

DANMARKS NATIONALBANK

23. JUNI 2021 — NR. 16

Robustheden på boligmarkedet bør styrkes

- Pandemien har forøget danskernes påskønnelse af bolig. Det har ført til høj handelsaktivitet og boligprisstigninger, som har været større, end hvad bl.a. indkomster og renter tilsiger.
- Øget påskønnelse af bolig skaber ekstraordinær stor usikkerhed om det fremtidige forløb på boligmarkedet, dog forventes en afdæmpning af prisstigningerne. Ved udgangen af 2023 vurderes boligpriserne at være løftet betydeligt over det forventede niveau før pandemien.
- Der er behov for tiltag nu, der kan øge robustheden på boligmarkedet, herunder krav om afdrag for de mest forgældede boligejere og lavere skatteværdi af rentefradrag. Det vil mindske sårbarheden på boligmarkedet og styrke robustheden af dansk økonomi i dag og i fremtiden.

Udviklingen på boligmarkedet har siden pandemiens udbrud i marts 2020 været usædvanlig. Priserne er steget betydeligt, til trods for at nedlukninger af samfundet har ført til store, midlertidige økonomiske tilbageslag. Prisstigningerne har været større, end hvad udviklingen i fx renter og indkomster tilsiger. Nedlukninger og restriktioner har imidlertid betydet, at husholdningerne har brugt væsentligt mere tid i eget hjem, hvilket formentlig har øget deres påskønnelse af bolig.

Der er betydelig usikkerhed om, hvordan boligpriserne vil udvikle sig de kommende år, da et lignende forløb med pandemi og restriktioner ikke har fundet sted i nyere tid. Ved udgangen af 2023 forventes boligpriserne dog at være løftet betydeligt over det forventede før pandemien.

I det forløb for boligpriserne, der er lagt til grund i Udsigter for dansk økonomi, juni 2021, forudsættes prisstigningerne gradvist at aftage, i takt med at de afstemmes med efterspørgslen, og pandemien generelt løsner sit greb. Konkret er der i prognosescenariet forudsat en stigning i priserne på enfamiliehuse på 14 pct. i 2021, 6 pct. i 2022 og 1 pct. i 2023. Udviklingen skal ses i lyset af, at økonomien bevæger sig ind i en mild højkonjunktur, hvor husholdningernes økonomi bedres yderligere.

Der er imidlertid stor usikkerhed om udviklingen de kommende år, og der er en væsentlig risiko for endnu kraftigere stigninger eller et forløb, hvor boligpriserne falder lidt tilbage. Et kraftigere forløb kan blive

udløst af ophobet efterspørgsel eller endda selvopfyldende forventninger til fremtidige boligpriser. Et svagere forløb kan være knyttet op på, at drivkræfterne bag udviklingen under pandemien har været mere midlertidige.

Selv med en afdæmpet prisudvikling den kommende tid er betingelser allerede til stede for højere gældsætning og øget privatforbrug og boliginvesteringer. Det vil gøre økonomien mere sårbar overfor en større korrektion af boligpriserne på et senere tidspunkt. Samlet set er der større risici forbundet med en stærkere prisvækst over de kommende år, end der er ved en situation med moderat faldende priser.

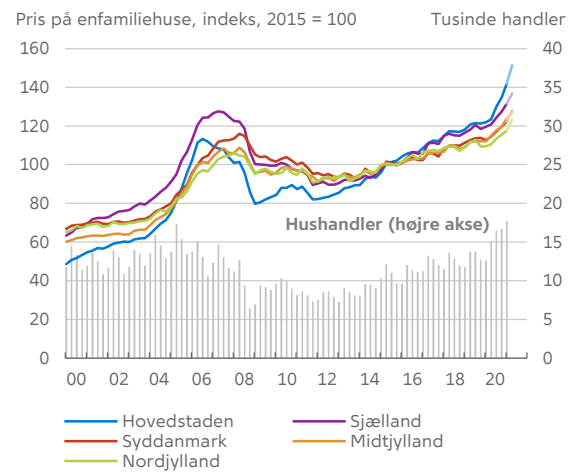
På dele af boligmarkedet har det høje tempo allerede nu ført til tegn på risikoopbygning. Især i København og omegn er udlånet stigende, samtidig med at priserne her er steget mest. Opbygning af risici, som følge af udviklingen i København og omegn samt andre større byer, kan brede sig til resten af landet. Det giver anledning til skærpet opmærksomhed.¹

Visse politisk bestemte forhold svækker robustheden af boligmarkedet og har stimuleret prisstigninger både før og under pandemien. Den aktuelle boligbeskatning dæmper ikke prisudsving, og bredt tilgængelig afdragsfrihed og høj skatteværdi af fradrag for renteomkostninger øger incitamentet til gældsopbygning blandt husholdningerne. Et krav om afdrag for de mest gældsatte boligejere kan generelt begrænse sårbarheden for dansk økonomi ved store udsving på boligmarkedet. Derudover vil en reduktion af skatteværdien af rentefradraget tilskynde til lavere gældsætning. Det reducerer risikoen for opbygningen af store ubalancer og øger modstandskraften overfor udsving på boligmarkedet.

Det er et godt tidspunkt at gennemføre tiltag, der gør boligmarkedet og dansk økonomi mere robust i dag og i fremtiden, da renterne er lave, og økonomien er på vej mod en mild højkonjunktur. Samtidig vil det reducere risikoen for, at den aktuelle bølge på boligmarkedet forstærkes yderligere af såvel mere vedvarende skift i påskønnelsen af bolig som selvopfyldende forventninger om boligprisstigninger.

Fortsat højt tempo på boligmarkedet

Figur 1



Anm.: Nominelle priser på enfamiliehuse. De lyse linjer i det sidste kvartal repræsenterer en fremskrivning af huspriser fra Danmarks Statistik på baggrund af seneste tal fra Boligsiden.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligsiden og egne beregninger.

Højt tempo på boligmarkedet trods midlertidige fald i økonomisk aktivitet

Den hastige udvikling på boligmarkedet siden sommeren 2020 er fortsat ind i 2021. På tværs af landet har der været store prisstigninger og mange boligkøbere, se figur 1. Det har reduceret antallet af boliger til salg, og liggetiderne er faldet betydeligt. Der er traditionelt en tæt sammenhæng mellem udviklingen i boligpriser og den økonomiske aktivitet, og boligpriserne faldt også under den første nedlukning af samfundet. Efterfølgende er priserne dog steget betydeligt til trods for endnu et stort, midlertidigt økonomisk tilbageslag samt høj usikkerhed om fremtiden.

På landsplan er priserne allerede steget med 15 og 14 pct. for henholdsvis enfamiliehuse og ejerlejligheder fra 2. kvartal 2020 til 2. kvartal 2021.² Tempoet er højest i og omkring Hovedstaden, hvor priserne på huse og lejligheder er steget hhv. 21 og 16 pct. over

1 Se Danmarks Nationalbank, Risici under opbygning i kreditinstitutterne, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel Stabilitet — 1. halvår)*, nr. 12, maj 2021.

2 For 2. kvartal 2021 er tallene for 1. kvartal 2021 fra Danmarks Statistik fremskrevet med udviklingen i april og maj i boligpriser fra Boligsiden.

samme periode. Det hurtige tempo genfindes på flere boligmarkeder både i Europa og USA, se figur 2. I disse økonomier er prisstigningerne dog typisk mest udtalt i forstæder og landdistrikter, hvilket adskiller sig lidt fra udviklingen i Danmark.

Boligpriserne stiger hurtigere, end indkomster og renter tilsiger

Tilbageslaget i dansk og international økonomi under pandemien vurderes i sig selv at have lagt et nedadrettet pres på boligpriserne. En række forhold har imidlertid understøttet stigende priser siden pandemiens udbrud, se figur 3. Renterne har været lave og faldende i størstedelen af perioden op til og under pandemien. Det har stimuleret boligpriserne gennem hele 2020. De lange renter er i dag lidt højere end før pandemien, men der er typisk en vis forsinkelse i gennemslaget fra realkreditrenter til boligpriser, og de seneste års renteændringer vurderes fortsat at stimulere boligpriserne. Desuden har husholdningernes indkomster været understøttet under pandemien i form af hjælpepakker.

