Boligmarked og finansiel stabilitet

Søren Hove Ravn
Københavns Universitet

Økonomisk Eksploratorium

28. oktober 2021

Motivation

- Få økonomiske emner tiltrækker sig så meget opmærksomhed som boligmarkedet og den aktuelle udvikling i boligpriserne.
  - Gælder alt fra journalister til polit-studerende!
- Det har ikke mindst været tilfældet siden coronakrisens udbrud i marts 2020.
- I løbet af 2021 har vi set uenighed mellem Nationalbanken og De Økonomiske Råd (DØR) omkring behovet for et politisk indgreb i forhold til boligmarkedet.

Agenda

- Baggrund: Kan og bør økonomisk politik forsøge at "styre" boligpriserne?
  - Hvad er en "boligboble"?
  - Hvornår udgør stigende boligpriser en risiko for den finansielle stabilitet?
- Hvordan skal vi forstå udviklingen i boligpriserne under corona?
- Nationalbanken vs. DØR: Hvad er op og ned i den aktuelle debat om et muligt indgreb?

Økonomisk politik og boligpriser

- Kan og bør økonomisk politik sigte mod at påvirke *aktivpriser*, herunder boligpriser?
- En lang, international litteratur har belyst dette emne, primært med fokus på pengepolitik.
  - "Pre-crisis consensus" (før 2008): pengepolitik bør ikke forsøge at påvirke aktivpriser (se fx Bernanke & Gertler, 2001).
  - Efter 2008: Nej, men behov for at supplere med "makroprudentiel politik".
- Argumenter: I praksis svært at opdage prisbobler før det er for sent; en højere rente for at modvirke aktivprisbobler har makroøkonomiske omkostninger, mens gevinsten er usikker (se fx Svensson, 2017).

Økonomisk politik og boligpriser

- I litteraturen har der typisk været fokuseret på to motiver til, hvorfor udsving i aktivpriser er et problem:
  - Enten at der er en prisboble, hvor prisen afviger fra den fundamentale aktivpris - typisk tilfældet i litteraturen før 2008.
  - Eller at boligprisudsving fører til udsving i kredit til husholdninger, hvilket i sig selv kan være problematisk - typisk for litteraturen efter 2008.
- Disclaimer: fokus er her på udsving hen over konjunkturerne; og på hvornår prisudsving er problematiske for finansiel stabilitet - ikke alle mulige andre hensyn.

Boligprisbobler

- I mange teoretiske modeller antages det, at en aktivprisboble kan opstå som en stokastisk proces, hvor prisen i et antal perioder afviger fra den fundamentale pris.
- Før eller siden brister boblen med sikkerhed, men i hver enkelt periode er der en vis sandsynlighed for, at boblen ikke brister, så prisen fortsat stiger.
- Den type udsving er typisk inefficiente, fordi de forvrider de priser, agenterne i økonomien betaler (fx for bolig vs forbrug).
    - Et yderligere problem kan være, hvis gæld er bundet op på værdien af det boble-ramte aktiv.

Den fundamentale boligpris

- Hvornår er der en boligboble?
- Mange forskellige definitioner / svar!
- I teorien er den mest stringente definition, at der er en boble, hvis prisen på et aktiv afviger fra den fundamentale aktivpris.
- Eksempel: Den fundamentale aktiepris er givet ved den tilbagediskonterede sum af alle forventede fremtidige dividendeudbetalinger.
    - Åbenlyst problem: fundamentale aktivpriser er uobserverede (men kan estimeres).

Den fundamentale boligpris

- Hvad er så den fundamentale boligpris?
- Én tilgang er at se boligen som et finansielt aktiv på linje med aktier.
  - For en bolig er dividendeudbetalingerne givet ved nytteflow'et af at bo i boligen (lejeværdien af egen bolig).
- Et problem med denne tilgang er, at den implicit ser bort fra kreditfriktioner på boligmarkedet (dårlig approksimation - se fx Greenwald og Guren, 2021).
- I stedet kan den fundamentale boligpris udledes fra en teoretisk model, som tager højde for både kreditbegrænsninger, skatteregler (fx rentefradrag), og at boligudbuddet på kort sigt er fast.
  - Det er fx tilgangen i en række studier fra Nationalbanken, se fx Dam mfl. (2011) eller Hviid (2017).

