

EN VURDERING AV FINANSTILSYNETS RETNINGSLINJER FOR FORSVARLIG UTLÅNSPRAKSIS FOR LÅN TIL BOLIGFORMÅL

Tor-Øyvind Skjelvik og Sverre Henning Sørensen

Veileder: Trond Olsen

Masterutredning i Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er siste ledd i en mastergrad i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole.

Vi vil takke vår veileder Trond Olsen for tilbakemelding på vårt arbeid underveis. Vi vil også takke Vista Analyse for kontorplass og inspirerende samtaler med de ansatte.

Vi står selv ansvarlig for eventuelle feil og mangler ved utredningen.

Oslo, 15. juni 2012

Sverre Henning Sørensen

Tor-Øyvind Skjelvik

Sammendrag

Denne masterutredningen har til hensikt å vurdere Finanstilsynets kapitalkrav for forsvarlig utlånspraksis som ble innført 1. desember 2011.

Utredningen starter med å se på sammenhengen mellom gjeld, boligpriser og finansiell stabilitet. Videre vurderer vi om det er nødvendig å innføre tiltak for å redusere risikoen blant husholdningene. Herunder undersøker vi risiko knyttet til utviklingen i husholdningenes gjeld, gjelds- og rentebelastning samt risikoen knyttet til utvikling i boligprisene.

Videre gjennomgår vi kjente boligprismodeller for å identifisere faktorer som kan forklare utviklingen i boligprisene i senere tid. Vi undersøker også om det kan være bobletendenser i dagens boligmarked.

Vi ser så på de mulige effektene kapitalkravet kan ha på husholdningenes gjeldsoppbygging og boligprisutviklingen, og vurderer i hvilken grad kapitalkravet oppnår det ønskede målet om redusert risiko blant husholdningene. Det vil også bli foretatt en vurdering av alternative/komplementerende tiltak som kan oppnå det samme.

Vi ser at det har vært en kraftig opplåning i husholdningssektoren sammen med en voldsom boligprisvekst de siste 20 årene. Det ser ikke ut til at fundamentale faktorer kan forsvare boligprisveksten fullt ut, og vi finner indikasjoner på at det er en bobledannelse. Uavhengig om det er en boble i boligmarkedet har vi identifisert en potensiell nedside i gjelds- og boligmarkedet dersom det skulle komme negative sjokk i de fundamentale faktorene vi har identifisert. Vi mener derfor at tiltak for å redusere risikoen i husholdningssektoren er berettiget, men vi finner svakheter ved kravet, og drøfter derfor alternativer til kapitalkravet.

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|------------|
| FORORD | I |
| SAMMENDRAG..... | II |
| INNHOLDSFORTEGNELSE | III |
| FIGUROVERSIKT..... | VII |
| FIGURER | VII |
| FORMLER..... | VIII |
| TABELLER | IX |
| EKSEMPLER | IX |
| 1 INNLEDNING..... | 1 |
| 1.1 FINANSTILSYNETS RETNINGSLINJER | 1 |
| 1.2 PROBLEMSTILLING..... | 2 |
| 1.3 DISPOSISJON OG METODE..... | 2 |
| 1.4 AVGRENSNINGER..... | 4 |
| 2 SAMMENHENGEN MELLOM HUSHOLDNINGERS GJELD, BOLIGPRISER OG DEN FINANSIELLE STABILITETEN..... | 5 |
| 2.1 BOLIGPRIS OG GJELD PÅVIRKER HVERANDRE | 5 |
| 2.2 GJELDS- OG BOLIGMARKEDETS PÅVIRKNING PÅ REALØKONOMIEN | 7 |
| 2.2.1 <i>Konsumkanalen</i> | 7 |
| 2.2.2 <i>Investeringskanalen</i> | 8 |
| 2.2.3 <i>Kredittkanalen</i> | 8 |
| 2.3 LÆRDOM FRA FINANSKRISEN..... | 9 |
| 3. HUSHOLDNINGENES GJELDSSITUASJON..... | 11 |
| 3.1 GJELDSBELASTNING | 11 |
| 3.1.1 <i>Gjeldsbelastning blant sårbare husholdninger</i> | 12 |

| | |
|--|-----------|
| 3.2 BELÅNINGSGRAD | 13 |
| 3.3 RENTEBELASTNING | 14 |
| 3.4 GJELDSUTVIKLINGEN I NORGE SAMMENLIGNET MED ANDRE LAND | 15 |
| 3.5 VURDERING AV GJELDSSITUASJONEN | 17 |
| 4 BOLIGPRISUTVIKLINGEN | 19 |
| 4.1 BOLIGPRISUTVIKLINGEN 1819-2012 | 19 |
| 4.2 JACOBSEN OG NAUGS BOLIGPRISMODELL | 21 |
| 4.2.1 Teoretisk rammeverk | 21 |
| 4.2.2 Boligprismodellen | 22 |
| 4.3 MODAG | 23 |
| 4.3.1 MODAG's boligmodell | 24 |
| 4.3.2 Langsiktsløsninger | 25 |
| 4.4 TOBINS Q | 26 |
| 4.4.1 Boligtilbudet på kort og lang sikt | 27 |
| 4.4.2 Faktorer som påvirker tilbudet | 28 |
| 4.5 IDENTIFISERTE FAKTORER | 29 |
| 5 EMPIRISK ANALYSE AV DE IDENTIFISERTE PRISDRIVENDE FAKTORENE | 31 |
| 5.1 RENTEN | 31 |
| 5.2 INNTEKTSVEKST (DISPONIBEL REALINNTEKT) | 34 |
| 5.3 ARBEIDSLEDIGHET | 35 |
| 5.4 BOLIGBYGGING | 36 |
| 5.5 BYGGEKOSTNADER | 37 |
| 5.6 URBANISERING OG DEMOGRAFIENDRINGER | 39 |
| 5.7 SKATTESYSTEMET | 42 |

| | |
|--|-----------|
| 5.8 OPPSUMERING AV FUNNENE | 45 |
| 6 BOLIGBOBLE..... | 46 |
| 6.1 BOBLEDEFINISJON | 46 |
| 6.2 HP-FILTERET | 46 |
| 6.2.1 Kalkulasjoner | 48 |
| 6.2.2 Vurderinger av trendanalysen..... | 51 |
| 6.3 PRICE/RENT (P/R) RATEN..... | 51 |
| 6.4 BOBLEINDIKATORER..... | 54 |
| 6.4.1 Mediadekning | 54 |
| 6.4.2 Omløpshastighet..... | 54 |
| 6.4.3 Formidlingstid..... | 55 |
| 6.4.4 Antall boliger til salgs | 57 |
| 6.4.5 Meningsmålinger..... | 58 |
| 6.5 TENDENSER TIL BOLIGBOBLE..... | 60 |
| 7 VURDERING AV 15%-REGELEN SOM VIRKEMIDDEL..... | 61 |
| 7.1 DIREKTE EFFEKTER AV 15%-REGELEN | 61 |
| 7.1.1 Gjeldseffekt..... | 61 |
| 7.1.2 Boligpriseffekt..... | 62 |
| 7.2 DRØFTELSE AV 15%-REGELENS MULIGE VIRKNINGER..... | 62 |
| 7.2.1 Økte husleier og incentiver for investorer..... | 62 |
| 7.2.2 Muligheter til å gå rundt regelen | 64 |
| 7.3 KAN 15%-REGELEN FØRE TIL SKJEVFORDELING?..... | 67 |
| 7.3.1 Påvirkning på de uten egenkapital..... | 67 |
| 7.3.2 De unge i særstilling..... | 67 |

| | |
|--|-----------|
| 7.3.3 Høye priser på mindre boliger..... | 68 |
| 7.4 OPPSUMMERING AV DRØFTELSEN AV 15%-REGELEN..... | 70 |
| 8 ALTERNATIVE TILTAK..... | 71 |
| 8.1 SKATTEREGLENE..... | 71 |
| 8.1.1 Rentefradraget..... | 71 |
| 8.1.2 Ligningsverdi og formuesbeskatning..... | 73 |
| 8.1.3 Gevinstskatt ved salg av bolig..... | 73 |
| 8.2 TILTAK PÅ LEIEMARKEDET..... | 74 |
| 8.3 TILPASNING AV REGULERINGER OG FORSKRIFTER..... | 75 |
| 8.3.1 Tilgjengelige tomter..... | 75 |
| 8.3.2 Høyhus og flytting av markagrenser..... | 76 |
| 8.3.3 Gjennomgang av TEK 10..... | 76 |
| 8.3.4 Boligminister..... | 77 |
| 8.4 OPPSUMMERING AV ALTERNATIVE TILTAK..... | 78 |
| 9 KONKLUSJON..... | 79 |
| VEDLEGG 1- FINANSTILSYNETS RETNINGSLINJER FOR FORSVARLIG UTLÅNSPRAKSIS | 80 |
| LITTERATURLISTE..... | 82 |

Figuroversikt

Figurer

| | |
|--|----|
| Figur 1 Lån med belåningsgrad utover 90 prosent, 2004-2011 | 13 |
| Figur 2 Gjeld- og rentebelastning blant husholdningene | 15 |
| Figur 3 Husholdningenes gjeld mot inntekt 2002-2010 | 16 |
| Figur 4 Realboligpriser i utviklede land 2002-2010 (2002=100) | 17 |
| Figur 5 Realboligprisutvikling 1819-2012 (1819=100) | 19 |
| Figur 6 Tobins Q effekt på kort og lang sikt til en økning i forventet avkastning | 27 |
| Figur 7 Realstyringsrente etter skatt og realboligpriser, 1991-2012(1991=100) | 32 |
| Figur 8 Rentebanen | 33 |
| Figur 9 Utvikling i disponibel realinntekt og realboligpriser, 1991-2011 (1991=100)..... | 35 |
| Figur 10 Arbeidsledighet og realboligpriser, 1972-2012 (1972=100) | 36 |
| Figur 11 Boligprisutvikling og byggekostnadsindeks, 1992-2012 (1992=100)..... | 38 |
| Figur 12 Realprisutvikling i de største byene og aggregert, 1992-2012 (1992=100) | 40 |
| Figur 13 Antall personer i husholdningene | 41 |
| Figur 14 Prisutvikling etter boligtype, 1992-2012 (1992=100) | 42 |
| Figur 15 HP-filteret med lambda 6,25..... | 49 |
| Figur 16 HP-filteret med lambda 100..... | 49 |
| Figur 17 HP-filteret med lambda 400..... | 50 |
| Figur 18 HP-filteret med lambda 50 000..... | 50 |

| | |
|--|----|
| Figur 19 P/R rate utvikling i Norge, 1871-2008 | 52 |
| Figur 20 Tinglyst årlig omsetning va fast eiendom..... | 55 |
| Figur 21 Formidlingstid for alle boliger på Finn.no i antall dager..... | 56 |
| Figur 22 Usolgte boliger på Finn.no | 57 |
| Figur 23 Kjøpe eller selge først..... | 58 |
| Figur 24 Befolkningens forventning til boligprisene om 12 måneder | 59 |
| Figur 25 Husleieprisutvikling for ett- og toromsboliger i Norge (2006K3=100) | 63 |
| Figur 26 Belåningsgrad utover 90 prosent for de yngre enn 35 år..... | 68 |
| Figur 27 Prisutvikling på ulike OBOS leiligheter, 1998-2011 (1998=100)..... | 69 |