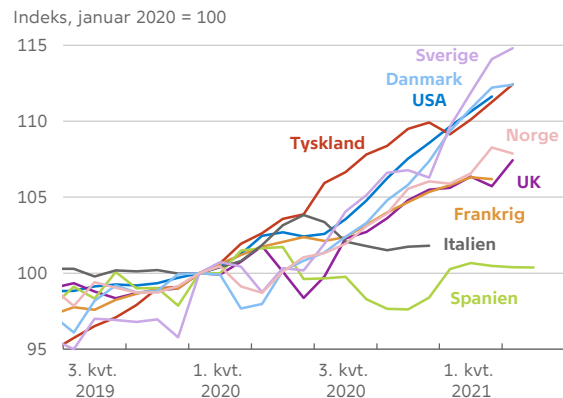
Boligprisvæksten har dog været væsentligt højere, end hvad der kan forklares i traditionelle boligprismodeller, se fx figur 3.³ Det kan hænge sammen med, at faldet i den økonomiske aktivitet i højere grad har ramt beskæftigelse blandt husholdninger, der er mindre tilbøjelige til at købe bolig, men det kan ikke alene forklare prisudviklingen.⁴ Mulige andre forklaringer kan fx være ændringer i danskernes påskønnelse af bolig som følge af pandemien eller forventningsdrevet adfærd.⁵

Pandemien har forøget boligefterspørgslen

Nedlukninger og restriktioner har over de seneste 16 måneder betydet, at danskerne har brugt væsentligt mere tid i eget hjem. Det øger den værdi, som husholdningerne forbinder med boligen. Da udbuddet af boliger ikke kan tilpasses den øgede efterspørgsel på kort sigt, vil denne forøgelse af efterspørgslen i

Boligprisstigningerne genfindes i udlandet

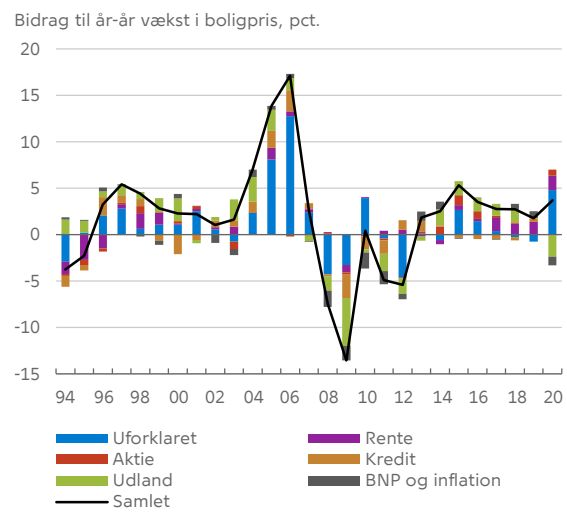
Figur 2



Anm.: Reale boligpriser.
Kilde: Macrobond, Boligsiden og egne beregninger.

Store dele af boligprisudviklingen kan ikke forklares af fundamentale forhold

Figur 3

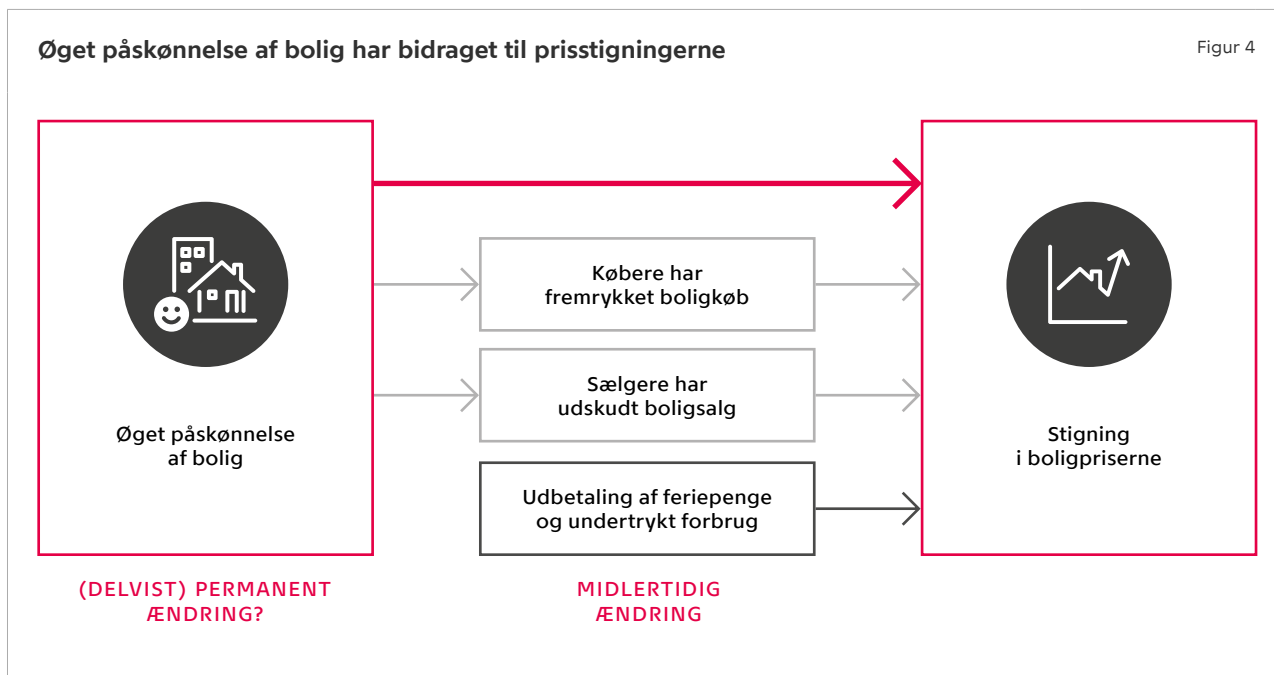


Anm.: I figuren vises bidrag til årlig vækst i boligpriser. Den uforklarede del (blå søjler) kan betragtes som den del af udviklingen i boligpriserne, som er sket udover udviklingen i renter, kredit, aktier, BNP, inflation i Danmark, udenlandsk aktivitet samt eksportmarkeds- og oliepriser. Beregningerne er foretaget på en makroøkonomisk model, se Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, Macro-financial linkages in an SVAR-model with applications to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 134, januar 2019.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

3 Den uforklarede del af boligprisudviklingen i figur 3 er kun en anelse mindre, hvis SVAR-modellen estimeres med husholdningernes disposable indkomst i stedet for BNP.

4 Se Svend Greniman Andersen, Simon Juul Hviid og Agnete Gad Knudsen, Moderat tilbageslag på boligmarkedet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 5, juni 2020.

5 Se Yunhui Zhao, US Housing Market during COVID-19: Aggregate and Distributional Evidence, *IMF Working Paper*, No. 2020/212, September 2020.



sig selv give anledning til stigende priser. Samtidig har afledte og øvrige midlertidige forhold understøttet udviklingen. Effekterne illustreres i figur 4 og beskrives i det følgende.

En forøget værdi forbundet med bolig er ikke direkte målbar. Der er dog en række forhold, som peger i retning af større påskønnelse af bolig under pandemien. Først og fremmest er boligpriserne steget markant. Derudover har husholdningerne bl.a. haft et relativt stort forbrug af boligrelaterede varer og tjenester. Et amerikansk studie viser dertil, at hjemmearbejde i sig selv øger boligejernes påskønnelse af hjemmet, og at effekten er størst omkring de større byer.⁶

Den forøgede værdi forbundet med bolig vurderes at have påvirket potentielle boligejere på tværs af livscyklens. Det vil sige både den nyuddannede, som kunne tænke sig mere plads, end et lejet værelse kan tilbyde, familien, som kunne bruge et ekstra værelse til kontor, og lidt ældre husholdninger, som påtænker at flytte i noget mindre eller helt at forlade bolig-

markedet, men som under pandemien har ønsket at bibeholde haven lidt endnu.

En forøget værdi forbundet med bolig som følge af pandemien er desuden i overensstemmelse med, at tempoet på boligmarkedet er højest i Hovedstadsområdet. Her har omfanget af hjemmearbejde været større pga. erhvervs sammensætningen, og smitterisikoen i storbyerne er ligeledes højere, da befolkningstætheden her er størst. Det kan således have stimuleret boligefterspørgslen i og omkring Hovedstaden mere end i resten af landet.⁷

At boligpriserne stiger som en konsekvens af pandemien, understøttes også af, at boligprisudviklingen genfindes på tværs af lande, hvor restriktioner for at inddæmme virus smitten har svaret til dem i Danmark.