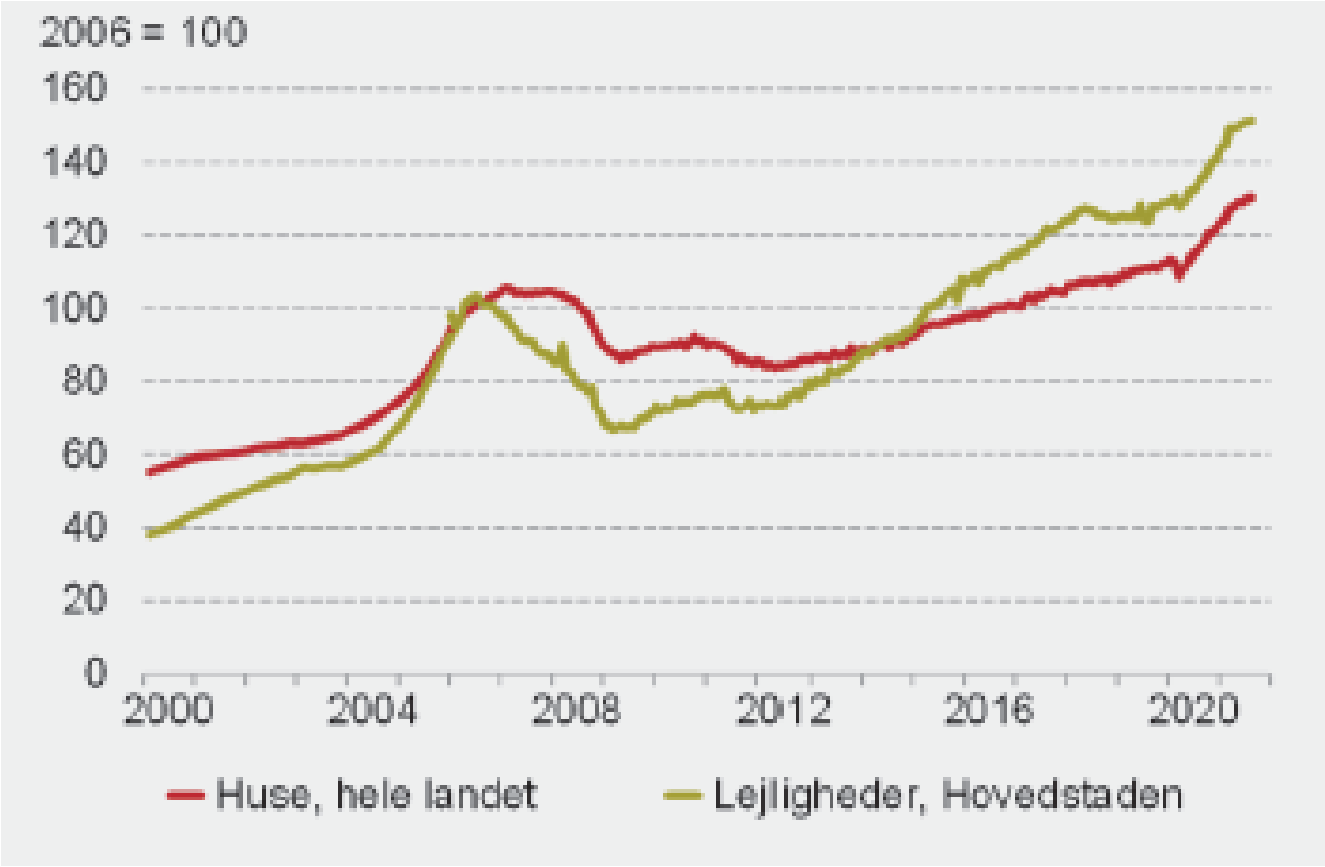
Boligpriser og kreditvækst

- Siden finanskrisen i 2008 har den primære tilgang i litteraturen - især i studier af makroprudentiel politik - været at se bort fra bobler, og i stedet fokusere på de udsving i husholdningernes gældssætning, som boligprisudsving kan medføre.
- Skyldes en generel indsigt fra et stort antal studier, som har vist, at høj kreditvækst under et opsving gør den efterfølgende recession både dybere og længere; se fx Mian og Sufi (2010), Jordà mfl. (2013), Mian mfl. (2017).
- Faktisk er det primære fokus i makroprudentielle studier ikke på udsving i boligpriserne i sig selv, men på kreditudsvingene.
- Så tilbage til starten: Makroprudentiel politik forsøger (heller) ikke at påvirke boligpriserne direkte, men at sikre, at husholdninger og virksomheder er robuste over for udsving heri.