Formler

| | |
|--|----|
| Formel 1 Aggregert etterspørsel..... | 21 |
| Formel 2 Modell for beregning av boligprisene..... | 22 |
| Formel 3 Pris på brukte selveierboliger fratrukket konsum | 24 |
| Formel 4 Igangsetting av nye boliger..... | 24 |
| Formel 5 Realrente etter skatt (RRT)..... | 24 |
| Formel 6 Langtidsløsningen for prisen på brukte selveierboliger..... | 25 |
| Formel 7 Langtidsløsningen for igangsetting av nye boliger..... | 25 |
| Formel 8 Formel for boligkonsum i MODAG | 26 |
| Formel 9 Tobins Q for nybygg..... | 28 |
| Formel 10 Boligpriser med syklisk- og trendkomponent..... | 47 |
| Formel 11 Hodrick-Prescott filter | 47 |

Tabeller

Tabell 1 Andel husholdninger etter størrelse på gjeld i forhold til samlet inntekt..... 12

Tabell 2 Fullførte boliger og økningen i antall husholdninger..... 37

Eksempler

Eksempel 1 Fordelen ved delfinansiert bolig..... 44

Eksempel 2 Verdivurdering av utleieleiligheter..... 53

Eksempel 3 Verdiendring av utleieleiligheter ved økte leieinntekter 64

1 Innledning

Det norske boligmarkedet har en spesiell betydning for den norske befolkningen og det samfunnsøkonomiske bildet. I Norge er det lang tradisjon for at husholdningene skal eie sin egen bolig, og nær 80% av befolkningen gjør nettopp det (NOU, 2011:15). Det betyr at de aller fleste blir påvirket av og interesserer seg for endringer i dette markedet, ikke minst fordi store endringer kan få dramatiske utslag i den enkelte husholdnings privatøkonomi og landets økonomi som sådan.

Vi har siden 1992 sett en dramatisk økning i boligprisene her til lands og skal vi tro avisene vil ikke veksten stoppe med det første. Samtidig har vi sett en tilsvarende vekst i husholdningenes opplåning. Med utgangspunkt i langvarige lave renter og sterk tro på fremtidig økonomi, kan denne veksten i opplåning gi grunnlag for bekymring dersom den økonomiske aktiviteten reduseres og/eller boligprisene synker.

De brede og dramatiske følgene av en uro i boligmarkedet gjør det ytterst interessant å finne grunnlaget for prisstigningen, se om det kan være bobletendenser i markedet og vurdere husholdningenes risikosituasjon. Da kan vi eventuelt vurdere om myndighetene burde agere og fremme prisdempende tiltak.

I mars 2010 kom Finanstilsynet med retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. Målet med retningslinjene er å dempe risikoen blant norske husholdninger. For å oppnå dette ble det blant annet innført krav om at boligkjøpere måtte stille med minst 10% av kjøpesummen på boligen i egenkapital. I slutten av 2011 kom tilsynet med en ytterligere beskrankning av utlånspraksisen til norske banker. Hovedtrekkene ved innstramningen av retningslinjene presenterer vi i det følgende.

1.1 Finanstilsynets retningslinjer

Den 1. desember 2011 kom Finanstilsynet med nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. Disse retningslinjene er en innskjerping av retningslinjene fra høsten 2010 da blant annet egenkapitalkrav ved kjøp av bolig ble innført. Bakgrunnen for retningslinjene er at Finanstilsynet vurderer dagens situasjon slik at både gjeld og boligpriser er kommet opp på et meget høyt nivå. Dette har i følge Finanstilsynet ført til at de norske husholdningene er sårbare for renteoppgang, arbeidsledighet og redusert inntekt.

Tilsynet ser en fare for bobleutvikling i boligmarkedet og er urolig for hvordan en sprukket boligboble kan slå ut for husholdningene og ellers i økonomien. Vedvarende lave renter øker faren for ubalanser i husholdningenes finanser og i boligmarkedet og gir ytterligere signaler om behov for skjerpet tilsyn (Baltzersen, 2011).

Retningslinjene består av 10 kjøreregler som gir uttrykk for tilsynets oppfatning av forsvarlig utlånspraksis for institusjonene som yter boliglån. Disse er gjengitt i sin helhet i vedlegg 1.

Finanstilsynet anser boligpriser og husholdningenes gjeld for å være av sentral betydning for den finansielle stabiliteten. Formålet med de nye retningslinjene er å skape en nøktern utlånspraksis som kan dempe oppbyggingen av risiko i husholdningssektoren. I rundskrivet fra Finanstilsynet som omhandler de nye retningslinjene heter det at “retningslinjene skal bidra til soliditet i institusjonene, finansiell stabilitet og ivareta forbrukerhensyn” (Baltzersen, 2011).

1.2 Problemstilling

Med utgangspunkt i Finanstilsynets formål med retningslinjene ønsker vi i denne utredningen å svare på følgende spørsmål.

- Er det behov for å dempe oppbygging av risiko i husholdningssektoren og i hvilken grad er Finanstilsynets retningslinjer egnet til å gjøre dette.

Herunder vil vi forsøke å svare på følgende spørsmål:

- Hvilke mulige effekter vil retningslinjene ha på opplåningen og boligprisene?
- Er det eventuelt andre tiltak som kunne egnet seg bedre til dette formålet?

1.3 Disposisjon og Metode

Denne mastergradsutredningen er delt i 2 hoveddeler. I den første vurderer vi behovet for risikoreduserende tiltak i dagens gjelds- og boligmarkedssituasjon. I det ligger det å vurdere risikoen knyttet til gjeld og boligpriser. I del 2 vurderer vi de nye retningslinjene og om det finnes alternative tiltak for å oppnå de ønskede effektene på gjelds- og boligmarkedet.

Del 1 begynner med kapittel 2 der vi går inn på sammenhengen mellom gjeld, boligpriser og finansiell stabilitet. Vi viser hvordan gjeld og boligpriser påvirker hverandre gjensidig, og går så videre med å vise hvordan disse igjen kan påvirke realøkonomien gjennom flere kanaler. Vi mener dette er viktig å forstå i forhold til vurdering av bakgrunnen for å innføre 15%-regelen. Til slutt viser vi hvordan oppbygging av gjeld og krakk i boligmarkedet hadde innvirkning på finanskrisen i USA.

Videre presenterer vi i kapittel 3 gjeldsutviklingen i Norge ved å vise utviklingen i rente og gjeldsbelastningen til norske husholdninger, samt utviklingen i belåningsgraden. Dette gjør vi som en introduksjon for å få overblikk over utviklingen til dagens nivå og for å vurdere situasjonen i dag sett i lys av historien. Vi vurderer risikoen knyttet til gjeldsopptak til bolig og trekker sammenligninger til finanskrisen og dagens høye gjeldsnivå.

I kapittel 4 presenterer vi boligprisutviklingen de siste 150 årene som en introduksjon til å diskutere og vurdere dagens prisnivå. Deretter ser vi på makroøkonomisk teori som kan forklare utviklingen i boligprisene. Her anvendes Jacobsen og Naugs boligprismodell, MODAG, Tobins-Q og teori hentet fra økonomisk litteratur. Fra disse teoriene henter vi ut prisdrivende faktorer som vi vurderer empirisk i kapittel 5 for å se om de kan forklare boligprisoppgangen de siste 20 årene.

I kapittel 6 presenterer vi en definisjon på prisbobler og ser deretter på om vi kan identifisere en prisboble i boligmarkedet. Til dette bruker vi HP filter, Price/ Rent rate i tillegg til andre måltall og indikatorer fra markedet som kan indikere bobletendenser.

I del 2 starter vi i kapittel 7 med å vurdere effektene av retningslinjene og om de er egnet til å redusere risikoen blant norske husholdninger. Her presenterer vi ulike ytringer hentet fra media, forvaltningen og forskningsinstitusjoner samt kjente økonomisk sammenhenger for å diskutere de potensielle følgene av å innføre krav om 15% egenkapital. Avslutningsvis i kapittel 8 kommer vi med anbefalinger, basert på funn i utredningen, på hvilke områder i boligpolitikken man kanskje bør se nærmere på for å oppnå Finanstilsynets mål om redusert finansiell risiko i husholdningssektoren.

1.4 Avgrensninger

Ettersom Finanstilsynets nye retningslinjer i media og ellers blir omtalt som 15%-regelen har vi i det følgende valgt bruke denne betegnelsen selv om vi snakker om retningslinjene i sin helhet.

Boligmarkedet er et lite homogent marked med store regionale forskjeller. Det er også store forskjeller på boliger på landet og i byene, samt store forskjeller på de ulike boligtypene som enebolig, rekkehus, tomannsbolig, leilighet, etc. Dette kan gjøre det vanskelig å komme med generelle uttalelser om boligmarkedet i Norge ettersom noen segmenter preges av fraflytting mens andre preges av et voldsomt press. Derfor har vi sett på både aggregerte data og mer avgrensede data for prisutviklingen i de største norske byene, samt for ulike boligtyper, for å få et mest mulig helhetlig bilde av prisutviklingen i det norske boligmarkedet.

2 Sammenhengen mellom husholdningers gjeld, boligpriser og den finansielle stabiliteten

Som bakgrunn for å forstå hvordan 15%-regelen kan påvirke den finansielle stabiliteten, og hvorfor slike statlige intervensjoner i gjelds- og boligmarkedet kan være hensiktsmessig, er det viktig å forstå sammenhengen mellom gjeld og boligpriser og hvordan disse påvirker hverandre gjensidig. Det er helt sentralt å forstå hvordan disse to faktorene sammen virker inn i det makroøkonomiske bildet for å forstå behovet for, og det potensielle omfanget av, 15%-regelen.

Vi vil i det følgende forklare hvordan boligprisene og gjeldsutviklingen henger sammen. Vi vil også anvende makroøkonomisk teori for å forklare hvordan gjeld og boligpriser virker inn i landets økonomi og kan være en kime til finansiell ustabilitet. Til slutt viser vi til den seneste finanskrisen som eksempel på de omfattende økonomiske virkningene av uregelmessigheter i gjelds- og boligmarkedet kan føre med seg for å understreke viktigheten av tilsyn.

2.1 Boligpris og gjeld påvirker hverandre

Finanstilsynets retningslinjer søker å dempe risikoen i husholdningssektoren gjennom å redusere gjeldsopptaket. Redusert lånetilgang kan føre til at husholdningene får reduserte midler til å kjøpe bolig og at presset på boligmarkedet dempes som resultat av at dette. På den måten vil tiltaket redusere risiko i forhold til gjelds- og boligsituasjonen. I det følgende vil det bli vist at det samme resultatet kan oppnås gjennom å gå motsatt vei, ved å fokusere først på å dempe presset i boligmarkedet, som igjen kan dempe prisveksten og dermed behovet for opplåning.

