

Redaktion

Cheføkonom

Christian Hilligsøe Heinig

chei@rd.dk

Udgiver

Realkredit Danmark

Parallelvej 17

2800 Kgs. Lyngby

Ansvarshavende

Cheføkonom

Christian Hilligsøe Heinig



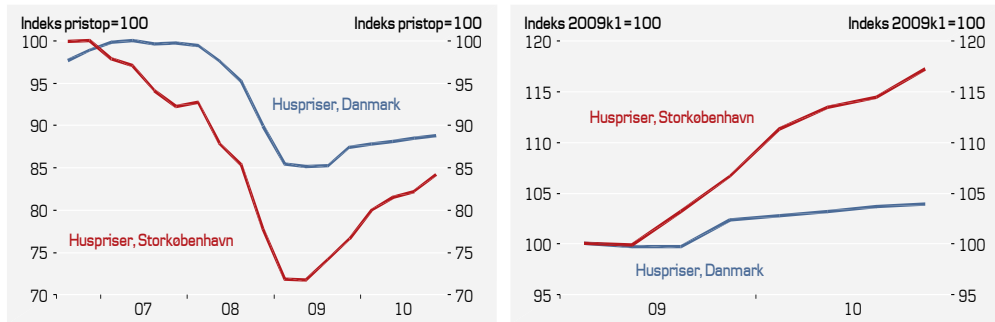
Den københavnske boligboble er blæst væk

- Efter de store prisfald på det københavnske boligmarked i kølvandet på finanskrisen, så har vi siden foråret 2009 oplevet prisstigninger på 15-20%. Dermed nåede det københavnske boligmarked aldrig for alvor at blive billigt i en historisk kontekst, når vi måler omkostningerne ved at eje en bolig i forhold til de disponible indkomster. Det på trods af et fortsat historisk lavt renteniveau.
- Det har ført til bekymringer omkring, hvorvidt vi overhovedet er kommet den københavnske boligboble til livs. Tilbage på toppen af boligmarkedsbølgen i 2006, så kunne vores boligmarkedsmodel langt fra redegøre for de voldsomme prisstigninger, og mere end 50% af prisstigningerne kunne ikke forklares ud fra de fundamentale forhold som ”burde” drive boligpriserne.
- Laver vi samme beregning i dag, så er det imidlertid glædeligt at kunne konstatere, at den københavnske boligboble har tabt luften, og at huspriserne er tæt på balance. Cirka halvdelen af effekten kan tilskrives de prisfald, vi har oplevet siden 2006, mens den anden halvdel især kan tilskrives lavere renter og stigende indkomster.
- Fraværet af en boligboble i København er ikke nogen garanti imod fremtidige prisfald, som i høj grad vil afhænge af udviklingen i renter, indkomster, ledighed og boligkøbernes tillid til boligmarkedet. Sådan har det imidlertid altid været, og det positive budskab i vores beregninger er dermed primært, at der ikke umiddelbart er overhængende risiko for kraftige husprisfald med mindre økonomien eller boligmarkedet rammes af negative stød.
- Vores beregninger understreger også, at priserne på det københavnske boligmarked typisk vil svinge mere i forhold til landsgennemsnittet. Således reagerer huspriserne kraftigere på ændringer i især ledighed og indkomster, hvilket skal ses i lyset af relativt større knaphed på byggegrunde. En fortsat økonomisk genopretning vil altså sikre en større modvægt mod stigende renter i københavnsområdet og dermed kompensere for det lidt dyrere udgangspunkt.

Store udsving i de københavnske boligpriser

Det københavnske boligmarked har levet en omtumlet tilværelse gennem de seneste år. Huspriserne var på ekstrem himmelflugt i årene op til 2006, og faldt så på kort tid med næsten 30%, da finanskrisen rullede ind over os, men siden foråret 2009 er de så atter steget med 15-20%, jf. figur 1. Til sammenligning har huspriserne på landsplan bevæget sig omtrent sidelæns siden foråret 2009.

