

21. marts 2013



Bag om boligmarkedet: Er boligmarkedet billigt eller dyrt?

Et af de mest omdiskuterede emner i boligdebatten gennem efterhånden en længere årrække har været om boligmarkedet er billigt, dyrt eller har et nogenlunde fornuftigt prisniveau. Uenigheden mellem økonomer kan til tider være stor, og alene i 2012 hørte vi vurderinger af, at der er en negativ prisboble på boligmarkedet til, at boligpriserne stadig var overvurderet med i omegnen af 15 %. I denne analyse prøver vi at belyse, hvad der er op og ned i alle disse diskussioner omkring det ”rette” ligevægtsniveau for boligpriserne.

Redaktion

Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

- Der er mange tilgange til at bestemme om boligpriserne er nogenlunde i balance eller ej. Vi har identificeret fem typiske tilgange til dette spørgsmål, som ofte anvendes i boligdebatterne. Man kan vurdere ud fra boligbyrden, fra økonometriske modeller, fra en Tobins Q sammenhæng – altså huspriser i forhold til byggeomkostninger, fra en historisk trend og endelig på omkostningsforholdet mellem at eje og leje en bolig.
- Det viser sig, at man nærmest kan få den konklusion frem, man gerne vil have alt efter hvilken tilgang, man som økonom sværger til. Det er heller ikke muligt at udpege hvad for en tilgang, som er den mest korrekte, da de alle har styrker og svagheder – nogle tilgange dog mere end andre.
- Det kan derfor heller ikke undre, at man til tider kan blive godt forvirret i den løbende boligdebat. Konklusionerne afhænger således af den tilgang, økonomeren har ”lagt” ned over boligmarkedet og af økonomens ydmyghed over for de indbyggede svagheder, som den anvendte tilgang har.
- Prøver vi at summe sammen på baggrund af et helhedsbillede af de forskellige tilgange, så vurderer vi, at boligprisniveauet er nogenlunde i balance qua det aktuelt meget lave renteniveau. I samme åndedrag er det vigtigt at gøre opmærksom på, at huspriser i balance eller ej ikke nødvendigvis har indflydelse på den kortsigtede prisudvikling på boligmarkedet.
- Både de økonomiske vismænd og nationalbanken har tidligere fremhævet, at der er stor usikkerhed omkring fastlæggelsen af et ligevægtsniveau. Tidligere nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen ramte lige på kornet tilbage i 2005 med udtalelsen: ”Bobler er vældig interessante for økonomer at analysere, men desværre viser erfaringen, at man hverken kan forudsige bobler eller konstatere dem, når de er der. Bobler er noget, man kan se bagefter”.

Udgiver

Realkredit Danmark
Strødamvej 46
2100 København Ø
Risikostyring og
forretningsudvikling

Ansvarshavende

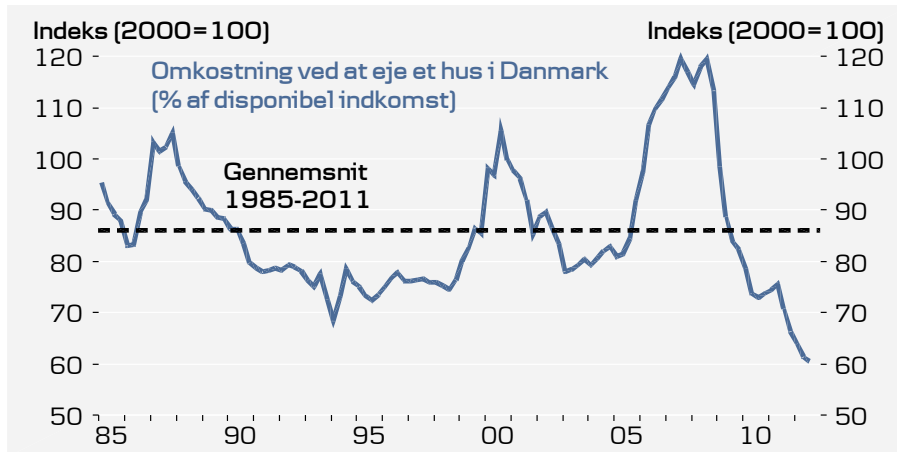
Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig



Tilgang 1: Boligbyrden – boligmarkedet er tættere på billigt end dyrt!