Boligpriser og gjeld påvirker hverandre på kort og lang sikt (Anundsen og Jansen, 2011). Anundsen og Jansen (2011) viser at et eksogent sjokk i gjeldsvekstraten på ett prosentpoeng medfører en umiddelbar endring i boligprisveksten på 0,86 prosent. På lang sikt viser de at boligprisene har en elastisitet i forhold til husholdningenes gjeld på 0,98. Tilsvarende viser de at en ett prosents økning i boligpriser fører til 0,76 prosent økning i gjelden.

I praksis kan gjeld og boligpriser påvirke hverandre på en rekke ulike måter. Under forutsetning av at en husholdning tar opp lån for *kjøp av en ny bolig* vil man kunne anta at

den samlede gjelden blant husholdningene vil øke tilsvarende, ettersom selgeren normalt ikke vil være en annen husholdning (Jacobsen og Naug, 2004:1). En prisøkning på nye boliger vil dermed også øke prisene på bruktboliger tilsvarende.

En annen måte gjelden og boligprisene påvirker hverandre er ved *førstegangskjøp og sistegangssalg av bruktbolig*. Når en ny husholdning går inn i bruktboligmarkedet må en annen husholdning gå ut. Denne husholdningen får frigjorte midler som kan brukes til blant annet å nedbetale gjeld. Dersom nedbetalingen av gjeld er mindre enn låneopptaket til førstegangskjøperen vil den totale gjelden øke, og det motsatte vil skje dersom nedbetalingen er større (Jacobsen og Naug, 2004:1). Videre vil en prisøkning på bruktboliger gi en økt bruttogjeld for husholdningene under ett. Dette er fordi en førstegangskjøper må ta opp mer gjeld enn før ved boligkjøpet, mens selger får frigjort mer midler men gjelden er upåvirket.

En annen situasjon er når *bruktboliger omsettes mellom husholdninger hvor ingen går inn eller ut av bruktboligmarkedet*. Hvis vi antar at prisene er konstante og en husholdning kjøper en dyrere bolig og den andre en tilsvarende billigere, vil den totale gjelden være uendret dersom de frigjorte midlene i sin helhet brukes til å nedbetale gjeld, og de husholdningen som oppgraderer lånefinansierer mellomlegget. Dersom deler av de frigjorte midlene brukes til forbruk vil gjelden øke (Jacobsen og Naug, 2004:1). En prisøkning i dette eksempelet vil gjøre at husholdningen som oppgraderer vil måtte låne mer for å betale mellomlegget, mens husholdningen som kjøper mindre bolig vil få frigjort midler, men ha uforandret gjeld (Jacobsen og Naug, 2004:1). Dermed vil den totale gjelden øke.

En dempet vekst i boligprisene vil altså kunne føre til dempet vekst i etterspørselen etter lån til boligformål. Dermed vil dette også dempe oppbyggingen av risiko i husholdningssektoren slik tiltaket søker å oppnå. Vi har derfor valgt å trekke inn utviklingen i boligprisene som en sentral del i vurderingen av hvordan å oppnå Finanstilsynets mål om å dempe oppbygging av risiko i husholdningene. Risikoen er ikke bare knyttet til gjelden isolert sett, men også i forhold til om gjeldens underliggende verdi, boligprisen, samsvarer med gjeldens størrelse. Derfor er det interessant å vurdere dagens boligpriser med tanke på fundamentale faktorer og vurdere om det kan være tendenser til prisboble samt hvilke tiltak som kan iverksettes for å stabilisere boligprisene og unngå at en eventuell boble sprekker.

2.2 Gjelds- og boligmarkedets påvirkning på realøkonomien

Boligprisutviklingen og husholdningenes gjeld kan ha stor innvirkning på norsk økonomi. Dette skyldes i stor grad at omlag 80 prosent av norske husholdninger eier sin egen bolig og at boliginvesteringene er i stor grad gjeldsfinansiert med pant i bolig og flytende rente (NOU, 2011:15). I oppgangstider med stigende boligpriser får huseiere muligheten til å låne mer mot egenkapitalveksten i boligen, og kan således øke forbruket.

Et plutselig fall i boligprisene etter en periode med prisstigning eller en kraftig renteøkning kan derfor ha stor effekt på husholdningenes formue og disponible inntekt. Dette kan påvirke husholdningenes konsum som igjen kan ha innvirkning på realøkonomien. Historisk har man sett at høy gjeldsvekst blant husholdningene med påfølgende krakk i boligmarkedet fører til signifikant dypere nedganger i etterkant. Fallet i husholdningenes forbruk og BNP er betydelig større, arbeidsledigheten faller mer, og nedturene varer lenger (IMF, 2012:2).

Gjelden og boligmarkedet påvirker realøkonomien hovedsakelig gjennom tre kanaler; konsum-, investerings- og kredittkanalen (IMF, 2012:1).

2.2.1 Konsumkanalen

Ettersom bolig og eiendom utgjør en stor andel av norske husholdningers formuer vil endringer i boligpriser trolig ha stor formueseffekt på det samlede konsumet. I tillegg brukes økt boligformue ofte som sikkerhet for lån ved kjøp av større konsumvarer. Langbraaten (2001) viser at det er en klart positiv sammenheng mellom boligpriser og privat konsum. Økt boligformue kan derfor slå raskt ut i konsumet, og øke gjeldsoptaket.

Hvis husholdningene samlet sett i tillegg er i netto gjeldssituasjon, vil økt rente redusere den aggregerte disponible inntekten, og dermed redusere det totale forbruket. En renteøkning kan i tillegg være med på å dempe prisveksten på boliger og dermed ha negativ effekt på økningen i husholdningenes formuer (Langbraaten, 2001). I følge Langbraaten (2001) har man erfaringsmessig sett at dette fører til at husholdningene sparer mer for å kompensere for tap av formue. Dette vil da føre til at konsumet faller blant husholdningene.

2.2.2 Investeringskanalen

Utvikling i boligprisene kan gi en indikasjon på fremtidig kapasitetsbehov og kan derfor ha innvirkning på realinvesteringene (Langbraaten, 2001). Dersom det er billigere å bygge nye boliger enn prisene på bruktboliger vil man investere i nybygg, mens man vil utsette realinvesteringene hvis prisene i bruktmarkedet er lavere enn kostnaden ved nybygg. På denne måten vil formuesprisene i boligmarkedet ha innvirkning på investeringene i byggebransjen og dermed realøkonomien.

Boliginvesteringer utgjør en liten andel av BNP¹ i Norge, men har, grunnet sin volatilitet, stor innvirkning på landets vekstdynamikk (IMF, 2012:1). Ettersom husbygging er en arbeidsintensiv industri vil store endringer i boligmarkedet føre til en nødvendig reallokering av arbeidskraft. Dette kan ta tid og føre til arbeidsledighet og inntektsbortfall (IMF, 2012:1), som kan forsterke effekten nevnt over.

2.2.3 Kredittkanalen

Utvikling i boligprisene kan også påvirke realøkonomien gjennom lånemulighetene til husholdningene. Ettersom det er asymmetrisk informasjon mellom låntager og långiver i kredittmarkedet, vil kreditt være lettere tilgjengelig for aktører som kan vise til en sterk økonomi eller stille tilfredsstillende sikkerhet for lånet (Langbraaten, 2001). En nedgang i boligprisene vil derfor redusere sikkerheten og således redusere mulig gjeldsoptak. Dette kan føre til at husholdningene må redusere forbruket, noe som igjen vil påvirke realøkonomien.

Finanssektoren blir også påvirket av boligmarkedet. Når husprisene synker, synker også huseiernes egenkapital, noe som svekker deres evne til å nedbetale gjelden ved salg av boligen. Lavere boligpriser senker også bankenes regnskapsmessige verdier fordi mindre sikkerhet bak boliglånene fører til de må beregne høyere tap på disse. Dette kan få store konsekvenser for bankenes soliditet og innskrenke deres utlånspraksis. Dette kan føre til en ond sirkel med ytterligere reduserte boligpriser, redusert økonomisk vekst og store negative konsekvenser for økonomien (IMF, 2012:1). Denne effekten var spesielt tydelig i USA før og under finanskrisen i 2008.

¹ I 2005 utgjorde brutto realinvesteringer i bolig i Norge ca. 5,5 prosent av BNP i fastlandsnorge (Jacobsen et al., 2006)

2.3 Lærdom fra finanskrisen

Ustabilitet i gjelds- og boligmarkedet kan, som vi ser over, gjennom flere kanaler ha innvirkning på realøkonomien. Det kan derfor være interessant å se på hva som skjedde i gjelds- og boligmarkedet i USA under finanskrisen for å dra paralleller til de norske gjelds- og boligmarkedene og understreke viktigheten av disse med hensyn til makroøkonomisk stabilitet.

Nedgangen i det amerikanske boligmarkedet blir sett på som den utløsende faktoren for finanskrisen i 2007/2008 (Weelock, 2010), noe som viser hvor sentral boligmarkedet kan være for økonomien. Stigende huspriser sammen med lave renter og stabile økonomiske forhold ga sterke incentiver til lånevekst i tiden før krisen (Mizen, 2008). Husprisene hadde steget lenge og med lav rente og enkel tilgang på lån ble mange fristet til å investere i bolig og ta del i prisstigningen på et gode man likevel måtte ha for å overleve. I USA steg boligprisene kraftig og mange skjønnte ikke, eller visste ikke at boligpriser også kunne falle (Røed Larsen, 2009).

Husholdninger som ikke tidligere trodde de kunne kjøpe bolig fikk muligheten, mens andre kunne kjøpe større bolig enn de kanskje hadde forestilt seg på grunn av tilgang på lån med lave renter. Mange som allerede eide bolig tok også opp forbrukslån med sikkerhet i boligen, mens mange som ikke eide, kjøpte for å selge før prisene begynte å falle. Boligmarkedet ble sterkt spekulasjonsdrevet.

På grunn av nye måter å videreformidle boliglån i ulike former for verdipapirer var det mulig for internasjonale investorer å bli eksponert mot det amerikanske boligmarkedet. Etersom det internasjonale rentenivået var lavt var finansmarkedene preget av en søken etter fortjeneste. Dette, sammen med at risikoen på lånene ble kraftig undervurdert samtidig som oppsiden var meget god, førte til at verdipapirene ble populære blant investorer. Dette førte igjen til at det ble meget lukrativt å generere boliglån og etterhvert så man at mennesker med vanskeligstilt økonomi i økende grad fikk lånetilsagn og ble nærmest lokket til å ta opp lån.

Etersom boligprisene fortsatte å stige syntes ikke risikoen å være stor fordi dersom låntageren misligholdt sin gjeld kunne boligen bare selges med profitt. Det hele ble en ond sirkel der høyere priser økte behovet for gjeld som igjen økte boligprisene. Det ble et slags pyramidespill der man hele tiden var avhengig av å få inn nye kjøpere på bunn (Røed Larsen, 2009).