Den fremadrettede prisudvikling på boligmarkedet vil i høj grad afhænge af, hvor permanent og hvor stor den forøgede værdi forbundet med bolig er. Hvis behovet er tæt knyttet til nedlukningen og restriktionerne, så kan ændringen primært være af midlertidig

⁶ Se Morris A. Davis og Andra C. Ghent, *The Work-from-Home Technology Boon and its Consequences*, *NBER Working Paper*, april 2021.

⁷ Et lignende billede genfindes i amerikanske storbyer, hvor aktiviteten dog er lavere i de mest centrale dele af storbyerne. Se Nick Bloom og Arjun Ramani, *The donut effect: How COVID-19 shapes real estate*, *Policy Brief*, Stanford Institute for Economic Policy Research, maj 2021, og Christopher T. Stanton og Pratyush Tiwari, *Housing Consumption and the Cost of Remote Work*, *NBER Working Paper*, februar 2021.

karakter, og det samme kan prisstigningerne. Det kan fx gælde for skolelæreren, som under pandemien har været nødsaget til at undervise hjemmefra, men forventer at komme tilbage til klasseværelserne efter pandemien. Hvis derimod pandemien har ledt til strukturelle ændringer i måden, vi lever på, som rækker ud over pandemien, så vil forøgelsen af værdien af bolig være af mere permanent karakter. Det kan fx være blandt den del af befolkningen, som er beskæftigede på kontorer, hvor hjemmearbejde formodes at blive en mere fast del af arbejdslivet. Det kan give et pres opad på priserne, som langsomt reduceres, i takt med at boligmassen forøges.

Boligkøb og -salg er for de fleste boligejere de største enkeltstående økonomiske beslutninger, der træffes i livet. Beslutningerne er forbundet med relativt store omkostninger – både økonomiske og ikke-økonomiske, som fx tid, energi og usikkerhed. Derfor er køb og/eller salg af bolig oftest en sjælden begivenhed for den enkelte husholdning, hvor forventninger til fremtidige behov og økonomisk formåen spiller en stor rolle. En større værdi forbundet med bolig som følge af pandemien øger generelt sandsynligheden for, at gevinsterne ved at købe bolig overstiger omkostningerne.

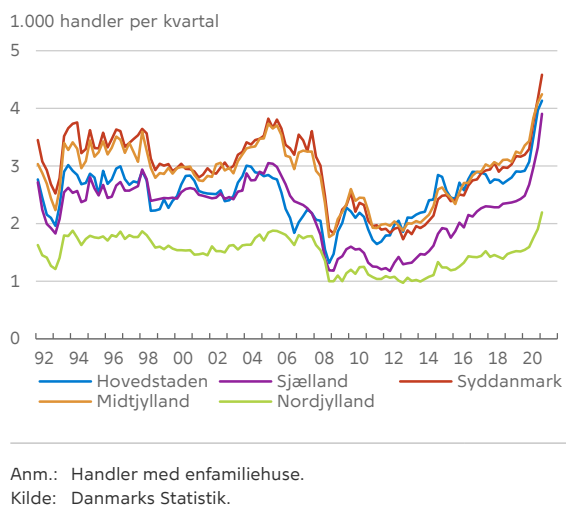
Potentielle boligkøbere forventes at fremrykke boligkøb

Den forøgede påskønnelse af bolig vil i sig selv give anledning til stigende handelsaktivitet. Denne effekt kan dog forstærkes af en gruppe af husholdninger, som allerede før pandemien stod med købstanker. Selv hvis disse potentielle købere ikke forventer at tilbringe mere tid i eget hjem efter pandemien, kan de vælge at fremrykke deres boligkøb som følge af midlertidige forhold under pandemien, herunder nedlukninger og restriktioner. Omkostningerne, i form af tid brugt på at søge efter bolig, kan dertil være blevet mindre, da restriktioner har hæmmet mange andre aktiviteter. Denne afledte effekt af, at pandemien har øget værdien forbundet med bolig, forventes at have forstærket handelsaktivitet og boligprisstigninger.

Fremrykningen kan bidrage til at forklare, at handelsaktiviteten er steget drastisk under pandemien

Drastisk stigning i handelsaktiviteten

Figur 5



og ikke er set højere siden 1980'erne, se figur 5. Stigningen i handelsaktiviteten genfindes også i antallet af førstegangskøbere, som steg med 17 pct. i 2020.⁸ Flyttemønstrene understøtter endvidere, at der er tale om fremrykning. Boligkøbere, der i 2020 flyttede fra København, flyttede forholdsmæssigt til de samme kommuner, som de gjorde i 2019 – der var bare flere, som gjorde det.⁹ Der er således ikke umiddelbare tegn på, at det geografisk set er en fundamentalt anden type bolig, som efterspørges.

Boligsalg kan være udskudt

En boligejer kan generelt ønske at sælge af mange årsager. Det kan fx være tilpasning af boligbehov, helbredsproblemer, skilsmisse eller længerevarende arbejdsløshed. Særligt én gruppe af sælgerne er dog relevante at tage i betragtning her. Det er husholdninger, der før pandemien stod med salgstanke med henblik på at flytte i mindre ejerbolig eller i lejebolig. Da værdien af kvadratmeter og egen have er steget under pandemien, kan disse potentielle sælgere samtidig have været mere tilbageholdende med at sætte deres bolig på markedet for en given pris. Det kan være med til at forklare, hvorfor antallet af boliger, der er sat til salg trods stigende priser,

8 Se Maria Hohnen, Antallet af førstegangskøbere steg med 17 pct., Danmarks statistik, Bag Tallene, 2021.

9 Se Danmarks Statistiks tal for flytninger.

ikke er steget i samme omfang som bolighandlerne, se figur 6, og at liggetiderne er faldet betydeligt.

Den øgede værdi forbundet med bolig samt den tidsmæssige forskydning af både køb og salg vurderes at være centrale forklaringer på den usædvanlige boligprisvækst under pandemien. Værdien forbundet med bolig er steget, og der er derfor kommet flere potentielle købere til, som skal fordele stadig færre boliger til salg imellem sig.

Ændringen i værdien forbundet med bolig kan være midlertidig eller permanent. Det kan de afledte effekter, i form af fremrykning og udskydelse af henholdsvis køb og salg, dog ikke. Dermed vil der alt andet lige være en tendens til den modsatte bevægelse på bagkanten af pandemien, hvor flere boliger kommer til salg, samtidig med at mængden af potentielle købere er blevet reduceret som følge af den høje handelsaktivitet.

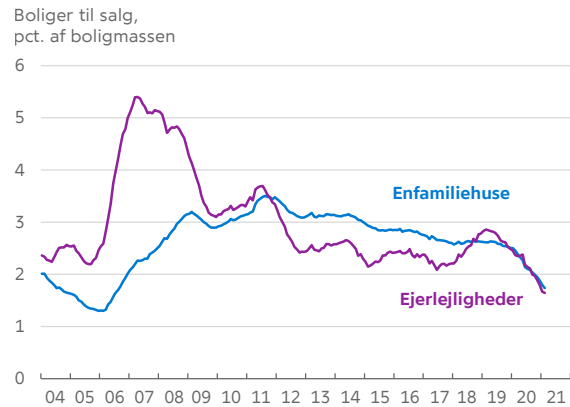
Andre midlertidige forhold forstærker også prisvæksten under pandemien

En række øvrige forhold har desuden bidraget til at forstærke de prisstigninger, som har fundet sted over det seneste år. Restriktioner har gjort en række tjenesteydelser mere eller mindre utilgængelige. Forbruget har således været undertrykt.¹⁰ Det kan have ledt forbrug over mod andre forbrugsgoder og aktiver, herunder bolig.¹¹ Udbetalingen af feriepenge har desuden øget husholdningernes likviditet. Det har givet danskerne mere luft i økonomien og muligvis gjort boligkøb.