Igennem længere tid har der med mellemrum kørt historier om, at det er billigere end i mange år for førstegangskøbere at komme ind på boligmarkedet som følge af de store prisfald og historisk lave renter. Disse historier bygger ofte på den såkaldte boligbyrde, som måler udgifterne til banklån, realkreditfinansiering og boligskatte i forhold til den disponible indkomst. I figur 1 er vist udviklingen i boligbyrden for et gennemsnitligt parcelhus i Danmark. Som figuren viser, er boligbyrden nu på det laveste niveau siden 1985, hvor beregningerne går tilbage til. Med andre ord ser boligmarkedet relativt billigt ud i øjeblikket.

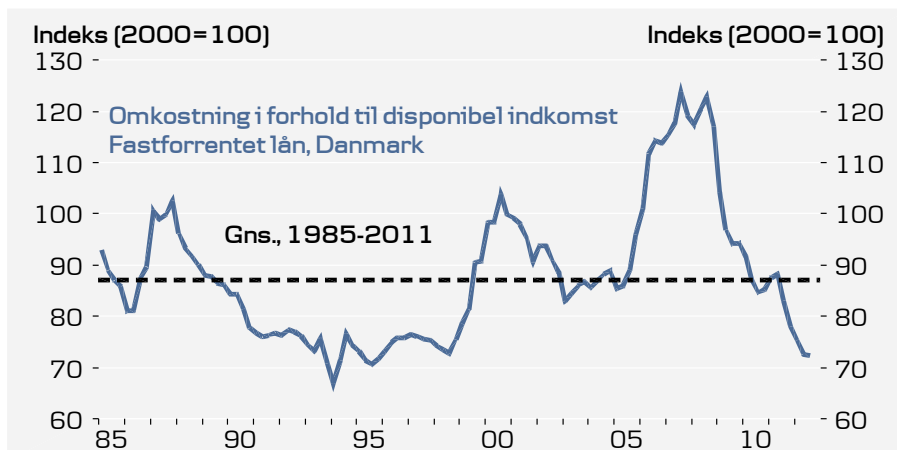
Figur 1: Boligbyrden beregnet på baggrund af låntagernes valg indikerer meget billigt boligmarked



Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

Boligbyrden er dog følsom overfor valg af variable. Især kan det diskuteres, hvilken rente, der bør indgå i beregningerne. I ovenstående beregning er renten en sammenvæjning mellem andelen af låntagere, der vælger henholdsvis variabel rente og fast rente på realkreditlånet. Efterhånden er det kun godt 30 %, der har et fastforrentet lån, og med en typisk lavere variabel rente, så forstærkes de seneste års rentefald i beregningerne af tendensen til, at flere låntagere vælger denne type lån. Ser vi alternativt på boligbyrdeberegningen med udgangspunkt i et fastforrentet lån – som typisk betragtes som adgangskravet til boligmarkedet, da kreditvurderingen tager udgangspunkt i denne låntype – ser boligmarkedet ikke længere ud til at være historisk billigt, jf. figur 2. Vi har dog sneget os under det historiske gennemsnit fra de seneste godt 25 år, og ligger nu på niveau med, hvad vi gjorde i store dele af 1990'erne.