Dette fortsatte inntil 2007 da boligmarkedet begynte å snu som resultat av at stadig flere misligholdt sine gjeldsforpliktelser (Weelock, 2010). Plutselig falt boligprisene i USA på nasjonalt nivå, noe mange hadde hevdet ikke kunne skje.

I USA kan boligeiere gi fra seg boligen til banken og dermed bli fri fra sin gjeld. Når prisene begynte å synke førte dette til at mange gjorde nettopp dette fordi gjelden ble høyere en verdien på boligen. Dette førte til ytterligere fall i boligprisene som igjen førte til at verdipapirene med sikkerhet i boliglån som var distribuert til de store internasjonale bankene sank dramatisk i verdi. Dermed mistet de som satt på slike papirer mye av sine verdier, og banker og finansinstitusjoner over hele verden mistet plutselig store verdier fra sine balanser. Boligprisene sank, familier mistet boligene sine, banker og investorer gikk konkurs og en verdensomspennende finanskriser var i utvikling (Røed Larsen, 2009).

Eksempelet fra USA er viktig å ta inn over seg i forståelsen av mekanismene i boligmarkedet her til lands fordi det viser hvordan lånefinansiert boligkjøp drevet av forventninger om fremtidig prisvekst kan føre til prisboble og dermed ustabilitet i økonomien. Det er flere likhetstrekk mellom dagens situasjon i Norge og tilstandene i det amerikanske boligmarkedet før krisen. Felles for begge er kraftig stigende boligpriser, vedvarende lav rente, lett tilgjengelig kreditt for husholdningen og høye forventninger til avkastning samt stor aktivitet i økonomien forøvrig.

Når vi ser på likhetene og utfallet i USA ser vi hvor viktig det kan være å ha tilsyn og reguleringer. Erfaringene herfra gir således støtte til tanken bak Finanstilsynets retningslinjer. Det er likevel viktig å påpeke at situasjonen i det norske bolig- og lånemarkedet ikke er direkte sammenlignbart med situasjonen i USA, nettopp fordi vi har ulikt tilsyn og reguleringer av markedene, som for eksempel i forhold til låntagers ansvar og bankenes finansiering.

3. Husholdningenes gjeldssituasjon

“De siste årene har husholdningenes økonomi vært preget av økende gjeldsgrad, høy belåningsgrad på nye boliglån og økt bruk av avdragsfrie lån. Kredittveksten til husholdningene var høyere enn den nominelle inntektsveksten også i 2011. Gjelden er nå på et meget høyt nivå, og har økt mest blant de yngste og gruppene med lavest inntekt. Det høye gjeldsnivået har økt husholdningssektorens sårbarhet ved arbeidsledighet, redusert inntekt og renteoppgang” (Finanstilsynet, 2012).

I kapittel 2 viste vi hvordan gjeld og boligpriser påvirker hverandre og sammen kan påvirke realøkonomien. Finanstilsynets nye retningslinjer har i første rekke som mål å stagnere gjeldsveksten blant husholdningene. Vi vil i det følgende gjennomgå utviklingen i gjelds- og rentebelastningen samt belåningsgrad blant norske husholdninger de siste årene. Vi vil diskutere hvordan denne utviklingen kan være en bekymring i forhold til finansiell stabilitet i norsk økonomi og bruke dette som en bakgrunn for videre drøfting om behov for intervensjon i markedet.

3.1 Gjeldsbelastning

Det norske kredittmarkedet gjennomgikk omfattende liberalisering på midten av 1980-tallet (Gjedrem, 2010). Fra å være kraftig kontrollert av myndighetene ble kredittmarkedet i større grad åpnet for private aktører. Dette gjorde kreditt mer tilgjengelig for de norske husholdningene. Gjelden til husholdningene var på rundt 150 prosent av disponibel inntekt da bankkrisen slo inn i 1988 (ref. figur 2). Gjeldsbelastningen² sank gradvis gjennom nedgangsperioden som fulgte, i samme periode som vi så et kraftig fall i boligprisene.

Siden slutten av 1990-tallet har gjeldsbelastningen steget i takt med stigende boligpriser, selv om veksten i boligprisene har vært sterkere (SSB, 2007). Boliglån økte fra 30 prosent av BNP i 2000 til 60 prosent av BNP i 2010, og husholdningenes boliglån som andel av disponibel inntekt har steget fra i overkant av 150 prosent i 1997 til 195 prosent i 2010 (IMF, 2012:1).

² Gjeldsbelastning er definert som gjeld delt på disponibel inntekt.

Stigende boligpriser har gitt høyere samlet boligverdi til å stille som sikkerhet for lån. Dette har gitt incentiver til stadig mer og større lån til bolig, spesielt ettersom bankene historisk sett har hatt svært lave tap på lån til boligformål (Gjedrem, 2010). Siden husholdningenes gjeld har økt raskere enn disponibel inntekt har de blitt mer sårbare ovenfor bortfall av inntekt og høyere renter (Finanstilsynet, 2012). I følge Berge (2009) er allikevel dagens gjeldsbelastning på 200 prosent ikke spesielt høy dersom man ser den i lys av den lave rentebelastningen³. At situasjonen således kan være opprettholdbar bekreftes av tall fra 2012 som viser at kun 1 prosent av utestående inkassosaker er tilknyttet boliglån (Finanstilsynet, 2012).

Selv om tapene på boliglån historisk sett har vært lave er økende belåningsgrad likevel forbundet med stigende risiko for utlånstap. Ringvirkningene til økonomien har vært betydelig under bankkrisen på slutten av 1980-tallet og ved konjunkturedganger da husholdningene har måttet stramme inn forbruket (Finanstilsynet, 2012).

3.1.1 Gjeldsbelastning blant sårbare husholdninger

Gjeldsbelastningens fordeling i forhold til husholdningstype er også viktig å kartlegge for å se på den enkelte gruppes sårbarhet i forhold til renteøkning. I følge Finanstilsynet (2012), og som vi ser fra tabell 1, har det vært en økning i andelen husholdninger med høy gjeldsbelastning. 15 prosent av husholdningene hadde gjeld som var mer enn 2 ganger inntekt etter skatt, mens 6 prosent av husholdningene hadde gjeld over 3 ganger inntekt etter skatt i 1990. Disse tallene hadde økt til henholdsvis 15 prosent og 29 prosent i 2009. Dette kan øke risikoen i blant de norske husholdningene og være en bekymringsverdig utvikling som taler for tiltak for å redusere låneopptaket.

Tabell 1 Andel husholdninger etter størrelse på gjeld i forhold til samlet inntekt

| | 1990 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Ingen gjeld | 28 | 22 | 21 | 20 | 20 | 18 | 17 | 17 | 17 | 17 | 16 |
| Gjeld 2-3 ganger inntekt | 9 | 10 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 | 15 |
| Gjeld større enn 3 ganger inntekt | | | | | | | | | | | |
| Alle husholdninger | 6 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 12 | 13 | 14 | 14 | 14 |
| Enslige under 45 år | 13 | 12 | 12 | 14 | 15 | 17 | 20 | 22 | 22 | 21 | 21 |
| Par uten barn, eldste person under 45 år | 7 | 8 | 10 | 10 | 13 | 15 | 20 | 23 | 25 | 23 | 23 |
| Par med barn 0-6 år | 9 | 7 | 8 | 11 | 12 | 13 | 16 | 19 | 21 | 21 | 23 |
| Par med barn 7-17 år | 6 | 6 | 5 | 6 | 7 | 9 | 9 | 11 | 11 | 11 | 12 |
| Mor/far med barn 0-17 år | 8 | 10 | 10 | 12 | 12 | 18 | 19 | 21 | 22 | 22 | 23 |

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

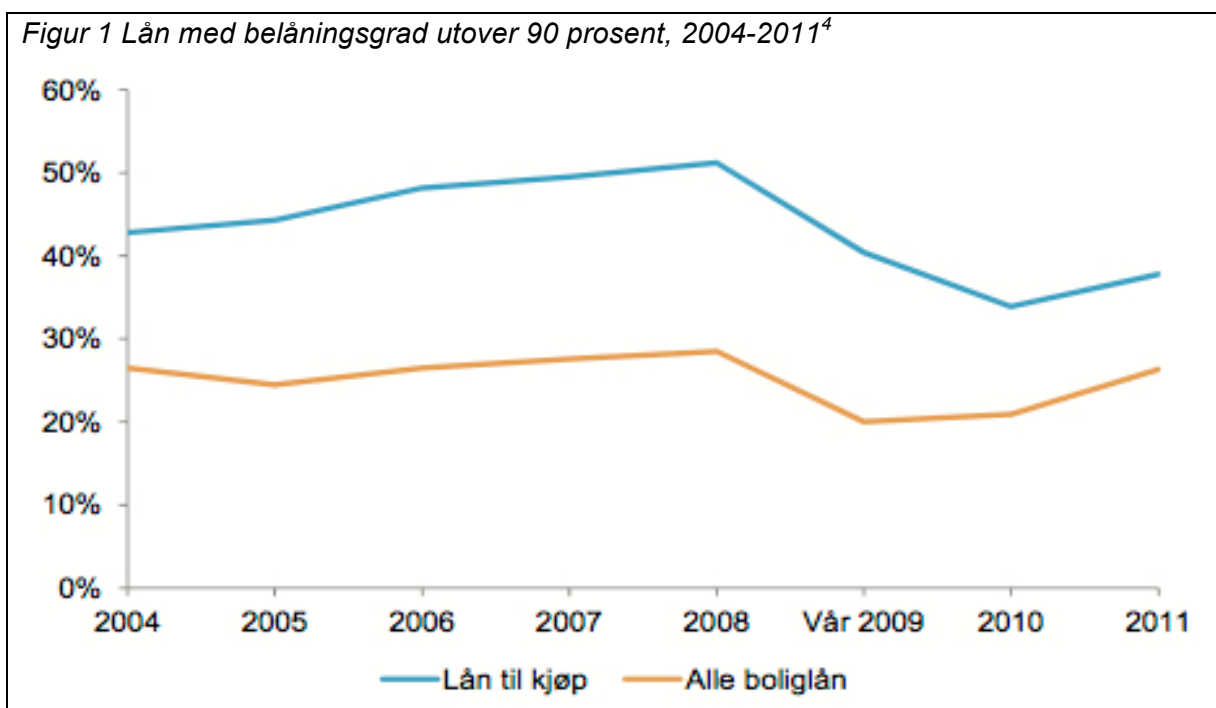
³ Rentebelastning er definert som rentekostnader i forhold til inntekt

Videre ser vi at antall husholdninger med høy gjeldsbelastning blant unge, enslige, og husholdninger med barn har steget kraftig de siste årene. Blant annet steg andel enslige under 45 år med gjeld høyere enn 3 ganger inntekt fra 13 til 21 prosent, mens tilsvarende gjeldsbelastning for par med barn i alderen 0-6 år steg fra 9 prosent til så mye som 23 prosent.

