernes disponible indkomst. Det antages dermed indirekte, at efterspørgslen efter den knappe jord stiger i takt med husholdningernes disponible indkomst. Den modellerede sammenhæng skal fange den langsigtede tendens til stigende reale boligpriser som følge af stadig mere knap jord i de større byer, mens de kortsigtede udsving i jordpriserne ikke er modelleret.

Der er således permanente effekter på boligpriserne af varige indkomststød, ligesom det på langt sigt antages, at boligefterspørgslens indkomstelasticitet er én. Sidstnævnte skal ses i lyset af, at boligforbruget ikke kan overstige indkomsten, og at et mætningspunkt vil indtræffe noget før, jf. Dam mfl. (2011a). Desuden er der forskel i landet på, hvor meget boligudgifterne udgør af den disponible indkomst. I byerne, hvor jorden er knap og priserne derfor høje, er andelen højere end i provinsen, hvor priserne er lave. I takt med at flere bosætter sig i byerne, sker der en forskydning mod, at flere har høje boligudgifter i forhold til indkomsten. Så længe denne tilpasning foregår, kommer boligudgifterne til at lægge beslag på en større andel af husholdningernes indkomst. Boligudgifternes stigende budgetandel på aggregeret niveau i de senere årtier skal derfor ses i det

Statistik for pris på byggegrunde

Boks 3

Danmarks Statistik beregner et prisindeks samt kvadratmeterpris og gennemsnitspris for grunde på under 2.000 kvadratmeter. Statistikken giver et bud på prisen på byggegrunde, selv om kategorien ikke skelner mellem grundens formål, fx om det er til bolig, fritidsbrug eller erhverv.

Priserne i statistikken svinger nogle gange betragteligt, især i visse perioder og landsdele, jf. figur 9 (venstre), da statistikken til tider er baseret på meget få observationer. Det skyldes dels, at hvis der ikke er ret mange handler, kan det give tilfældige udsving, dels at Danmarks Statistik i sin kvalitetskorrektions sorterer mange observationer fra.

Mere fundamentalt har en boligprismodel også brug for priserne på allerede bebyggede grunde. Statistikken indeholder imidlertid kun observationer for salgspriserne på ubebyggede grunde. Det gør næppe den store forskel på landet, men i byerne ligger disse grunde ofte i udkanten, og beliggenheden kan ikke sammenlignes med de bebyggede grunde midt i byen. Der er dermed ikke tilgængelige priser for grunde, som ligger dér, hvor der er knaphed på jord. Det er de grunde, hvor priserne er højest og nok også svinger mest, da et øget udbud ikke kan dæmpe prisstigningerne.

lys. Når forskydningen i bosættelsesmønsteret op-
hører, kan det tale for, at boligudgifternes andel af
husholdningernes indkomst atter vil stabiliseres.

MODELSIMULATIONER

Boligpriserne påvirkes af en række forhold, her-
under konjunkturudviklingen, den økonomiske
politik og de finansielle forhold. Politisk besluttes
det, hvordan og hvor meget boliger beskattes,
herunder skatteværdien af fradrag på renteudgif-
ter til boliglån. Samtidig påvirker pengepolitikken
boligmarkedet gennem renterne. Også institutio-
nelle forhold, såsom højest tilladte belåningsgrad
eller den maksimale grænse for afdragsfrihed på
realkreditlån, kan have betydning.

I det følgende kvantificeres effekten af en
række af disse faktorer ved hjælp af boligpris-
modellen, som er beskrevet ovenfor og i appen-
diks. Her simuleres virkningerne på udviklingen i
boligpriserne af henholdsvis ændringer i renterne,
afdragsfrihed og rentefradrag.