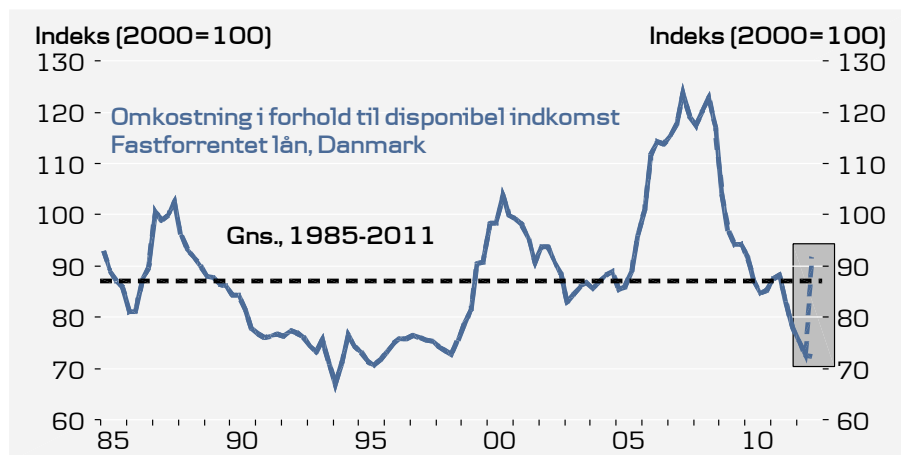
Figur 2: Boligbyrden med udgangspunkt i et fastforrentet lån



Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

Den umiddelbare konklusion fra boligbyrden er dermed, at boligmarkedet er tættere på billigt end dyrt. Konklusionen afhænger dog af flere parametre. For det første er det ikke sikkert, at det historiske gennemsnit over de seneste 25 år er et retvisende anker, da gennemsnittet jo også trækkes op af de kraftige boligprisstigninger, vi har været vidne til gennem en længere årrække før den seneste boligkrise. For det andet indgår der ikke betragtninger om den generelle økonomiske udvikling i boligbyrden – herunder især udviklingen på arbejdsmarkedet – og det indgår i boligkøbernes betragtninger og købsmuligheder. Endelig er det værd at erindre, at boligbyrden trækkes ned af et unormalt lavt renteniveau. Det kan diskuteres, hvornår renterne stiger, og hvad det normale renteniveau er, men antager vi, at renten stiger med 2,5 %-point fra det aktuelle niveau, og renten på fastforrentede lån dermed vil være i omegnen af det gennemsnitlige niveau siden 1995, så springer boligbyrden med det aktuelle boligprisniveau noget op over gennemsnittet siden 1985, jf. den stiplede linje i figur 3.

Figur 3: Ændringer i renten kan hurtigt forrykke konklusionen



Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

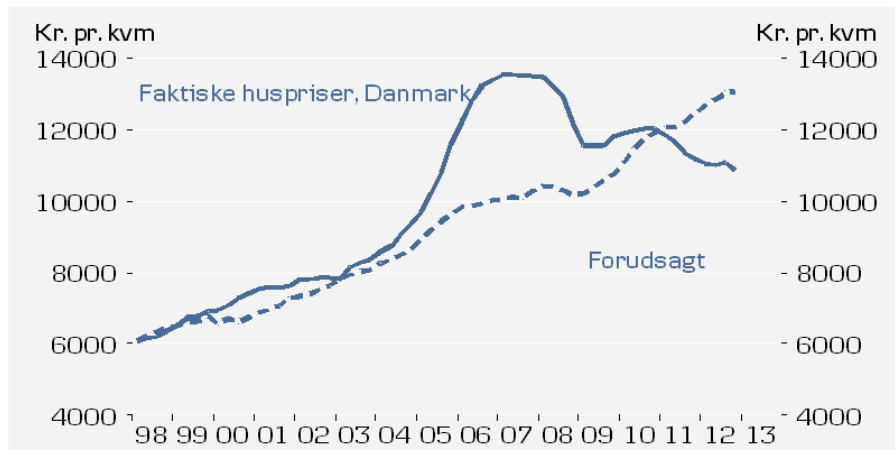
Tilgang 2: Økonometriske modeller – boligmarkedet er billigt til tæt på balance