3.2 Belåningsgrad

Da 15%-regelen er en spesifikk innskrenkning av belåningsgraden vil det være interessant å se på i hvilken grad lån utover 85 prosent av boligens verdi har blitt innvilget til nå. Det kan dermed gi oss en pekepinn på hvor mange som vil bli berørt av 15%-regelen.

Svært mange nye lån har høy belåningsgrad og det er utstrakt bruk av avdragsfrihet (Olsen, 2011). Den turkise linjen i figur 1 viser hvor stor andel av lån som ble gitt til kjøp av ny bolig hadde belåningsgrad utover 90 prosent. Vi ser at andelen steg i perioden 2004 til 2008 fra i overkant av 40 prosent til over 50 prosent. Fra 2008 til 2010 falt i midlertidig andelen med 17 prosent til 34 prosent (Finanstilsynet, 2011). Fra 2010 til 2011 steg denne andelen til 38 prosent.



⁴ Finanstilsynet 2012

Den oransje linjen representerer alle lån til boligformål, inkludert refinansiering, med over 90 prosent belåningsgrad. For disse lånene ser vi en marginal stigning fra 2004 til 2008, men et kraftig fall fra 2008 til 2009 fra i underkant av 30 prosent til rundt 20 prosent. Fra 2009 steg denne andelen og endte på 26 prosent av den totale låneporteføljen i 2011 (Finanstilsynet, 2012).

Det er bemerkelsesverdig at belåningsgradene steg fra 2010 til 2011 ettersom retningslinjene for utlån ble skjerpet allerede våren 2010 (Baltzersen, 2011) og belåningsgraden da hovedsakelig ikke skulle overstige 90 prosent av boligens verdi.

3.3 Rentebelastning

Etter liberaliseringen av kredittmarkedene gikk man bort fra en utlånsrente som var bestemt av statsbankene og det ble i hovedsak tilbudt flytende rente. I denne perioden var det svært høye renter, eksempelvis var det nominelle rentenivået i 1986/87 hele 13,6 prosent, mens gjennomsnittsrenten i perioden 1974 til 1992 var på 10,3 prosent (Holter, 2000). Selv om rentenivået var svært høyt i denne perioden er det viktig å merke seg at rentefradraget også var betydelig høyere enn det vi har hatt etter skattereformen av 1992 (NOU, 1989:14).

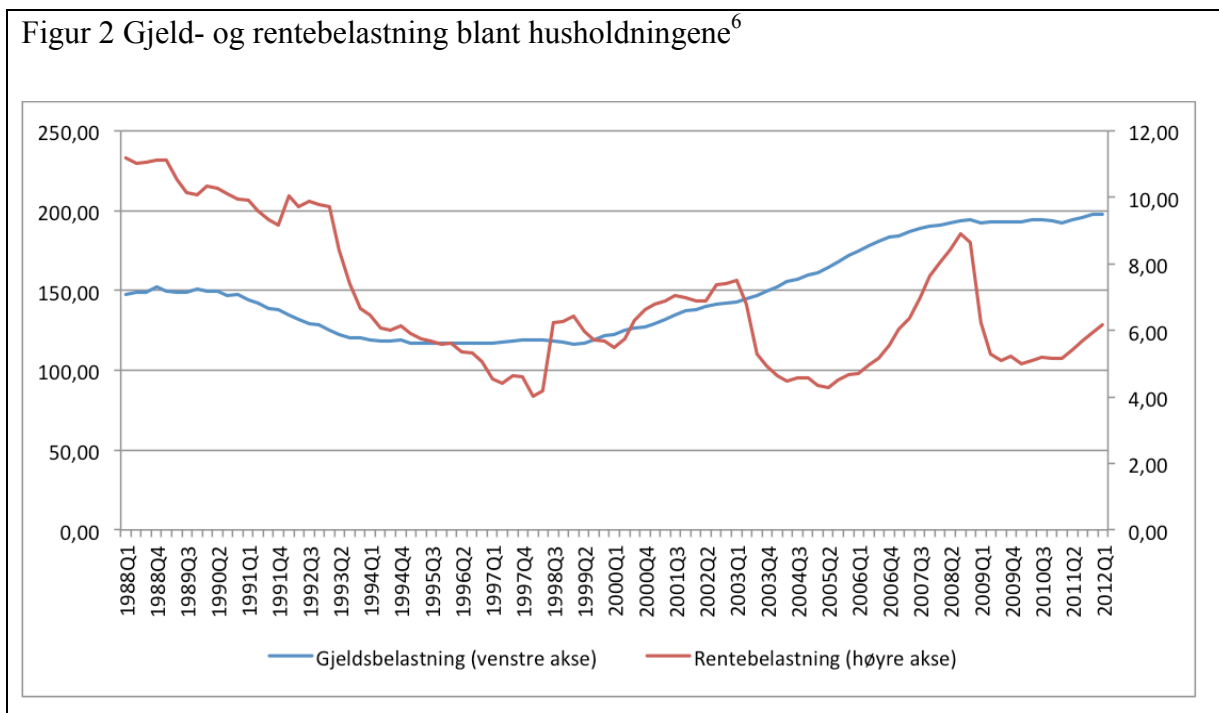
Videre var det gjennom bankkrisen på slutten av 80-tallet svært høye renter i Norge, noe som ga høy rentebelastning i denne perioden (Finanstilsynet, 2012), ref. figur 2. Rentebelastningen var også relativt sett høy i perioden rundt finanskrisen fordi styringsrenten var på hele 5,75 prosent sommeren 2008⁵.

Som vi ser fra figur 2 har rentebelastningen sunket noe på tross av at gjeldsbelastningen har steget, mye på grunn av fallende nominelle renter siden tidlig på 1990-tallet. Den synkende renten har også ført til at låntakere som bandt renten har tapt i forhold til å ha flytende rente. Med dette friskt i minne vil låntakere muligens være mindre villig til å binde renten og de vil dermed være utsatt for svingninger i renten (Gjedrem, 2010). I Norge er andelen boliglån med fastrente generelt på et lavt nivå og utgjorde i 4. kvartal 2011 8,6 prosent av finansforetakenes lån til lønntakere (SSB, 2012:1). Dermed er mange låntagere utsatt for renteendringer.

⁵ Norges Banks rentestatistikk. URL: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/styringsrente-manedlig/>

Selv om rentebelastningen foreløpig er lav, og Norges Bank valgte å sette ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter den 14. mars, skal renten på sikt tilbake på et mer normalt nivå (Norges Bank, 2012:1). Dette, sammen med fortsatt økt gjeldsoptak blant husholdningene, kan føre til en økning i husholdningenes rentebelastning. Det kan da oppstå situasjoner hvor husholdninger ikke klarer å betjene gjelden, noe som kan føre til økte tap på boliglån og i verste fall kraftig fall i boligprisene med lavkonjunktur som ytterste konsekvens. Dette taler for 15%-regelen som kan stagnere gjeldsoptaket og dermed rentebelastningen.

Figur 2 Gjeld- og rentebelastning blant husholdningene⁶



3.4 Gjeldsutviklingen i Norge sammenlignet med andre land

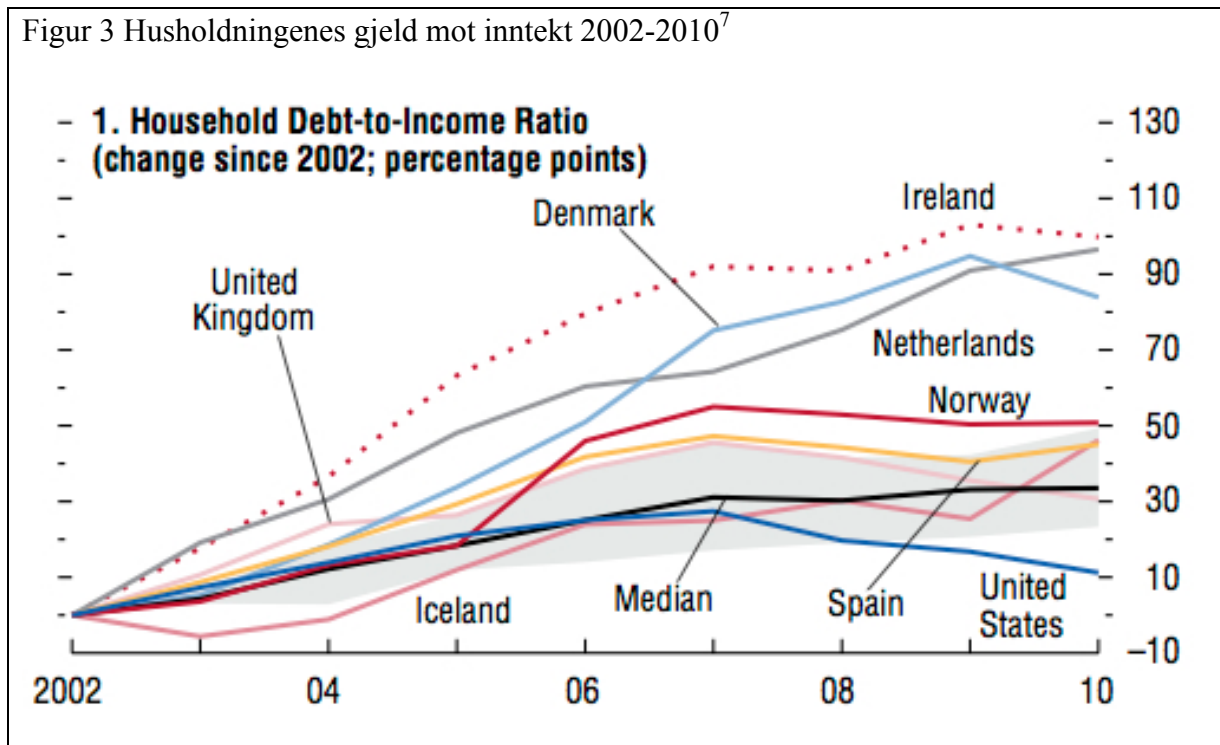
Som nevnt i kapittel 2 er det sammenheng mellom høy belåningsvekst med påfølgende boligkrakk og dybden på en eventuell nedgang i konjunktoren. Det kan derfor være interessant å se på hvordan gjeldsutviklingen i Norge har vært i forhold til andre land som har opplevd resesjoner under finanskrisen og de siste årene.

Internasjonalt økte husholdningenes gjeld kraftig i årene frem mot finanskrisen i mange land. I de fem årene frem mot 2007 økte gjelden i forhold til inntekt blant utviklede land med 39

⁶ Norges Bank, Finansiell stabilitet 2/2011

prosentpoeng, til 138 prosent. I Danmark, Island, Irland, Nederland og Norge toppet gjelden seg på mer enn 200 prosent av husholdningenes inntekt, ref. figur 3. Den sammenfallende økningen i boligprisene og aksjemarkedene gjorde at husholdningenes gjeld i forhold til eiendeler holdt seg relativt stabil, og skjulte dermed husholdningenes eksponering mot fall i formuesverdiene (IMF, 2012:2).

