

*Redaktion*

*Cheføkonom*

*Christian Hilligsøe Heinig*

*chei@rd.dk*

*Udgiver*

*Realkredit Danmark*

*Strødamvej 46*

*2100 København Ø*

*Risikostyring & forret-*

*ningsudvikling*

*Ansvarshavende*

*Cheføkonom*

*Christian Hilligsøe Heinig*



## Status på boligmarkedet

- Det går trægt på boligmarkedet i øjeblikket. Handelsaktiviteten befinder sig på lave niveauer, boligudbuddet har nået nye rekorder og boligpriserne er faldende. Selv i københavnsområdet synes prisopturen at være kommet til vejs ende.
- De usikre økonomiske tider er med til at lægge en dæmper på aktiviteten på boligmarkedet, men en anden vigtig forklaring er også, at udbudspriserne fortsat sættes for højt i forhold til de faktiske markedspriser. Det giver en vis træghed i markedet inden enderne mødes mellem køber og sælger.
- Modvinden på boligmarkedet kommer på trods af, at det i øjeblikket er historisk billigt at købe og eje et parcelhus over det meste af landet. Ligeledes peger vores modeller for boligmarkedet på, at huspriserne faktisk er nogenlunde i balance med de underliggende fundamentale faktorer. Det er helt i tråd med de beregninger Finansministeriet og Nationalbanken har vist med deres boligmodeller.
- Bobleelementet fra årene 2005-2007 synes altså forsvundet. Det er samlet set en god nyhed for boligmarkedet, og det er med til at fjerne noget af frykten for, at huspriserne over de kommende år kan stå foran en betydelig nedtur.
- Det dog vigtigt at notere sig, at huspriser i balance især er et resultat af de rekordlave renter. Ligeledes er det heller ikke nogen garanti for, at priserne ikke kan falde yderligere. For det første kan de underliggende faktorer ændre sig i negativ retning og for det andet så vi også under boligopturen, at priserne steg væsentligt mere end de fundamentale faktorer tilsagde. En lignende effekt i negativ retning kan udspille sig, og i den sammenhæng spiller psykologien på boligmarkedet en jokerrolle.
- Både teoretisk set og i praksis ved vi netop, at boligkøbernes psykologi kan indtage en afgørende rolle for prisudviklingen – det gælder både i opadgående og nedadgående retning.
- Med udsigt til fortsat stor økonomisk usikkerhed og intet endeligt nedadgående knæk på arbejdsløshedskurven, så vil boligmarkedet næppe komme op i et større gear gennem resten af 2011 og 2012. Vi venter derfor fortsat faldende huspriser over de kommende kvartaler og en tendens til stabilisering mod slutningen af 2012.
- Vores prognose indikerer, at huspriserne når ned på niveauerne fra sommeren 2005. Det er stadig mere end 60 % højere end ved indgangen til dette årtusind. Set i det lys har de seneste års modvind på boligmarkedet altså langt fra udslettet de store prisstigninger, vi gennem en længere årrække oplevede på boligmarkedet, og vi ser også fortsat, at friværdierne i de danske boliger er på nogle høje niveauer i en historisk kontekst. Alene den gennemsnitlige friværdi pr. parcelhus er på godt 700.000 kroner.

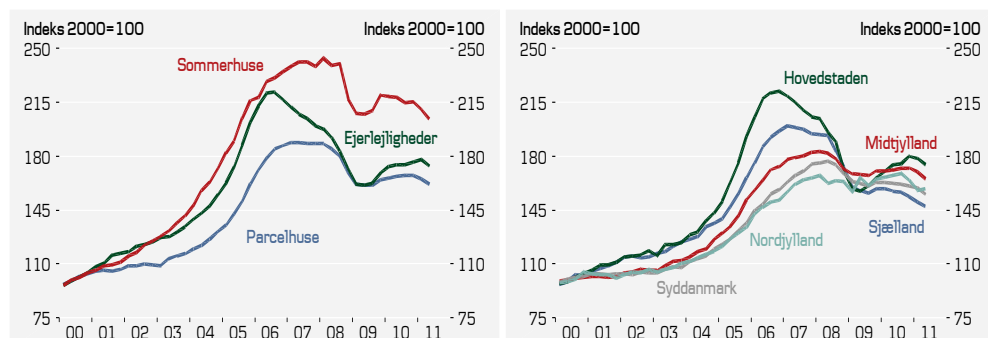
## Mere end halvsøj udvikling på boligmarkedet gennem de seneste måneder

