

Det Systemiske Risikoråd

Fremsendt på mail til
mail@risikoraad.dk

Den 19.11 2016

Kommentarer til "Initiativer og pejlemærker i forhold til ejendomsmarkedet"

Indledning

Hermed følger Boligøkonomisk Videncenters kommentarer til diskussionspapiret "Initiativer og pejlemærker i forhold til ejendomsmarkedet". Kommentarerne er delt op i først "Generelle kommentarer", og dernæst "Kommentarer til specifikke instrumenter". Det Systemiske Risikoråd har i diskussionspapiret på side 7 rejst en række konkrete spørgsmål til instrumenternes udformning og på side 9 til bl.a. pejlemærker. Kommentarer hertil kommer til sidst i denne skrivelse.

Boligøkonomisk Videncenter (www.bvc.dk) er et videncenter stiftet af Realdania. Videncentret er uafhængigt af politiske, kommercielle og erhvervsmæssige interesser. Centret har således ikke noget politisk mandat, men fremsætter alene sine synspunkter ud fra en teknisk/faglig vinkel. Centret har siden sin oprettelse 1. januar 2010 gennemført en lang række boligøkonomiske projekter i samarbejde med danske og udenlandske universiteter og videncentre, og disse er afrapporteret på centrets hjemmeside.

Centret er et selvstændigt initiativ under Realdania og fremsender sine kommentarer på neutralt papir fremfor på Realdanias brevpapir.

Generelle kommentarer

Indledningsvist skal det bemærkes, at Boligøkonomisk Videncenter ikke ser éntydige tegn på, at der allerede er opstået en prisboble på det danske boligmarked. Markedet for ejerlejligheder er imidlertid presset i specielt København og Frederiksberg kommuner, men der kan gives gode forklaringer på, at denne prisudvikling er drevet af andet end spekulative forventninger. Det er imidlertid efter centrets opfattelse klogt og nødvendigt at diskutere, hvordan prisbobler kan forudses, og hvilke tiltag der kan forebygge dem.

Kraftige stigninger i boligpriserne kendes fra en lang række samfund med meget forskelligartede økonomier, beskatningsforhold og lånesystemer. Når kraftige prisstigninger, i offentligheden noget løst betegnet som "bobler", kan opstå under så forskelligartede forhold, så indikerer det, at det vil være vanskeligt at bekæmpe prisstigningerne alene via ét enkelt instrument, og at det samtidig kan være problematisk kritikløst at overføre erfaringer fra andre lande til Danmark.

For eksempel har man på det seneste diskuteret faren for bobler og tiltag mod boligprisstigninger i så forskellige lande som Canada (prisboble i Vancouver), Singapore, New Zealand og Sverige. Tidligere har man set eksorbitante prisstigninger på lejligheder i brasilianske storbyer, især Rio de Janeiro, selvom der knap nok eksisterer et realkreditsystem i Brasilien, hvor realkreditlån, som det er typisk for de latinamerikanske lande, kun har et omfang svarende til nogle få % af BNP - i klar modsætning til lande som Danmark, Holland og New Zealand, hvor størrelsen af den samlede realkreditlånemasse svarer til cirka 100% af BNP.

En anden generel kommentar er, at selv om det finansielle system i sig selv er robust – og de danske realkreditinstitutter kan modstå en stresstest under selv meget vanskelige forhold – så kan skadevirkningerne af store udsving i boligpriserne blive voldsomme udenfor den finansielle sektor. Det er i Danmark senest set efter 2009, hvor en række lokalsamfund på Sjælland har været ramt af store prisfald, der efterlod mange husstande overbelånte, og hvor der sås en relativt høj andel af tvangsauktioner. Selv om det finansielle systems robusthed er en primær og afgørende interesse, så er der behov for at se ud over dette hensyn og også inddrage fordelene ved at reducere de kraftige prisudsving på boliger i et bredere samfundsmæssigt perspektiv.