Figur 3 Husholdningenes gjeld mot inntekt 2002-2010⁷



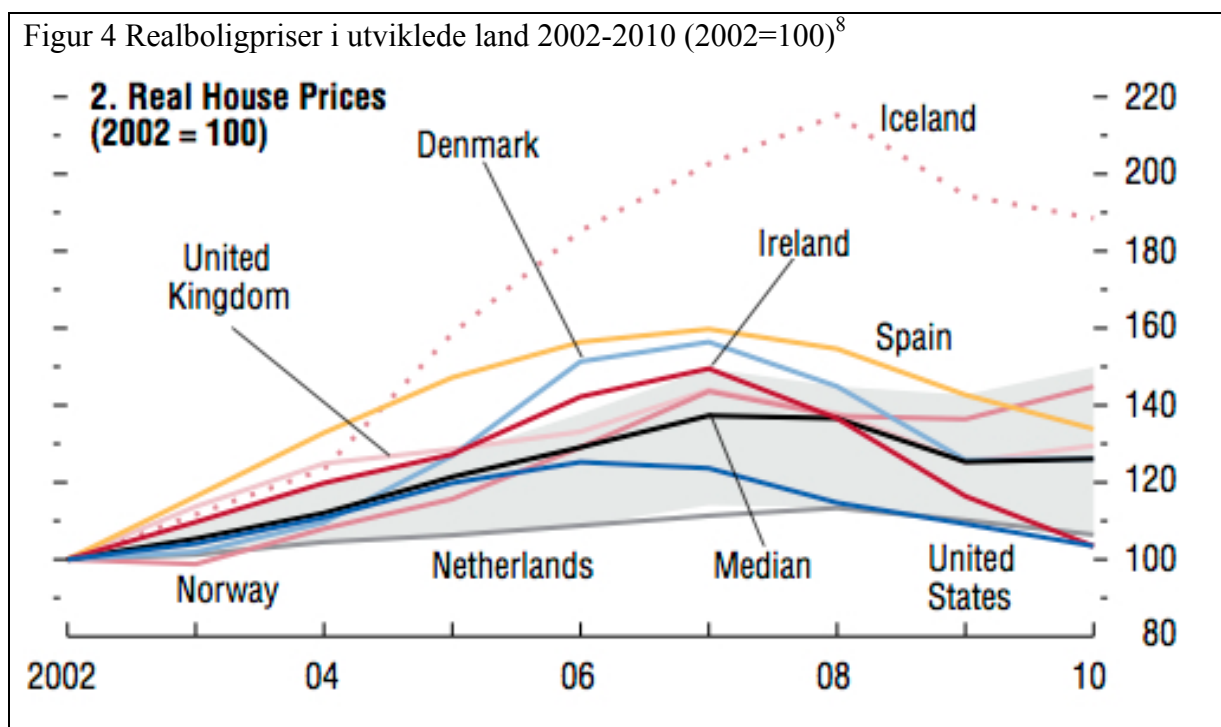
Da boligprisene falt som følge av den globale krisen, var det mange som opplevde at verdien av formuen sin falt i forhold til gjelden. Mindre inntekt og økt arbeidsledighet gjorde at mange fikk problemer med å betjene gjelden sin (IMF, 2012:2).

Som vi ser fra figur 4 hadde realboligprisene mot slutten av 2011 falt fra toppnoteringene sine med 41 prosent i Irland, 29 prosent på Island, 23 prosent i Spania og USA og 21 prosent i Danmark. Så store fall i boligprisene gjorde at gjelden var mer verdt enn boligen for mange, misligholdene økte kraftig, og mange fikk husene sine tvangssolgt (IMF, 2012:2).

Flere studier viser at husholdningenes totale gjeldsnivå i mange land er for høye og må ned. Gjeldsnivået i utviklede økonomier steg kraftig som følge av finanskrisen og er nå på nivåer vi ikke har sett på over 50 år (IMF, 2012:2). IMF (2012:2) viser til rapporter gjennomført av

⁷ IMF, 2012:2)

McKinsey i 2011 og 2012, der de understreker at gjeldsnivået må kraftig ned for å legge til rette for fremtidig økonomisk vekst.



Den høye gjelden i Norge i forhold til andre land som har opplevd nedgang de siste årene kan være bekymringsverdig da mange av disse landene har fått store problemer med å håndtere høy gjeld. I tillegg kan høye gjeldsnivåer blant norske husholdninger føre til en dypere og lengre nedgang i norsk økonomi (IMF, 2012:2), dersom boligmarkedet skulle snu eller vi skulle gå inn i en resesjon. I følge IMF (2012:2) kan tiltak fra myndighetene forebygge langvarige nedganger i realøkonomien ved å iverksette tiltak mot overdreven opplåning blant husholdningene. Dette taler derfor for det nye tiltaket innført av Finanstilsynet.

3.5 Vurdering av gjeldssituasjonen

Lave og synkende lånerenter har gjort at norske husholdninger har kunnet øke sin gjeldsbelastning uten at rentebelastningen har økt. Husholdningene har dermed kunnet låne mer til samme kostnad som tidligere og dermed etterspurt mer gjeld. Belåningsgraden har steget i årene etter finanskrisen og er nå på et høyt nivå. Det er de mest sårbare

⁸ IMF (2012:2)

husholdningene som i størst grad har økt sin opplåning. Samtidig ser vi at norsk gjeld i forhold til inntekt er forholdsvis høy i internasjonal standard.

Denne utviklingen kan gjøre at mange vil få problemer dersom renten skulle stige mye og eventuelt etablere seg på et høyere nivå i fremtiden. Ola Grytten nevner blant annet at “gjeldsbelastningen på førstegangskjøpere kan håndteres med den renten som er i dag. Men en rentestigning vil by på problemer” (Haugli et al., 2012). I tillegg er det høye gjeldsnivået et problem dersom husholdningenes disponible inntekt eller boligprisene reduseres. Dette gjør at vi mener det er hensiktsmessig at gjeldsveksten blant norske husholdninger reduseres selv om dagens situasjon er stabil.

4 Boligprisutviklingen

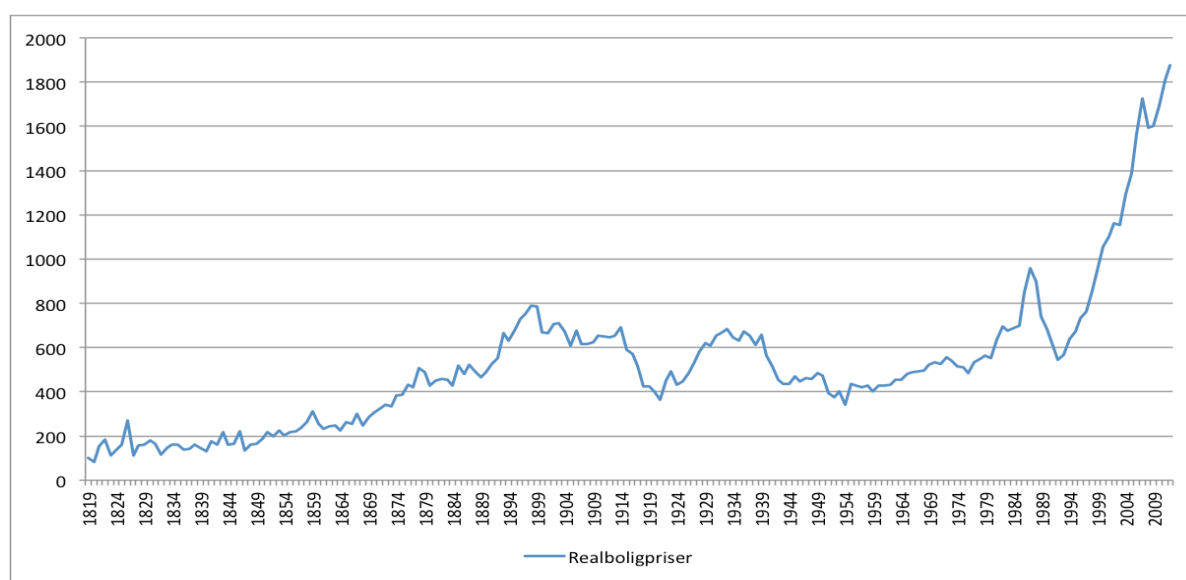
I det følgende vil vi presentere en gjennomgang av den norske boligprisutviklingen siden 1819. Vi ønsker med dette å identifisere perioder med uro i boligmarkedet som bakgrunn for å forstå og vurdere dagens situasjon. Videre vil vi bruke kjente boligprismodeller, samt økonomisk litteratur, for å identifisere fundamentale faktorer som kan forklare boligprisutviklingen i Norge.

4.1 Boligprisutviklingen 1819-2012

Siden 1992 har vi sett en formidabel utvikling i boligprisene i Norge, med konstant vekst kun avbrutt av to kortvarige nedganger en i 2002 og en i 2008. Figur 5 viser at realprisene har steget med omlag 75 prosent siden 2000 og mer en tredoblet seg siden 1992. Selv om vi har sett en voldsom prisutvikling i senere tid har ikke boligprisene alltid steget uavbrutt. Fra 1819 og til i dag har det vært flere perioder med både kraftig oppgang og nedgang i prisene.

Vi har valgt å presentere prisutviklingen i realtermer. Vi mener vi da får det mest korrekte bildet av hva som er tjent eller tapt på boliginvesteringer i de ulike periodene.

Figur 5 Realboligprisutvikling 1819-2012 (1819=100)⁹



⁹ Klovland (2004)

Veksten i boligprisene på 1890-tallet, og da spesielt i siste halvdel, var i hovedsak drevet av rask befolkningsvekst i Oslo (Kristiania) og boom i boligbyggingen i hovedstaden (Klovland, 2004). Det bygget seg opp en boble i boligmarkedet som sprakk da aksjemarkedene snudde på slutten av 1890-tallet og banker gikk konkurs (Søbye, 1999).

Videre falt realprisene betydelig fra 1914 til 1920. Inflasjonen var nesten 3 ganger så høy som boligprisveksten i denne perioden, men mye av realprisfallet kan også tilskrives statlig utleiekontroll på enkelte leiligheter som ble innført i 1916 (Klovland, 2004). Boligprisene hentet seg inn igjen i løpet av 1920-tallet.

I 1940 ble det innført boligprisfrys, dermed falt realboligprisene i perioden 1940 til 1954 som følge av dette. Prisfryset opphørte i 1954, men prisene ble fortsatt regulert helt frem til 1969, slik at realprisene steg sakte i denne perioden (Klovland, 2004). Frem til midten av 1980-tallet var det streng regulering av kredittmarkedene og av omsetningen av enkelte boliger i Norge, men da reguleringen opphørte i 1984 steg boligprisene kraftig.

Det var først på midten av 1980-tallet at realprisene hentet igjen prisfallet etter Kristiania-krakket. Prisene fortsatte å stige helt frem til 1988 da Norge ble rammet av en bankkrise. Husholdninger og foretak fikk problemer med å innfri sine lån, og flere banker tapte hele sin egenkapital (SSB, 1999). Realprisene falt med hele 40 prosent frem til 1992 (Jansen, 2011).