Økonometriske modeller for boligmarkedet går et spadestik dybere end boligbyrden, og modellerne forsøger at inddrage alle relevante aspekter for boligmarkedet i bestemmelsen af det rette langsigtede prisniveau. I vores boligprismodel indgår eksempelvis arbejdsløsheden, demografien, det samlede boligudbud, byggeomkostninger og boliginvesteringer sammen med rente, indkomster og boligskatte i et estimeret ligningssystem. Vores boligmodel viser i øjeblikket, at huspriserne i Danmark faktisk er kommet ned under det niveau, man ville forvente ud fra alle de faktorer, vi finder relevante for boligmarkedet. Faktisk er huspriserne i omegnen af 15 % for lave i forhold til dette niveau, jf. figur 4. Denne konklusion fra boligmodellen er helt i tråd med de konklusioner Nationalbanken nåede frem til i foråret 2012, hvor de på baggrund af deres boligmodel så en negativ prisboble på boligmarkedet. Denne konklusion er fastholdt i deres seneste Kvartalsoversigt fra forleden – bare i en lidt mere neutral formulering i form af, at ”boligpriserne vurderes at ligge under det niveau, der kan forventes ud fra bl.a. de aktuelle indkomst-, rente- og skatteforhold”.

Inden man konkluderer for hårdt på vores resultat, er der dog flere ankepunkter. Især vores valg af tilgang til renten i boligmodellen, hvor vi sammenvægter den korte og lange rente, kan kritiseres og har betydelige konsekvenser for resultaterne. Dette eksempel er netop en af svaghederne ved den økonometriske tilgang – resultatet er afhængig af de valg af metoder og data, man benytter sig

af – og i perioder, hvor modellen kan have vanskeligt ved at ramme udviklingen i den virkelige verden, er det svært, om man skal gå planken ud og stole på sin model eller lave justeringer, der får modellen tættere på den observerede udvikling. Til tider kan man desværre opleve, at modelbyggere har et så stort fokus på at ramme den observerede udvikling uden større fokus på et fornuftigt økonomisk fundament, og dermed i princippet laver ”nonsens-modeller”, der typisk heller ikke har forudsigelseskraft i fremtiden.

Figur 4: Huspriserne er kommet for langt ned ved første øjekast

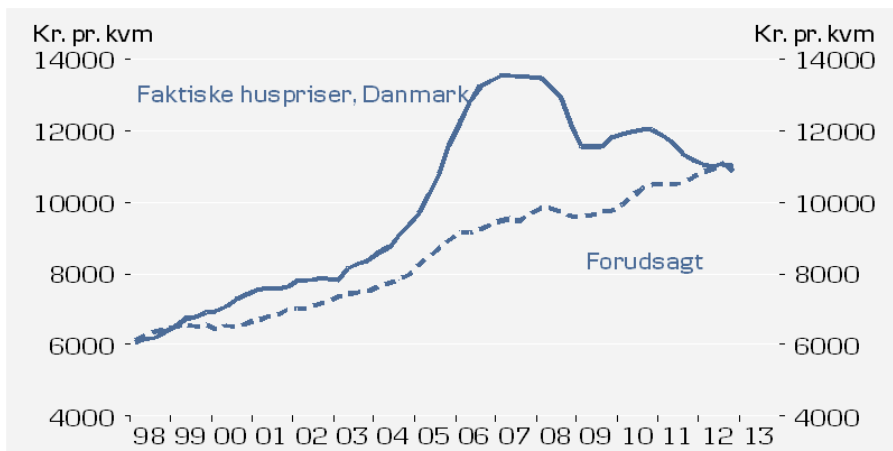


Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

Ved vores rentebegreb i boligmodellen, ser vi bort fra, at niveauet fra den korte rente ikke direkte kan sammenlignes med den lange rente, da der er en større risiko tilknyttet den korte rente. Det kan diskuteres, hvor højt låntagerne i dag vægter denne risiko, men for at lave en ligevægtsbetragtning bør forventninger til det fremtidige renteniveau i hvert fald indgå i beregningen, da som tidligere nævnt 70 % af låntagerne har variabel rente på realkreditlånet. Ydermere indgår betragtninger som evt. opstramninger til boligkøbernes rådighedsbeløb og andre svært målbare kreditbegrænsninger ikke i disse modeller, og de er i høj grad også relevante for boligprisniveauerne. Ukritisk anvendelse af de ekstremt lave korte renter – og for den sags skyld inddragelse af afdragsfrihed – kan derfor give udfordringer for de boligøkonomiske modeller, da boligomkostningerne presses ned på historisk lave niveauer, som også set i figur 1, der viste boligbyrden.