Videncentret er enig i den gennemgang af problemer knyttet til udsving i ejendomspriserne, der er indeholdt i diskussionspapirets indledende sider. Det gælder blandt andet betragtningerne på side 2 om, at det finansielle system kan have en selvforstærkende effekt på prisudviklingen. Videncentret vil pege på, at der her ligger en farlig kilde til overdrevne prisstigninger, som de samfundsmæssige økonomiske modeller ADAM og MONA ikke kan fange. I disse modeller indgår et forsimplet user cost udtryk for boligejeren, men dette udtryk tager ikke højde for de ændringer i kreditrationeringen, som diskussionspapiret kommer ind på. Derfor kan modellerne undervurdere prisudviklingen, så politikere og myndigheder får et misvisende beslutningsgrundlag. Det vil efter vor opfattelse være værdifuldt, såfremt den finansielle sektors adfærd indgik i modellernes forklaringen af udviklingen på boligmarkedet. Finansieringsomkostninger bør ikke være en ting, der er "udefra givet", men adgangen til kredit bør i stedet endogeniseres i modellerne i forsimplet form.

Det er et generelt problem, når de modeller, der ligger til grund for konjunkturovervågningen og beslutningerne om den fremtidige indsats fejler. En anden type fejl var, at modellerne ikke tog højde for den likviditetsmæssige lettelse, som overgangen til variabelt forrentede afdragsfrie lån indebar i midten af 00'erne. Denne fejlkilde er nu søgt rettet i modellerne, men den kan tjene som en påmindelse om de aggregerede modellers begrænsninger. Disse modeller bør ikke stå alene i konjunkturovervågningen, mindst af alt på boligmarkedets område, da de qua deres aggregerede natur ikke kan rumme boligmarkedets kompleksitet. Derfor hilser videncentret det velkomment, at man overvejer at system af indikatorer, der kan bruges til at overvåge boligmarkedets tilstand.

Netop fordi vore værktøjer til at forstå dannelsen af boligprisbobler eller overdrevne prisstigninger har begrænsninger, bør man udvise tilbageholdenhed med at implementere nye vidtgående reguleringer. Der er risiko for, at man derved skaber netop den krise, som man forsøger at forebygge. En stramning i lånevilkår med for eksempel højere krav til udbetaling eller minimumsafdrag vil kunne skubbe boligmarkedet nærmere en krise – især hvis sådanne krav indføres samtidig med at markedet i forvejen har nået et naturligt vendepunkt, hvor priserne allerede er begyndt at falde. En

måde at udvise tilbageholdenhed på vil være, at beslutninger bliver evidensbaserede med et omfattende datagrundlag af høj kvalitet, og at man opretter et bredt funderet system af indikatorer til overvågning af markedet.

Selv om der ligger de bedste intentioner bag Det Systemiske Risikoråds udspil, så giver det anledning til eftertanke, at centralbanker, læreanstalter og økonomiske institutioner havde så vanskeligt ved at forudse prisboblen og dens sammenbrud i 00'erne. Det kalder på en vis ydmyghed i tilgangen, når man ønsker at påvirke denne udvikling, da man risikerer at gennemføre tiltag, der er timet forkert. Man risikerer i værste fald at forstærke konjunkturudsving fremfor at dæmpe dem. Derfor bør arbejdet med at udvikle styringstiltag gå hånd i hånd med et arbejde på at udvikle en bedre forståelse af markedsudviklingen. Det bør både ske via indikatorer/nøgletal, men også ved at tilvejebringe en forståelsesramme, der muliggør en bedre tolkning af data. Der var eksempelvis ingen, der i 00'erne kunne overse de voldsomme stigninger i boligpriserne, men disse data blev alligevel ikke tolket som udtryk for en spekulativ boble. Indikatorer og selv nok så mange data gør det derfor ikke alene.

Den manglende fortolkning af indikationerne på, at der var ved at opstå en boble i midten af 00'erne er ikke alene politikernes ansvar. Det akademiske miljø og tilsynsmyndighederne erkendte heller ikke klart, at der var en boligprisboble. Når der ikke blev grebet ind, så er det således ikke kun fordi, det politiske system frygter vælgernes reaktioner i forbindelse med et indgreb. Problemet stikker dybere og handler også om et svigt fra økonomernes side.