Den nyligt offentliggjorte boligmarkedsstatistik for 2. kvartal viste generelt faldende priser på boligmarkedet. Noget usædvanligt var der tale om præcis samme prisudvikling på både sommerhusmarkedet, ejerlejlighedsmarkedet og parcelhusmarkedet, hvor priserne faldt med 0,5 % fra 1. kvartal til 2. kvartal.

Den underliggende prisudvikling på boligmarkedet er imidlertid noget værre, end tallene umiddelbart giver indtryk af. Årets andet kvartal er således normalt højsæson for boligmarkedet med mange handler og en deraf afledt tendens til højere priser. Renser vi for sæsoneffekten, så viser det sig, at priserne på parcelhuse faldt med 2,2 % i 2. kvartal i forhold til 1. kvartal, priserne på ejerlejligheder faldt med 2,4 %, mens priserne på sommerhuse faldt med 2,9 %. Det er de kraftigste prisfald på boligmarkedet siden den ekstreme nedtur mod slutningen af 2008 og starten af 2009, hvor finanskrisen for alvor rasede og ledigheden steg med raket fart.

Vender vi blikket mod den regionale prisudvikling, så ses det, at soloudbruddet Region Hovedstaden har haft gennem dele af 2009 og 2010 med kraftig stigende boligpriser er kommet til vejs ende. Både parcelhuse og ejerlejligheder i Region Hovedstaden oplevede faldende boligpriser fra 1. kvartal til 2. kvartal, og set over det seneste års tid er der tale om en omtrent flad prisudvikling.

Figur 1: Faldende priser på boligmarkedet, og Storkøbenhavn ned i fart

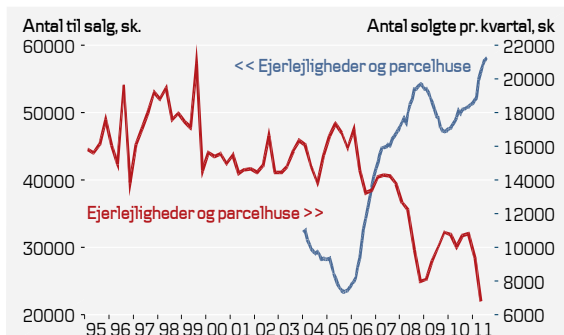


Kilde: Realkreditforeningen og Realkreditrådet samt egen sæsonkorrektur

Hvor aktiviteten i 2. kvartal generelt så sløjt ud med 7.931 solgte ejerlejligheder og parcelhuse - kun overgået af et værre salg i slutningen af 2008 og starten af 2009 - så får vi ligeledes et markant værre billede, når vi sæsonkorrigerer tallene. Rent faktisk viser det sig, at handelsaktiviteten aldrig har været lavere i nyere tid, jf. figur 2. Aktiviteten er i det hele taget styrtdykket gennem 2011 - tilbage i 4. kvartal 2010 blev der solgt næsten 11.000 huse og ejerlejligheder målt sæsonkorrigeret, og det er faldet til i underkanten af 7.000 handler i 2. kvartal - et fald på næsten 40%. Det giver dermed også en væsentlig forklaring på, at boligbuddet har sat nye rekorder over de seneste måneder, når der renses for sæsonudsving, jf. figur 2.

Tager vi udgangspunkt i indikatorerne for pris- og handelsudviklingen i tredje kvartal, så er der ikke den store opmuntring at hente. Antallet af lånetilbud er fortsat lavt og homes husprisindeks, som typisk er en pålidelig indikator for prisudviklingen i de officielle statistikker, peger på et fortsat nedadgående pres på huspriserne.