På samme tid kan yderligere rentefald på husholdningernes gennemsnitlige indeståender i banken, og særligt negative renter på den yderste del af indlånet, have bidraget til at fremskynde boligkøb.¹² Mens renteniveauet formodes at være lavt i en længere periode, kan udbredte ændringer i bankernes beløbsgrænser for negative renter over de seneste

Begrænset antal boliger til salg det seneste år

Figur 6



Anm.: Det bemærkes, at der under pandemien har været en større andel af skuffesalg, som ikke inkluderes i figuren.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

6 måneder have skabt en forstærket reaktion blandt husholdningerne på renteniveauet.

Selvopfyldende forventninger kan påvirke boligpriserne

Omfanget af den uforklarede boligprisudvikling nærmer sig årene op til boligboblen i midten af 00'erne, hvor prisudviklingen klart var ude af trit med de økonomiske forhold. Det giver i sig selv anledning til skærpet opmærksomhed.

Under boligboblen i midten af 00'erne er der tydelige tegn på, at spekulation om fremtidige prisstigninger stod bag udviklingen. Det ses eksempelvis i Nationalbankens bobletest, der indikerer, at boligpriserne i årene op til finanskrisen var drevet af selvopfyldende forventninger, se figur 7. Det skal ses i lyset af introduktionen af variabelt forrentede og afdrags-

10 Se Svend Greniman Andersen og Rasmus Mose Jensen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.

11 Se Danmarks Nationalbank, Dansk økonomi er på vej mod mild højkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, juni 2021.

12 Se Rasmus Kofoed Mandsbjerg, Alexander Meldgaard Otte og Morten Spange, Privatkunders reaktion på negative renter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 9, 2021.

frie realkreditlån i årene forinden. I samme periode steg boligbyrden desuden kraftigt.

Det er generelt vanskeligt at måle graden af spekulation i form af selvopfyldende forventninger på boligmarkedet. Eksempler på denne form for spekulation kan være boligkøbere, som handler ud af frygt for ikke at komme med på bølgen, eller kreditinstitutter, der i højere grad tillader køb før salg, når priserne stiger. Det kan være rationel adfærd på den korte bane, når boligpriserne stiger, men oftest er det svært at tyde, hvornår udviklingen vender, før det er for sent. Indikatorer for spekulativ adfærd, herunder Nationalbankens bobletest, slår ikke ud på nuværende tidspunkt, og det synes derfor ikke at være den primære drivkraft for udviklingen under pandemien.

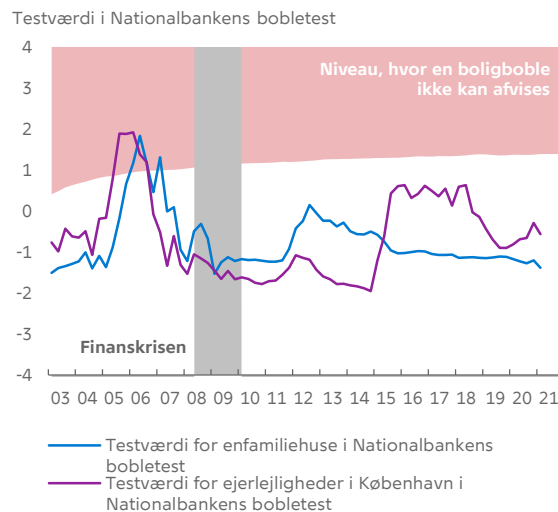
Hvis alle forventer stigende priser, så kan det i sig selv give anledning til, at priserne stiger. I et amerikansk studie illustreres, at sådanne forventninger om boligprisstigninger giver anledning til øgede boligpriser i sig selv, men også højere gældsætning og forbrug. Det er i overensstemmelse med udviklingen frem til den finansielle krise. Studiet viser desuden, at en stigning i værdien forbundet med bolig også vil forøge boligpriserne, men uden at føre til højere forbrug.¹³ Det understøtter også, at selvopfyldende forventninger ikke er den overvejende drivkraft bag boligprisudviklingen under pandemien.

Forøget usikkerhed om boligpriserne de kommende år

I takt med at pandemien slipper sit greb om Danmark og resten af verden, ventes dansk økonomi at bevæge sig mod en mild højkonjunktur. Det vil understøtte boligprisudviklingen i de kommende år. Set i lyset af det seneste års usædvanlige boligprisstigninger er det mindst lige så væsentligt, hvordan pandemien i sig selv forventes at påvirke boligefterspørgslen fremadrettet. Der er betydelig usikkerhed herom, specielt fordi den større værdi forbundet med bolig ikke umiddelbart er målbar. Prisudviklingen giver en god indikation, men der er

Selvopfyldende forventninger drev boligpriserne før finanskrisen

Figur 7



Anm.: Bobletesten er baseret på et indeks, som korrigerer boligprisen for udviklingen i fundamentale faktorer, herunder indkomst, rente og boligmasse. Indekset anvendes i en test for rationelle, selvopfyldende spekulative bobler. Se Simon Juul Hviid, A leading indicator of House-Price bubbles, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 114, april 2017.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

ikke et tilstrækkeligt erfaringsgrundlag fra tidligere pandemier.

Usikkerhed om pandemiens effekter på fremtidige boligpriser

For vurderingen af den fremtidige boligprisudvikling er der særligt to ubekendte, men vigtige forhold, der må gøres antagelser om. Det er, hvor stort og hvor permanent den øgede værdi forbundet med bolig er, og dermed hvor meget dette allerede har sat sig i priserne.

Hvor meget af den øgede værdi forbundet med bolig, der er indpriset i dag, er usikkert. Det kan være, at der aktuelt er opbygget et efterspørgselspres, som endnu ikke har ført til bolighandler, givet den begrænsede mængde boliger til salg. Stigende priser vil dog gradvist modgå dette pres, indtil prisniveauet er afstemt med efterspørgslen.

¹³ Se Greg Kaplan, Kurt Mitman og Giovanni Violante, The Housing Boom and Bust: Model Meets Evidence, *Journal of Political Economy*, vol. 128, nr. 9, September 2020.

Den øgede værdi forbundet med bolig kan betegnes som et præferenceskifte mod mere eller bedre bolig. Prisstigninger som følge af et præferenceskifte – hvad enten det er midlertidigt eller permanent – efterfølges alt andet lige af en korrektion. Det viser fx simuleringer på baggrund af Nationalbankens DSGE-model, se figur 8. Her er præferenceskiftet afstemt, så det indebærer prisseffekter svarende til den uforklarede del af boligpriserne i 2020, se figur 3. Hvis præferenceskiftet er midlertidigt, så vil boligprisen falde tilbage, i takt med at præferencerne vender tilbage til udgangspunktet. Hvis præferenceskiftet er af mere permanent karakter, løftes priserne, indtil boligmassen gradvist tilpasser sig og dermed dæmper priserne. Hvor stor boligprisstigningen og den efterfølgende korrektion er, afhænger således af, hvor stort samt hvor permanent præferenceskiftet er.

Variationer i antagelser om præferenceskiftets størrelse og varighed illustrerer et interval for, hvordan boligpriserne kan udvikle sig, se figur 9. Spændet i udfaldsrummet er bestemt ud fra to scenarier. Den øvre grænse illustrerer et permanent præferenceskifte, hvor prisniveauet gradvist afstemmes med efterspørgslen frem mod sommeren 2022. Det skal forstås således, at den øgede værdi forbundet med bolig endnu ikke er slået fuldt igennem på priserne, da der stadig er potentielle boligkøbere, som endnu ikke har handlet på præferenceskiftet. Den nedre grænse illustrerer modsat et scenarie, hvor økonomiens efterspørgselsmønstre, herunder bolig efterspørgslen, normaliseres i takt med udrulningen af vacciner og genåbningen af samfundet. Præferenceskiftet mod bolig er således alene af midlertidig karakter, og den øgede værdi forbundet med bolig er fuldt priset ind.