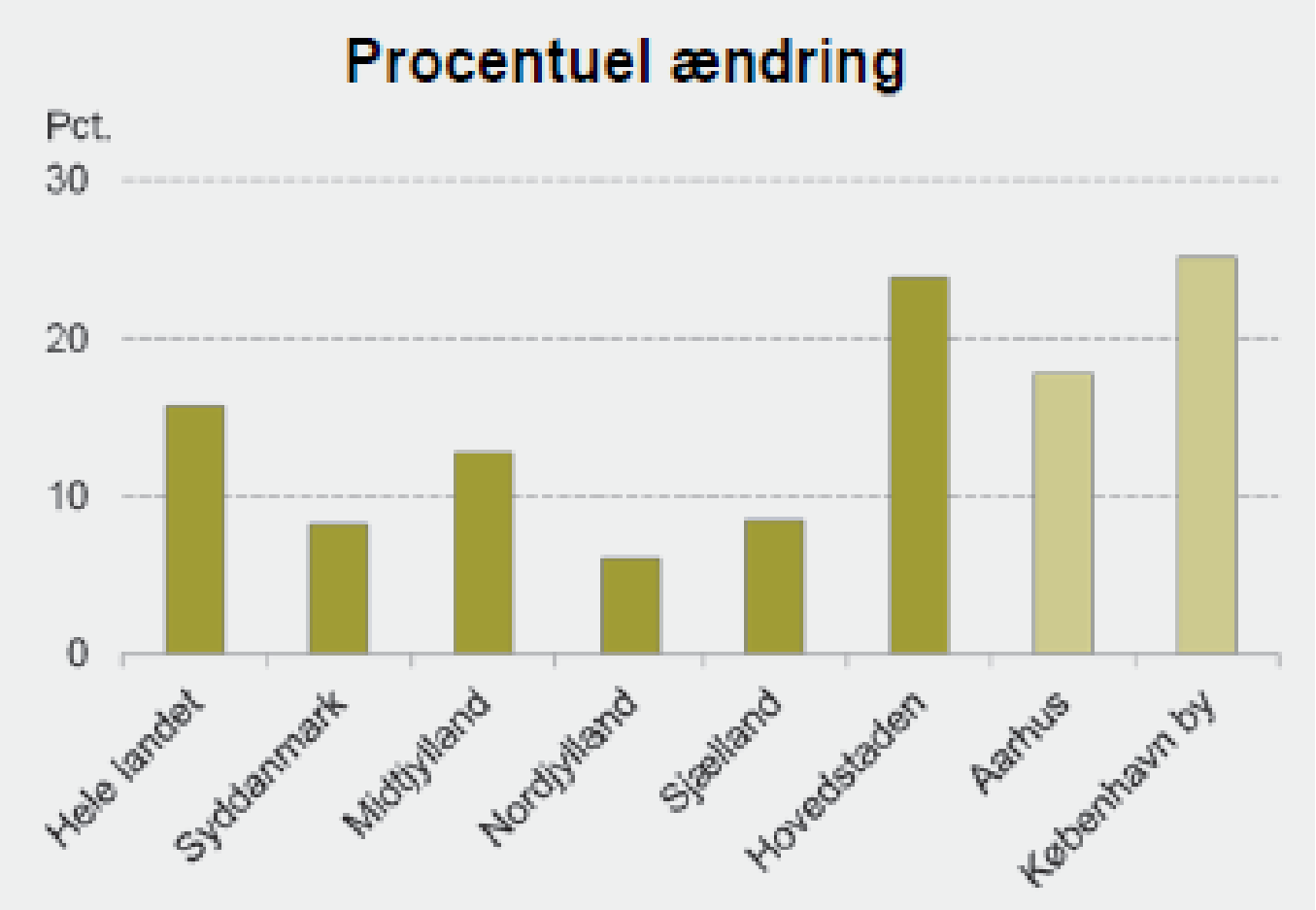
Boligmarkedet under corona

- Lad os på den baggrund betragte den konkrete situation på det danske boligmarked siden coronakrisens udbrud i marts 2020.
- Da corona brød ud og økonomien lukkede ned forudsagde de fleste økonomer, heriblandt jeg selv, at boligpriserne ville falde.
  - Gennem de seneste to-tre årtier har boligpriser i stigende grad været procykliske, både i Danmark og andre lande.
- Det gik som bekendt lige omvendt: Fra januar 2020 til august 2021 steg boligpriserne med over 15 pct. på landsplan (og næsten 25 pct. i København).
  - Siden forsommeren 2021 tendens til, at boligpriserne er fladet ud.