Figur 2: Rekordlav handelsaktivitet og rekordhøjt boligudbud

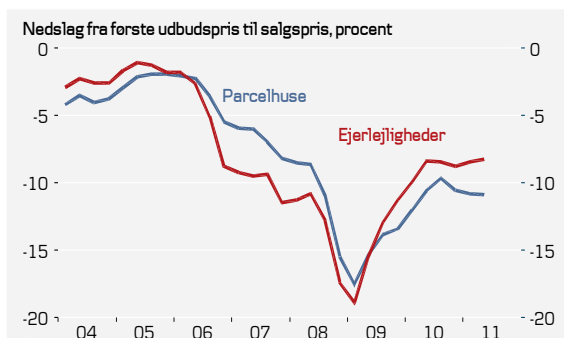


Kilde: Realkreditforeningen og Realkreditrådet samt egen sæsonkorrektion

### Potentielle købere har svært ved at få enderne til at mødes med sælgerne

De økonomisk usikre tider er naturligt nok med til at dæmpe aktiviteten på boligmarkedet, men en anden vigtig forklaring er, at udbudspriserne generelt sættes for højt til den aktuelle markedssituation. Dertil kommer, at boligsælgerne er tilbageholdne med at reducere udbudspriserne. Ser vi på den første udbudspris for de huse, der rent faktisk blev solgt i løbet af 2. kvartal, så er de startet ud med en udbudspris, der er næsten 11 % højere end den endelige salgspris. For et gennemsnitligt parcelhus på 140 kvadratmeter svarer det til, at udbudsprisen er sat godt 200.000 kroner for højt. Det er vigtigt at pointere, at der er stor spredning omkring gennemsnittet – nogle huse sættes til en skarp udbudspris og sælgerne behøves derfor ikke at slå det store af prisen, mens andre justerer udbudsprisen betydeligt mere ned end 200.000 kroner. Set over de seneste kvartaler har vi været vidne til, at kløften er blevet en tand større - tilbage i sommeren 2010 lå afstanden mellem første udbudspris og endelig salgspris på cirka 9,7 %, jf. figur 3.

Figur 3: Priskløften mellem køber og sælger har været værre...



Kilde: Realkreditforeningen og Realkreditrådet

Der er store forskelle på tværs af landet i forhold til, hvor stor kløften er mellem køber og sælger. I nedenstående tabel 1 har vi vist "top ti" og "bund ti" af kommuner i forhold til nedslags størrelse. Målt i procent gives der i øjeblikket størst nedslag i Odsherred Kommune, hvor de huse, der kom gennem nåleøjet til salg, i sidste ende har givet en rabat på 21,3 % i forhold til første udbudspris. Herefter følger "udkantskommuner" som Guldborgsund, Morsø og Lolland med justeringer af udbudsprisen med næsten 20 %. I den modsatte ende af skalaen kan Odder Kommune prale med, at boligsælgerne i 2. kvartal har haft de mest skarpe udbudspriser, og de har kun været nødsaget til at slå 5,8 % af prisen. Også landets to største byer placerer sig på listen over de kommuner med lavest nedslag. I København har nedslaget fra første udbudspris til salgspris været på 7,1 %, mens tallet i Århus er på 7,7 %.

Målt i kroner fortæller der en helt anden historie, da de dyreste områder naturligt nok vil placere sig i toppen af listen. Alene i Hørsholm har boligsælgerne som gennemsnit måtte justere deres første udbudspris på parcelhuset ned med næsten 600.000 kroner. Herefter følger de andre af landets dyreste kommuner at købe bolig i med nedslag på mellem 400.000 til 500.000 kroner. Det er Gentofte, Rudersdal og Lyngby-Taarbæk. I bunden af denne liste kan de i Aabenraa og Vesthimmerlands Kommune "nøjes" med at slå cirka 90.000 kroner af første udbudspris.