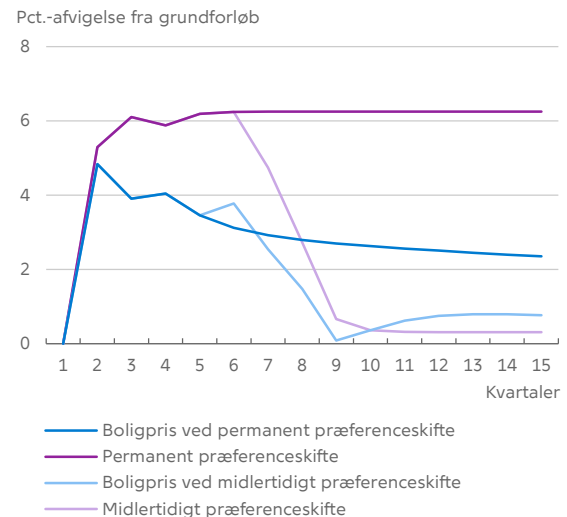
I både det øvre og det nedre scenarie er der under pandemien større stigninger i boligpriserne som følge af den øgede påskønnelse af bolig og de midlertidige faktorer. Det omfatter bl.a. undertrykte forbrugsmuligheder og forøget likviditet blandt husholdningerne. Boligprisivæksten modereres, efterhånden som disse midlertidige forhold forsvinder, og prisniveauet gradvist tilpasses efterspørgslen.

Forventninger til fremtidige boligprisstigninger kan blive selvopfyldende

Spændet i figur 9 bygger på variationer i antagelser om præferenceskiftets størrelse og persistens. Et andet forløb, hvor udviklingen i boligpriserne drives af selvopfyldende forventninger, er også en mulighed. I et sådant forløb stiger boligpriserne, ud over hvad både renter, indkomster og præferencer tilsiger. Kraftigt stigende priser kan overbevise markedsdeltagerne om, at der udfolder sig et stort skifte i efterspørgslen efter bolig. Det kan tilskynde boligkøbere til at købe i forventningen om fortsat stigende priser. Det

Præferencedrevne boligprisstigninger efterfølges af korrektioner

Figur 8

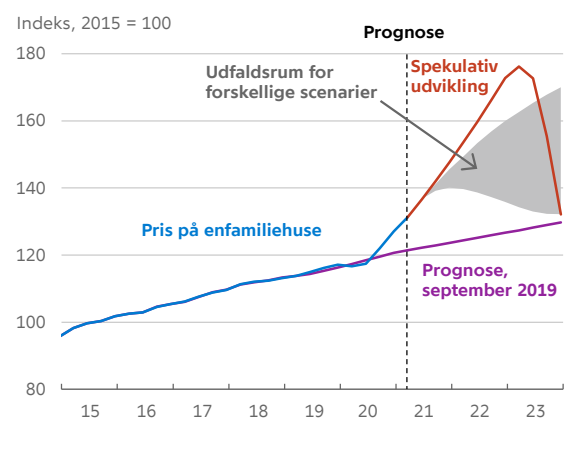


Anm.: Beregninger foretaget på Nationalbankens DSGE-model. Bemærk, at effekterne af præferenceskiftet her slår hurtigere igennem, end hvad friktioner på boligmarkedet tilsiger. Se Jesper Pedersen, An estimated DSGE-model for Denmark with housing, banking, and financial frictions, Nationalbank Working Paper, nr. 108, oktober 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Usikkerhed om udviklingen i boligpriserne

Figur 9



Kilde: Danmarks Nationalbank.

tigt stigende priser kan overbevise markedsdeltagerne om, at der udfolder sig et stort skifte i efterspørgslen efter bolig. Det kan tilskynde boligkøbere til at købe i forventningen om fortsat stigende priser. Det

Hjemmearbejde vil fortsætte i nogen grad efter pandemien

Boks 1

Pandemien kan have ledt til strukturelle ændringer i måden, vi lever på efter pandemien, herunder at hjemmearbejde i fremtiden vil have en større rolle end før pandemien. Det kan øge påskønnelsen af bolig permanent.¹ Størrelsen og effekten af en sådan ændring er ikke direkte målbar. Der er dog flere studier, som adresserer implikationerne af pandemien.

Et amerikansk studie viser bl.a., at hjemmearbejde i sig selv øger boligejernes påskønnelse af hjemmet, og at denne effekt er størst omkring de større byer.^{2,3} Et andet studie viser, at 40 pct. af hjemmearbejdet under pandemien forventes at fortsætte efter pandemien.⁴ Det svarer til en firdobling i forhold til perioden før pandemien. Studierne finder desuden, at hjemmearbejde er mest udbredt blandt højtuddannede, og at omtrent 60 pct. af de adspurgte har arbejdet hjemme under pandemien. I Danmark har 28 pct. af de beskæftigede arbejdet hjemme under vinterens nedlukning.⁵ Der kan være flere grunde til, at hjemmearbejdet i et vist omfang vil fortsætte, efter pandemien har løsnet sit greb. Den teknologiske udvikling, forøget humankapital og faldende stigmatisering understøtter dette, samt forøget fleksibilitet for de beskæftigede og reduceret tid brugt på pendling. Der er imidlertid også omkostninger forbundet med hjemmear-

bejde for både de beskæftigede og virksomhederne, som kan trække i den modsatte retning. Et studie på en asiatisk virksomhed viser, at hjemmearbejde under pandemien har ført til en 30 pct. stigning i arbejdede timer – heraf 18 pct. uden for normal arbejdstid – men at produktiviteten er faldet med 20 pct. Det skyldes et større behov for møder og koordinering, samtidig med at mængden af uforstyrret arbejdstid er faldet.⁶

De færreste havde inden pandemien forventet, at verden kunne blive ramt af en pandemi i det omfang, som har udspillet sig. Men alle ved til gengæld i dag, at udbrud af pandemier kan forekomme, og at konsekvenserne kan være store. Det kan både være i form af nye, mere smitsomme mutationer af covid-19 eller andre helt nye vira. I det omfang dette indlejres i husholdningernes forventningsdannelse, kan det betyde, at boligkøberne mere permanent ændrer deres boligbehov af præventive hensyn. Det er velkendt fra andre dele af litteraturen, at når først et scenarie, der tidligere var forventet usandsynligt, har udspillet sig én gang, så kan det påvirke husholdningernes beslutninger et stykke ud i fremtiden. Et eksempel er forsigtighedsopsparing som følge af indkomstrisiko.

1. Yunhui Zhao, US Housing Market during COVID-19: Aggregate and Distributional Evidence, *IMF Working Paper*, No. 2020/212, september 2020.
2. Morris A. Davis og Andra C. Ghent, The Work-from-Home Technology Boon and its Consequences, *NBER Working paper*, februar 2021.
3. Nick Bloom og Arjun Ramani, The donut effect: How COVID-19 shapes real estate, *Policy Brief*, Stanford Institute for Economic Policy Research, januar 2021, og Christopher T. Stanton og Pratyush Tiwari, Housing Consumption and the Cost of Remote Work, *NBER Working Paper*, februar 2021.
4. Barrero mfl., Why Working from Home Will Stick, *NBER Working Paper*, nr. 28731, april 2021, samt Bick mfl., Work from Home Before and After the COVID-19 Outbreak, *Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper*, nr. 2017, februar 2021.
5. Danmarks Statistik, Beskæftigelsen faldt i første kvartal, *Nyt fra Danmarks Statistik*, nr. 228, juni 2021.
6. Se Gibbs mfl., Work from Home & Productivity: Evidence from Personnel & Analytics Data on IT Professionals, *IZA Discussion Paper Series*, nr. 14336, maj 2021.

kan gå for sig i en rum tid, men priserne vil i sidste ende korrigeres og ofte hurtigt. Et sådant scenarie er illustreret i figur 9.¹⁴

Boligprisvæksten forudsættes at løje af

I prognosen i Udsigter for dansk økonomi, juni 2021, forudsættes boligpriserne at følge et konkret scenarie, selvom usikkerheden er stor.

I prognosescenariet antages, at omtrent halvdelen af pris effekterne af et præferenceskifte er permanent. Til grund for dette lægges bl.a. amerikanske studier, som tyder på, at 40 pct. af det samlede hjemmearbejde under pandemien forventes at fortsætte i hjemmet efter pandemien, se boks 1. Andre forhold end hjemmearbejde forudsættes også at øge påskønnelsen af bolig efter pandemien. Det fører

14 I dette scenarie er det antaget, at priserne fortsat stiger med den seneste tids stigningstakt indtil udgangen af 2022, hvorefter der sker en hurtig og kraftig korrektion. I tilfældet her er præferencestødet midlertidigt, og priserne korrigeres tilbage til niveauet forventet før pandemien, se figur 9.

samlet set til forudsætningen om, at ca. 50 pct. af et præferenceskifte er permanent. Ligeledes antages det, at priserne gradvist tilpasses efterspørgselspres set fra præferenceskiftet over resten af året.