Realboligprisene har siden 1992 mer enn tredoblet seg og steget kontinuerlig med unntak av to kortvarige fall i boligprisene som resultat av dotcom boblen i 2002 og finanskrisen i 2008. Prisene hentet seg raskt inn igjen i etterkant av begge fallene og er nå på et historisk høyt nivå.

Når vi ser tilbake på den historiske realboligprisutviklingen i Norge ser vi at det har vært en rekke perioder med kraftig prisstigning med påfølgende fall i boligprisene. Selv om vi de siste 20 årene har sett en kraftig prisoppgang viser historien at boligprisene har variert kraftig i tidligere perioder. Det er altså, historisk sett, ingen "naturlov" at boligprisene skal stige evig.

Vi har også identifisert perioder der det kan vise seg at statlig regulering, isolert sett, har vært effektiv når det kommer til å stagge stigende boligpriser. Det taler for at former for statlig reguleringer også kan være et viktig virkemiddel for å stagnere den kraftige realprisøkningen vi har sett de siste 20 årene. På den annen side kan innføring og endring i

reguleringer ha utilsiktede virkninger og ikke nødvendigvis føre til gode langsiktige løsninger, eksempelvis når kredittreguleringene opphørte på midten av 80-tallet og boligprisene steg kraftig som nevnt over, for så å falle dramatisk frem til 1992.

4.2 Jacobsen og Naugs boligprismodell

Dag Jacobsen og Bjørn Naug publiserte i 2004 artikkelen “Hva driver boligprisene”, en artikkel som har fått mye oppmerksomhet når det kommer til å forklare utviklingen i boligprisene. I artikkelen presenterer de først hvilke faktorer som teoretisk sett påvirker etterspørselssiden, deretter viser de en empirisk modell utviklet for Norges Bank som de hevder kan brukes til å beregne endringer i boligprisene ved endringer i faktorene som inngår i modellen.

4.2.1 Teoretisk rammeverk

Boligprisene påvirkes av tilbudet og etterspørselen etter bolig. Boligmassen antas å være relativt fast på kort sikt da det tar tid å bygge nye boliger, og boligprisene vil derfor på kort sikt bestemmes av etterspørselen. Jacobsen og Naugs teoretiske gjennomgang tar derfor for seg etterspørselssiden da de avgrenser analysen til bevegelser i boligprisene ved en gitt boligmasse. Videre ser de på etterspørsel etter boligjenester fra eierboliger til boformål og antar at denne etterspørselen beveger seg proporsjonalt med etterspørselen etter boliger.

Formel 1 Aggregert etterspørsel¹⁰

$$H^D = f\left(\frac{V}{P}, \frac{V}{HL}, Y, X\right)$$

H^D = Etterspørsel etter bolig

V = Samlet bokostnad for en typisk eier (tilsvarende brukerkostnaden)

P = Prisindeks (eksklusiv bolig)

HL = Samlet bokostnad for en typisk leietaker (husleie)

¹⁰ Jacobsen og Naug (2004:2)

$Y =$ Disponibel realinntekt

$X =$ En vektor av andre fundamentale faktorer som påvirker boligetterspørselen

Jacobsen og Naugs analyse av boligprisutviklingen tar utgangspunkt i formel 1. I følge denne formelen vil økt inntekt, Y , gi økning i etterspørselen på eierboliger. Samtidig vil etterspørselen avta dersom bokostnadene ved å eie, representert ved V , øker i forhold til husleiene eller priser på andre varer og tjenester. Bokostnaden, V , måler verdien av godene som selveieren gir avkall på ved å eie og benytte en bolig. Disse kostnadene avhenger av det generelle prisnivået på boliger, renten og de skattemessige forhold på kapitalinntekter og utgifter. Vektoren X inneholder observerbare variabler som fanger opp effekter av demografiske forhold, bankenes utlånspolitikk og husholdningenes forventninger om fremtidige inntekter og bokostnader. En økning i X vil øke etterspørselen etter bolig.

4.2.2 Boligprismodellen

Etter å ha testet effekten av ulike variabler, blant annet de nevnt ovenfor, estimerte Jacobsen og Naug en modell som har til hensikt å predikere utviklingen i boligprisene i Norge på lang og kort sikt. Modellen er estimert på kvartalsvis data fra 1990 til 2004, og inneholder de variablene som de beregnet at har hatt størst innvirkning på boligprisene i denne perioden.

Formel 2 Modell for beregning av boligprisene¹¹

$$\Delta \text{boligpris}_t = 0,12 \Delta \text{inntekt}_t - 3,16 \Delta(\text{RENTE}(1-T))_t - 1,47 \Delta(\text{RENTE}(1-T))_{t-1} + 0,04 \text{FORV}_t - 0,12 [(\text{boligpris}_{t-1} + 4,47 (\text{RENTE}(1-T))_{t-1} + 0,45 \text{ledighet}_t - 1,66 (\text{inntekt} - \text{boligmasse})_{t-1}] + 0,56 + 0,04 S1 + 0,02 S2 + 0,01 S3$$

boligpris = Prisindeks for brukte boliger

RENTE = Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente.

T = Marginalskattesats for kapitalinntekter og utgifter

FORV = $(E-F) + 100(E-F)^3$

E = Indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi

F = Verdi av E som kan forklares av utviklingen i rente og ledighet.

¹¹ Jacobsen og Naug (2004:2)

| | |
|-------------------|---|
| <i>ledighet</i> | = <i>Arbeidsledighetsrate</i> |
| <i>inntekt</i> | = <i>Samlet lønnsinntekt i økonomien.</i> |
| <i>boligmasse</i> | = <i>Boligmassen målt i faste priser</i> |
| <i>Si</i> | = <i>Variabel som er lik 1 i kvartal i, null ellers</i> |

Modellen har en R^2 på 0,8773 som betyr at 87,73 prosent av endringene i boligprisene forklares av endringer i modellens variabler. Man kan dermed si at modellen har god forklaringskraft.

Analysen indikerer som det fremgår av modellen at *bankenes utlånsrente*, *boligmasse*, *arbeidsledighet* og *husholdningenes inntekter* er de viktigste forklaringsfaktorene for boligprisene på kort sikt (Jacobsen og Naug, 2004:2). På lang sikt hevder Jacobsen og Naug at boligprisene kun påvirkes av *husholdningenes inntekter*, siden renten, arbeidsledigheten og forventningsindikatoren er stasjonære på lang sikt.

4.3 MODAG

MODAG er en makroøkonomisk modell for norsk økonomi. Den er utviklet av Statistisk sentralbyrå gjennom mange års forskning og brukes blant annet av Finansdepartementet til å analysere den økonomiske utviklingen. Investeringer i bolig og boligkapital er viktige størrelser i norsk økonomi og boligkonsumet¹² spiller en viktig rolle for husholdningenes konsum (Boug og Dyvi, 2008), MODAG inneholder derfor en modell for boligprisene. Modellen vi presenter her er hentet fra Pål Boug og Yngvar Dyvi sin utredning “MODAG - En makroøkonomisk modell for norsk økonomi” fra 2008.

I MODAG blir boligkapitalen og boligpriser bestemt av husholdningenes disponible realinntekt, realrente etter skatt og av byggekostnader. Etterspørselen etter bolig blir således bestemt av boligpris, husholdningenes disponible realinntekt og realrente etter skatt. Tilbudet av boliger gis ved den eksisterende boligbeholdningen som endres over tid som følge av investeringer og slitasje, der investeringene avhenger av forholdet mellom bruktboligpriser og byggekostnader.

¹² Tjenester knyttet til bolig som husleie og verdien av bruk av egen bolig (Boug og Dyvi, 2008)

4.3.1 MODAG's boligmodell

Modellen som presenteres av Boug og Dyvi (2008) er som følger:

Formel 3 Pris på brukte selveierboliger fratrukket konsum

$$pbs - pc = \beta_P + \beta_{P,Y} \cdot (rc - pc) + \beta_{P,r} \cdot RRT + \beta_{P,K} \cdot k_{83}$$

Formel 4 Igangsetting av nye boliger

$$j_{Igangsetting} = \beta_K + \beta_{K,PBS} \cdot (pbs - pc) + \beta_{K,PJ} \cdot (pjks_{83} - pc)$$

Der:

PBS = indeks for prisene på brukte selveierboliger

RC = husholdningenes disponible inntekt

RRT = realrente etter skatt

K₈₃ = samlet boligkapital målt i faste priser

J_{Igangsetting} = igangsetting av nye boliger

PJKS₈₃ = indeks for pris på nye boliger eksklusiv tomt (proxy for byggekostnader)

PC = Deflator for konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner

Formel 5 Realrente etter skatt (RRT)

$$RRT = (1 + RENPF_{300}(1 - TRTMNW)) / (KPI / KPI_{-1}) - 1$$

Der:

RENPF₃₀₀ = husholdningenes gjennomsnittlige rente på lån i private finansinstitusjoner

TRTMNW = gjennomsnittlig marginal skatteprosent på kapitalinntekter for lønnstakere (0,28 etter skattereformen av 1992)

KPI = konsumprisindeksen

Boligprisens reelle langsiktige følsomhet for endringer i realinntekt, realrente etter skatt og boligkapital er gitt ved β_P , mens boligkapitalens langsiktige følsomhet for endringer i boligpris og byggekostnader gitt ved β_K . Andre faktorer som påvirker bruktboligprisene ($pbs - pc$) er disponibel inntekt fratrukket konsum ($rc - pc$), og samlet boligkapital (k_{83}). I

tillegg vil prisene påvirkes av husholdningenes renter hos finansinstitusjoner ($RENPF_{300}$), skatt på kapitalinntekter ($TRTMNW$) og konsumprisene (KPI) gjennom realrenten (RRT).

Igangsetting av nye boliger, på sin side, påvirkes av prisen på bruktboliger ($pbs-pc$), antatte byggekostnader for nye boliger eksklusivt tomt ($PJKS_{83}$), samt beta parameterne presentert over.

4.3.2 Langsiktsløsninger

Videre presenteres det økonometriske resultater for langtidsløsninger for prising av brukte selveierboliger, igangsetting av nye boliger og boligkonsumet. Når vi snakker om lang sikt er det snakk om veldig lang tid da boligkapitalen tilpasses og depresieres tregt. OBOS opererer blant annet med rammer på 10-15 år på prosjekter (Larsen og Sommervoll, 2004).

Formel 6 Langtidsløsningen for prisen på brukte selveierboliger

$$pbs - pc = \text{konstant} - 0,62 \cdot k_{83} + 1,62 \cdot (rc - pc) - 11,59 \cdot RRT$$

Vi ser fra formelen over at bruktboligprisen (gitt ved $pbs - pc$) avhenger negativt av boligkapitalen og realrente etter skatt, og positivt av disponible realinntekt. Hvis både boligkapitalen og realinntekten øker med 1 prosent, finner modellen at bruktboligprisene reelt sett øker med 1 prosent. Mens en økning i realrenten på ett prosentpoeng, reduserer boligprisene med over 11 prosent på lang sikt. Realrenten har, ifølge modellen, stor effekt på bruktboligprisene.