Tabel 1: Stor forskel i nedslaget størrelse på tværs af landet

Samlet nedslag, % Top ti - højeste nedslag		Samlet nedslag, kroner - parcelhus på 140 kvm Top ti - højeste nedslag	
Odsherred	-21,3	Hørsholm	-588.700
Guldborgsund	-19,8	Gentofte	-501.760
Morsø	-19,7	Rudersdal	-493.080
Lolland	-18,4	Lyngby-Taarbæk	-438.480
Ringsted	-17,8	Dragør	-400.260
Vordingborg	-17,2	Gladsaxe	-384.860
Kalundborg	-16,0	Helsingør	-358.680
Holbæk	-15,8	Furesø	-341.040
Halsnæs	-15,4	Hvidovre	-339.780
Haderslev	-15,2	Herlev	-333.340
Bund - laveste nedslag		Bund - laveste nedslag	
Aabenraa	-8,0	Billund	-114.940
Holstebro	-8,0	Brønderslev	-114.100
Greve	-7,9	Hjørring	-113.540
Brøndby	-7,8	Odder	-112.980
Århus	-7,7	Holstebro	-112.560
Albertslund	-7,4	Ringkøbing-Skjern	-112.560
København	-7,1	Bornholm	-107.380
Esbjerg	-7,1	Varde	-99.680
Favrskov	-6,8	Aabenraa	-93.240
Odder	-5,8	Vesthimmerlands	-91.420

Kilde: Realkreditforeningen og Realkreditrådet samt egne beregninger

En ting er nedslag fra første udbudspris til endeligt salg. Noget andet er selve det endelige nedslag fra sidste udbudspris til endelig købsaftale falder på plads. Her i den sidste fase, hvor en potentiel køber har kastet sin "kærlighed" på huset, er der hårde forhandlinger. På landsplan slås der 6,5 % af den sidste udbudspris til endelig salgspris svarende til næsten 115.000 kroner ud af det samlede nedslag på fornævnte 200.000 kroner. I den afgørende fase af boligsalget justeres prisen altså mere ned, end i den tid boligen har været udbudt til på nettet. Igen er der store forskelle på landsplan - på Morsø og Ærø er nedslaget under de endelige forhandlinger på mere end 12%, mens det på Samsø og i Aabenraa blot er på 3-4%. Målt i kroner og øre er det igen landets dyreste kommuner, der topper med et forhandlingsnedslag på 300.000 til 400.000 kroner.

### Mange advarselamper blinker hos boligkøberne

Den sløje udvikling boligmarkedet skyldes flere faktorer. Diskussioner om mange af de fundamentale rammevilkår for boligmarkedet i form af boligskatte og risiko for indskrænkning af lånemuligheder i forhold til FlexLån® og afdragsfrihed har skabt usikkerhed blandt potentielle boligkøbere. Disse diskussioner dukkede for alvor op på radaren mod slutningen af 2010 og har uden tvivl været med til at vende den ellers svagt spirende optimisme på boligmarkedet gennem 2010. Denne tendens blev i første halvår af 2011 forstærket af ganske pæne rentestigninger i køl-

vandet på, at den europæiske centralbank begyndte at forhøje renten. Her efter sommeren er renterne faldet tilbage igen på nye bundniveauer, men det giver næppe et markant positivt løft til stemningen på boligmarkedet, da det falder sammen med nye økonomiske bekymringer omkring holdbarheden af den økonomiske genopretning og frygt for stigende arbejdsløshed blandt boligkøberne.