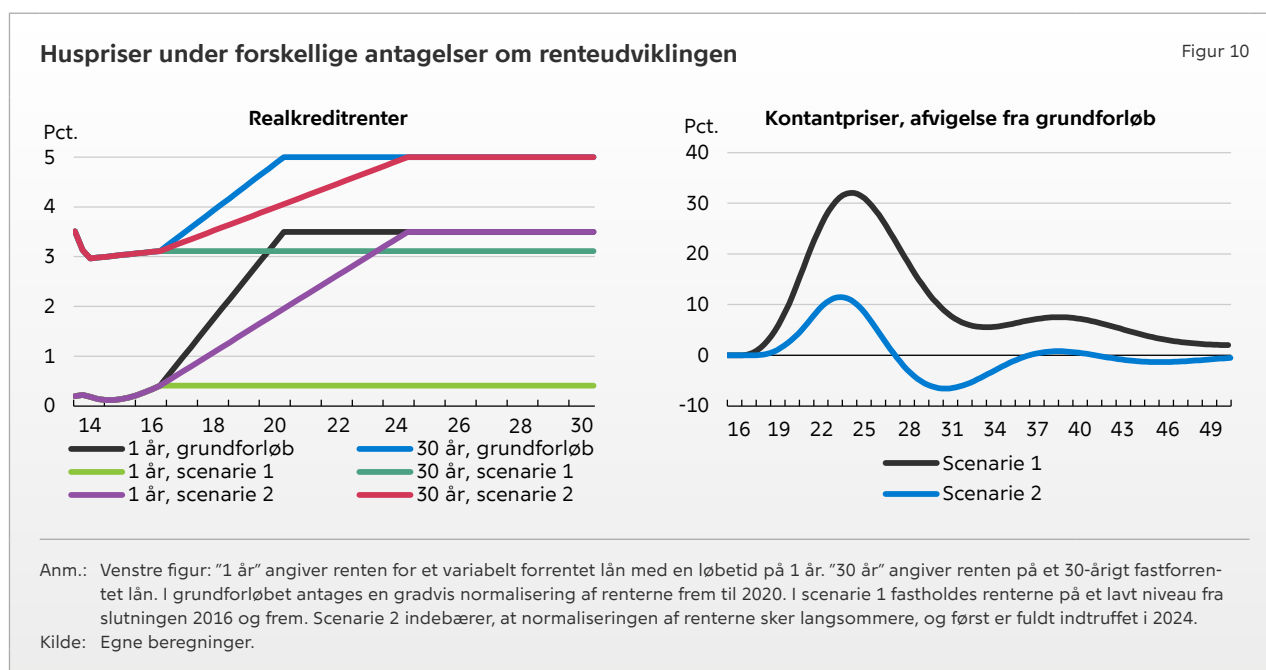
RENTEÆNDRINGER OG RENTEFORVENTNINGER

Renten er vigtig for boligefterspørgslen og der-
med boligpriserne. Virkningen går gennem bru-
gerprisen, hvor realrenten efter skat er en central
del af omkostningerne ved at eje en bolig. Herud-
over indgår den korte rente i førsteårsydelsen.

Til at illustrere betydningen af renteændringer
anvendes simulationer på boligprismodellen.
Simulationerne sker med udgangspunkt i Na-
tionalbankens prognose præsenteret i denne
Kvartalsoversigt, som udvides med en teknisk
fremskrivning fra 2017 og frem. Fremskrivningen
indebærer bl.a. et gradvist løft i renteniveauet til
langsigtede niveauer, der er fastlagt med ud-
gangspunkt i renterne gennem de seneste årtier.
Renten på 1-årige rentetilpasningslån øges såle-
des til 3,5 pct. og den 30-årige rente til 5 pct., jf.
grundforløbet i figur 10 (venstre). I simulationerne
sammenlignes grundforløbet med to forskellige
scenarier. I alle simulationerne forudsættes inflati-
onen at være knap 2 pct. om året.

I scenarie 1 holdes såvel den 1-årige som
30-årige rente fast på det lave niveau, som pro-
gnosen præsenteret i denne Kvartalsoversigt
indebærer for 2016. Den korte rente indgår i
førsteårsydelsen, mens den lange rente indgår i
brugerprisen. Det giver en markant prisreaktion,
da modellen forudsiger, at priserne i 2024 vil være
32 pct. højere end i grundforløbet, hvorefter de
langsomt vil falde tilbage igen, jf. figur 10 (højre).

I scenarie 2 antages det, at de faktiske renter
øges langsommere mod deres langsigtede ni-
veauer, end det sker i grundforløbet. Igen med-
fører de lavere renter en stærkere prisudvikling,
som i 2023 er 11 pct. højere end i grundforløbet.
Prisudviklingen fører til øget boligbyggeri. Det



større udbud gør sammen med husholdningernes adaptive forventninger til deres kapitalgevinster på boliger, at når først prisstigningerne har topet, falder de ret hurtigt til omkring nul, inden de gradvist begynder at falde til ro.