På den baggrund forudsættes boligpriserne i prognosescenariet at stige med 14 pct. i 2021, se figur 10. I 2022 forudsættes bortfaldet af de midlertidige effekter at lægge et nedadrettet pres på priserstigningerne, og boligpriserne forudsættes at stige med 6 pct. i 2022 og 1 pct. i 2023. Det skal ses i sammenhæng med de øvrige fundamentale drivkræfter bag boligprisudviklingen, som fx renter, boligmasse og indkomster. Særligt sidstnævnte understøttes fremadrettet af, at dansk økonomi bevæger sig mod en mild højkonjunktur. Samlet set indebærer forudsætningerne, at boligpriserne ved udgangen af prognosen i 2023 er knap 27 pct. højere end inden pandemien og 14 pct. højere end forventet i fraværet af pandemien, svarende til forventningen i prognosen fra september 2019.

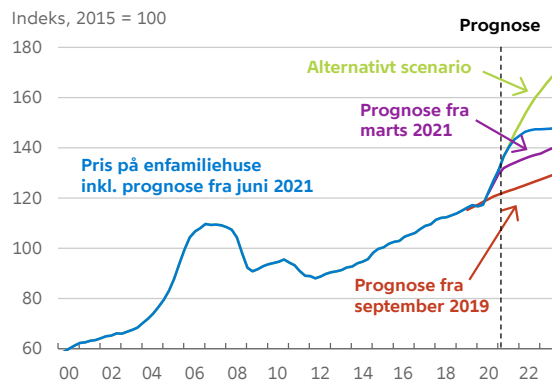
Liggetider og prisnedslag er aktuelt lave, og der er risiko for, at det afspejler et større fortsat efterspørgselspres fra præferenceskiftet end lagt til grund i prognosescenariet. Som beskrevet ovenfor kan et større og permanent præferenceskifte give anledning til væsentligt højere prisstigninger de kommende år. Det er illustreret i figur 10 som et alternativt scenario, svarende til forudsætningerne bag den øvre grænse i figur 9. Med disse antagelser vil boligpriserne stige 12 pct. i 2022 og 8 pct. i 2023. Det indebærer, at priserne vil være godt 30 pct. højere ved udgangen af 2023 end forventet i fraværet af pandemien.

Den nuværende fart på boligmarkedet kan bidrage til at opbygge risici

På nuværende tidspunkt er der ikke tegn på væsentlige ubalancer på boligmarkedet som helhed. Omkostningerne ved at eje en bolig, boligbyrden, er lav i en historisk kontekst, ligesom det er tilfældet med forbrugskvoten. Udviklingen i boligpriserne er

Prisstigningerne løjer af, efterhånden som økonomien genåbnes

Figur 10



Anm.: Se Danmarks Nationalbank, Dansk økonomi er på vej mod mild højkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, juni 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ikke aggregeret set fulgt af øget gældsætning for husholdningerne samlet set, hvorfor friværdierne i gennemsnit er øget i takt med boligformuen. Væsentlige fremtidige konsolideringsbehov på makroplan synes derfor ikke at være under opbygning i prognosescenariet.

På dele af boligmarkedet er flere advarselsslamper dog begyndt at blinke. Det drejer sig om København og omegn samt andre store byer. Boligbyrden for fx ejerlejligheder i København er relativt høj og har været stigende over de senere år. Samtidig er udlånet i København siden 2015 vokset hurtigere end de disponible indkomster.¹⁵ Det har betydet, at den samlede boliggyld i forhold til den disponible indkomst i dag nærmer sig niveauerne inden finanskrisen.

Udviklingen i den aggregerede gældsætning kan samtidig dække over store forskelle på tværs af husholdningerne. Øget gældsætning blandt boligkøbere og i forvejen højt forgældede husholdninger kan overskygges af, at andre husholdninger, der bl.a. som følge af forøget likviditet, negative indlånsrenter mv., har nedbragt gæld under pandemien.

¹⁵ Der tages forbehold for, at den nationale disponible indkomst ikke nødvendigvis er repræsentativ for de københavnske boligkøbere.

De seneste 14 måneders høje tempo på boligmarkedet forudsættes som beskrevet at fortsætte lidt endnu. Prognosescenariet for boligprisudviklingen er imidlertid underlagt langt større grad af usikkerhed end normalt. Det skal ses i lyset af, at udviklingen aktuelt ikke kun drives af fundamentale forhold i klassisk forstand, såsom indkomster og renter.

Uanset hvad der forudsættes om prisudviklingen i dag, så er der større samfundsmæssige risici knyttet til forløb, hvor boligpriserne stiger markant eller endda løber løbsk. En sådan udvikling kan have en accelererende karakter, og det kan hurtigt give anledning til dannelsen af en selvopfyldende boligprisboble med større prisfald til følge.

Jo kraftigere og længerevarende stigningen i boligpriserne bliver, desto større er risikoen for, at prisudviklingen kan medvirke til opbygningen af ubalancer i dansk økonomi. Fortsatte prisstigninger skaber et afsæt for, at øget gældsætning blandt husholdningerne kan finansiere en kraftigere fremgang i forbrug og boliginvesteringer end ventet. Det er for set, at der kan gå tid, før stigende friværdier omsættes til gæld, forbrug og boliginvesteringer.¹⁶

Økonomien er mere sårbar, når boligpriserne er kreditdrevne

Stigninger i boligpriser, der er drevet af høj kreditvækst, øger sandsynligheden for en negativ spiral, hvor selv mindre fald i boligpriserne kan få negative konsekvenser for realøkonomien. Det kan ske, hvis

forbruget sænkes som følge af faldende boligpriser. Det svækker aktiviteten i økonomien, hvilket vil reducere indkomsterne, som igen lægger et nedadrettet pres på boligpriserne. Det er også tilfældet, selv hvis ubalancen på boligmarkedet ikke medfører store tab for den finansielle sektor. En sådan spiral kan bl.a. opstå, når forbrugere er kreditbegrænsede, og der er mulighed for at bruge boligen som sikkerhedsstillelse ved låntagning. Sagt på en anden måde, boligmarkedet kan være en vigtig forstærker af udsving i aktiviteten både uden for og i en finansiell krise.¹⁷

En ubalance på boligmarkedet og samspillet mellem kreditvækst, boligpriser, forbrug og boliginvesteringer kan forklare, at fald i aktivpriser kan lægge en dæmper på økonomien i længere tid, end det ellers ville være tilfældet.¹⁸ Samtidig kan ubalancen være asymmetrisk: Opsving drevet af boligprisstigninger kan være kortere og mindre kraftige end det efterfølgende tilbageslag.

Det er en anomali, at gældsætningen aggregeret set ikke aktuelt er steget væsentligt i takt med de stigende boligpriser. Årsagerne kan være mange, men de begrænsede forbrugsmuligheder og den deraf forbedrede likviditet blandt husholdningerne er formentlig en væsentlig faktor under pandemien. Men hermed er risikoen for en større og hurtigere stigning i gældsætning, privatforbrug og boliginvesteringer til stede på baggrund af større friværdier, når økonomien normaliseres.

16 Se Grinderslev m.fl., *Financial cycles: What are they and what do they look like in Denmark?*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 115, juni 2017.

17 Forbrugsstigning kan som følge af højere boligpriser øges gennem mindst to kanaler: en formuekanal og en sikkerhedsstillelseskanal. Under den første kanal føler husholdningerne sig rigere, når priserne stiger, hvilket giver anledning til øget forbrug. Under kreditkanalen giver stigningen i boligprisen mulighed for at øge forbruget for kreditbegrænsede forbrugere, da den højere værdi af boligen øger husholdningernes muligheder for at stille sikkerhed for låntagning. De to kanaler kan ikke fuldstændigt adskilles, men under begge kanaler virker boligmarkedet som en vigtig forstærker af udsving i aktiviteten. Litteraturen peger på, at i Danmark er sikkerhedsstillelseskanalen den vigtigste kanal for forbrugseffekten af ændringer i boligpriser, se Henrik Yde Andersen og Søren Leth-Petersen, *Housing wealth or collateral: How home value shocks drive home equity extraction and spending*, *Journal of European Economic Association*, februar 2021, eller Simon Juul Hviid og Alessia De Stefani, *Housing collateral and home-equity extraction*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 135, februar 2019.