En opstilling af et indikatorsystem bør ske i samarbejde med institutioner/ressourcepersoner, der har en langvarig erfaring fra boligmarkedet og er specialister indenfor boligøkonomi og byggeri. Det må frarådes at overlade dette arbejde til generalister.

Kommentarer til specifikke forslag i diskussionspapiret

Der er i papiret oplistet en række forskellige instrumenter delt op på kapitalkrav og krav til lånevilkår. Videncentret vil primært kommentere på krav til boligkøbernes økonomi ved handel/optagelse af lån. Centret føler, at der allerede er opstillet vidtgående krav til pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Skulle man pege på et enkelt instrument, der her kunne finjusteres i en situation, der kræver indgreb, så er det i Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, hvori der er indlagt en grænse for, hvor meget de samlede udlån må stige. Som IMF har dokumenteret, hænger krediteksponering og risikoen for en boligboble sammen, og en begrænsning på stigningen i udlånsmængden forekommer gangbar som et middel til at dæmme op for en begyndende boble.

Når Tilsynsdiamantens restriktioner er trådt i kraft, vil de kunne justeres med god effekt, fordi diamanten inddeler udlån i segmenter. Denne segmentering vurderes at være værdifuld i et styringsøjemed.

Udbetalingskrav

Finanstilsynet har indført krav om en mindste udbetaling på 5% af handelsprisen. IMF har anbefalet, at kravet hæves til 10%.

Udbetalingskrav er som redskab til at dæmpe stigninger i boligpriserne socialt skævt. De unge, og i særdeleshed de unge førstegangskøbere, bliver ramt af krav til udbetalingen, især når disse unge ikke har en familie med mulighed for at bistå økonomisk. Den boligsociale skævhed i fordelingen af boligforsyningen i de store byer, som forældre købsordningen i forvejen medfører, forstærkes, når de grupper, for hvem forældre køb ikke er en realistisk mulighed, ydermere rammes af et større udbetalingskrav. Dette krav vil især ramme i København og Aarhus, hvor boligpriserne er højest. Selv en beskeden lejlighed i København koster i dag 2 millioner kr., og et udbetalingskrav på 10% svarer derfor til 200.000 kr.

Som det påpeges i diskussionspapiret, så vil udbetalingskravet slet ikke påvirke de boligejere, der i en opadgående prisspiral sælger deres ejerbolig og derefter køber en ny. Da den såkaldte boligboble udviklede sig i 2005 – 2006 faldt andelen af førstegangskøbere da også. Dette er dokumenteret ved særkørsler på "Forskermaskinen" udført af DREAM for Boligøkonomisk Videncenter.

Udbetalingskravet påvirker næppe heller forældre køb, hvor forældrene typisk antages at klare restfinansieringen på 20% gennem belåning af egen bolig. Forældre køb spiller en vigtig rolle for ejerlejlighedsmarkedet i de større byer. Spørgsmålet er derfor, om en stramning af udbetalingskravet vil have en tilstrækkelig negativ effekt på prisstigningerne, så den kan opveje de negative effekter af forslaget.

Såfremt man overlader det til den finansielle sektor selv at vurdere, om alle husholdninger skal overholde krav til udbetalingen, må man formode, at sektoren vil prioritere de økonomisk stærkeste kunder. Det vil sige, at den skævvridning, som udbetalingskravet kan medføre, bliver endnu større.

I et land som Kina, hvor der er risiko for en prisboble, har man strammet belåningsmulighederne (LTV), når en køber anskaffer bolig nummer 2, 3 og så videre. Dette er målrettet spekulative anskaffelser. Det kan selvfølgelig ikke påvirke investorer med betydelige kontante midler, men det burde alt andet lige lægge en dæmper på markedet i en spekulativ boble. Da USA op til subprime krisen oplevede heftig spekulation, bestod en væsentlig del af disse spekulative køb i almindelige menneskers køb af 2 – 3 ejendomme, og der var en betydelig långivning i specielt det vestlige USA til dette formål. En opstramning i långivningen til bolig nr. 2, 3 med mere kunne have forebygget en del af den boble, der gik forud for subprimekrisen. Hvis man er bekymret for spekulativ adfærd, så er det denne form for opkøb, der bør være i fokus, og herunder forældre køb.