Simulationerne illustrerer, at boligpriserne er meget følsomme over for renteutviklingen. På den baggrund kan en udbredt forventning om, at de nuværende lave renter vil fortsætte i en længere årrække, indebære en væsentlig risiko for, at kontantpriserne stiger betydeligt på kort til mellemlangt sigt.

AFDRAGSFRIHED

Under den seneste højkonjunktur steg husholdningernes låntagning kraftigt. Da boligpriserne efterfølgende begyndte at falde, steg belåningsgraderne betydeligt. Analyser viser, at den høje bruttogæld ikke er en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet, jf. Andersen (2012). Omvendt kan der være indirekte effekter, da de høje belåningsgrader forstærker konjunkturbevægelserne i dansk økonomi, jf. Andersen mfl. (2014). En lavere grænse for afdragsfrihed vil kunne reducere belåningsgraderne i opgangstider og dermed forhindre, at de bliver meget høje i nedgangstider.

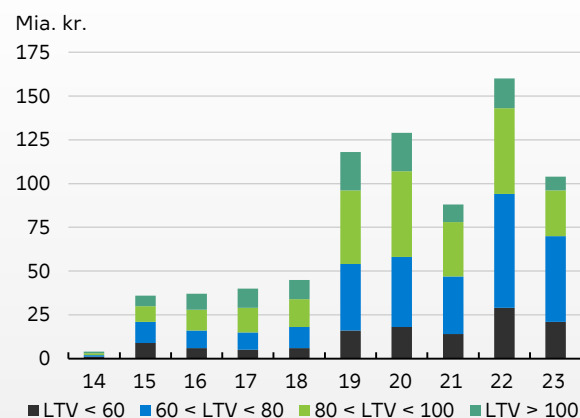
Udbredelsen af afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse steg kraftigt fra introduktionen i 2003 frem til finanskrisens udbrud og udgjorde knap halvdelen af det samlede realkreditlån i slutningen af 2008. Siden er andelen steget til mere end 55 pct. Omkring halvdelen af lånemassen af de afdragsfrie lån har en belåningsgrad over 80 pct., og langt størstedelen en belåningsgrad over 60 pct., jf. figur 11. Det gør husholdningerne sårbare over for selv mindre boligprisfald, og realkreditinstitutterne risikerer at skulle finansiere supplerende sikkerhed for obligationerne.

En ændring af grænsen for afdragsfrihed påvirker ikke brugerprisen, og der er blot tale om at udsætte, hvornår lånet betales tilbage. Det har dog en umiddelbar likviditetseffekt gennem førsteårsydelsen. Beregninger viser således, at ved et fuldt lånefinansieret boligkøb af et gennemsnitligt hus, hvor realkreditlånet er fastforrentet, ville den månedlige ydelse i 2. kvartal 2014 fx have været knap 850 kr. højere med en afdragsgrænse på 60 pct. i stedet for 80 pct.

Som diskuteret ovenfor er der vægtige økonomiske argumenter for, at førsteårsydelsen har

Udløb af afdragsfrihed

Figur 11



Anm.: LTV er forkortelse for loan-to-value, som udtrykker forholdet mellem lån og boligens værdi.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

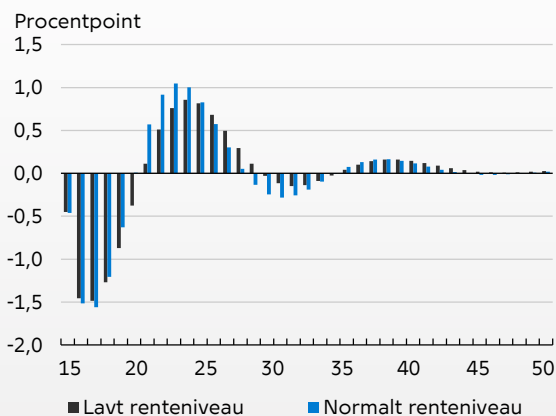
betydning for boligefterspørgslen. Men da det ikke kan afgøres ud fra statistiske kriterier, om førsteårsydelsen har en særskilt effekt på boligpriserne i Danmark, kan det heller ikke afvises, at ændringer i adgangen til lån med afdragsfrihed kun har beskeden effekt på boligpriserne. De rapporterede resultater skal derfor opfattes som overkantsskøn.