18 Tidligere analyser fra Nationalbanken har peget på, at økonomiske kriser på bagkant af kreditvækst og kraftige stigninger i boligpriserne alt andet lige er længere end andre typer af kriser, se Kramp og Pedersen, *Opsving slutter ikke på grund af alderdom*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, juni 2020. Dette resultat kan også genfindes i andre internationale studier.

Derfor er det ønskværdigt at indføre stabiliserende mekanismer på boligmarkedet, der hæmmer specielt kreditdrevne stigninger på boligmarkedet, i forbruget og i boliginvesteringerne. Mere robuste rammer for boligmarkedet kan reducere udsvingene i dansk økonomi. Disse pointer er illustreret ved simuleringer på Nationalbankens DSGE-model, se boks 2.

Godt tidspunkt til strukturelle forbedringer af boligmarkedet

Udviklingen på boligmarkedet den seneste tid viser, at priserne hurtigt kan stige og endda kraftigt. Udsving på boligmarkedet kan hurtigt smitte af på realøkonomien og muligvis på den finansielle stabilitet. Det gælder i dag, ligesom det vil gælde i fremtiden.

Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, bredt tilgængelig afdragsfrihed og høj skatteværdi af rentefradraget har over en længere årrække stimuleret boligprisstigninger frem for at stabilisere udviklingen. Det er ønskværdigt at forbedre disse strukturer, og nu er et godt tidspunkt, da renterne er lave, og økonomien er på vej ind i en mild højkonjunktur.

Strukturelle forbedringer vil både i dag og på længere sigt bidrage til at reducere sandsynligheden for store udsving i boligpriserne og de samfundsøkonomiske omkostninger forbundet hermed – såkaldte halerisici. Indførelsen af den nye boligskatteaftale i 2024 er et vigtigt element heri.

Begrænset afdragsfrihed og reduceret rentefradrag mindsker sårbarhed

Tiltag, der kan øge robustheden for husholdningerne – og dermed boligmarkedet og dansk økonomi som helhed – kan fx være krav om afdrag for de mest forgældede boligejere.¹⁹ En indførelse af afdragskrav for låntagere, der har mere end 60 pct. gæld med sikkerhed i boligen, forventes at lægge et svagt nedadrettet pres på boligpriserne over de kommen-

de år, alt andet lige. En sådan effekt kan vurderes i Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA. Her svarer afdragskravet til, at den mindste førsteårs-ydelse stiger for en delmængde af boligkøberne. Isoleret set forventes et afdragskrav for boligkøbere med belåningsgrad, LTV, over 60 pct. af boligens værdi at dæmpe den samlede prisvækst over de kommende 10 år med knap 6 pct. Det skal holdes op imod, at boligpriserne under pandemien er steget med 15 pct. allerede.

En reduktion af skatteværdien af rentefradraget kan mindske tilskyndelsen til at optage gæld og kan således øge husholdningernes robusthed. I et lavrentemiljø kan denne forbedring opnås, uden at boligejernes økonomi påvirkes i væsentlig grad på kort sigt. På længere sigt vil reduktionen af skatteværdien af rentefradraget bidrage til lavere gældsætning. En gradvis reduktion af rentefradraget over de kommende år forventes at have en begrænset effekt på boligpriserne. Som et eksempel forventes en reduktion af rentefradraget på 10 procentpoint at reducere boligpriserne med knap 2 pct. samlet set over en 10-årig periode. Det er hensigtsmæssigt med en langsigtet plan for reduktionen af skatteværdien af rentefradraget, således at boligkøberne kan træffe valg på et oplyst grundlag.²⁰

Boligpriserne er steget markant under pandemien, og der er en betydelig risiko for, at det vil fortsætte. Det øger risikoen for opbygningen af ubalancer i dansk økonomi med en række samfundsmæssige omkostninger til følge. De anbefalede tiltag forventes at reducere boligprisvæksten, men kun i meget beskedent omfang relativt til de stigninger, som har fundet sted over det seneste år. Husholdningernes gældsætning er samlet set vokset beskedent, og selv en mindre korrektion af boligpriserne forventes derfor ikke at give anledning til et konsolideringsbehov med større makroøkonomiske konsekvenser til følge. Samtidig er renterne lave, og økonomien er på vej ind i en mild højkonjunktur. Derfor er det et godt tidspunkt at gennemføre tiltag, der kan styrke robustheden af dansk økonomi og understøtte finansiell stabilitet.

¹⁹ Se fx pressemeddelelse efter det 33. møde i Det Systemiske Risikoråd ([link](#)).

²⁰ Rentefradraget skal ses i relation til den samlede kapitalbeskatning. Fx er pensionsafkastbeskatningen, PAL, betydeligt lavere end rentefradraget, hvilket giver et incitament til at spare op i pension frem for at afdrage på gæld. For en større gennemgang af dansk kapitalbeskatning, se Det Økonomiske Råd, Kapitel II, Kapitalindkomstbeskatning, Dansk økonomi, forår 2019.

Udviklingen på boligmarkedet kan smitte af på den øvrige økonomi: Effekterne af ændret påskønnelse af bolig i en makroøkonomisk model

Boks 2

Kraftigt stigende boligpriser kan påvirke samfundsøkonomien mere bredt, hvis mere friværdi blandt boligejere omsættes til mere forbrug og flere boliginvesteringer igennem øget gældsætning. En sådan udvikling kan forstærke konjunktursving i økonomien.¹ Pointerne kan illustreres ved brug af Nationalbankens DSGE-model.² Prisstigninger kan i DSGE-modellen knyttes direkte op på en øget påskønnelse af bolig, der for givne priser, renter, indkomster og boligmasse øger boligprisen. Der betragtes to forløb for præferenceskiftet. I det første forløb forudsættes, at præferenceskiftet er af midlertidig karakter. Konsekvenserne for boligmarkedet og den øvrige økonomi er illustreret i figur A til venstre nedenfor. I det andet forløb forudsættes et midlertidigt præferenceskifte, der først øger boligprisen, hvorefter præferenceskiftet falder og presser boligprisen under udgangspunktet. Det er illustreret i figur A til højre. Størrelsen af præferenceskiftet svarer i begge forløb til den uforklarede del af prisudviklingen i 2020, se figur 3.

I det første forløb indebærer præferenceskiftet, at boligpriserne indledningsvist stiger, som præferenceskiftet udmønter sig. De stigende boligpriser stimulerer husholdningernes forbrug. Denne effekt skal ses i lyset af de to typer af husholdninger, som optræder i modellen. Den ene type husholdning er kreditbegrænset og kan kun låne med sikkerhed i boligen. Stigningen i boligpriserne øger friværdierne og giver således

de kreditbegrænsede husholdninger mulighed for at øge låntagningen og øge forbruget. Den anden type af husholdninger er ikke kreditbegrænsede. De vil i stedet sænke deres øvrige forbrug for at give plads til øget boligforbrug for den samme indkomst og formue.

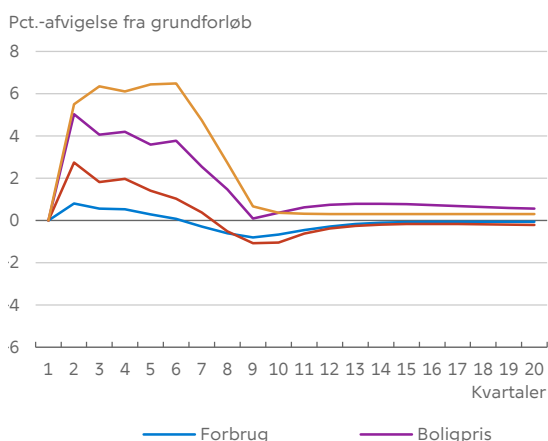
Den indledende stigning i boligpriserne efterfølges af fald, i takt med at det midlertidige præferenceskifte forsvinder. Boligpriserne finder således tilbage til samme niveau, som i fraværet af præferenceskiftet. Udviklingen medfører, at husholdningernes forbrug og gæld også falder, men til et niveau under udgangspunktet. Boligprisudviklingen forstærker således udsving i økonomien. Forbrug og gældsætning finder altså først tilbage til sit oprindelige niveau senere i forløbet, og økonomien gennemgår således en periode med fald i forbrug og gældsætning, selv om boligpriserne er uændrede. Forløbet skal ses i lyset af, at friværdien for kreditbegrænsede husholdninger falder og mindsker deres mulighed for gældsætning og forbrug. Konsolideringsfasen for disse husholdninger har negative konsekvenser for resten af økonomien, fordi deres lavere forbrug fører til faldende økonomisk aktivitet. Det påvirker igen efterspørgslen på boligmarkedet. Først når gælden er tilbage til niveauet, der svarer til de kreditbegrænsede husholdningers lånebegrænsning, kan deres forbrug igen normaliseres.³

Fortsættes...