Figur 4: De historisk lave renteniveauer er vendt tilbage

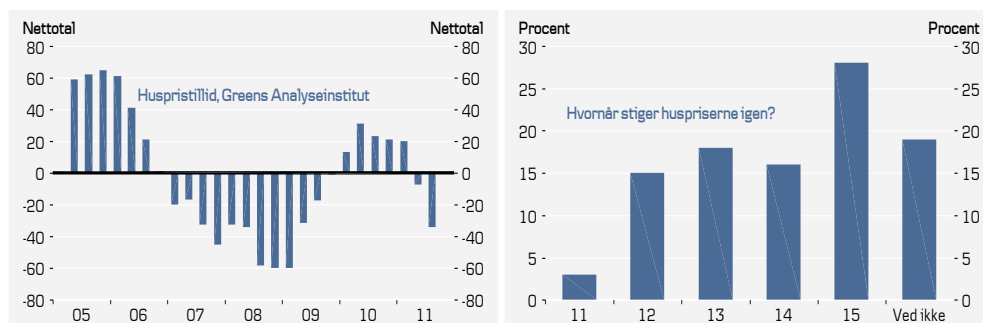


Kilde: Ecowin

Vi ser også, at danskerne ser stadig mere sort på boligmarkedet, og en stor overvægt af danskerne forventer faldende boligpriser over det kommende års tid. I henhold til Greens Analyseinstitut, så ventede mere end 50 % af danskerne i september, at huspriserne vil falde over det kommende års tid, mens blot 15 % ventede stigende huspriser. Efter en kort opblomstring i boligoptimismen gennem 2010, så nærmer vi os atter nogle af de triste niveauer, vi så, mens finanskrisen for alvor raserede økonomien og boligmarkedet tilbage mod slutningen af 2008 og starten af 2009. Huspristilliden er nu på sit laveste niveau siden marts 2009, jf. figur 5 til venstre.

Ser vi på de langsigtede prisforventninger, så mener næsten en tredjedel af danskerne, at boligpriserne først vil komme til at stige igen i 2015 eller senere, jf. figur 5 til højre. Selv under finanskrisedagene var pessimismen på den længere bane noget mindre.

Figur 5: Stor pessimisme omkring boligpriserne – både på kort og på lang sigt



Kilde: Greens Analyseinstitut og Børsen

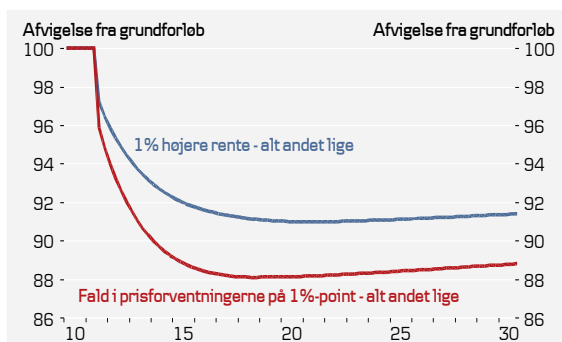
### Den pessimistiske stemning er en vigtig forklaring på den sløje udvikling på boligmarkedet

Stemningen omkring boligmarkedet blandt danskerne er ikke bare et ”underholdende” indslag, men giver derimod værdifuld indsigt i noget af dynamikken på boligmarkedet. Det fik vi tydeligt understreget gennem boligopturen, hvor der var et element af selvopfyldende forventninger forstå-

et på den måde, at stemningen omkring ”at det var sidste chance for at komme med på vognen” i sig selv medførte et opadgående pres på boligpriserne. Man kan frygte, at lidt samme effekt i øjeblikket er i gang med at spille sig ud i negativ retning.

Det er ekstremt svært at kvantificere effekten af den mere pessimistiske stemning på boligmarkedet på både aktiviteten og prisudviklingen. Normalt siger man, at ændringer i renten er en af de helt afgørende parametre for det danske boligmarked, men potentielt set kan psykologien på boligmarkedet faktisk spille en endnu mere betydende rolle. Det er illustreret i nedenstående figur ud fra vores boligmodel. Vi har her antaget to forskellige scenarier – i det ene scenarie stiger renten alt andet lige med 1 %-point, mens det andet scenarie illustrerer effekten af et skred i forventningsdannelsen på 1 %-point – altså at danskerne nu venter en prisstigning på boligmarkedet, der er 1 %-point mindre end tidligere. I begge scenarier er den negative effekt på huspriserne betydelig – en rentestigning vil alt andet lige barbære godt 8 %-point af huspriserne, mens de mere negative prisforventninger skærer mere end 10 % af huspriserne. Det skal ses i lyset af, at fremtidige boligprisfald er ensbetydende med et formuetab og dermed en forventning om stigende omkostninger ved at eje boligen – helt i stil med stigende rente. Forskellen i forhold til renten er, at effekten af ændringer i renten i en vis grad absorberes af rentefradraget.