Figur 1: Huspriser siden top og siden bund

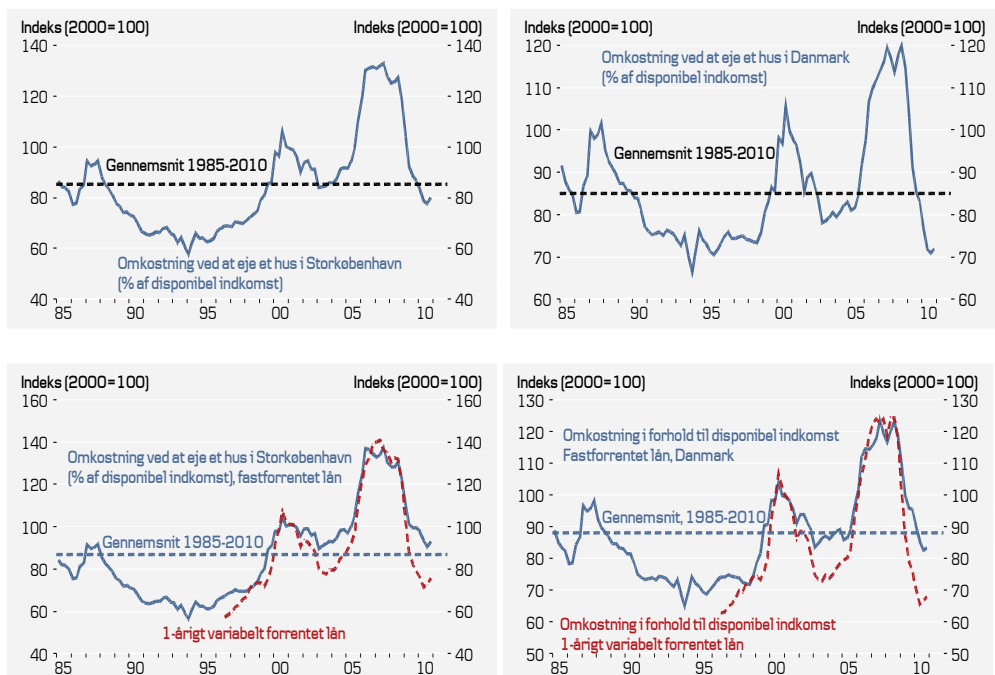


Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

De kraftige prisstigninger i københavnsområdet har betydet, at på trods af de rekordlave renter i den sidste del af 2010, så nåede det københavnske boligmarked ikke at blive rigtig ”billigt” vurderet ud fra den historiske udvikling i boligomkostningerne sat i forhold til den disponible indkomst. Vi befinder os et lille nøk under gennemsnittet siden 1985, hvorimod vi på landsplan befinder os på et markant lavere niveau end det gennemsnitlige niveau, jf. figur 2.

Trods at boligmarkedet er ”billigere” på landsplan i forhold til København, så illustrerer beregningerne, at det københavnske boligmarked med det aktuelt lave renteniveau ikke er lukket land for køberne. Omkostninger til rentebetalinger efter skat, boligskatte etc. i forhold til indkomsterne er således på niveauet fra starten af 1999.

Figur 2: Boligmarkedet er ”billigere” på landsplan i forhold til i København



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

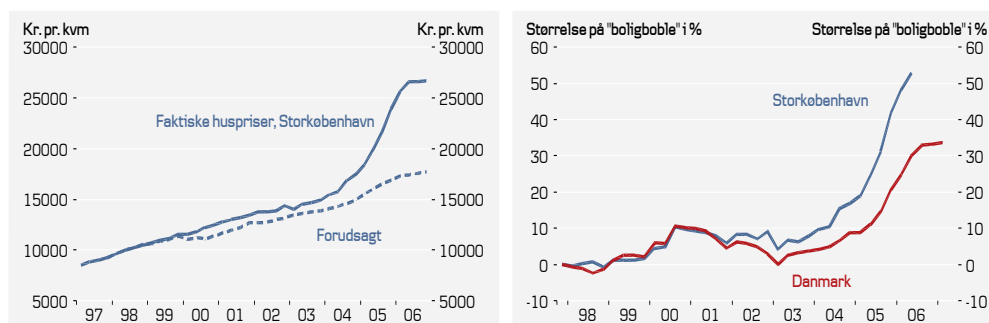
Disse beregninger tager dog udgangspunkt i et renteniveau, der er sammenvægtet af både en 1-årig realkreditrente og en 30-årig realkreditrente, og vægtingen afhænger af, hvor stor en andel af låntagerne, der vælger disse lån. I øjeblikket er der stor forskel mellem den 1-årige rente og den 30-årige rente, og laver man udelukkende beregningen med en 30-årig realkreditrente i Københavnsområdet, som låntagerne jo også bliver kreditvurderet på baggrund af, så er det københavnske boligmarked faktisk aktuelt en tand dyrere end gennemsnittet siden 1985. Konklusionen om, at det københavnske boligmarked ikke er et lukket land for køberne ændres dog ikke – vi er stadig langt fra tidligere højder og på niveau med slutningen af 1999 og 2003 og billigere end i årene fra 2000-2002.

