

**Redaktion**

*Cheføkonom*

*Christian Hilligsøe Heinig*

*chei@rd.dk*

**Udgiver**

*Realkredit Danmark*

*Parallelsvej 17*

*2800 Kgs. Lyngby*

**Ansvarshavende**

*Cheføkonom*

*Christian Hilligsøe Heinig*



## Det langsigtede prispotentialer på boligmarkedet er begrænset

Diskussionerne omkring boligmarkedet tager typisk sit udgangspunkt i den aktuelle udvikling eller måske udsigterne for det kommende års tid. Med andre ord er det primært det korte perspektiv, der er i fokus. Det på trods af, at påvirkningen på privatøkonomien fra boligmarkedet oftest strækker sig over rigtig mange år, for de danskere, der er på boligmarkedet eller overvejer at gå ind på boligmarkedet.

Dette aspekt skal for det første ses i lyset af, at boligmarkedets påvirkning på den samlede makroøkonomi herhjemme netop er på det korte sigte via formueeffekter på privatforbruget, og for det andet skyldes det formentlig også, at vi bedre kan forholde os til de begivenheder, der sker her og nu, mens potentielle begivenheder 10-20 år ude i horisonten forekommer meget fjernt. Samtidig viser al erfaring også, at det med at se i krystalkuglen 10-20 år frem i tid er mere end bare usikkert. Alligevel vover vi lidt af pelsen i denne analyse, hvor vi ser nærmere på prispotentialer for boligmarkedet over de kommende mange år.

Vores umiddelbare vurdering er, at prispotentialer er forholdsvis begrænset. For det første er der lagt op til svag økonomisk vækst frem mod 2025 som følge af lav produktivitetsvækst og demografisk modvind. Det mindsker indkomstpotalet i økonomien, som netop har været et udmærket pejlemærke for huspriserne i et langsigtet perspektiv. Der er heller ikke udsigt til hjælp fra hverken rentefronten eller demografien og yderligere vil et mindsket rentefradrag også kunne trække huspriserne svagt ned. I det hele taget er der i det lange perspektiv en vis sandsynlighed for, at højere beskatning af boligen kan komme i spil – enten via yderligere reduktioner af rentefradragsretten eller højere boligskatter. Endelig er medvinden fra finansielle liberaliseringer også løjet af og kan i værste fald blive vendt til modvind i tilfælde af øget finansiell regulering i kølvandet på finanskrisen.

At det opadgående prispotentialer på boligmarkedet er begrænset er ikke det samme som at sige, at boligpriserne skal falde betydeligt fra deres nuværende niveau. Vores bedste vurdering er, at huspriserne realt set vil vokse med gennemsnitligt 0-1% om året over de kommende 10-20 år, og dermed holde sig inden for den teoretisk langsigtede rettesnor for huspriserne i form af inflation- og vækstudsigterne. Et sådan scenario vil selvfølgelig dække over større udsving i den ene eller anden retning i forskellige år. Samlet set vil det sige, at huspriserne målt i nominelle termer vil være højere end i dag, men at der omvendt vil blive tale om særdeles svag prisvækst i et historisk perspektiv.

Som tidligere bemærket er det værd at være særdeles ydmyg over for en langsigtet fremskrivning – der kan opstilles scenarier, der kan trække huspriserne i både den ene eller anden retning.