Krav til LTI

Finanstilsynet har allerede gennemført krav til LTI i forbindelse med institutternes kreditvurdering af deres kunder i København og Aarhus. Disse LTI krav kan potentielt set også virke socialt skævt og især ramme førstegangskøbere, men de vurderes at være mindre skævvridende end udbetalingskrav. Spørgsmålet er, om man med fordel kan indføre mere bindende krav til LTI for at imødegå en prisboble.

En ung familie, der ønsker at blive førstegangskøbere, kan have en rimelig høj indkomst, men en beskeden opsparing, fordi familien er nyuddannede. Derfor kan udbetalingskravet ramme hårdere end LTI kravet. Samtidig kan LTI kravet "kalibreres", altså finindstilles, så det dæmper fremtidige stigninger i boligpriserne men ikke udløser nogen øjeblikkelig prisnedgang.

Såfremt størstedelen af boligkøberne ligger på et LTI niveau på f.eks. 4, så vil et LTI krav, der bestemmer, at 90% af alle nye låneengagementer skal ligge under en LTI værdi på 4,5, ikke ramme boligmarkedet her-og-nu. I stedet vil det bremse prisstigningerne fremover, fordi der er en naturlig grænse for, hvor højt priserne kan stige, førend at LTI kravet begynder at træde i kraft og begrænse antallet af købere. Denne effekt, hvor LTI kravet virker som en "fartbegrænsning" på prisstigningerne vurderes at være attraktiv for et instrument til regulering i forhold til andre instrumenter såsom mindstekrav til afdragsbetaling, begrænsninger i LTV for visse låne-typer med mere. LTI kravet har også den fordel, at det ikke griber ind overfor specifikke realkreditprodukter, og derfor opretholder en høj grad af liberalisme i produktinnovationen i sektoren.

En stramning i kravene til LTI eller DTI bør indføres langsomt i begyndelsen af boligmarkedets opsvingscyklus. Da kravet, hvis det er kalibreret rigtigt, kun virker gradvist, opfylder det ønsket om tilbageholdenhed, indtil data med sikkerhed dokumenterer, at en boble er under udvikling.

Mens udbetalingskravet på 10% slet ikke rammer de boligejere, der køber deres anden bolig med hjælp af en kapitalgevinst fra en tidligere bolig, så kan LTI kravet lægge visse restriktioner på denne gruppes adfærd. LTI kravet vil derfor virke regulerende overfor en større del af boligmarkedet.

Krav til tilbagebetalingsevne

Krav til husholdningernes tilbagebetalingsevne bør være en naturlig del af en almindelig, sund kreditvurdering af en kunde for ethvert pengeinstitut. Der er allerede i dag udstukket retningslinjer herom i vejledningen om, hvordan institutter kan kreditvurdere og rangere deres kunder efter bonitet. Det vil således være let at justere denne type af krav. Ved formulering af kravene bør der, som det sker i dag, lægges en fast 30 årig rente til grund, og denne rente bør svare til det niveau, som renten ved en mean reversion vil lægge sig på.

Krav til tilbagebetalingsevnen rammer potentielt set også de yngre boligkøbere, der befinder sig på et karrieretrin, hvor deres indkomst endnu ikke er kommet højt op. Sådanne købere vil dog typisk have en rimelig likviditet, men til gengæld færre aktiver, og et krav til tilbagebetalingsevnen forekommer derfor at være mindre skævvridende.

Sådanne krav kan have uheldige og uretfærdige virkninger, som der bør tages hånd om i regelsættet, for så vidt angår personer bosat i landdistrikter, hvor leveomkostningerne kan være en del lavere end i f.eks. Hovedstaden, samt for ældre, der optager tillægslån i deres ejendom, og som er formuende, men som ikke opretholder en høj løbende indkomst.

Krav til afdrag

Der er begrænsninger på udlån til afdragsfrihed i den såkaldte "Tilsynsdiamant" for realkrediten, der træder i kraft i 2018. Det forekommer på den baggrund unødvendigt at supplere med andre krav. Skulle der opstå behov herfor, kunne kravene i Tilsynsdiamanten gradvist ændres, men med et langt varsel, således at institutterne kan nå at tilpasse sig.