Til illustration af betydningen af afdragsfrihed for boligpriserne foretages en simulation, hvor muligheden for at optage et afdragsfrit realkreditlån begrænses fra 80 til 60 pct. af boligens samlede værdi. Der tages udgangspunkt i den samme tekniske fremskrivning af dansk økonomi som ovenfor, hvor begrænsningen indtræffer fra årsskiftet 2014/15. De højere afdrag øger førsteårsydelsen, hvilket får priserne til at stige mindre end ellers, jf. figur 12. De nominelle årlige vækstrater dæmpes med op til 1,5 procentpoint; dermed forbliver prisstigningerne positive over hele perioden. Over tid dør prisseffekten af ændrede regler for afdragsfrihed ud, og priserne vil på langt sigt være omtrent på samme niveau som uden en ændring.

Som illustreret ved modelberegningen kan en begrænsning af afdragsfriheden have negative konsekvenser på boligpriserne, men effekten af at nedsætte grænsen fra 80 til 60 pct. er beskeden. Der synes derfor ikke at være et stærkt argument for at vente, især ikke da lån med afdragsfrihed

Effekt på årlig prisstigningstakt for kontantpriser, hvis grænsen for afdragsfrie realkreditlån sættes ned fra 80 til 60 pct.

Figur 12



Anm.: Afvigelse i årlig prisstigningstakt i forhold til grundforløbet. For serierne "Lavt renteniveau" henholdsvis "Normalt renteniveau" er renterne som beskrevet i henholdsvis scenarie 1 og 2 i figur 10 (venstre).
Kilde: Egne beregninger.

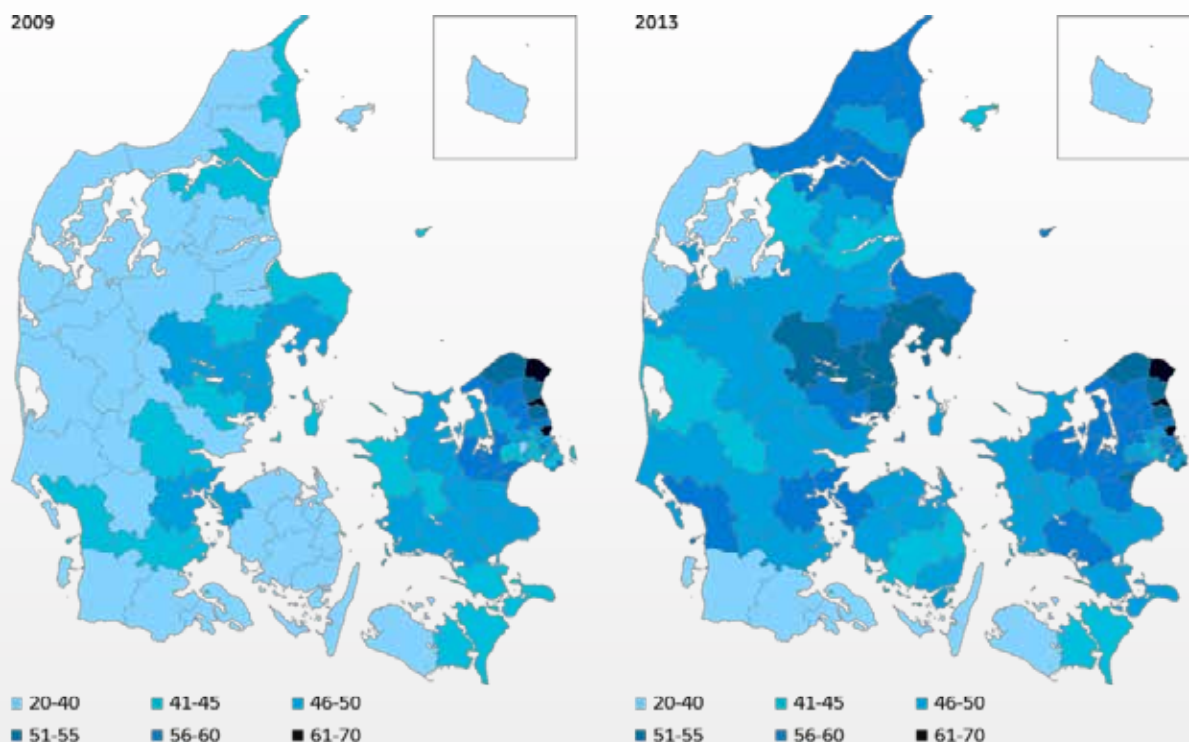
anvendes mest i de områder, hvor boligmarkedet er stærkest, dvs. specielt i og omkring hovedstaden og Aarhus, jf. figur 13. Disse områder vil antagelig bedst kunne holde til skærpede krav til afdrag. I de senere år er afdragsfrihed dog også blevet mere udbredt i andre dele af landet, men andelen er her fortsat under niveauet i hovedstaden. En begrænsning af afdragsfriheden vil desuden være hensigtsmæssig som følge af risikoen for, at boligpriserne snart stiger kraftigt, i hvert fald i visse områder. Hvis renterne efterfølgende stiger, kan de højere priser være midlertidige, hvilket øger risikoen for, at visse husholdninger efterfølgende vil få en meget høj belåningsgrad.