## Pæn real prisvækst på boligmarkedet historisk set...

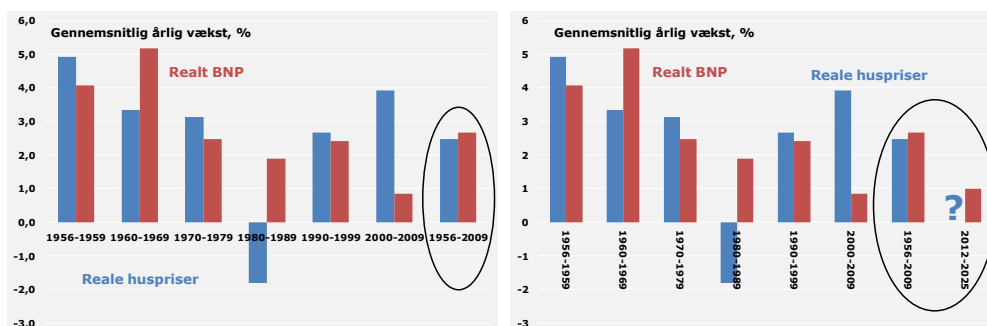
Ser vi på prisudviklingen på boligmarkedet over de seneste 55 år, så er boligpriserne i gennemsnit steget med 7,4% om året. Fordelt på årtier, ser vi den laveste prisvækst i 1990'erne, hvor den årlige prisvækst var på 4,8%, mens højdespringeren var i 1970'erne med en gennemsnitlig prisvækst på 12,4% om året. I perioden siden midten af 1950'erne har dansk økonomi forandret sig på mange måder, og vi har også set et større skift i inflationen, hvor især 1970'erne bød på høj inflation. Hvis huspriserne eksempelvis stiger med 10% samtidig med, at priser og lønninger også stiger med 10%, så vil der reelt set ikke være tale om stigende boligpriser. Mere interessant er det derfor at se på udviklingen i de reale huspriser, og her viser det sig, at huspriserne reelt set er steget med cirka 2,5% om året gennem de seneste 55 år.

At huspriserne generelt er løbet noget stærkere end inflationen kan umiddelbart virke noget overraskende med tanke på, at man typisk vil vurdere, at huspriserne bør vokse i takt med omkostningen ved at bygge nyt. Stiger huspriserne hurtigere end byggeomkostningerne, så kan det alt andet lige betale sig at bygge nyt og vice versa, og denne mekanisme bør altså sikre en form for nogenlunde parallel udvikling mellem disse to mål. Inflationen benyttes ofte som et cirka mål for udviklingen i byggeomkostningerne. Imidlertid vil eksempelvis knaphed på attraktive byggegrunde i nogle områder kunne føre til, at huspriserne presses ekstra i vejret, da udbudsmekanismen svækkes, og dermed er der også mulighed for, at boligpriserne vil kunne stige hurtigere end inflationen. Der er dog på lang sigt umiddelbart en øvre grænse for potentialet for boligprisstigninger i form af den generelle indkomstudvikling – vi skulle gerne på sigt have råd til at købe vores egne boliger.

## ...og prisvæksten har ikke været langt fra den samlede indkomstvækst i samfundet

Tager vi udgangspunkt i den samlede økonomiske aktivitet som et cirka mål for udviklingen i danskernes indkomster, så ser vi, at den reale vækst i BNP siden 1955 har været på 2,7% om året i denne periode – altså en tand højere end udviklingen i de reale huspriser. En god rettesnor for det langsigtede potentiale for prisudviklingen på boligmarkedet vil på denne baggrund være et sted mellem inflationen og op til den nominelle økonomiske vækst i samfundet. Som nedenstående figur 1 viser, så har der dog været årtier, hvor sammenhængen mellem BNP-væksten reelt og husprisudviklingen har været skæv. Det skal selvfølgelig ses i sammenhæng med, at der også er andre parametre, der spiller ind på huspriserne. Især prisudviklingen fra 2000-2009 står i kontrast til vækstudviklingen, men her skal forklaringen findes i blandt andet finansiel innovation i form af afdragsfrie lån, rentefald og også at en generel optimistisk stemning omkring de fremtidige boligpriser var med til at lave bobletendenser på det danske boligmarked. En anden periode er 1980'erne, og her har politiske indgreb i form af skattereform, der mindskede rentefradragsretten, samt kartoffelkuren fra 1986 sin del af æren.

Figur 1: Prisudviklingen på boligmarkedet og den økonomiske vækst i Danmark



Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger

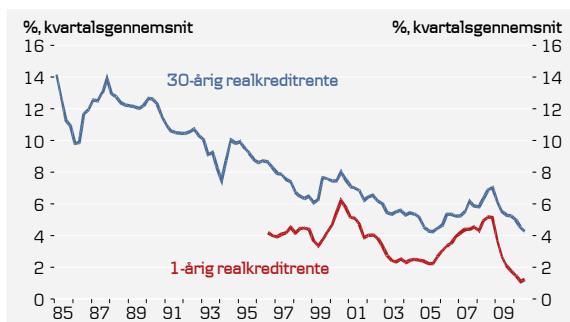
## Udsigt til begrænset bidrag til boligmarkedet fra vækstfronten