Boligpriser i Danmark (DØR, oktober 2021)



Boligpriser i Danmark (DØR, oktober 2021)



Boligmarkedet under corona

- For mig er coronakrisen et perfekt eksempel på et såkaldt boligpræferencestød (samtidig med andre stød, selvfølgelig):

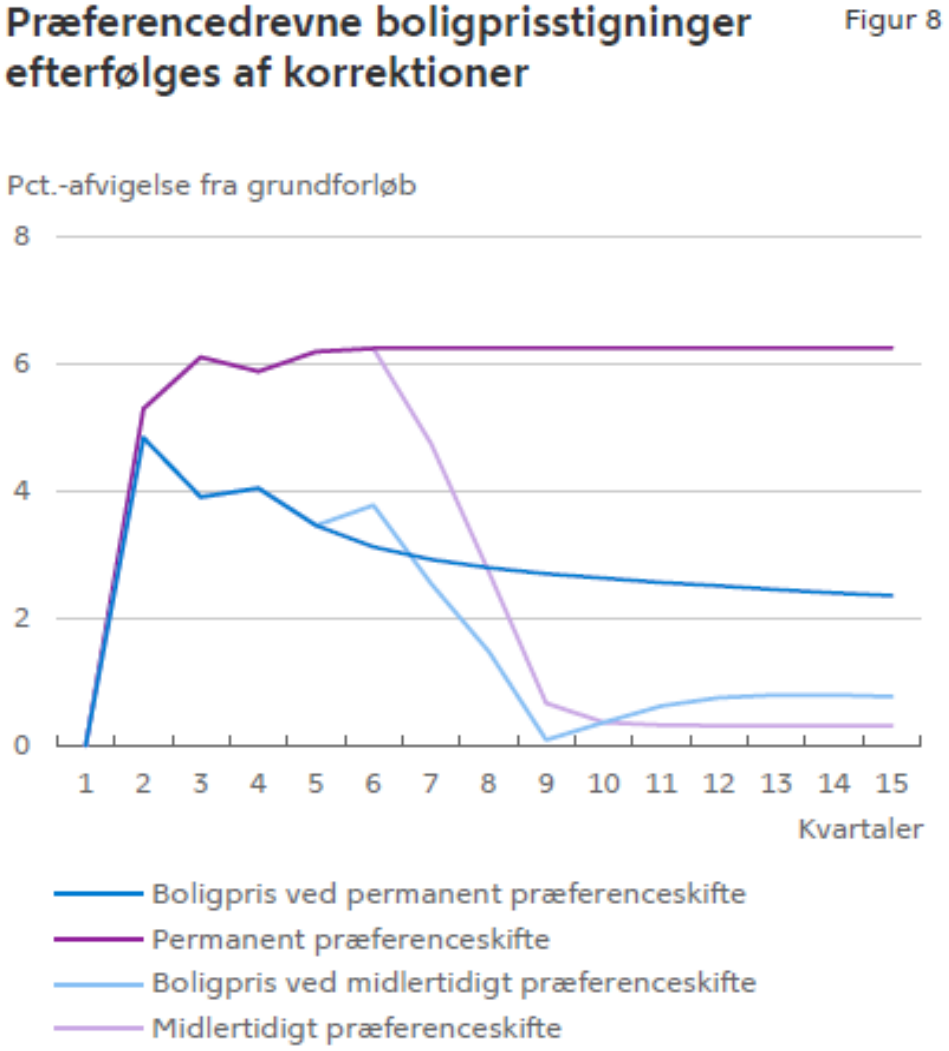
$$U(C, H) = u(C) + \gamma u(H).$$

- Her angiver parameteren γ, hvor meget vægt der lægges på boligforbrug relativt til almindeligt forbrug.
- I min fortolkning indebar corona en kraftig stigning i γ, af flere årsager:
  - Pga. lockdowns blev vi tvunget til at tilbringe mere tid i vores bolig. Boligen blev også arbejdsplads, biograf, restaurant/bar, feriedestination, etc.
  - Samtidig blev forbrugskurven C mindre attraktiv, fordi den ikke længere indeholdt rejser, frisørbesøg, restauranter, koncerter mv.
- Denne fortolkning går igen (eksplicit!) i både Nationalbankens og DØR's publikationer fra sommer/efterår 2021.