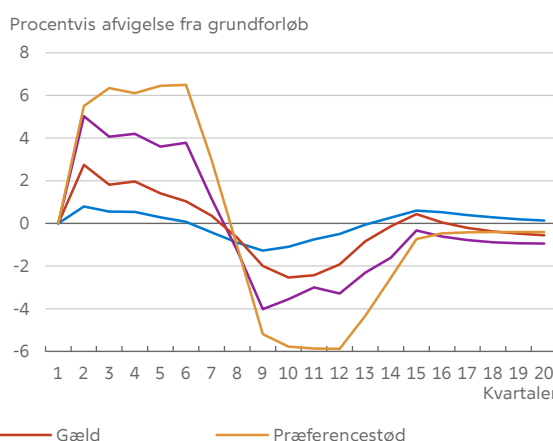
Effekter på gæld, forbrug og boligpris af ændringer i præferencer for bolig

Figur A

Effekter ved et midlertidigt skifte i præferencen for bolig



Effekter, hvis boligpræferencen falder under udgangspunktet – en boligpriscykel



Anm.: I figuren er vist udviklingen i boligpris, forbrug og gæld som en konsekvens af ændrede præferencer for bolig.

Kilde: Egne beregninger foretaget på Nationalbankens DSGE-model, se Pedersen (2016).

1. Ordningen med korttidsansatte giver ansatte, hvis arbejdstid er nedsat på grund af midlertidig mangel på arbejde, ret til en kompenserende ydelse. Formålet er at undgå afskedigelser, og omfanget af ordningen kan således være et varsel om en evt. vending på arbejdsmarkedet.
2. Jesper Pedersen, An estimated DSGE-model for Denmark with housing, banking, and financial frictions, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 108, oktober 2016.
3. Se Javier Andrés, Oscar Arce og Carlos Thomas, Structural reforms in a debt overhang, *Journal of Monetary Economics*, 88, juni 2017.

Udviklingen på boligmarkedet kan smitte af på den øvrige økonomi: Effekterne af ændret påskønnelse af bolig i en makroøkonomisk model

Boks 2

...fortsat

Hvis den forøgede påskønnelse af bolig modgås af en tilsvarende forringelse af værdien forbundet med bolig, så bliver afsmitningen fra boligmarkedet til økonomien større, som illustreret i det andet forløb vist i figur A til højre. Her driver præferenceudsvingene boligprisen ned under sit udgangspunkt. Udsvingene i boligprisen kunne også ses i andre kontekster, som fx under finansielle kriser eller bristede boligprisbobler. Forløbet illustrerer, at jo større udsvingene i boligpriserne er, desto større bliver afsmitningen på økonomien. Forløbet viser også, at afsmitningen på den øvrige økonomi ikke er symmetrisk, selvom forløbet for præferenceskiftet er det. Sagt på en anden måde, så kan en pludselig stigning i boligprisen efterfulgt af et fuldstændigt tilsvarende fald drive den økonomiske aktivitet op, men det efterfølgende fald i den økonomiske aktivitet er større og længerevarende, end den initiale stigning.

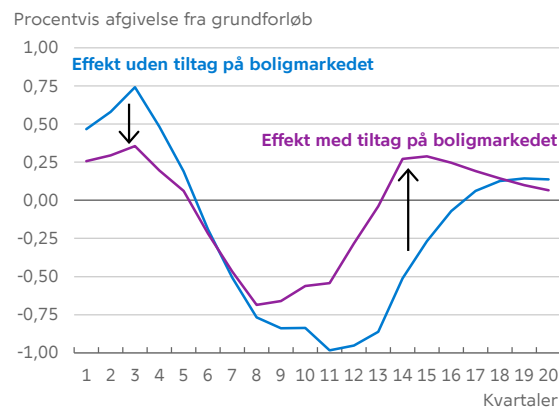
De generelle strukturer på boligmarkedet kan påvirke afsmitningen på den øvrige økonomi. Det kan være en udfordring at analysere dette spørgsmål. Både værdien af rentefradraget og fastfrysningen af boligbeskatningen har påvirket husholdningernes balancer gennem en længere årrække, hvilket kan være svært at fange i en model. Det samme kan forventes at være tilfældet for tilgængeligheden af afdragsfrihed. I denne del af boksen forsøges imidlertid illustreret, hvordan strukturerne på det danske boligmarked kan påvirke afsmitningen på resten af økonomien. Der udføres dog ikke en velfærdsanalyse. Der ses fx bort fra, at afdragsfrihed kan lette hæmmende kreditbegrænsninger for nogle husholdninger, ligesom den anvendte model fx ikke indeholder egentlig systemisk risiko og konkurser.

Med udgangspunkt i det andet forløb, vist i figur A til højre, illustreres mekanismerne. Præferenceskiftet indarbejdes både under de nuværende strukturer på det danske boligmarked, men også under et sæt af alternative forudsætninger: (1) Lavere rentefradrag: Rentefradraget sænkes med 10 procentpoint. (2) Genindføre sammenhængen mellem boligbeskatning og boligpriser. (3) Lavere grad af afdragsfrihed svarende til 1 procentpoint højere afdrag på boliglån. (4) 5 procentpoint højere udbetalingskrav. Alle tiltag antages at være fuldt indfaset i simuleringen. Det understreges, at disse ændrede forudsætninger ikke er egentlige anbefalinger til økonomisk politik, ligesom størrelsen på ændringerne er sat vilkårligt. De alternative strukturer er kun indført i modellen for at illustrere, hvordan ændrede strukturer på boligmarkedet kan ændre på afsmitningen til den øvrige økonomi.

I figur B er vist påvirkningen på forbruget under de to forudsætninger beskrevet ovenfor: Med nuværende strukturer og med de nævnte alternative strukturer. Forbruget stiger mindre i et forløb med implementerede tiltag, fordi boligpriserne stiger mindre. Tilsvarende falder forbruget også mindre, når præferenceskiftet reverseres. Forbruget vender således også tidligere tilbage til sit udgangspunktet i en situation med tiltag. Simuleringerne indikerer, at hvis alle de fire tænkte tiltag blev implementeret, så ville forbruget stige med omtrent 0,5 procentpoint mindre, men også falde med omtrent 0,5 procentpoint mindre. Forbruget ville vende tilbage til sit udgangspunkt omkring 3 kvartaler tidligere, sammenlignet med en situation med de aktuelle strukturer på boligmarkedet. Forløbet afspejler de samme mekanismer som præsenteret først i denne boks: At øget kredit, enten i form af lavt udbetalingskrav eller høj grad af afdragsfrihed, øger spiralen mellem gæld, forbrug og boligmarkedet. Samtidig betyder afkoblingen mellem beskatningen af bolig og boligenprisen, at denne spiral bliver kraftigere. Simuleringerne illustrerer således samlet set, at tiltag kan mindske udsving i boligpriser, og dermed den samlede økonomiske aktivitet. Det gør økonomien mindre sårbar.

Effekter på forbrug fra en boligpris-cykel

Figur B



Anm.: I figuren er vist udviklingen i forbrug som konsekvens af ændrede præferencer for bolig.

Kilde: Egne beregninger foretaget på Nationalbankens DSGE-model, se Pedersen (2016).

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Analysen består af en dansk og engelsk version.
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
21. Juni 2021



**DANMARKS
NATIONALBANK**

Simon Thinggaard Hetland
Economist
sthe@nationalbanken.dk

Simon Juul Hviid
Principal Economist
sjh@nationalbanken.dk

Jesper Pedersen
Advisor
jpe@nationalbanken.dk

Adrian Michael Bay Schmith
Economist
ambs@nationalbanken.dk
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION