

# Boligpriser og normaliseringen af renterne frem mod 2020

---

*Det danske boligmarked har været igennem ti turbulente år, hvor uholdbare prisstigninger frem til 2007 blev afløst af kraftige prislefald. Boligpriserne synes nu at være tilbage på det langsigtede trendniveau. Samtidig peger denne analyse på, at der er kommet større overensstemmelse mellem boligpriserne og de underliggende økonomiske forhold som fx rente- og indkomstudvikling, end der har været det seneste årti.*

*De lave renter har helt ekstraordinært understøttet boligmarkedet i de senere år. Renterne vil dog gradvis stige igen, efterhånden som konjunktursituationen i Danmark og i udlandet bliver mere normal. De stigende renter vil lægge en dæmper på udviklingen i boligpriserne, mens den gradvise forbedring af beskæftigelsessituationen og dermed danskernes privatøkonomi til gengæld vil understøtte boligmarkedet frem mod 2020.*

*Beregninger på det danske boligmarked i denne analyse peger på, at de underliggende økonomiske forhold som rente- og indkomstudvikling samlet set vil indebære, at boligpriserne kan stige med omkring 2-2½ pct. om året frem mod 2020, hvor rentestigningerne isoleret set ventes at dæmpe væksten i boligpriserne med gennemsnitligt 1½-2 pct.-point om året. Det indebærer, at de reale boligpriser, dvs. boligpriserne renset for den generelle prisudvikling, vil være omtrent konstante i indeværende årti. Det er en afvigelse fra den historiske trend siden 1950'erne, hvor de reale boligpriser i snit er steget omkring 1½ pct. årligt.*

## **Ti turbulente år**

I årene omkring midten af 00'erne voksede de danske boligpriser uholdbart kraftigt. Fra 2004 til toppen i 2007 steg de danske boligpriser med 56 pct. De betydelige prisstigninger blev drevet af lave renter, gunstig økonomisk udvikling og en udbredt optimisme i samfundet. Også den hastige udbredelse af nye finansieringsformer i form af afdragsfrie lån og variabelt forrentede lån – ofte i kombination - bidrog til boligprisboblen.<sup>1</sup>

Fra udgangen af 2007 til sommeren 2009 faldt boligpriserne med over 15 pct., hvor faldet især var koncentreret i de måneder, hvor finanskrisen eskalerede. Siden er priserne faldet yderligere, og selvom der igennem 2013 er sket en stabilisering af boligmarkedet med moderate prisstigninger, er boligpriserne i midten af 2013 omkring 17 pct. lavere end ved toppen i 2007, dvs. ca. på 2005-niveauet.

Prisboblen på boligmarkedet var ikke et isoleret dansk fænomen. De danske boligpriser steg i årene op til finanskrisen i tandem med boligpriserne i en lang række andre vestlige lande. Og den kraftige efterfølgende priskorrektion er ligeledes at finde hos en række af de lande, der

---

<sup>1</sup> Se *Den finansielle krise i Danmark* fra Udvalget om finanskrisens årsager (2013) for en gennemgang af ejerboligmarkedet op til og under den finansielle krise. Desuden henvises til Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010).

oplevede størst fremgang frem mod 2007 - om end billedet er relativt fragmenteret på tværs af landene, jf. bilag 1.

#### Hvor langt er boligmarkedet i tilpasningen efter boblen?

Der er i løbet af 2013 kommet flere og flere tegn på en stabilisering af boligmarkedet. De seneste års prisfald er nu erstattet af fremgang på dele af ejerboligmarkedet. Stabiliseringen skyldes især de historisk lave renter, som understøtter boligmarkedet ekstraordinært i disse år. Handelsaktiviteten er fortsat lav, hvilket hænger sammen med konjunktursituationen. I *Økonomisk Redegørelse*, august 2013, ventes boligpriserne at stige med omkring 2½-3 pct. i både 2013 og 2014.

Til at vurdere hvor langt boligmarkedet er kommet i tilpasningen efter boblen kan man sammenligne de aktuelle boligpriser med den langsigtede trendudvikling.<sup>2</sup> Der foreligger statistik for både boligpriserne og den generelle forbrugerprisudvikling tilbage til 1955 fra Danmarks Statistik. For at kunne sammenligne boligpriserne over tid er det nødvendigt at anvende de reale priser – dvs. den faktiske udvikling i boligpriserne fratrukket udviklingen i forbrugerpriserne – for at tage højde for de store skift i inflationsniveauer i denne næsten 60-år lange periode.

Priserne på danske ejerboliger er igennem årtier steget kraftigere end den generelle prisudvikling i samfundet. De reale boligpriser har således været stigende, hvilket blandt andet skyldes, at byggegrunde – især omkring de større byer – er en knap ressource. Stigende efterspørgsel efter boliger, som følge af den demografiske udvikling og stigende velstand, har derfor resulteret i stigende reale priser på boliger og ikke alene i øget udbud af boliger.

Boligpriserne er på kort sigt bestemt af efterspørgslen, da udbuddet af boliger kun kan ændre sig langsomt. Selv under et kraftigt byggeboom udvides udbuddet af boliger højst med et par procent. Det indebærer, at den faktiske boligpris i perioder kan afvige ganske markant fra trendudviklingen. Det er først på langt sigt, at boligudbuddet for alvor kan øges. På langt sigt bestemmes boligprisen således grundlæggende af omkostningerne ved at bygge nye boliger.

Estimeres trenden over perioden 1955 til 2012, bliver den gennemsnitlige årlige stigning i de reale boligpriser på 1,7 pct., jf. figur 1. Sammenlignet med denne trend lå de faktiske boligpriser godt 5 pct. lavere i 2012. Såfremt trenden estimeres på baggrund af perioden frem til 2005, dvs. umiddelbart før de unormalt høje prisstigninger i midten af 00'erne, stiger priserne med en trendvækst på 1,4 pct. årligt. I 2012 lå de reale boligpriser omkring 5 pct. over dette trendniveau.

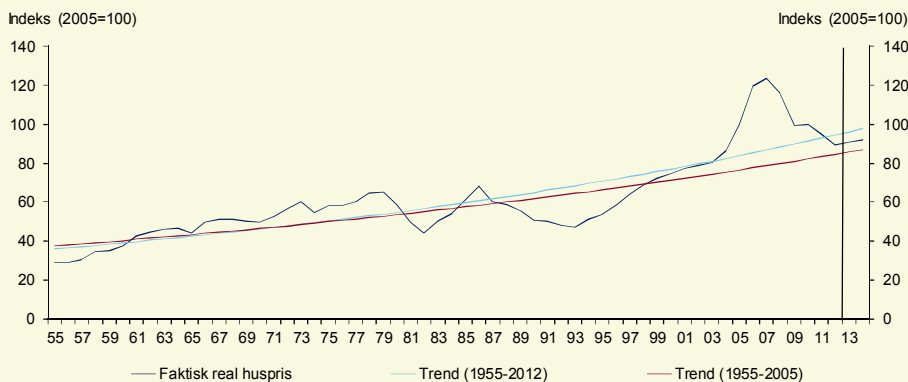
Bedømt ud fra figur 1 synes den faktiske boligpris ved udgangen af 2013 at nærme sig niveauet, hvor priserne ville have været, hvis væksten havde fulgt den historiske trend siden starten af 00'erne, efter betydelige afvigelse under boligprisboblen og den efterfølgende priskorrektion.

---

<sup>2</sup> Se også Det Økonomiske Råd (2010).

---

**Figur 1**  
Udvikling i reale boligpriser siden 1955



Anm.: Real kontantpris på enfamiliehuse er beregnet som den nominelle boligpris deflateret med forbrugerpriserne, logaritmisk trend.

Kilde: Økonomisk Redegørelse, august 2013, Danmarks Statistik og ADAM's databank og egne beregninger.

Der findes også andre metoder, som i højere grad inddrager økonomiske sammenhænge til at vurdere, hvor langt boligmarkedet er kommet i tilpasningen efter boblen, blandt andet ud fra forholdet mellem udbud og efterspørgsel af boliger i Danmark på et givet tidspunkt.<sup>3</sup> Efterspørgslen efter bolig er bestemt af en række underliggende økonomiske forhold hos husholdningerne. Udviklingen i indkomster, renter, skatte- og finansieringsforhold, forventede kapitalgevinster på boliger mv. er alt sammen med til at præge boligefterspørgslen og dermed udviklingen i boligpriserne på kort sigt. I ADAM-modellen er der en estimeret sammenhæng mellem disse underliggende økonomiske forhold og ændringen i boligprisen, jf. boks 1. Udviklingen for en række af de underliggende variable bestemmes blandt andet af konjunktursituationen, og modellen beskriver således ikke en decideret strukturel prisudvikling, men snarere boligpriserne rensset for forventningsdannelse og bobler, jf. nedenfor.

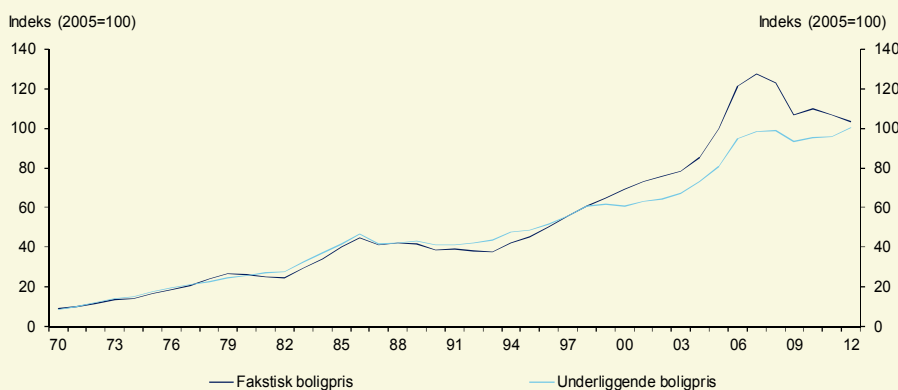
Ud fra disse estimerede sammenhænge kan man fastlægge den underliggende boligpris. Hvis forskellen mellem den faktiske og den underliggende boligpris er lille, er det udtryk for, at der er overensstemmelse mellem boligpriserne og de underliggende økonomiske forhold som fx rente- og indkomstudvikling.

Historisk set har den underliggende og den faktiske boligpris fulgt hinanden relativt tæt. Dog afviger den underliggende boligpris i flere perioder. Især årene umiddelbart efter årtusindeskiftet var karakteriseret af en særdeles kraftig vækst i de faktiske priser, der langt oversteg, hvad væksten i priserne baseret på den underliggende økonomiske udvikling kunne forklare. Den underliggende boligpris steg betydeligt i 00'erne på grund af højere indkomst og til en vis grad lave renter. Samtidig fanger den underliggende boligpris delvis udbredelsen af nye låneformer og skattestoppet, som bidrog til stigningen. At de faktiske boligpriser steg kraftigere,

<sup>3</sup> Se eksempelvis Nationalbanken (2011).

end de underliggende indikerer, at prisstigningerne skabte forventninger om yderligere prisstigninger og at boligpriserne var drevet af en lempelig kreditpolitik, som ikke fanges i den underliggende boligpris.<sup>4</sup>

**Figur 2**  
Underliggende og faktisk boligpris



Anm.: Der henvises til boks 1 for en gennemgang af den underliggende boligpris.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det skal understreges, at mens konjunkturforskel, såsom renten og indkomstudviklingen, er afgørende for husholdningernes boligefterspørgsel, er der også en betydelig effekt den anden vej gennem husholdningernes boligformue. Det bidrager til at understøtte husholdningernes forbrugsmuligheder, eksempelvis ved at øge muligheden for at optage billige realkreditlån i boligens friværdi. Det kan forklare noget af den kraftige stigning, der var i den underliggende boligpris fra 2006 til 2008 (og senere fald i 2009). Således skyldes stigningen i privatforbruget i den periode ikke kun indkomstfremgang, men også selve boligboblen. Hertil kommer, at stigende boligpriser bidrager til at øge optimismen i samfundet og medvirker alene af den grund til øget forbrugstilbøjelighed. Udviklingen på boligmarkedet og konjunkturudviklingen er således gensidigt forstærkende – såvel i opgangs- som i nedgangstider.

Bedømt ud fra figur 2 synes boligpriserne ved udgangen af 2013 at være tilbage på et niveau, hvor der er bedre overensstemmelse mellem de faktiske priser og priserne baseret på de underliggende økonomiske forhold som fx rente- og indkomstudvikling, end der har været det seneste årti. Samlet set peger både figur 1 og 2 på, at tilpasningen i de danske boligpriser efter et årti med store udsving er ved at være tilendebragt.

<sup>4</sup> Den underliggende boligpris fanger ikke udsving i den konkrete kreditpolitik hos bankerne. Derudover forsøges der i den underliggende boligpris at korrigerer for nye låneformer. Indarbejdelsen er dog usikker.

**Boks 1****Underliggende boligpris estimeret ud fra ADAMs model for det danske boligmarked**

ADAM indeholder en model for det danske boligmarked bestående af en estimeret relation for boligpris og en relation for boligomkostningerne. Den underliggende boligpris bestemmes med udgangspunkt i denne model.

Fundamentalt set vil boligpriserne på langt sigt være drevet af udviklingen i byggeomkostningerne, herunder arbejdskraft og materialeomkostninger samt grundpriserne. Er boligpriserne højere end omkostningerne ved at bygge et nyt hus, vil boliginvesteringerne stige. Det stigende udbud af boliger vil over tid dæmpe boligprisen. Men på kort sigt vil boligprisen primært være drevet af efterspørgsel, da boliginvesteringerne kun udgør en begrænset mængde af det samlede udbud, og fordi investeringerne ofte reagerer med en vis forsinkelse. Boligefterspørgslen afhænger af flere forhold som: husholdningernes forbrug, bolig- og forbrugerpriser samt brugerprisen ved at investere i en bolig, det såkaldte user cost. Denne er blandt andet bestemt ud fra realrenten efter skat, nedskrivninger/vedligeholdelse, afdrag og andre boligrelaterede skatter. Den underliggende boligpris tager højde for nye låneformer, herunder rentetilpasningslån og afdragsfrie lån, idet der lægges til grund, at halvdelen af husholdningerne er kreditrationerede og fokuserer på ydelsen, mens den anden halvdel af husholdningerne ikke er kreditrationeret og dermed ikke fokuserer på ydelsen. Udbredelsen af nye finansieringsformer (især lån med afdragsfrihed) øger dermed boligefterspørgslen i denne model.

Da udbuddet af nye boliger er trægt, skal boligprisen sikre ligevægt på boligmarkedet, når efterspørgslen efter boliger skifter. Ændringen i den estimerede boligpris – baseret på Adam's boligprisrelation – er udregnet således:

$$D(\text{Boligpris}) = F(C, \text{usercost}, fkbh / fkbhw)$$

Hvor  $C$  er real privatforbrug ekskl. boligbenyttelse,  $fkbh$  er den givne boligomkostning, mens  $fkbhw$  er den ønskede boligomkostning, som primært afhænger af privatforbrug og forholdet mellem prisen på privatforbrug eksklusive bolig og prisen på yderligere boligomkostning (usercost gange boligprisen). Usercosten er defineret således:

$$\text{Usercost} = (1 - t)i + d - \frac{1}{2}\pi + s + \frac{1}{2}a$$

$(1-t)i$  er den nominelle rente efter skat (rentefradragsværdi), hvor renten er et vægtet gennemsnit af den korte fleksrente og den 30 årige byggeobligation.  $d$  er et udtryk for afskrivninger,  $\pi$  er forventede prisstigninger på boliginvesteringerne (og dermed fremtidige boligpriser), og  $s$  er boligrelaterede skatter, dvs. grundskyld og ejendomsværdiskat, mens  $a$  er 1. års afdrag i forhold til gæld.

Den underliggende boligpris er omdannet til niveauer ved at tage udgangspunkt i boligpriserne i 1970/71 og dynamisk simulere den underliggende boligpris frem til 2012. Derefter er den normeret således, at den gennemsnitligt har været i ligevægt i perioden fra 1970 til 2005.

Den estimerede underliggende boligpris fra 1970 til 2012 tager den historiske udvikling i boligudbuddet, privatforbrug, renter, mv. for givet, og er dermed den pris, der vil have skabt ligevægt mellem udbud og efterspørgsel givet den historiske sammenhæng. Forskellen mellem de faktiske og de underliggende priser er således den del af prisudviklingen, som ADAM-modellens ligninger ikke kan forklare. På sigt vil boligpriserne som nævnt være drevet af udviklingen i byggeomkostningerne. Det betyder, at hvis man ønsker at fremskrive den forventede udvikling i boligpriserne frem mod 2020, skal boligudbuddet modelleres:

$$D(\text{boligudbud}) = F\left(\frac{\text{boligpris}}{\text{omk}}, nbs, afs\right)$$

Hvor  $omk$  er omkostningerne ved at bygge et nyt hus, defineret ved  $(0.8 * \text{prisindeks for boliginvesteringer} + 0.2 * \text{jordpris})$ ,  $nbs$  er antallet af boliger under opførelse

med offentlig støtte, mens *afs* er primoafgangsrate for boliger. Funktionen indeholder lagstruktur og tilpasser langsomt boligudbuddet, så længe der er forskel mellem prisen på boliger og omkostningerne ved at bygge et nyt hus.

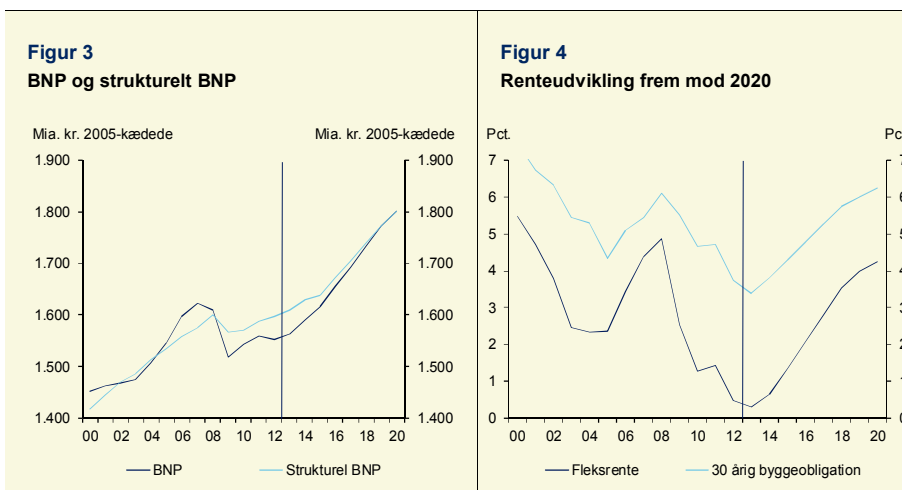
Anm.: Det er husholdningernes forbrug og ikke indkomst, der indgår i modellen for den underliggende boligpris, da bolig er en vare som alt andet forbrug, og efterspørgslen derfor afhænger af husholdningernes generelle efterspørgsel efter forbrug. Der henvises til beskrivelsen af boligmarkedet i *Adam – en model af dansk økonomi* for mere information.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Konjunktornormalisering frem mod 2020

Den mellemfristede fremskrivning af dansk økonomi frem mod 2020 i *Danmarks Konvergensprogram 2013* forudsætter en relativt langsom genopretning, til konjunkturerne atter normaliseres i slutningen af perioden. Konjunktornormaliseringen understøttes af de ekstraordinært lave renter i udgangspunktet. I takt med en gradvis fremgang i udlandet ventes renterne dog at stige. Genopretningen af global økonomi ventes samtidig at understøtte dansk økonomi gennem eksporten mm. Ligeledes ventes bedringen i dansk økonomi at blive ledsaget af en gradvis normalisering af virksomhedernes og husholdningernes investerings- og forbrugstilbøjelighed, i takt med at tilliden styrkes, og beskæftigelsen vokser. Således ventes BNP gradvist at nærme sig det strukturelle niveau i 2019, jf. figur 3.