Er der luft tilbage i den københavnske boligboble?

Den seneste tids kraftige prisstigninger i Københavnsområdet så kort tid efter punkteringen af boligboblen har ført til stigende bekymringer om, hvorvidt prisniveauet nu atter har slået ind på en uholdbar bane. I et forsøg på at besvare dette spørgsmål, har vi udvidet vores boligmodel, jf. appendiks, til ikke kun at omfatte landsplan, men også Storkøbenhavn defineret ved landsdelene København by og Københavns omegn.

I nedenstående figur 3 er illustreret, hvor svært vores boligmodel havde ved at forklare de voldsomme prisstigninger under boligprisfesten. Da priserne toppede i 2006 lå de faktiske huspriser i Københavnsområdet mere end 50% over det fundamentale niveau, vores boligmodel tilsagde. Til sammenligning var størrelsen på uligevægten på landsplan cirka 30%. Vores boligmodel kom altså dengang med et kraftigt advarselssignal, men som diskuteret i analysen ”Huspriserne i balance – men udfordringer forude” fra efteråret 2010, var der indtil flere forbehold, der betød, at man ikke håndfast kunne konkludere, at der var en boble på boligmarkedet og størrelsen på denne.

Figur 3: Uligevægten så voldsom ud i de glade boligmarkedsdage



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

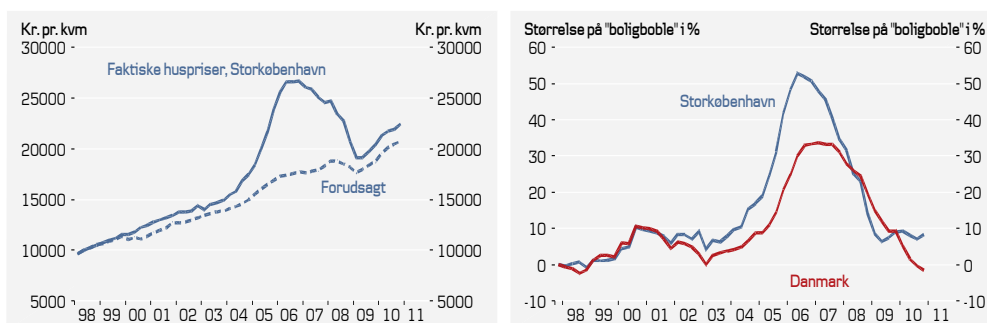
Udvider vi eksperimentet i ovenstående figur 3 og ser nærmere på, hvor meget af prisudviklingen vores boligmarkedsmodel reelt set kan forklare i Storkøbenhavn siden 1998 og frem til nu, så ser vi, at der ikke længere er den store forskel mellem de forudsagte huspriser og de faktiske huspriser. Helt præcist er ”uligevægten” i boligmarkedsmodellen reduceret fra astronomiske 53% i 2. kvartal 2006 til blot 8% i 4. kvartal 2010, jf. figur 4.

De 8% som huspriserne i Storkøbenhavn er over niveauet fra vurderingen i boligmodellen skal ikke udlægges som om, at vi stadig mangler lige netop denne tilpasning før ligevægten er opnået. Der er en vis portion statistisk og økonomisk usikkerhed omkring sådanne ligevægtsberegninger,

og hovedkonklusionen fra vores beregninger er i stedet, at den københavnske boligboble i høj grad har mistet pusten, og at det københavnske boligmarked faktisk er tæt på at være i balance. Det samme kan i øvrigt siges om husprisudviklingen på landsplan, hvor de aktuelle huspriser er små 2% under det fundamentale niveau i henhold til vores boligmodel.

Som beregningerne viser, så har vi ikke set en udvidelse af uligevægten på det københavnske boligmarked gennem de seneste par år, da de kraftige husprisstigninger er blevet imødegået af lavere renter og stigende indkomster. Således lå ”uligevægten” også på 8% tilbage i 1. kvartal 2009. På landsplan er boligpriserne reelt set steget i lavere takt end dikteret af boligmodellen, og uligevægten på landsplan er blevet reduceret fra næsten 15% i 1. kvartal 2009 til nu at være i balance. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at uligevægten på landsplan i starten af 2009 pludselig blev større end i københavnsområdet efter at have haltet langt efter. Det understreger nok en gang, hvor voldsom prisnedturen var på det københavnske boligmarked, og det er også en betydningsfuld forklaring bag den efterfølgende større prisoptur.