RENTEFRADrag

Rentefradraget har betydning for både brugerprisen og førsteårsydelsen, da begge afhænger af den rente, boligejerne reelt betaler, det vil sige renten efter skat. Boligefterspørgslen påvirkes derfor af ændringer i skatteværdien af rentefra-

Realkreditkunder, der har afdragsfrihed på minimum ét lån i 2009 henholdsvis 2013, i procent af det samlede antal realkreditkunder

Figur 13



Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

draget. Konsekvenserne på priserne af et lavere skattefradrag på renteudgifter kan ligeledes belyses ved beregninger på boligprismodellen anvendt i denne artikel.

I simulationen nedsættes skatteværdien af rentefradraget³ med 2 procentpoint hvert år i perioden 2020-24, altså et samlet fald på 10 procentpoint. Det dæmper prisstigningerne, men effekten er beskeden, og stigningstakterne forbliver positive. Ved et lavt renteniveau som beskrevet i scenarie 1 mindsker det den årlige prisstigningstakt med 0,6 procentpoint i 2024, hvor effekten er størst, jf. figur 14. Ved et normalt renteniveau som beskrevet i scenarie 2 er effekten størst i 2025, hvor prisstigningerne år til år er 1,3 procentpoint lavere end ved uændret rentefradrag. Herefter nærmer boligpriserne sig gradvist grundforløbet i takt med, at boligbeholdningen tilpasser sig den nye, lavere efterspørgsel.

En lavere skatteværdi af rentefradraget øger finansieringsomkostningerne for et givet lånebe-

løb, hvilket mindsker incitamentet for personer med negativ kapitalindkomst til at stifte yderligere gæld. Desuden vil det øge virkningen af renteudgifterne på brugerprisen, hvis rentefradraget nedsættes. Det dæmper udsvingene i boligpriserne, hvis de udsættes for et stød.

En begrænsning af rentefradraget kan give bedre kapitalisering hos husholdningerne til gavn for den finansielle stabilitet. Ændringer i kapitalafkastbeskatningen gennem en nedsættelse af rentefradraget vil have en relativt beskeden effekt på boligpriserne. Det gælder især i den nuværende situation med de meget lave renter, da ændringerne kun i begrænset omfang vil påvirke husholdningernes rentebetaling efter skat.

EJENDOMSVÆRDISKAT

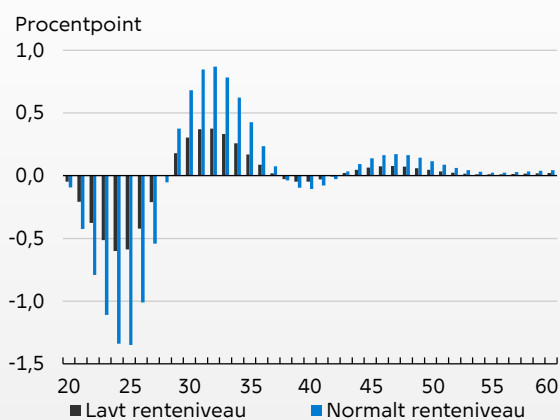
Boligskatter i form af ejendomsværdiskat og ejendomsskat indgår direkte i såvel brugerprisen som førsteårsydelsen. Den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatten, som blev indført med skattestoppet i 2001, har medført, at den effektive sats for ejendomsværdiskatten udhules i takt med, at boligpriserne stiger. Ejendomsværdiskatten er dermed konjunkturmedløbende, hvilket bidrager til at øge udsvingene i boligpriserne.

Beregninger viser, at udsvingene i boligpriserne er steget omkring en fjerdedel som følge af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, jf. Dam mfl. (2011b). Senest har også Heebøl (2014) i en økonometrisk analyse vist, at fastfrysningen destabiliserer boligmarkedet.