Figur 6: Boligkøbernes prisforventninger slår potentielt set hårdere igennem end renten



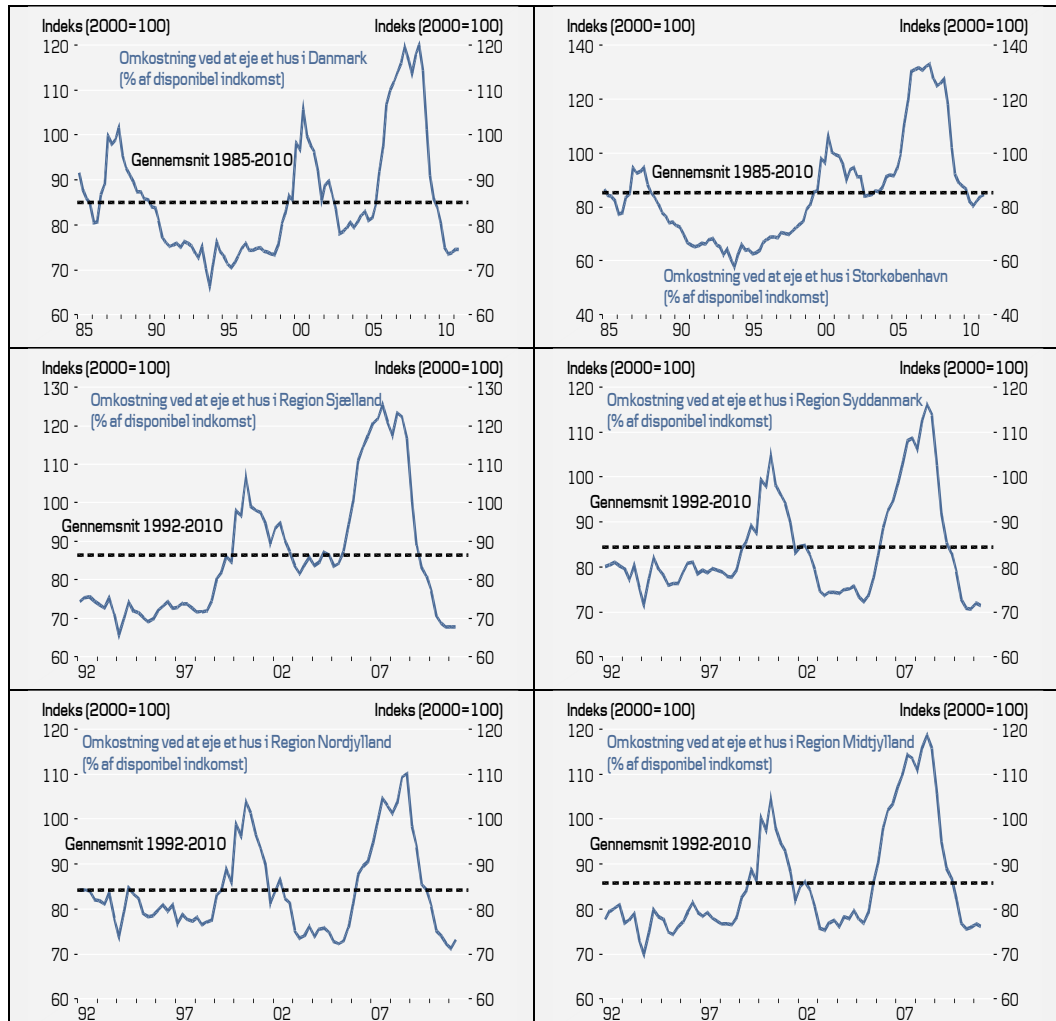
Kilde: Realkredit Danmark

At psykologien spiller en vigtig rolle for prisudviklingen hersker der ingen tvivl om – det helt store problem er imidlertid at omsætte diverse stemningsundersøgelser til en konkret udvikling i de faktiske prisforventninger, som danskerne agerer ud fra, når de skal købe bolig. Her er vi på bar bund, og det er umuligt i øjeblikket at vurdere, hvor stort det nedadgående pres på boligmarkedet fra denne kant rent faktisk er. Det er dermed også en af de helt store jokere for prisudviklingen på boligmarkedet over de kommende år.