Diskussionerne omkring den fremtidige vækst og velstand i Danmark kører aktuelt på fuldt blus. Det skal blandt andet ses i lyset af, at det fremtidige vækstpotentiale i Danmark vurderes begrænset, og vi placerer os i den dårlige ende af skalaen i OECD-området. OECD's beregninger indikerer, at dansk økonomi står til en gennemsnitlig økonomisk fremgang på 1% om året i perioden fra 2012 til 2025. De Økonomiske Vismænd herhjemme estimerer nogenlunde samme vækstpotentiale. Det kan ikke siges at være prangende med tanke på, at vi som nævnt i perioden fra 1955 og frem til nu har oplevet en årlig realvækst på 2,7%. Den lave økonomiske vækstrate skal ses i lyset af en generel lav produktivitetsvækst herhjemme over de seneste ti til femten år samt modvinden fra demografien, hvor vi bliver færre i arbejdsstyrken og flere uden for arbejdsstyrken. Holder dette vækstscenarium stik, så er der ikke meget medvind til boligmarkedet fra økonomien over de kommende 15 års tid.

## Et langstrakt rentefald kommer ikke boligmarkedet til redning

Boligmarkedet oplevede gennem 1990'erne og nullerne stor medvind fra et langstrakt rentefald i kølvandet på, at inflationen og inflationsforventningerne stabiliserede sig på et lavt leje på i omegnen af 2%. I kølvandet på den finansielle krise har centralbankerne praktisk taget ført en nul-rentepolitik, og markedsrenterne har været tæt på bunden. Set over de kommende ti til tyve år kan renterne sagtens nå både at stige og falde betydeligt, men når startpunktet er tæt på rentebunden, så er der ikke udsigt til, at boligmarkedet vil få større hjælp fra renteutviklingen. Faktisk kan man sagtens argumentere for, at vi vil se betydelig modvind i tilfælde af, at renterne skal op og stabilisere sig på et mere normalt leje. Vores boligmarkedsmodel tilsiger alt andet lige, at en rentestigninger på 1%-point presser huspriserne ned med i omegnen af 8-10%.

Figur 2: Langstrakt rentefald har hjulpet boligmarkedet - men nu er kvoten opbrugt



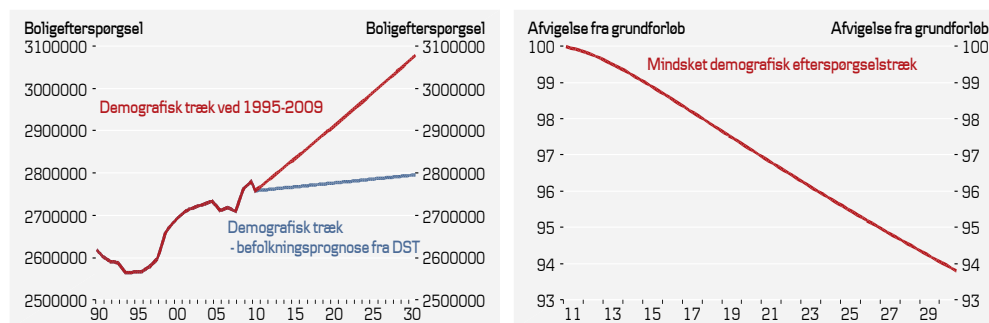
Kilde: Realkredit Danmark

## Medvinden fra demografien løjer af

Gennem boligmarkedsopturen har den demografiske udvikling været medvirkende til at skubbe boligpriserne opad. Nedenstående figur 3 til venstre viser det demografiske efterspørgselstræk efter parcelhuse og rækkehuse. Efterspørgselstrækket er en funktion af antallet af danskere fordelt på aldersgrupper, og de er så sammenvægtet efter deres tilbøjelighed til at bo i hus. Eksempelvis er der få 20-29-årige, der bor i parcelhus eller rækkehus, mens mange 40-60-årige bor i parcelhus eller rækkehus.