Boligmarkedet under corona

- Hvad betyder det for boligpriserne?
  - Hvis støddet er midlertidigt, så vil boligpriserne på et tidspunkt begynde at falde, i takt med at γ falder tilbage mod sin tidligere værdi.
  - Hvis støddet er helt eller delvist permanent, så vil boligpriserne flade ud på et højere *niveau* end før corona (så *stigningstakten* vil falde tilbage til før corona).
  - Sidstnævnte afhænger af muligheden for at tilpasse boligmassen (udbuddet) til den højere efterspørgsel.
- Uanset hvad: I begge tilfælde er de kraftige prisstigninger under corona at betragte som et midlertidigt fænomen, som vil gå væk i takt med at økonomien genåbner.
  - Det er netop hvad vi har set gennem de seneste måneder: Boligmarkedet er ved at være tilbage i et mere normalt gear.

Effekter af boligpræferencestød (Nationalbanken 2021)



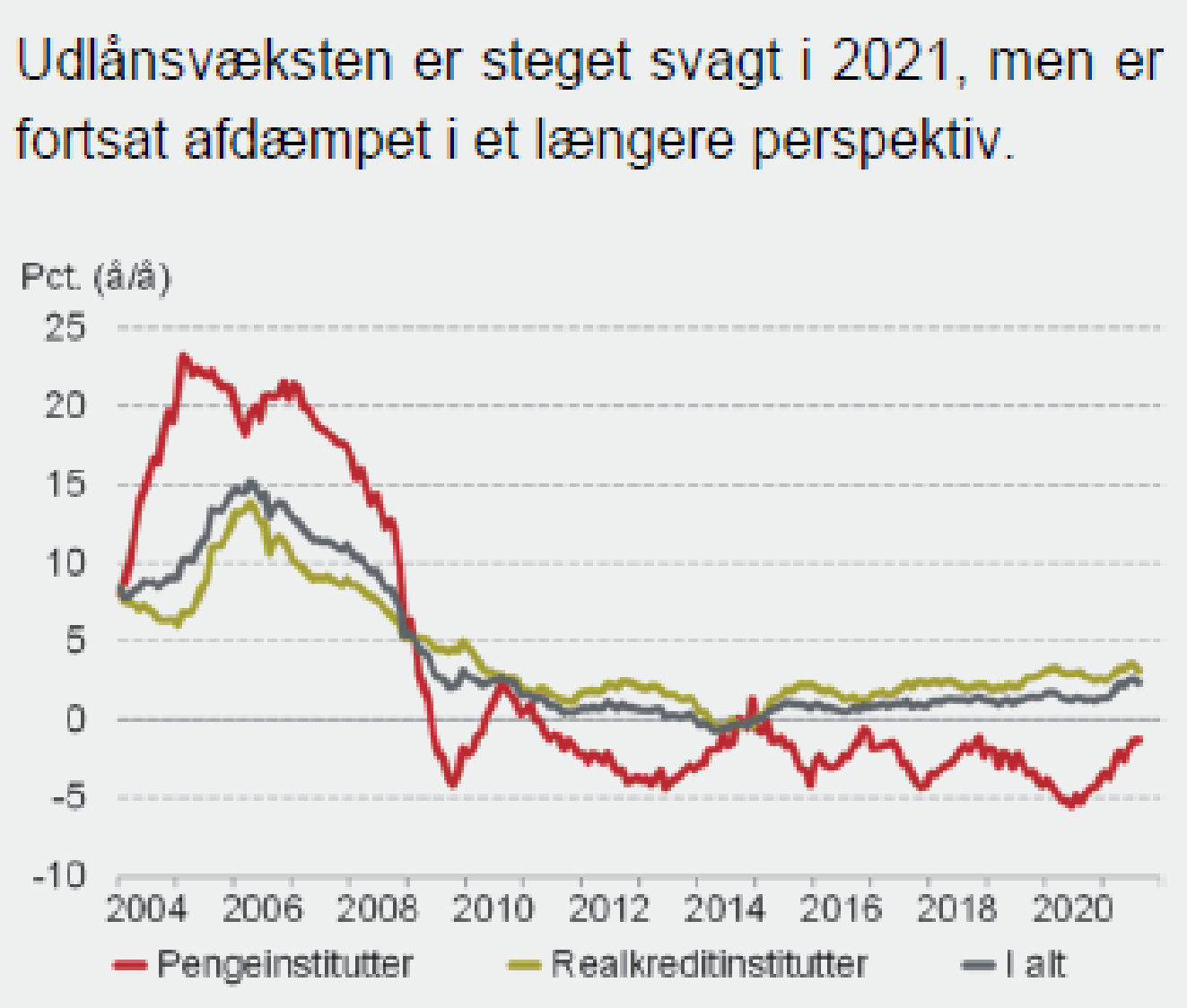
Behov for et indgreb?

- I juni 2021 kom en opfordring fra Det Systemiske Risikoråd (DSR) til Regeringen om et indgreb i form af en stramning af adgangen til at optage afdragsfri realkreditlån.
  - Forslaget gik på at forbyde afdragsfri lån til husholdninger med en belåningsgrad på over 60 pct.
  - I praksis ville forslaget forhindre langt de fleste førstegangskøbere i at opnå afdragsfrihed.
- Hvad er Det Systemiske Risikoråd? Et rådgivende organ som skal addressere risici for den finansielle stabilitet - en form for Makroprudentielt DØR.
  - Rådets formand er Nationalbankdirektør Lars Rohde, og blandt de øvrige medlemmer er embedsfolk fra Finanstilsynet og ministerier samt uafhængige eksperter.
- DØR erklærede derimod, at man ikke så behov for et indgreb, og Regeringen har valgt at afvise forslaget.

Behov for et indgreb?

- Hvad er baggrunden for uenigheden? Relativt sjældent, at Nationalbanken og DØR er direkte uenige.
- Nationalbanken hævder, at bankens/DSR's forslag ikke var en respons til den seneste prisudvikling, men et tiltag der skal sikre et mere robust boligmarked på langt sigt.
  - En pointe, der nok gik tabt for de fleste i debatten i medierne.
- DØR's argumenter mod et indgreb har primært været baseret på den aktuelle udvikling: præferencestød, stigning i den fundamentale boligpris pga. lave renter og pæn indkomstudvikling (dvs. ingen tegn på boble).
  - Sidst, men ikke mindst, peger DØR på en afdæmpet vækst i kreditgivningen.

Kreditudviklingen (DØR, oktober 2021)



Behov for et indgreb?

- En del af uenigheden - men næppe den hele - skyldes altså, at man har to forskellige ting i tankerne.
- Vigtigt at huske, at Nationalbanken/DSR's forslag er relativt vidtgående - man afskærer som sagt langt størstedelen af førstegangskøbere fra afdragsfrihed.
- Et stort indgreb skal stå mål med et stort problem. Mange økonomer uden for Nationalbanken ikke enige i, at der er sådan et stort problem.
  - Nationalbankens egne tidligere analyser peger også på, at danske boligejere er relativt robuste over for økonomiske udsving.
- Måske et mindre indgreb ville være mere hensigtsmæssigt?
  - Begrænse afdragsfrihed på den del af lånet, der ligger over 60 pct.?
  - Beskære rentefradraget (som tilskynder til gældsfinansiering)?

Konklusion

- Det er svært, og næppe hensigtsmæssigt, at forsøge at styre boligpriserne gennem økonomisk (konjunktur)politik.
- Nyere fokus: Det er husholdningernes gæld, der kan skabe finansiel ustabilitet, så hold fokus på udsving deri.
- Uenighed mellem DØR og Nationalbanken skyldes dels et forskelligt fokus, men formentlig også andre faktorer på spil.

Referencer

Bernanke, B., og M. Gertler, 2001, Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices, American Economic Review 91, 253-257.

Dam, N., T. Hvolbøl, E. Pedersen, P. Sørensen, og S. Thamsborg, 2011, Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?, Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2011, del 1, s. 47-69.

Greenwald, D., and A. Guren, 2021, Do Credit Conditions Move House Prices, NBER Working Paper 29391.

Hviid, S., 2017, A Leading Indicator of House-Price Bubbles, Danmarks Nationalbank Working Paper 114.

Jordà, O., M. Schularick, and A. Taylor, 2013, When Credit Bites Back, Journal of Money, Credit and Banking 45, 3-28.

Mian, A, and A. Sufi, 2010, Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009, IMF Economic Review 58, 74-117.

Mian, A., A. Sufi, and E. Verner, 2017, Household Debt and Business Cycles Worldwide, Quarterly Journal of Economics 132, 1755-1817.

Svensson, L., 2017, Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind, Journal of Monetary Economics 90, 193-213.