### Boligmarkedet er ikke dyrt – givet den lave rente

På trods af den aktuelt dårlige stemning på boligmarkedet, så er alt dog ikke helt sort. Godt nok er renterne faldet på en trist økonomisk baggrund, men omvendt, så betyder renteutviklingen som illustreret en hel del for boligmarkedet. Ydermere har danskernes indkomster generelt også været i pæn vækst gennem de seneste år, og samlet set er omkostningerne ved at købe og eje et hus i Danmark i forhold til de disponible indkomster på et relativt lavt niveau. Med undtagelse af københavnsområdet, så er vi langt under det historiske gennemsnit, og i omegnen af rekordlave niveauer på tværs af landet, jf. figur 7. I Storkøbenhavn er omkostningerne ved at eje et hus i forhold til de disponible indkomster tæt på gennemsnittet i perioden fra 1985 til og med 2010. Boligmarkedet er med andre ord ikke et lukket land for potentielle boligkøbere.

Figur 7: Den lave rente gør det billigt at købe og eje hus i det meste af landet



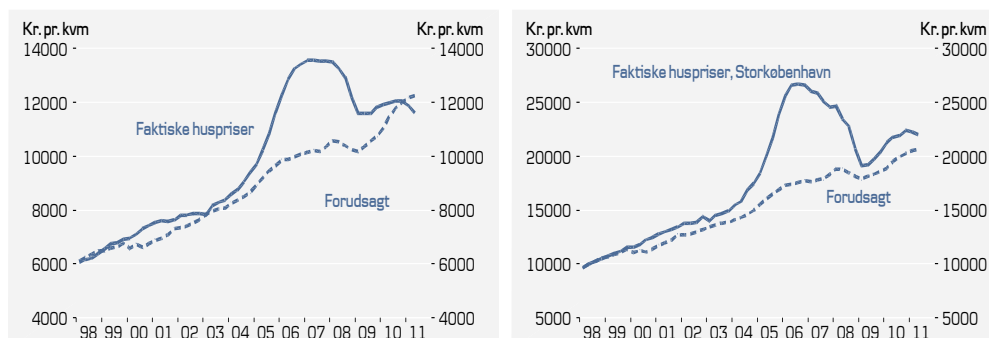
Note: Den anvendte rente er en sammenvægtning mellem den korte og lange realkreditrente, og vægtene afhænger af, hvilke låntyper danskerne generelt benytter sig af.

Kilde: Realkredit Danmark

Tager vi udgangspunkt i vores boligmodel, og ser på huspriseres faktiske niveau i forhold til, hvordan man ville forvente de skulle udvikle sig i forhold til de underliggende fundamentale faktorer for boligmarkedet, så får vi et billede af, at huspriserne er i nogenlunde balance, jf. figur 8. På landsplan indikerer vores boligmodel, at huspriserne i øjeblikket er en tand billigere end de "burde" være i forhold udviklingen i eksempelvis ledigheden, boligskatter, demografien, indkomsterne og renten, mens huspriserne i Storkøbenhavn er lidt dyrere end, hvad de fundamentale faktorer tilsiger.

Samlet set kan vi altså konstatere, at det bobleelement, der var tilstede på boligmarkedet i årene fra 2005 til 2007 er forsvundet i takt med især faldende huspriser, stigende indkomster og lave renter. Det må siges at være en god nyhed for boligmarkedet, og det er også med til at fjerne noget af frygten for, at huspriserne over de kommende år kan stå foran en større nedtur. Udgangspunktet er i hvert fald noget bedre end inden finanskrisen, hvor huspriserne hvilede på et skrøbeligt bobleelement. Samme konklusion om, at huspriserne på landsplan er tæt på balance har vi i øvrigt også set, at både Nationalbanken og Finansministeriet er nået frem til med deres respektive modeller for boligmarkedet.