Forventninger til det fremtidige renteniveau på de variable lån er i sagens natur svære at konkretisere og indarbejde i modellen. En anden tilgang er i stedet at se på, hvilket niveau huspriserne burde være på, hvis man blot anvender renten på fastforrentede lån i beregningerne – og låntagerne dermed ikke er eksponeret for udsving i renten. Her viser det sig, at huspriserne i øjeblikket er præcis på niveau med, hvad modellen indikerer – altså huspriser i balance, jf. figur 5.

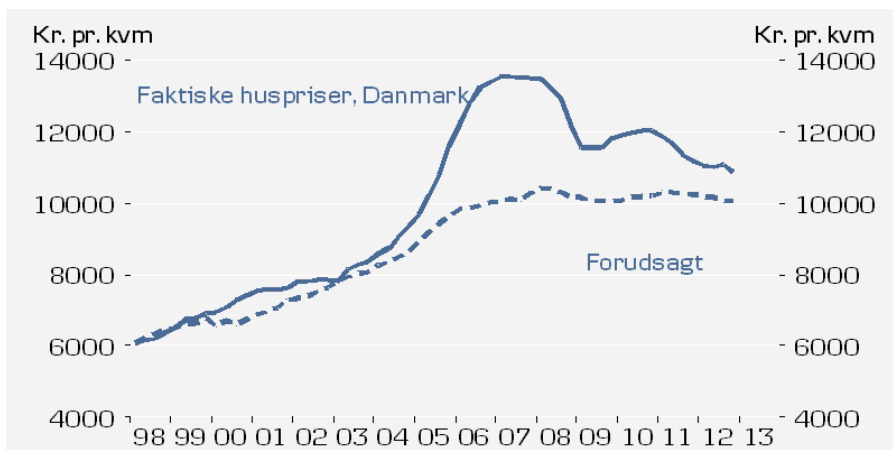
Figur 5: Huspriserne i balance – med udgangspunkt i fastforrentede lån i modelberegning



Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

Balancen på boligmarkedet i boligmodellerne hjælpes godt på vej af det lave renteniveau – helt i samme dur som betragtningerne under boligbyrden. Det understreges med al tydelighed, hvis vi i boligmodellen antager, at vi ikke havde oplevet det kraftige rentefald gennem de seneste år, og at den vægtede rente i boligmodellen fra 2009 og frem havde holdt sig på det gennemsnitlige niveau siden 1995. I så fald ville huspriserne herhjemme være en smule for høje, jf. figur 6.

Figur 6: Med et mere gennemsnitligt niveau for renten ville huspriserne være for høje



Kilde: Realkreditforeningen, Skat, Danmarks Statistik og egne beregninger

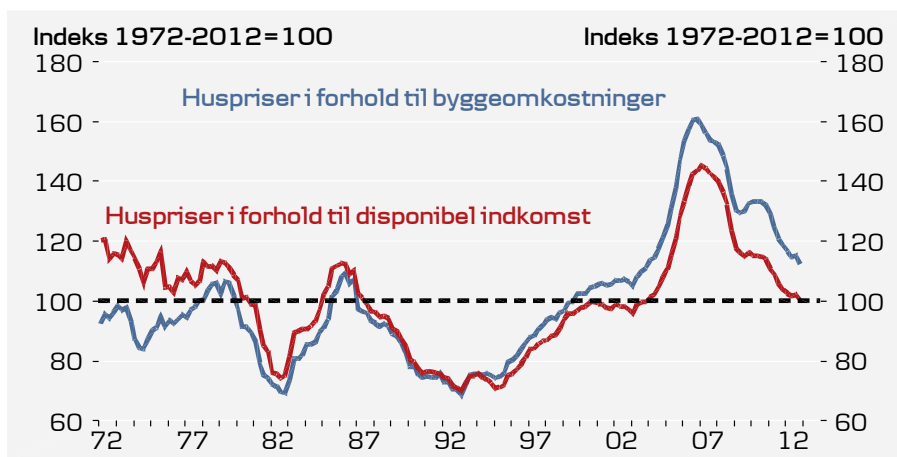
Den samlede konklusion fra den økonometriske tilgang synes dermed at være, at huspriserne er tæt på balance givet de lave renteniveauer.