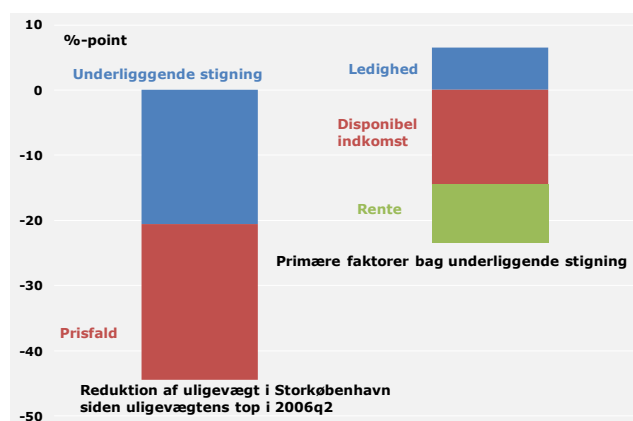
Figur 4: Luften er sivet godt og grundigt ud af bobletendenserne



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

Ser vi nærmere på de bagvedliggende årsager til at luften er sivet ud af boligboblen i København, så kan reduktionen i uligevægten henføres til næsten lige stor vægt på de generelle prisfald og en underliggende boligprisstigning i boligmodellen. Uligevægten er blevet reduceret med 45%-point og 24%-point kan henføres til faldende boligpriser, mens 21%-point kan henføres til stigende huspriser i boligmodellen, jf. figur 5.

Figur 5: Prisfald og underliggende stigning i boligpriser ”deler” æren for boblereduktionen



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

De primære forklaringer på prisstigningerne i boligmodellen er selvfølgelig stigende disponible indkomster i husholdningerne samt lavere renter. De to faktorer alene bidrager isoleret set til husprisstigninger i boligmodellen på godt 20% siden sommeren 2006, hvor uligevægten toppede. I modsat retning har arbejdsmarkedet imidlertid påvirket huspriserne negativt, og det højere ledighedsniveau i dag i forhold til dengang har bevirket en negativ påvirkning af huspriserne på cirka 6%.

Der er selvfølgelig andre variable i boligmodellen, der trækker i den ene eller anden retning for huspriserne i den betragtede periode, men der er ingen som har haft så kraftig en påvirkning som ledighed, indkomster eller renteutviklingen. Det er dog interessant at se, hvordan boligskatte i form af grundskyld og ejendomsværdiskat faktisk har haft en underliggende negativ indvirkning på huspriserne. Grundskyldsbetalingerne har således været opadgående, mens den effektive ejendomsværdibeskatning reelt set har været stigende i kølvandet på faldende boligpriser. Samlet set har boligbeskatningen underliggende trukket huspriserne ned med cirka 4% i den betragtede periode.

Figur 6: Skattestoppet har ikke holdt hånden under huspriserne i nedgangstider



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

Fravær af prisboble er ikke ensbetydende med fravær af risiko for prisfald

Selv om vores boligmodel indikerer, at luften er sivet ud af den københavnske boligboble, så er det ikke ensbetydende med, at det københavnske boligmarked kan sige sig fri for risikoen for faldende huspriser over de kommende år. Meget vil således afhænge af, hvordan de underliggende faktorer udvikler sig, og dertil kommer også, at psykologien blandt boligkøberne vil indtage en væsentlig rolle. Et mere optimistisk syn på boligmarkedet fra potentielle købere vil eksempelvis kunne neutralisere den negative effekt fra stigende renter. Det skal ses i lyset af, at forventer man som boligkøber stigende huspriser, så vil det alt andet lige betyde, at ens forventede omkostninger ved at eje boligen mindskes som følge af en fremtidig værdistigning på huset.