Figur 8: Huspriserne tæt på balance qua de lave renter



Kilde: Realkredit Danmark

At huspriserne er tæt på balance er ikke ensbetydende med, at der ikke er en risiko for, at huspriserne kan falde over de kommende år. For det første kan huspriserne sagtens være ude af balance i den ene eller anden retning – og her spiller psykologien som tidligere nævnt en betydelig rolle. For det andet kan en negativ udvikling i eksempelvis ledigheden eller stigende renter også give et nedadgående pres på huspriserne. I relation til renten er det værd at bide mærke i, at den aktuelle balance især er et resultat af de netop meget lave renter. Laver vi eksempelvis det eksperiment i vores boligmodel, at renten i stedet ville have holdt sig på gennemsnittet af dette årtusind før finanskrisen ramte os, så er huspriserne på landsplan i omegnen af 10 % for høje i forhold til de fundamentale faktorer. Det understreger, at selv om det i øjeblikket er særdeles billigt at finansiere sit boligkøb, så er selve boligprisniveauet fortsat tættere på dyrt end billigt.

### Huspriserne vil fortsat være under pres i 2011 og 2012

Boligmarkedet synes i øjeblikket at være blevet fanget i en negativ spiral, og det er svært at se, at boligmarkedet i løbet af 2011 eller ind i 2012 for alvor får vendt denne udvikling. Mange af de usikkerhedsmomenter, der plager boligmarkedet vil også gøre sig gældende over det kommende års tid. Den økonomiske genopretning har tabt fart, og der er nu udsigt til relativ afdæmpet økonomisk vækst, der ikke er stærk nok til at sætte gang i en positiv udvikling på arbejdsmarkedet. Ligeledes vil arbejdet omkring den fremtidige regulering af den finansielle sektor også videreføres, og dermed vil der fortsat være udfordringer forude for det danske realkreditsystem – og især er den videre skæbne for 1-årige FlexLån® usikker. Denne proces har de danske politikere ingen større indflydelse på.

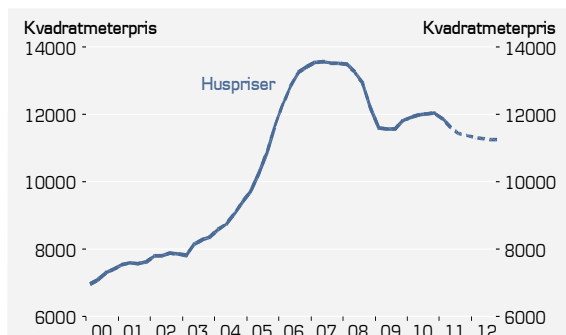
I positiv retning kan den afklarede valgsituation måske få løftet lidt af usikkerhedsmomenterne i forhold til risikoen for øgede boligskatter, og måske i relation til et fremtidigt indgreb mod afdragsfrie lån. Ingen af sidstnævnte elementer har været højt på det politiske flertals liste, og i en tid med et negativt pres på boligmarkedet, er det formentlig ikke noget boligkøberne skal frygte over de kommende år. I regeringsgrundlaget står der også sort på hvidt, at de ikke agter at røre boligskatterne i den indeværende valgperiode.

Samlet set betyder kombinationen af de meget lave renter og et boligmarked, der ikke er præget af samme boble-lignende tilstand, som tilbage før finanskrisen, at vi ikke frygter at opleve lige så dramatiske prisfald som i 2008/2009. I stedet venter vi, at huspriserne vil falde med i omegnen af 3,5 % i år og et prisfald på i omegnen af 2,5 % i 2012. Ser vi på den underliggende udvikling gennem prognosen, så venter vi, at prisfaldet tager af i styrke gennem 2012, og at huspriserne stabiliserer sig mod slutningen af 2012 i takt med, at noget af den store usikkerhed om økonomien og boligmarkedet mindskes. Det vil i så fald betyde, at huspriserne når ned på niveauerne fra sommeren 2005, og vil være mere end 60 % højere end ved indgangen til dette årtusind. Set i det



lyst har de seneste års modvind på boligmarkedet altså langt fra udslettet de store prisstigninger, vi gennem en længere årrække oplevede på boligmarkedet, og vi ser også fortsat, at friværdierne i de danske boliger er på nogle høje niveauer i en historisk kontekst. Alene den gennemsnitlige friværdi pr. parcelhus er på godt 700.000 kroner.

Figur 9: Svagt nedadgående prispres på boligmarkedet



Kilde: Realkreditforeningen, Realkreditrådet og Realkredit Danmark

*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.*