Tilgang 3: Tobins Q – huspriserne er stadig til den lidt dyre side

Tobins Q betragtes ofte som en teoretisk attraktiv ramme til at bestemme boligprisernes langsigtede niveau. Denne siger, at prisen på eksisterende byggeri på sigt skal følge omkostningen ved at bygge nyt. Er prisen på eksisterende boliger højere, end det koster at bygge nyt, vil det alt andet lige føre til øget nybyggeri og tendere til, at prisen på eksisterende byggeri nærmer sig byggeomkostningerne.

I nedenstående figur 7 er vist udviklingen i huspriserne sat i forhold til udviklingen i byggeomkostningerne over de seneste cirka 40 år. På trods af de seneste års kraftige prisfald viser det sig, at huspriserne i forhold til byggeomkostningerne fortsat ligger på et noget højere niveau end det historiske gennemsnit. For at vi skal ned på gennemsnittet, skal huspriserne falde med i omegnen af 15 %. Det er netop denne tilgang som ”pessimisterne” omkring boligmarkedet sværger til i den løbende boligdebat.

Figur 7: Huspriserne er steget noget hurtigere end byggeomkostningerne



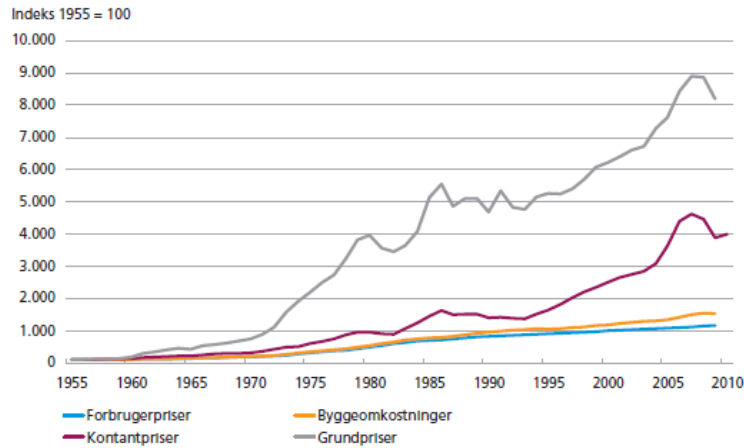
Kilde: Nationalbanken, Realkreditforeningen og egne beregninger

Præcis som ved de andre tilgange er der faldgruber ved Tobins Q. For det første er der ingen, der kender ligevægtsforholdet mellem huspriser og byggeomkostninger. Gennemsnittet over de seneste 40 år er en form for approksimation, men ”ligevægten” kan i princippet befinde sig både over og under dette niveau. For det andet er det ikke sikkert, at priserne skal følge byggeomkostningerne over en længere horisont - vi kan blive rigere og vil bruge en større andel af vores indkomst på boligposten, og der kan være finansielle liberaliseringer, som kan give en niveauforskydning i boligpriseniveauerne.

Endelig kan mangel på byggegrunde i visse områder være med til at presse de langsigtede prisstigninger op mod udviklingen i indkomsterne. Ledig byggejord kan i visse områder af landet være en knap ressource, og vi ser også, at grundpriserne er steget langt mere end både inflationen og byggeomkostningerne gennem de seneste godt 55 år, jf. figur 8. Ser vi derfor alternativt på udviklingen i huspriserne i forhold til de disponible indkomster, så viser det sig faktisk, at dette forhold nu er bragt tilbage på det gennemsnitlige niveau over de seneste 40 år, jf. figur 7.