En genkobling af ejendomsværdiskatten til udviklingen i boligpriserne vil derfor bidrage til at øge stabiliteten på boligmarkedet. I praksis vil det medføre, at den effektive sats for ejendomsværdiskatten låses fast i stedet for at falde i takt med prisstigningerne.

Et regneeksempel viser, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har haft vidt forskellige konsekvenser på tværs af landet. I Morsø kommune gav fastfrysningen i 2013 en lavere ejendomsværdiskat på ca. 2.000 kr. for et gennemsnitshus. Det beskedne beløb afspejler, at huspriserne på Mors kun er steget ganske beskedent siden 2001. Omvendt var huspriserne i Københavns kommune betragteligt højere i 2013 end i 2001, og fastfrysningen betød her i 2013 en lavere ejendomsskat for et gennemsnitshus på ca. 14.500 kr. i 2013. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har dermed bevirket betydeligt lavere skattebetalinger i

Effekt på årlig prisstigningstakt for kontantpriser, hvis skatteværdien af rentefradraget sættes ned med 2 procentpoint om året i 2020-24 Figur 14



Anm.: Afvigelse i årlig prisstigningstakt i forhold til grundforløbet. For serierne "Lavt renteniveau" henholdsvis "Normalt renteniveau" er renterne som beskrevet i henholdsvis scenarie 1 og 2 i figur 10 (venstre).

Kilde: Egne beregninger.

³ For personer med negativ nettokapitalindkomst er skatteværdien af rentefradraget i dag 33,6 pct. i en gennemsnitskommune. Skatteværdien for negativ kapitalindkomst over 50.000 kr. pr. person nedsættes gradvist med 1 procentpoint årligt frem til 2019, hvorefter satsen bliver 25,6 pct.

de områder, hvor priserne er steget mest, mens virkningen er beskeden i de områder, hvor prisudviklingen har været mere afdæmpet.

LITTERATUR

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup (2012), Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 2.

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen (2014), Husholdningernes gæld og forbrug under finanskrisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Badarinza, Cristian, John Y. Campbell og Tarun Ramadorai (2014), *What calls to ARMs? International evidence on interest rates and the choice of adjustable-rate mortgages*, upubliceret manuskript.

Bang-Andersen, Jens, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Casper Ristorp Thomsen (2013), Forbrug, indkomst og formue, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011a), Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – 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.

Hansen, Jonas Zangenberg, Joachim Borg Kristensen og Peter Stephensen (2013), *Fremskrivning af den danske boligefterspørgsel*, DREAM.

Heebøll, Christian (2014), *Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy*, Kraka – finanskrisekommissionen.

Meen, Geoffrey (1999), Regional house prices and the ripple effect: A new interpretation, *Housing Studies*, vol. 14, nr. 6.

Meen, Geoffrey (2001), *Modelling spatial housing markets: Theory, analysis, and policy*, Kluwer Academic Publishers.

Lejernes Landsorganisation (2011), *Fakta om huslejerreguleringen*, pressemeddelelse.

Titman, Sheridan (1985), Urban landprices under uncertainty, *American Economic Review*, vol. 75, nr. 3.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Indenrigs- og Sundhedsministeriet, Justitsministeriet, Ministeriet for Flygtninge, Indvandrere og Integration, Skatteministeriet og Socialministeriet (2003), *Ejer, andelshaver eller lejer?*

APPENDIKS

Simulationerne af udviklingen på boligmarkedet under de forskellige scenarier i artiklen er foretaget på en justeret og udvidet udgave af Nationalbankens model for boligmarkedet, som blev præsenteret i Dam mfl. (2011a).

Boligefterspørgslen er således modelleret implicit ved en relation for udviklingen i kontantprisen på enfamiliehuse. Prisrelationen fra 2011 er reestimeret med data løbende frem til 2. kvartal 2013, og der er foretaget enkelte metodiske ændringer, jf. tabel 2. Hertil hører, at de relevante bidragsats til realkreditinstituttet nu er medtaget i henholdsvis brugerprisen og førsteårsydelsen, ligesom den 30-årige realkreditrente, der indgår i brugerprisen, nu er baseret på den lange obligationsrente, som opgøres af Realkreditrådet. Reestimationen førte også til, at ændringer i husholdningernes disponible indkomst blev inddraget i kortsigtdynamikken, selv om effekten knap er signifikant ud fra almindelige kriterier. Det er

imidlertid vurderingen, at dette under ét giver en bedre relation for udviklingen i kontantpriserne.