Hvor boligmodellen i sig selv ikke giver et svar på den fremtidige prisudvikling, så giver den til gengæld et kvalificeret fingerpeg om, at de københavnske huspriser næppe vil falde kraftigt tilbage uden at boligmarkedet bliver ramt af negative stød fra eksempelvis større rentestigninger, ledighedsstigninger eller fald i indkomsterne. Det står i kontrast til situationen tilbage i 2006, hvor der var tale om en kraftig uligevægt på boligmarkedet, og dermed en større risiko for kraftige prisfald selv uden negative stød til boligmarkedet. Det må trods alt siges at være et ganske positivt budskab fra vores boligmodel – det ville således have været et trist udgangspunkt at stå med større

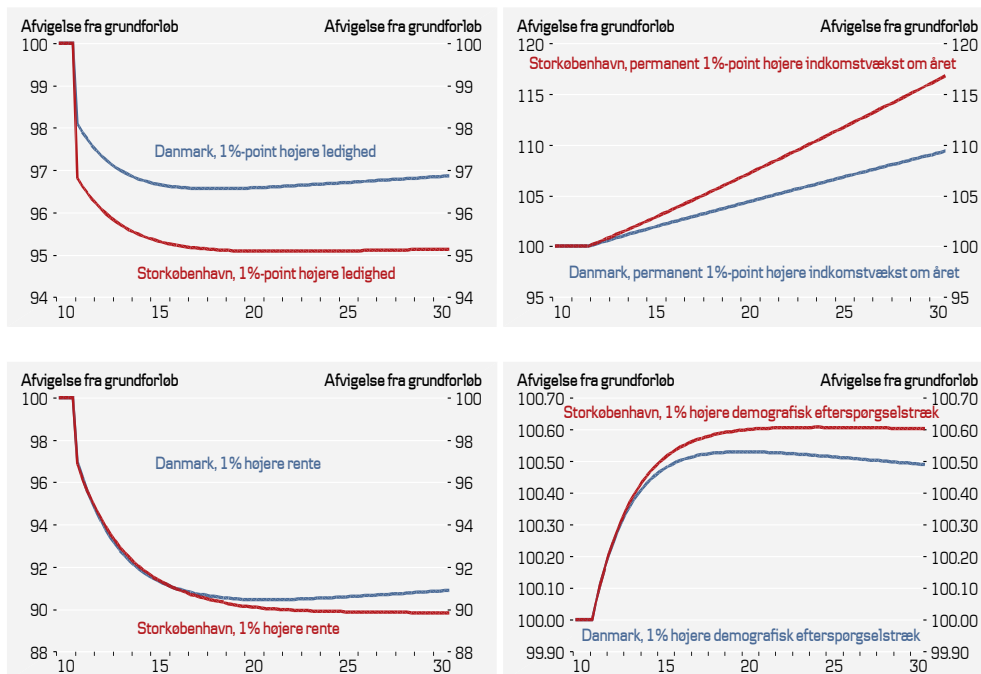
bobletendenser på det københavnske boligmarked og udsigt til, at renten kun kunne bevæge sig op fra de fortsat historisk lave renteniveauer.

Det københavnske boligmarked er mere prisfølsomt i forhold til landsgennemsnittet

En klassisk betragtning på boligmarkedet er, at stiger priserne på eksisterende huse hurtigere end omkostningen ved at bygge nyt, så vil det alt andet lige blive mere attraktivt at bygge nyt, og det vil føre til stigende boligudbud og dermed føre til et nedadgående pres på boligpriserne. I københavnsområdet er der imidlertid knaphed på byggegrunde – i hvert fald, når man snakker parcelhusgrunde – og dermed sættes denne ligevægtsskabende faktor for huspriserne i højere grad ud af drift set i forhold til resten af landet. Det betyder også, at det københavnske boligmarked er relativt prisfølsomt i forhold til landsgennemsnittet, og det er også en vigtig forklaring på de større prisudsving gennem de seneste år.

Dette forhold bekræfter vores boligmodel også. I nedenstående figurer er således vist, hvordan de københavnske huspriser og huspriserne på landsplan reagerer på diverse stød til modellen. Eksempelvis vil en permanent ledighedsstigning på 1%-point reducere huspriserne på landsplan med cirka 3% på lang sigt, mens effekten på det københavnske boligmarked vil være på små 5%. Indkomststigninger er tæt på at slå dobbelt igennem på de københavnske huspriser. En permanent stigning i indkomsten på 1% vil alt andet lige løfte de københavnske huspriser med godt 0,8%, mens den tilsvarende effekt på landsplan er små 0,5%.