I det hele taget udgør grundpriserne et problem for Tobins Q-tilgangen. Prisen for eksisterende boliger skal holdes op imod den samlede pris på nybyggeri – altså køb af grund og prisen for huset. Selv om det, som set af figur 8, er muligt at udtrække historiske tal for grundpriserne, så er de formentlig næppe repræsentative. Det skal ses i lyset af generelt få handler af byggegrunde, og de handler af grunde, der typisk finder sted, er sjældent i bebyggede områder.

Figur 8: Grundpriserne er steget markant kraftigere end byggeomkostningerne



Kilde: Nationalbanken

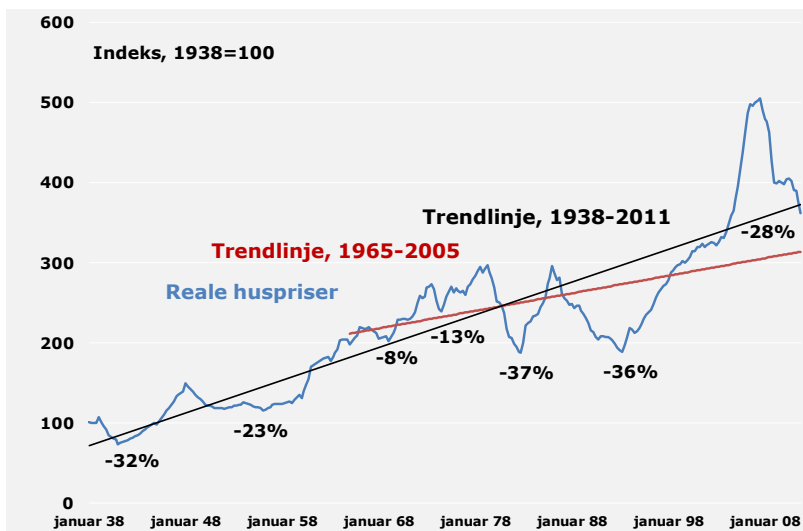
Som afrunding er det i øvrigt værd at bide mærke i, at nybyggeri tager tid. Så selv hvis langsigtsammenhængen mellem byggeomkostninger og boligpriser fungerer, så kan en evt. afvigelse fra ligevægt tage rigtig lang tid, indtil udbuddet har tilpasset sig.

Tilgang 4: Huspriserne i forhold til en historisk trend – huspriserne tæt på balance

De økonomiske vismænd har gennem de seneste år taget udgangspunkt i en lineær trend på de reale huspriser (huspriserne i forhold til inflationen) for at vurdere om huspriserne er over- eller undervurderede. At de reale huspriser stiger over tid, kan skyldes, at byggeomkostningerne typisk stiger mere end inflationen grundet lavere produktivitetsvækst i byggeriet i forhold til resten af økonomien samt, at grundpriser, grundet knaphed på byggejord, er steget mere end inflationen, jf. figur 8. I figur 9 har vi vist udviklingen i de reale huspriser siden 1938, og indregner vi en lineær trend, viser det sig, at huspriserne målt på denne måde er tæt på balance. Samme overordnede konklusion fremkommer i Vismandsrapporten fra foråret 2012, hvor vismændene fokuserer på tiden fra midten af 1950'erne og frem til nu.

Denne tilgang har dog sine klare mangler. Eksempelvis er konklusionen meget følsom over for perioden, man beregner trenden for. Har man eksempelvis ikke hele den seneste boligoptur med i beregningerne af trenden, vil huspriserne i dag være overvurderede. Det er også illustreret i figur 9 med en trend-beregning fra 1965-2005. Endelig er det værd at bide mærke i, at der kan opstå begivenheder, der i længere perioder retfærdiggør brud i trenden – eksempelvis perioder med ekstraordinær velstandsfremgang eller finansielle liberaliseringer.