Krav til et minimum for afdrag giver mindelser om Kartoffelkuren fra 1986, hvor man med indførelsen af de såkaldte "mix-lån" dels reducerede løbetiden for realkreditlån til 20 år og dels gjorde lånene til en kombination af annuitetslån og serielån. De afdragstunge lån gav boligkøbere en stor likviditetsbelastning. Effekten på boligmarkedet blev voldsom, da Kartoffelkuren kom samtidig med skattereformen af 1. januar 1987, der reducerede skatteværdien af renteudgifter. I de følgende år sås prisfald på boligmarkedet og en bølge af tvangsauktioner. Til sammenligning har antallet af tvangsauktioner under denne krise været langt lavere. De likviditetsmæssigt billige lån i form af afdragsfrie F1 lån har en del af æren herfor. DREAM har opstillet en model til analyse herfor. Den ses afrapporteret i publikationen "Tvangsauktioner i Danmark", juni 2015, udgivet af Boligøkonomisk Videncenter, se specielt siderne 75-95.

Afdragsfrie lån indebærer et faremoment for at udløse boligprisstigninger og sende husstande i økonomisk uføre, hvis låne-typen er blevet udnyttet til, at husstanden er gældsats mere end med normale lån. Såfremt husstanden ikke har fået lov at låne mere på grund af afdragsfriheden, vil et afdragsfrit lån gøre husholdningen mere og ikke mindre robust, fordi husstanden får et ekstra økonomisk råderum at gøre godt med. Dette råderum kan hjælpe husstanden, såfremt den oplever et indkomstbortfald som følge af ledighed, sygdom eller paropløsning. Håndhæver man et LTI krav og en vurdering af husstandens tilbagebetalingsevne baseret på den lange faste rente er et indgreb overfor afdragsfriheden stort set overflødig.

Man kan argumentere, at en familie, der afdrager deres realkreditgæld, er mere robust end en familie, der har afdragsfrie lån. Det gælder ikke ved en likviditetsbetragtning, men ved en formuebetragtning. Imidlertid er der ikke noget, der hindrer, at den familie, der vælger at afdrage, siden optager tillægslån og udnytter friværdien i deres bolig. Hvis man ønsker et generelt indgreb mod afdragsfrie lån, så bør et sådant indgreb derfor gå hånd i hånd med et indgreb mod tillægsbelåning. Ellers er der ikke tale om et indgreb mod de afdragsfrie låns virkning, men derimod om et indgreb mod en bestemt låne-type, der ellers har bevist sin værdi under en svær tid for boligmarkedet.

Kommentarer til spørgsmål på side 7 og 9

I diskussionspapiret rejser der på side 7 en række spørgsmål til udformningen af instrumenterne. I det følgende svares herpå. Herefter følger svarene på spørgsmålene på side 9. Videncentret går ikke ind i en diskussion af alle spørgsmål, men holder sig til at kommentere på det, der forekommer centret vigtigst og ligger indenfor dets arbejdsområde.

Der er i den eksisterende regulering af pengeinstitutter og realkreditinstitutter allerede formuleret vidtgående krav, der langt hen af vejen vil sikre mod en ny boligboble. Der er i de foreliggende markedsdata for Danmark ingen tegn på en boligboble for boligmarkedet som helhed, om end der ses et presset marked for især ejerlejligheder i København.

Geografisk differentiering

Presset på ejerlejligheder i København fremkommer som følge af en kombination af en lang række forskelligartede faktorer, hvoraf nogle kan skønnes at være midlertidige, mens andre er mere permanente:

- En ekstraordinær lav rente

- En betydelig befolkningstilvækst i København
- København har landets højeste andel af singler, hvorfor befolkningstilvæksten udmønter sig i en meget høj tilvækst i antallet af husstande
- Forældre-købsordningen må antages kapitaliseret ind i ejerlejlighedspriserne
- Gentrificering, således at indbyggerne i København udskiftes med personer med højere uddannelse og indkomst eller høj formue
- En for danske kommuner meget lav andel af ejerboliger
- En generel optimisme omkring byens fremtid som kan påvirke forventningsdannelsen og som er vanskelig at kvantificere i omfang og effekt.