Tager vi udgangspunkt i Danmarks Statistiks seneste befolkningsprognose frem mod 2030, så er det demografiske efterspørgselstræk svagt stigende på landsplan, og det vil sikre, at der ikke isoleret set vil komme et negativt bidrag til huspriserne fra denne kant. Omvendt vil der være tale om markant mindre medvind, end vi oplevede i perioden fra 1995-2009. I nedenstående figur til venstre er der lavet en mekanisk fremskrivning, der fastholder den samme udvikling fra 1995-2009 frem mod 2030 i stedet for befolkningsprognosen fra Danmarks Statistik. Denne forskel kan via vores boligmarkedsmodel alt andet lige omsættes til en lavere huspris på i omegnen af 6%.

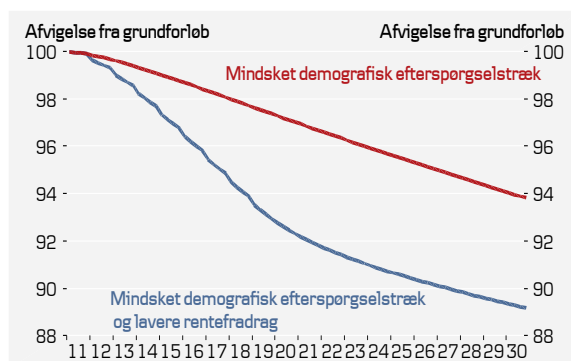
Figur 3: Demografien hjælper heller ikke boligmarkedet over de kommende tyve år



### Reduceret rentefradragsret kan også drille boligmarkedet en smule

Med skattereformen sænkes værdien af boligejernes rentefradrag fra cirka 33% til 25% over en periode fra 2012 og frem til 2019. For en hel del danske boligejere mærkes dette indgreb dog ikke i større grad, da reduktionen af rentefradragsretten kun gælder for renteudgifter over 100.000 kroner for et ægtepar (50.000 kroner for enlige). Denne grænse reguleres dog ikke fremover, og den reale værdi vil dermed over tid blive mindre og mindre.

Figur 4: Reduktion af rentefradragsretten kan også give lidt modvind



Kilde: Realkredit Danmark

Dette indgreb vil isoleret set have en negativ virkning på boligmarkedet. Det er svært præcis at udregne effekten, da der ikke er tale om en "ren" nedsættelse af rentefradraget grundet bundfradraget for renteudgifter, og ligeledes afhænger effekten også af det generelle renteniveau i økonomien. Jo højere renten generelt er desto større værdi har rentefradraget. Endelig er det også svært at vurdere, hvor hurtigt reduktionen af rentefradraget får effekt på boligpriserne. I en perfekt rationel verden burde dette indgreb allerede nu påvirke huspriserne nedad, men hele effekten er

langt fra kommet i spil, da det næppe indgår i mange potentielle boligkøberes overvejelser. Den negative pris effekt vil med andre ord komme gradvist snigende over en længere årrække. Forestiller vi os et nogenlunde gennemsnitligt renteniveau i økonomien, og ser bort fra bundfradraget for renteudgifterne, så vil der være tale om en negativ effekt på huspriserne på i omegnen af 5%.

### **Finansiel liberalisering har hjulpet boligmarkedet på vej – effekten kan blive vendt rundt**

Finansiel liberalisering i form af nye låneprodukter og ændrede kreditvilkår har været med til at skubbe boligpriserne opad. OECD estimerer, at de reale huspriser er blevet skubbet op med mere end 30% i OECD-området som gennemsnit i perioden fra 1980-2005.

I kølvandet på den finansielle krise er øget finansiel regulering kommet på dagsordenen, og det kan også ramme det danske boligmarked. Indtil videre er der fortsat ikke kommet endelig afklaring på, hvad der i fremtiden vil ske med de FlexLån, vi kender i dag, som på visse områder vil være i konflikt med det udspil som Basel-komiteen har lagt frem.

Selv hvis vi skulle komme i en situation, hvor 1-årige FlexLån vil blive afskaffet, så vil det ikke nødvendigvis betyde højdramatik for boligmarkedet, da nye låneprodukter formentlig vil komme frem i dagens lys. Det vil dog sandsynligvis blive en spids dyrere, og dermed også alt andet lige være negativt for boligmarkedet.

*Realkredit Danmark har udarbejdet publikationen alene til orientering. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge obligationer eller i øvrigt optage realkreditlån. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens egen vurdering af, hvorledes der skal disponeres. Efter Realkredit Danmarks opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Realkredit Danmark påtager sig dog ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed eller for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.*