Den gradvise lukning af outputgabets vil sammen med beskæftigelses- og produktivitetfremgangen understøtte husholdningernes økonomi og bidrage positivt til boligprisudviklingen frem mod 2020. Det nominelle private forbrug forventes at stige med ca. 4 pct. i gennemsnit fra 2014 til 2020. Konjunktornormaliseringen er nærmere beskrevet i *Danmarks Konvergensprogram 2013*.



Kilde: Konvergensprogram 2013, Finansministeriet og egne beregninger

Det internationale renteniveau har været exceptionelt lavt de seneste år, blandt andet som følge af en meget lempelig pengepolitik og en svag global konjunktursituation. Det har blandt andet bidraget til meget lave markedsrenter i Danmark. Både korte og lange realkreditrenter befinder sig nu omkring et historisk lavpunkt. Frem mod 2020 forudsættes en gradvis normalisering af pengepolitikken i euroområdet og Danmark.

Renterne i Danmark ventes frem mod udgangen af 2019 at vende tilbage på et konjunktur-neutralt niveau. Det gælder også realkreditrenterne. Den tiårige danske statsobligationsrente ventes dermed at stige til 4¾ pct., hvilket indebærer en stigning i de lange realkreditrenter til ca. 6 pct., mens renten på variabelt forrentede boliglån ventes at stige til omkring 4 pct. i 2020, *jf. figur 4*. Disse renteskøn bygger blandt andet på en antagelse om, at rentespændet mellem de korte og de lange realkreditrenter indsnævres, i takt med at konjunktursituationen normaliseres, og den ekstraordinært lempelige pengepolitik gradvist udfases. På langt sigt ventes realrenten (den inflationskorrigerede rente) at udgøre ca. 3 pct., mens den vækstkorrigerede rente ventes at stige til ca. 1¾ pct.

#### **Boligpriser frem mod 2020**

Boligpriserne vurderes omtrent at være tilbage på det langsigtede trendniveau og svarer til den underliggende prisudvikling ved udgangen af 2013, *jf. forudgående afsnit*. Den nødvendige pristilpasning efter boligboblen synes således at være tilendebragt. Frem mod 2020 vil boligmarkedet især være præget af den ventede konjunkturnormalisering. Det betyder både stigende renter og gradvis bedring af de økonomiske forhold.

På baggrund af modellen for det danske boligmarked, *jf. forudgående afsnit*, kan man fremskrive den underliggende boligpris. Denne slags fremskrivninger er i sagens natur omfattet af usikkerhed, men giver en indikation af hovedretningen i boligmarkedet givet de makroøkonomiske forudsætninger, *jf. boks 2*. Det skal understreges, at de mere kortsigtede fluktuationer i boligpriserne, drevet af eksempelvis forventningsforskydninger, ikke kan indgå i denne form for beregninger.

**Boks 2****Antagelser bag beregning af boligpriser frem mod 2020**

I denne analyse tager de langsigtede prisberegninger udgangspunkt i en række antagelser omkring udviklingen i de underliggende variable, der ventes at drive prisudviklingen. Ud over den generelle konjunktur- og renteudvikling spiller en række forhold ind på udviklingen i den underliggende pris frem mod 2020, herunder boligudbuddet og skatteforhold mm.

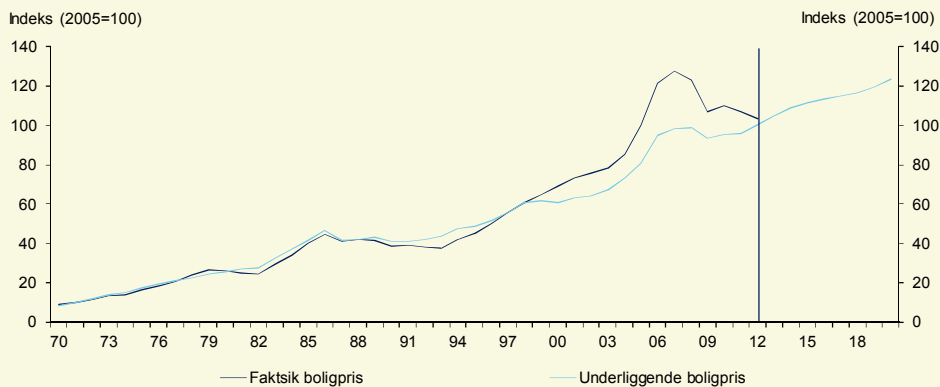
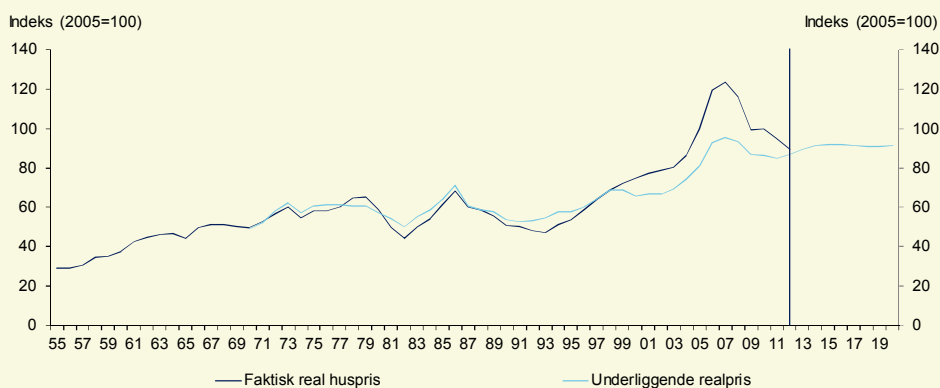
- Historisk set er *boligudbuddet* vokset med ca. 1-2 pct. om året. Den fremadrettede vækst i udbuddet af boliger er bestemt af forholdet mellem boligprisen og omkostningerne ved at bygge et nyt hus, herunder grundpriserne. Udbuddet i denne analyse er bestemt af den estimerede sammenhæng fra ADAM- modellen, som langsomt vil hæve udbuddet af boliger, så længe boligpriserne er højere end omkostningerne ved at bygge et nyt hus.<sup>5</sup>
- Skattereformen fra 2012 indebærer en gradvis reduktion i værdien af *renteafdraget* frem mod 2016, fra ca. 33 pct. til 25 pct. Da reduktionen af fradragssatsen kun gælder for renteudgifter over 100.000 kroner for et ægtepar og 50.000 kroner for enlige, vil mange boligejere ikke umiddelbart blive påvirket. Da beløbsgrænserne dog er låste, vil et stigende antal boligejere mærke reduktionen i takt med de generelle prisstigninger. Isoleret set ventes reduktionen af skatteværdien af renteudgifter at dæmpe prisstigningerne på boligmarkedet frem mod 2020, om end med meget begrænset effekt. Den forventede ændring i det gennemsnitlige rentefradrag er baseret på beregninger på individniveau i lovmodellen.
- I fremskrivningen er det antaget, at prisindekset for boliginvesteringer vokser med gennemsnittet fra 1990 til 2012, og at de nominelle jordpriser er antaget at vokse med 4 pct. om året frem mod 2020.

Baseret på de underliggende makroøkonomiske forhold er der samlet set udsigt til stigende nominelle boligpriser frem mod 2020, hvor prisniveauet ventes at ligge 15-20 pct. over niveauet i 2013, *jf. figur 5a*. Fremgangen i boligpriserne vil dermed være mindre end væksten i husholdningernes nominelle indkomst frem mod 2020, *jf. bilag 2*.

Den langsigtede fremskrivning af boligprisudviklingen omregnet til reale priser fremgår af figur 5b. I de første år ventes konjunkturnormaliseringen sammen med fortsat lave renter at medføre en real fremgang i boligpriserne. Fra 2017 og frem mod 2020 vokser boligpriserne omtrent i samme tempo som de generelle forbrugerpriser, hvilket medfører, at udviklingen i de reale priser er næsten flad. Det indebærer, at de reale boligpriser vil være omtrent konstante i indeværende årti, hvilket er en afvigelse fra den historiske trend siden 1950'erne, hvor de reale boligpriser i snit er steget omkring 1½ pct. årligt.

<sup>5</sup> I fremskrivningen er det antaget, at prisindekset for boliginvesteringer vokser med gennemsnittet fra 1990 til 2012.



**Figur 5****(a) Nominelle boligpriser, fremskrivning 2013-2020****(b) Reale boligpriser, fremskrivning 2013-2020**

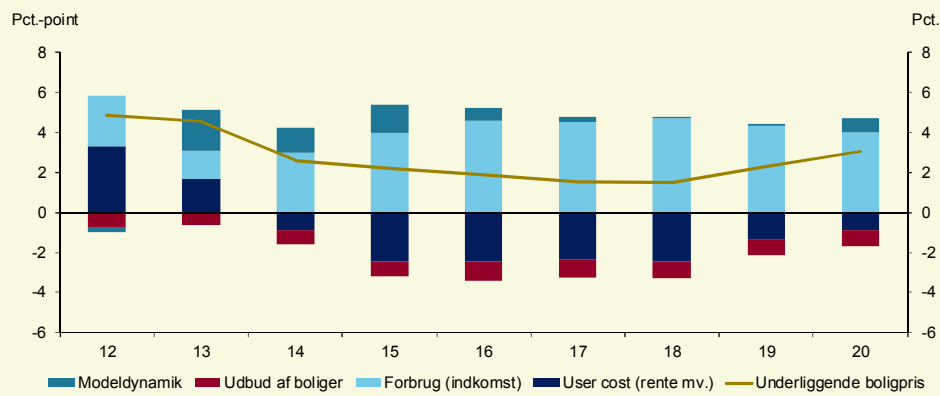
Anm.: Real kontantpris på enfamiliehuse er beregnet som den nominelle boligpris deflateret med forbrugerpriserne.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Beregningerne på modellen viser således, at den gunstige effekt på boligmarkedet fra bedre makroøkonomiske forhold vejer tungere end den prisdæmpende effekt fra stigende renter, der i gennemsnit ventes at udgøre omkring 1½-2 pct. Samlet set ventes boligpriserne at stige med omkring 2-2½ pct. om året i perioden 2014 til 2020.<sup>6</sup> Stigningerne ventes at være kraftigst i de første år, mens rentestigningerne og stigende udbud gradvist ventes at dæmpe væksten i de efterfølgende år. Boligudbuddet ventes blandt andet at stige som reaktion på de stigende boligpriser, *jf. figur 6*.

<sup>6</sup> I *Danmarks Konvergensprogram 2013* er det beregningsteknisk lagt til grund at boligpriserne stige med 1¾-2 pct. om året frem mod 2020, svarende til den almindelige forbrugerprisudvikling.

**Figur 6**  
**Marginalt bidrag til ændringen i den underliggende boligpris, fremskrivning 2013-2020**



Anm.: Figuren viser den årlige marginaleffekt af de forventede ændringer. Modellen indeholder også laggede forhold, som indgår i variablen modeldynamik. Den marginale effekt fra stigende forbrugerpriser indgår i variablen forbrug.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

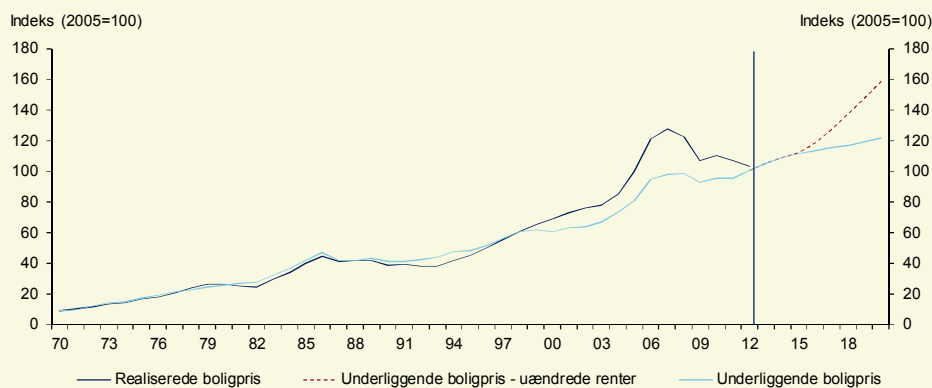
Modelberegningerne tyder således på, at de stigende renter ikke vil sætte boligmarkedet i stå, men derimod være med til at sikre en holdbar udvikling på boligmarkedet. En fastholdelse af det nuværende meget lave renteniveau vil til gengæld indebære en risiko for ny uholdbar udvikling i boligpriserne, *jf. boks 3*.

**Boks 3****Rentenormalisering og boligbobler**

Den langsigtede fremskrivning er behæftet med betydelig usikkerhed, da den bygger på en række antagelser om udviklingen i de underliggende variable. Især renteutviklingen er af stor betydning for den fremadrettede udvikling i boligpriserne. I analysen antages en gradvis stigning i renterne i takt med en generel konjunkturforbedring både internationalt og i Danmark. Denne rentestigning ventes isoleret set at dæmpe prisudviklingen på boligmarkedet.

Betydningen af rentenormaliseringen kan illustreres ved et hypotetisk scenarie, hvor renten forudsættes fastholdt på det ekstraordinært lave niveau i endnu en årrække. Hvis konjunkturforbedringen med stigende beskæftigelse og indkomster ikke går hånd i hånd med stigende renter, kan det potentielt virke destabiliserende på boligmarkedet. I sådan et tilfælde vil husholdningernes finansieringsmuligheder forblive meget lempelige, hvilket kan drive priserne på ejerboliger i vejret. I et scenarie, hvor renterne, alt andet lige, holdes uændret på 2014 niveau frem mod 2020, vil de modelberegnedede prisstigninger følge et forløb, der svarer til de kraftige prisstigninger, der sås i boom-årene i midten af 00'erne, jf. figur a. Modsat ventes priserne under antagelse af en rentenormalisering kun at stige 15-20 pct. fra 2012 til 2020. Ud fra en historisk sammenhæng kan et fravær af rentestigninger altså virke destabiliserende på dansk økonomi.

Omvendt kan rentestigninger, der ikke går hånd i hånd med en konjunkturforbedring, betyde kraftige prisfald på boligmarkedet. Risikoen for sådanne rentestigninger afhænger blandt andet af de internationale finansmarkeders overordnede tiltro til den danske finanspolitik.

**Figur a****Fremskrivning under antagelse af fastholdt lave renter, 2013-2020**

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Litteratur**

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010), *Økonomisk Tema Nr. 9: Boligmarkedet og bolig-ejernes økonomi*.

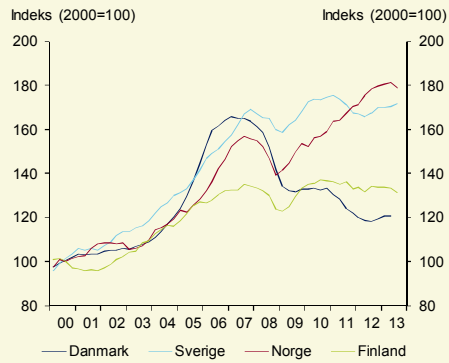
Det Økonomiske Råd (2010), *Dansk Økonomi, efteråret 2010*.

IMF (2013), *Nordic Regional Report, House prices and household debt*.

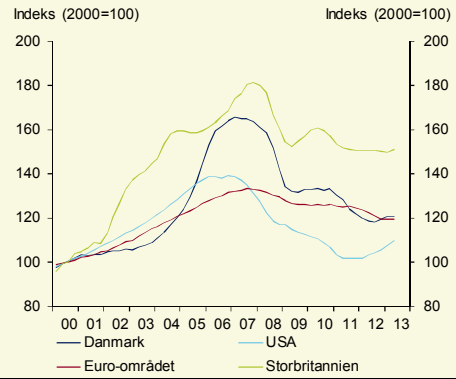
Rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager (2013), *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*.

**Bilag 1**  
Udviklingen i reale boligpriser, udvalgte lande

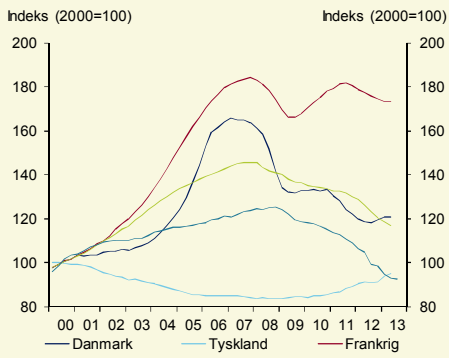
**Figur a**



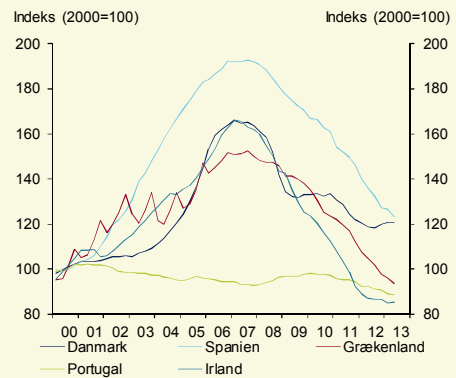
**Figur b**



**Figur c**



**Figur d**



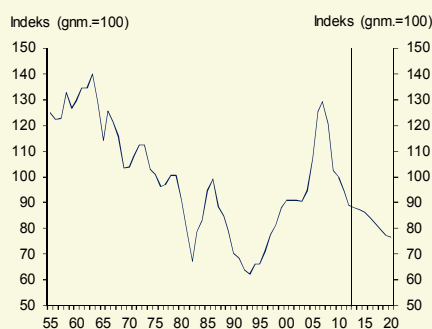
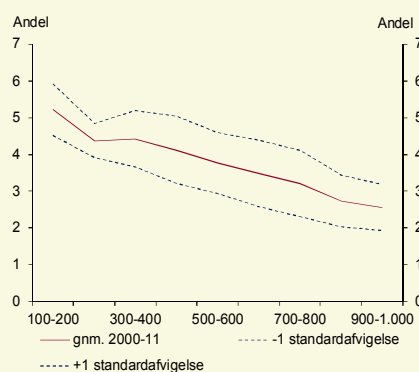
Kilde: OECD.

**Bilag 2****Boligpriser og indkomster**

Der er traditionelt store udsving i forholdet mellem boligpriser og husholdningernes indkomst, *jf. figur a*. Økonomisk teori vil tilsige, at i takt med at man får flere kvadratmeter, falder marginalnyten af bolig. Man vil dermed efterspørge relativt mindre bolig – og dermed også jord – i takt med at indkomsten stiger. Da boligpriserne på langt sigt vil være bestemt af omkostningerne ved at bygge et nyt hus (inklusive jordpris) må forholdet mellem boligpriser og indkomsten dermed være faldende over tid. Medmindre at omkostningerne stiger mere end indkomsten.

Betragtes forholdet mellem boligudgifter og disponibel indkomst på tværs af individer er der tegn på, at indkomstelasticiteten af boligforbrug er under én, *jf. figur b*. Det vil sige, at jo højere indkomst et individ har, jo mindre andel bruges der på boligudgifter. Dette underbygger isoleret set, at boligudgifterne er faldende som andel af den samlede indkomst, da marginalnyten ved mere bolig falder relativt til andre forbrugsvarer.

En ulempe ved mikrostudiet er, at der er tale om forholdene på ét tidspunkt, og at det ikke følger de samme personer over tid. Det kan blandt andet medføre, at der ikke tages højde for personernes boligudgifter over et helt livsforløb. Eksempelvis kan personer med relativt lav indkomst på et givet tidspunkt have en relativt dyr bolig, såfremt personen (og banken/realkreditinstituttet) har en forventning om en fremtidig indkomststigning. Desværre kan denne kritik ikke verificeres, da der kun er data tilbage til 2000.

**Figur a****Boligpriser delt med husholdningernes indkomst****Figur b****Indkomst vs. Boligpriser – mikro sammenhænge**

Anm.: Figur a viser de nominelle boligpriser deflateret med udviklingen i den samlede nominelle disponible indkomst på makro-niveau. Fra 2013 til 2020 er de deflateret med udviklingen i det nominelle forbrug, som historisk er omtrent ens med udviklingen i den nominelle indkomst over tid. Figur b viser boligpriserne, beregnet ud fra de offentlige ejendomsvurderinger, i forhold til den disponible indkomst på individniveau.

Kilde: Danmarks Statistik og ADAM's databank og egne beregninger på lovmodellen.