En anden væsentlig ændring er, at modelleringen af boligskatterne er forfinet, og datagrundlaget er styrket. Det indebærer, at den effektive, imputerede skattesats nu afspejler den løbende udvikling i provenuerne for henholdsvis ejendomsskat (grundskyld) og ejendomsværdiskat, som de bestemmes i modellen.

Det er ikke forsøgt at inddrage grundpriser i den estimerede kontantprisrelation, hvilket følger af udfordringerne med at finde en tidsserie herfor af tilstrækkelig kvalitet, jf. boks 3 ovenfor. I stedet er modellen udvidet med en antagelse om, at den estimerede pris kan opdeles i to dele:

- Prisen på selve huset, kaldet *kph*. Boliginvesteringerne (jf. nedenfor) reagerer nu, når denne pris afviger fra byggeomkostningerne.
- Prisen på jorden, kaldet *kpg*. Denne antages at vokse i takt med husholdningernes disponible indkomst. Den implicitte antagelse er med andre ord, at efterspørgslen efter den knappe

Relation for den reale huspris

Tabel 2

Variabel	Navn	Koefficient	t-værdi
Huspris, real, ændring	Dlog(kp/pcp)		
Huspris, real, lagget ændring	Dlog(kp/pcp) ₋₁	0,361	6,1
Rente og skattesats, ændring ¹	Diff(rente + ssats + bidrag)·db98k4	-4,115	11,0
Disp. indkomst, real, ændring	Dlog(ydph/pcp)	0,099	1,6
Huspris, real	log(kp/pcp) ₋₁	-0,045	4,8
Brugerpris	(1-t)·(rente _{30,-1} + bidrag ₋₁) + ssats ₋₁ - dpcpe ₋₁	-0,180	2,3
Førsteårsydelse	(1-t)·(rentemin ₋₁ + bidrag ₋₁) + ssats ₋₁ + afdrag ₋₁	-0,383	3,0
Forventet ændring i huspris	drkpe ₋₁	0,119	4,3
Disp. realindkomst/boligbeholdning	log(ydph/pcp) ₋₁ - log(fkbh ₋₁)	0,070	1,6
Konstant		0,085	2,1

Misspecifikationstest

T = 1973k2-2013k2	DW = 1,940	AR(1) = 0,313	SE = 0,016
R ² = 0,689	JB = 1,699	AR(4) = 9,209	

Anm.: Navnene refererer delvis til nomenklaturen i Danmarks Nationalbanks makroøkonomiske model MONA.

¹Ændring i summen af den imputerede boligskattesats og obligationsrenten efter skat før 4. kvartal 1998.

Kilde: Egne beregninger.

jord stiger i takt med husholdningernes indkomst, hvilket slår fuldt igennem på prisen på langt sigt.

Det antages nu, at den handlede kontantpris på huse findes som en vægtet kombination af de to priser:

$$\log kp = \gamma \cdot \log kpg + (1-\gamma) \cdot \log kph,$$

hvor parameteren γ styrer, hvor meget jordprisen udgør af den samlede kontantpris. Den hidtidige boligmodel i MONA og i Nationalbankens analyse fra 2011 fremkommer dermed ved hjørneløsningen $\gamma=0$. I simulationerne i denne artikel antages jordprisen at udgøre 20 pct. ($\gamma=0,2$).

På udbudssiden tages også udgangspunkt i investeringsrelationen fra analysen i 2011. Denne er blevet reestimeret, og i den forbindelse er det valgt at binde koefficienten til det laggede investeringsomfang til 2/3. Der sker for at dæmpe den betydelige træghed i den frit estimerede investeringsrelation, som medførte, at boligbyggeriet kun reagerede meget langsomt på ændringer i kontantpriserne.

Den nye udgave af boligprismodellen indeholder desuden relationer for husholdningernes formue, som er baseret på analysen i Bang-Andersen mfl. (2013). Det medfører, at renteudgifterne knyttet til boligfinansieringen påvirker husholdningernes disponible indkomst via deres nettorenteindtægter, ligesom ændringer i boligpriserne eller boligbeholdningen påvirker såvel husholdningernes formue som deres nettorenteindtægter. Endelig slår også ændringer i boligskatteerne igennem på husholdningernes disponible indkomst, som i øvrigt udvikler sig eksogent.