Figur 7: Det københavnske boligpriser reagerer kraftigere på underliggende ændringer



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

Rentestigninger slår ligeledes en tand hårdere igennem på københavnsområdet på lang sigt – her vil huspriserne alt andet lige blive mindsket med næsten 10% af en rentestigning på 1%-point

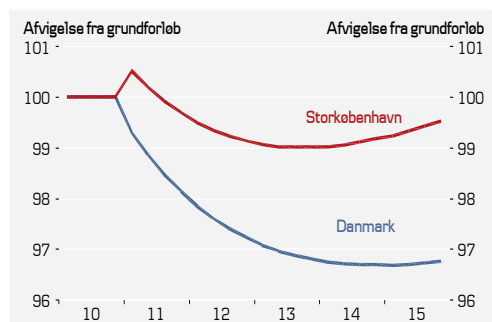
mens den tilsvarende negative effekt på det samlede danske boligmarked vil være på godt 8%. Der er dog ikke den store forskel på effekten af stigende renter på den korte bane, hvilket skal ses i lyset af den måde, som boligmodellen er formuleret på. På efterspørgselsiden vil en stigning i de samlede boligomkostninger på 1% alt andet lige føre til et fald i huspriserne på 1% på lang sigt. Denne antagelse implicerer, at vi som boligkøbere ikke er villige til at sidde hverken dyrere eller billigere i huset end oprindeligt tiltænkt. I sidste ende kommer forskellen i prisgennemslaget fra højere rente altså fra udbudssiden.

Holdbart økonomisk opsving giver større modvægt til stigende renter i København

Det alt andet lige dyrere boligmarked i københavnsområdet set i forhold til resten af landet betyder umiddelbart et lidt dårligere udgangspunkt i forhold til at absorbere rentestigninger over de kommende år. Ovenstående beregninger illustrerer imidlertid, at hvis vi ellers kommer til at opleve en periode med stigende renter, og den danske konjunkturcykel er nogenlunde afstemt med konjunkturerne i euroområdet, så vil rentestigninger efter al sandsynlighed komme i kølvandet på en bedring på både arbejdsmarkedet og i de disponible indkomster, og dermed vil vi også se en kraftigere positiv modvægt til rentestigninger i københavnsområdet. Det er illustreret i nedenstående figur 8, som viser et eksperiment, hvor renten stiger med 1%-point, ledigheden reduceres med 1%-point og de disponible indkomster vokser med 1% mere om året. Som det ses af figur 8 vil huspriserne i københavnsområdet klare sig noget bedre end på landsplan i et sådan scenarie, og en stor del af den negative priseffekt fra rentestigningen vil blive neutraliseret.

Det er derfor på nuværende tidspunkt ikke muligt at udpege det københavnske boligmarked som mere eller mindre sårbart i forhold til resten af landet, og den fremtidige prisudvikling vil som altid afhænge af de hårde målbare størrelser som rente, indkomst og ledighed samt mere udefinerbare mål som boligkøbernes fremtidige prisforventninger og dermed deres tillid til boligmarkedet.

Figur 8: Økonomisk bedring dæmper i højere grad den negative effekt fra renten i København



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Skat og Realkredit Danmark

Appendiks: Boligmodellen i korte træk

Danske Bank koncernens tidligere boligmodel DARK (Danske Analyses Regionale Kontantpris-model) var bygget op på amtsniveau. Med nedlæggelsen af amterne primo 2007 er modellen nu af gode grunde blevet reformuleret til én model for hele Danmark og nu også en for Storkøbenhavn bestående af landsdelene København by og Københavns omegn.

Den "nye" boligmodel baserer sig på DARKs opbygning og er en fejlkorrektionsmodel, der indeholder tre centrale ligninger:

1: En langsigsrelation for den reale boligpris. Den reale boligpris afhænger af det demografiske efterspørgselstræk i forhold til boligkapitalen (målt i antal kvadratmeter), boligomkostninger i form af boligskat, rente efter skat, afskrivninger og inflationsforventninger, husholdningernes disponible indkomster samt ledighedsudviklingen

2: En ligning for de reale huspriser, som afhænger af boligomkostningerne, ledighedsprocenten og den reale indkomst samt et fejlkorrektionsled, som er forskellen mellem modellens langsigtede forecast og den faktiske udvikling i huspriserne

3: En ligning for udviklingen i boligudbuddet i form af en Tobins q sammenhæng. Stiger huspriserne mere end byggeomkostningerne, så vil der blive bygget nyt, og det samlede boligudbud vil stige og vice versa

Modellens parametre er estimeret over 74 perioder - fra 1985q3 til 2003q4. Omkring 50% af den samlede variation i de kvartalsvise vækstrater for huspriserne lader sig forklare af modellen.

Kilde: Realkredit Danmark og Danske Analyse

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.