Figur 9: En lineær trend tilsiger, at huspriserne er tæt på balance. Beregningsperiode dog afgørende



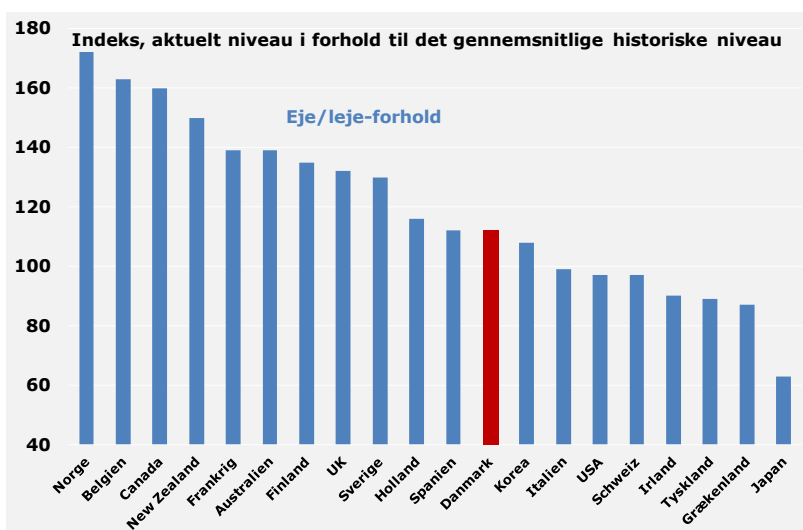
Kilde: Nationalbanken, Realkreditforeningen og egne beregninger

Tilgang 5: Forholdet mellem at eje og leje peger på overvurderede huspriser

Den sidste tilgang, man ofte ser anvendt, når man snakker om langsigtede prisniveauer på boligmarkedet, er forholdet mellem at eje og leje en bolig. Hvis det eksempelvis er meget dyrt at leje en bolig, så vil flere automatisk søge over mod ejerboligmarkedet, og dermed presse boligpriserne op indtil en form for ligevægt er genskabt og vice versa.

OECD offentliggør med mellemrum dette eje/leje forhold for forskellige lande, og tallene viser, at forholdet mellem at eje sin bolig i forhold til at leje sin bolig er 12 % højere end det historiske gennemsnit, jf. figur 10. Selv om den teoretiske tanke bag dette mål er attraktivt, så er selve begrebet dog knapt så relevant efter danske forhold. Det danske lejeboligmarkedet er således i en vis udstrækning reguleret med øvre grænser over lejeprisen, og dermed afspejler lejepriserne ikke markedspriserne gennemsnitligt set. Under alle omstændigheder kan vi dog konstatere, at eje/leje forholdet har været på skrupp gennem de senere år, og at vi placerer os i den nederste del af det internationale felt i forhold til "farsignalet" fra denne kant.

Figur 10: Eje/leje-forholdet i forskellige lande



Kilde: OECD Economic Outlook, November 2012

Bombastiske konklusioner om langsigtetsniveauet bør undgås

Som det gerne skulle fremgå af gennemgangen, er det svært at svare entydigt på, om boligmarkedet er overvurderet eller undervurderet. Konklusionen afhænger af, hvilken tilgang man lægger ned over boligmarkedet, og hvor langt man tør gå ud af denne sti, trods de svagheder den enkelte tilgang indebærer. Denne gennemgang giver dermed også en indsigt i, hvorfor vi til tider oplever forskellige konklusioner i den løbende debat omkring boligmarkedet og det "rette" prisniveau.

Selv om man altså skal være varsom med at drage for bombastiske konklusioner om det langsigtede prisniveau, så er vores samlede vurdering oppe i helikopteren, at huspriserne er nogenlunde i balance, men at denne balance især er hjulpet godt på vej af de historisk lave renter.

Det er vigtigt at gøre sig klart, at ligevægtsdiskussionerne i princippet ikke har noget at gøre med den fremtidige kortsigtede prisudvikling på boligmarkedet. Huspriserne kan, som set tidligere, i længere perioder være over ligevægt og samtidig opleve yderligere prisstigninger på huse, og det kan i sagens natur også gøre sig gældende med modsat fortegn. Det er dog klart, at hvis huspriserne er overvurderede (undervurderede), så vil det på lang sigt være med til at dæmpe (øge) prispotentialt på 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.