Dette taler for enten en geografisk differentieret tilgang i reguleringen, eller at vælge instrumenter, hvor der ikke er behov for geografisk differentiering, fordi instrumenterne ikke rammer boligmarkerne udenfor vækstområderne. Det nye vurderingssystem, der netop er indgået politisk aftale om, vil ifølge det fremlagte materiale fra Skatteministeriet hæve grundværdien for ejerlejligheder i København med forventet i gennemsnit 450%, og dette kan på sigt modvirke en del af prisstigningen, men også kun en del. Det vurderes af regeringen selv, at kombinationen af et nyt vurderingssystem og den af regeringen foreslåede boligskattereform vil reducere prisen på ejerlejligheder med 5 – 10 %.

Ejerlejligheder i København udgør blot cirka 50.000 boliger, hvilket er under 2% af den samlede danske boligmasse. Langt størstedelen af Danmarks ejerboliger er enfamiliehuse, og langt størsteparten af disse ligger udenfor Landsdel København by og Landsdel Københavns omegn. I flere regioner er salgstid og det samlede udbud af enfamiliehuse mere for opadgående eller stagnerende end faldende. I 3. kvartal 2006, hvor boligboblen begyndte at briste, lå salgstiden for et enfamiliehus på 98 dage i Region Midtjylland og 113 dage i Region Syddanmark. I dag er tallene henholdsvis 209 og 239 dage i de to regioner.

Da flere af de ovenfor oplyste særlige faktorer for København forventes at være permanente, se f.eks. DREAM "Fremskrivning af familiekarakteristika og boligefterspørgslen i danske kommuner", oktober 2015, kan man ikke dæmme op for prisudviklingen alene ved midlertidige tiltag. Der er brug for at øge nybyggeriet af boliger i den centrale del af Hovedstadsområdet. Dette ligger udenfor Det Systemiske Risikoråds område og viser begrænsningen i den måde, som diskussionspapiret er tænkt på.

Særlige forhold i København (og Danmark)

Et særligt forhold for København er, at byen er domineret af andelsboliger, der udgør hele 33% af alle boliger. Herefter kommer almene boliger med cirka 22%. Andelsboliger er primært et skandinavisk fænomen, om end de også er kendt i Canada og det østlige USA. Danmark har i forhold til Sverige og Norge et mere reguleret marked med større afstand mellem andelsboligens indskud og ejerlejlighedens pris.

Hertil kommer, at de private danske udlejningsboliger ibrugtaget før 1992 har et i international sammenligning stærkt reguleret huslejeniveau, der kun finder sit lige i Holland. Dette forhold er sammen med det regulerede andelsboligmarked med til at påvirke efterspørgsel og prisdannelse på ejerboliger.

Da ejerboliger beboet af ejer kun udgør 18% af boligerne i København, er byens ejerboligpriser følsomme for eksogene stød. Den nuværende prisudvikling forekommer styret af lave finansieringsomkostninger og forventninger med et spekulativt element, men de er også påvirket af det demografiske efterspørgselspres, der slår hårdt igennem i forhold til byens lave andel af ejerboliger. København er den kommune i Danmark, der har den laveste andel af ejerboliger i % i forhold til alle boliger. Går man til den næststørste by, Aarhus, er ejerboligandelen den dobbelte, 36%. Den kraftige prisudvikling i København afspejler således mere strukturelle forhold i samfundet og boligmarkedet, og kan ikke kun tilskrives udvikling i rente og beskatningsforhold.

Den kraftige prisudvikling i København kan genfindes i byer som for eksempel London, Paris, Stockholm og Göteborg. Disse byer har oplevet en opadgående pristrend gennem flere år. Der kan være prisbobler og sammenbrud, som giver midlertidige udsving i forhold til en sådan trend, men trenden vil ikke desto mindre fortsætte med at være for opadgående på langt sigt. Det forekommer som om, at man i diskussionspapiret ikke kender til disse forhold, eller ikke prioriterer dem så højt, og i stedet anskuer prisudviklingen på kortere sigt primært ud fra økonomiske faktorer. Uden at nedgøre faremomentet ved en boble, så må man pege på, at der er et langsigtet pres på de europæiske storbyers boligmarked i disse år udløst af urbaniseringen. Det kan man ikke regulere sig ud af med finansielle instrumenter. Man må advare mod at ignorere den demografiske faktor på boligmarkedet.

Pejlemærker

Papiret peger blandt andet på de pejlemærker, som ESRB har opstillet for boligmarkedet. Ser man på det såkaldte ESRB "dashboard" for indikatorer, så indgår der specifikke pejlemærker for boligmarkedet i form af blandt andet data for over- og undervurdering af boligpriserne. Et udtryk herfor fremkommer hos ESRB ud fra fire forskellige metoder til vurdering. En af disse metoder er forholdet mellem boligpris og husleje, price-to-rent rate, som OECD opstiller. Man skal her huske på det særlige danske forhold, at husleje i Danmark, også når private udlejer et enfamiliehus, er omfattet af reguleringen i boligreguleringsloven/lejeloven, når det er ibrugtaget før 1992. Derfor vil denne rate udvikle sig anderledes end i et marked med en noget nær fri huslejedannelse som i UK.

En anden ESRB indikator er ændringerne i de nominelle boligpriser på ét og på tre års sigt. I lande med betydelige regionale forskelle i boligpriser og boligefterspørgsel må det være en fordel at se på den regionale prisudvikling og udvikle regionale styringstiltag.

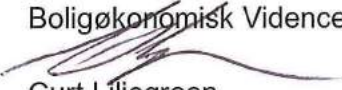
Vil man se på de nominelle prisstigninger, er det afgørende, at man baserer sig på et konstant-kvalitets-prisindeks, hvor sammensætningseffekter ikke kan påvirke prisudviklingen. Eksempler på indeks, der langt hen ad vejen, men ikke fuldkomment opfylder dette hensyn, er Danmarks Statistiks SPAR-metode eller Boligøkonomisk Videncenters repeat-sales-regression indeks. Dette er i særlig grad vigtigt, såfremt man ser på et nichemarked som ejerlejligheder i København. Her kan nybyggeri af ejerlejligheder med høje kvadratmeterpriser hurtigt give et misvisende billede af prisudviklingen, såfremt disse lejligheder indgår i et indeks baseret på kvadratmeterpriser. Det vil i givet fald

ikke være et udtryk for prisudviklingen, som man måler, men snarere et udtryk for nybyggeriets andel af det samlede antal handler i området.

De pejlemærker, som ESRB opererer med for boligmarkedet i deres "dashboard" forekommer meget generelle. For Danmarks vedkommende burde de med fordel kunne erstattes/udvides med mikrodata for boligkøbernes gældsætning i form af LTI krydstabuleret med husstandenes rådighedsbeløb.

Der kan formuleres en lang række pejlemærker for konjunkturovervågning af boligmarkedet, og det er umuligt at gennemgå dem alle i en skrivelse som denne. Her skal kun nævnes et enkelt eksempel. Et vigtigt pejlemærke er handelsaktiviteten målt ved antal handler i alm. fri handel, dels absolut og dels i form af ændringer i handelsaktiviteten. En tidlig indikator på, at prisstigningerne kan nærme sig et punkt, hvor de flader ud, er såfremt handelsaktiviteten bremser op og dernæst begynder at falde. For eksempel begyndte handelsaktiviteten at falde for ejerlejligheder i Danmark i 2005 og igennem 2006 inden, at ejerlejlighedernes priser faldt i 4. kvartal 2006. Forholdet mellem indeks for handler og indeks for priser, og fortegnet i denne brøk vil normalt give informationer om, hvor i boligmarkedets konjunkturcyklus man befinder sig. Dette er vigtigt af hensyn til den rette timing af et indgreb. En tilsvarende iagttagelse kan gøres for UK og USA under den seneste prisbølge. Et sådant pejlemærke har kun værdi, såfremt konjunkturbilledet gentager sig som ved tidligere bobler, men dette problem knytter sig også til andre pejlemærker.

Med venlig hilsen
Boligøkonomisk Videncenter



Curt Liliegreen
Projektdirektør