Formel 7 Langtidsløsningen for igangsetting av nye boliger

$$\begin{aligned} j_{igangsetting} &= \text{konstant} + (pbs - pc) - (pjks83 - pc) \\ &= \text{konstant} + (pbs - pjks83) \end{aligned}$$

Hvis byggekostnadene er gitt, er det en en-til-en sammenheng mellom bruktboligprisene og igangsettingen av boliger på lang sikt. På samme måte er det en en-til-en sammenheng mellom byggekostnader og igangsetting, der en 1 prosents økning i byggekostnadene vil føre til en 1 prosents reduksjon i igangsettingen, gitt uendret boligpris. Dermed vil igangsettingen være uendret på lang sikt dersom bruktboligprisene og byggekostnadene øker prosentvis like mye, fordi det i denne modellen bare er forholdet mellom bruktboligprisene og byggekostnadene som betyr noe for lønnsomheten.

Formel 8 Formel for boligkonsum i MODAG

$$CP_{50} = ((K_{83} + K_{83-1}) / 2) \cdot CR_{50} - 0,0457 \cdot C_{70}$$

Regelen sier at boligkonsumet fastsettes som en andel (CR_{50}) av gjennomsnittlig boligkapital i løpet av en periode fratrukket andelen som utlendingers konsum (C_{70}) utgjør av boligkonsumet. Boligkonsumet er i dag omlag 8 prosent av boligkapitalen.

Som det kommer frem av utredningen over er det, i følge Boug og Dyvi, boligkapital, realrente etter skatt og disponibel realinntekt som påvirker boligprisene på lang sikt, mens bruktboligpriser og byggekostnader påvirker igangsettingen av nye boliger.

4.4 Tobins Q

Jacobsen og Naug trekker frem boligmasse som en av faktorene som driver boligprisene, mens MODAG viser at boligkapitalen har negativ effekt på boligprisene og avhenger av byggekost. For å forklare utviklingen på tilbudssiden i boligmarkedet har vi derfor valgt å trekke frem Tobins Q teorien som gir oss en teoretisk bakgrunn for hvordan tilbudet av boliger oppfører seg på kort og lang sikt.

Corder og Roberts (2008) presenterer Tobins Q teorien, samt faktorer som påvirker tilbudet av boliger. Deres forskningsartikkel tar for seg privat investering i boligkapital¹³ i England som står for 90 prosent av boliginvesteringen i England. Tobins Q ble i utgangspunktet brukt som en modell for å se når en bedrift bør investere i ny kapital, der man bør investere når markedsprisen er høyere enn gjenskaffelseskostnaden (Tobin, 1969).

Siden bolig er en varig gode, som ikke blir konsumert og kastet, analyserte Corder og Roberts avgjørelsen om å investere i nybygging av bolig på samme måte som bedrifters avgjørelse om å investere i ny kapital. I følge økonomisk teori bør en bedrift investere i kapital så lenge forventet avkastning på en ekstra enhet overstiger kostnaden til den enheten. Med andre ord, så lenge den forventede marginalavkastning overstiger marginalkostnaden.

Hvis forventet marginalavkastning stiger eller marginalkostnaden faller bør man investere til marginalavkastningen er lik marginalkostnaden og man er i likevekt igjen. Overført til

¹³ Investering i boligkapital inkluderer nybygg, samt vedlikehold og oppussing av bruktboliger.

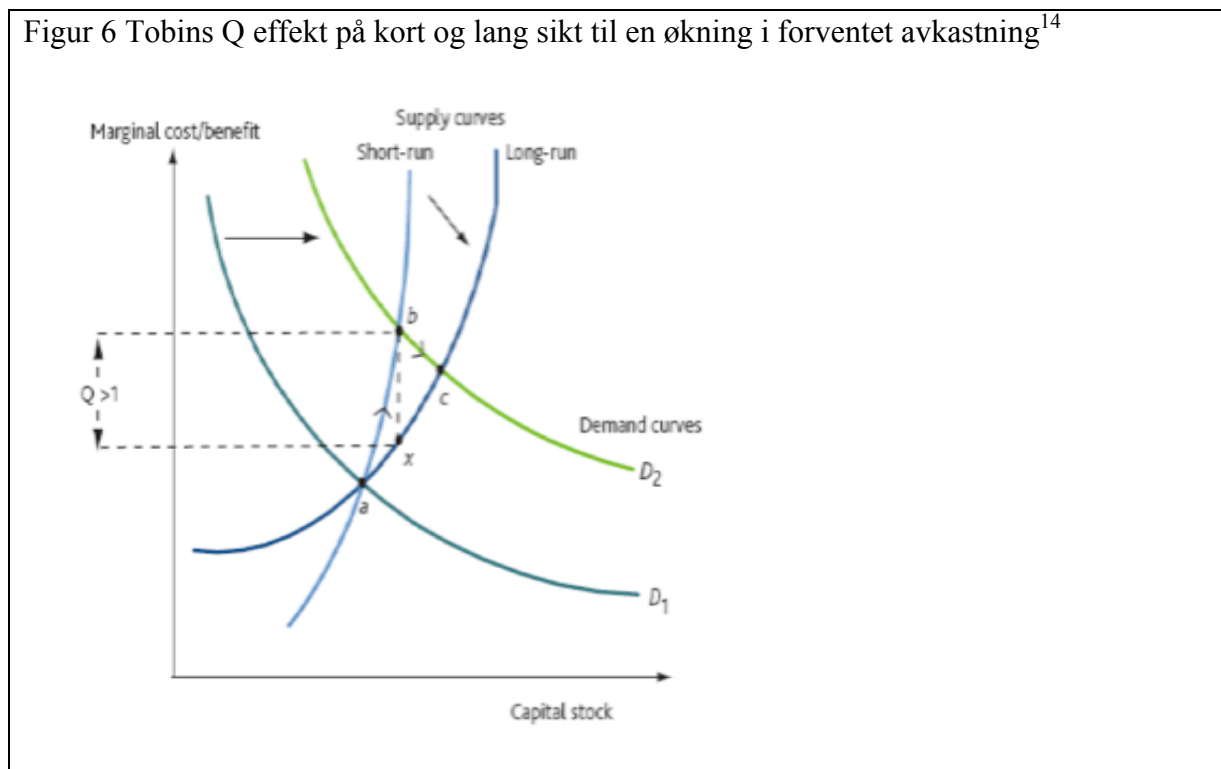
boligmarkedet betyr dette at utbyggere vil investere i nybygg så lenge markedsprisen for boliger er høyere enn de påløpte kostnadene ved å bygge nytt.

4.4.1 Boligtilbudet på kort og lang sikt

I virkeligheten er ikke likevektspunktet like lett å finne. Det er flere justeringskostnader assosiert med boliginvesteringer. Boligbygging tar lang tid (Jacobsen og Naug, 2004:2) og det er dermed usikkerhet knyttet til salgspris og forventet avkastning som gjør boligprosjekter risikable siden de ikke lett kan reverseres. Store byggeprosjekter kan også være med på å presse for eksempel lønnskostnader dersom det er lav kapasitet i markedet (Corder og Roberts, 2008). På grunn av denne usikkerheten vil investorer vente til kompensasjonen er høy nok for dem til å ta på seg risikoen.

Investeringsetterslepet beskrevet over vil i følge Tobins Q teorien hindre “boligmassen” (representert ved ”capital stock” i figur 6) fra å bevege seg umiddelbart til et nytt likevektspunkt (Corder og Roberts, 2008). På kort sikt vil ikke tilbudet i like stor grad respondere til endringer i avkastning eller kostnader (representert ved ”marginal cost/benefit i figur 6), som det vil på lang sikt.

Figur 6 Tobins Q effekt på kort og lang sikt til en økning i forventet avkastning¹⁴



¹⁴ Corder og Roberts (2008)

Fra figur 6 ser vi at på kort sikt vil tilbudskurven tilpasse seg mindre enn den gjør på lang sikt til en økning i forventet avkastning. På grunn av justeringskostnadene vil man ved økt etterspørsel først bevege seg fra punkt a til b, og til punkt c på lang sikt. Når Q er større enn 1, som i punkt b, er forventet marginalavkastning større enn marginalkostnaden og det vil lønne seg for investorer å bygge nye boliger. I punkt a og c er Q lik 1 og forventet marginalavkastning for en ekstra enhet er lik marginalkostnaden. Det vil derfor ikke lønne seg å sette i gang nye boligprosjekter.

4.4.2 Faktorer som påvirker tilbudet

Når Corder og Roberts anvender Tobins Q til bolig representerer Q den forventede markedsprisen til en ny bolig delt på produksjonskostnaden (ref. formel 9). Som nevnt over må utbyggere basere avgjørelsen om å starte nybygg på forventet salgspris når boligen er ferdig, mens kostnadene kommer i dag. Corder og Roberts presenterer dette i formelen under.

Formel 9 Tobins Q for nybygg¹⁵

$$Q_t^N = \frac{H_{t+3}^N}{L_t / D_{t+3} + C_t + P_t + F_t + O_t}$$

H_{t+3}^N = pris for ny bolig (om tre kvartaler)

L = gjennomsnittlig pris for tomter ikke regulert for boligformål (per hektar)

D = tettheten av nye boliger (boliger per hektar)

C = konstruksjonskostnader

P = planleggingskostnader

F = entrepenørkostnader assosiert med utviklingen av boligprosjektet

O = andre kostnader (f.eks. finansieringskostnader)

Telleren er boligprisene om tre kvartaler, eller ved forventet salgstidspunkt. Da denne faktoren ikke er observerbar oppstår det usikkerhet, som nevnt tidligere. Nevneren består av de kostnadene assosiert med utbyggingen. Konstruksjonskostnader som materialet og

¹⁵ Corder og Roberts (2008)

arbeidskraft er blant de største kostandene ved utbygging, men denne faktoren har holdt seg rimelig stabil de siste 20 årene.

Kostnaden for tomter er en viktig faktor da det er mangel på tomter for boligformål i sentrale områder i Norge. Dette er i følge Corder og Roberts den største begrensningen til utbyggere. Grunnen til at man sammenligner husprisene i telleren med tomter som ikke er regulert for boligformål er for å få med alternativkostnaden til tomteeiere. Når premien mellom tomter regulert og tomter ikke regulert til boligformål blir uvanlig høy vil flere eiere være villig til å selge flere tomter til boligutbyggere. Planleggingskostnader har også blitt viktigere i Norge blant annet på grunn av nye krav til universal tilpasning i tillegg til treg offentlig og kommunal saksbehandling (Stavrum, 2011).

4.5 Identifiserte faktorer

Ovenfor har vi presentert hvordan boligprisene har utviklet seg i Norge for deretter å se på ulike faktorer som kan har vært med på å påvirke tilbudet og etterspørselen etter bolig, både på kort og lang sikt.

Jacobsen og Naug trekker frem gjennomsnittlig utlånsrente, husholdningenes inntekt, nybygging og arbeidsledighet som faktorer som påvirker boligprisene på kort sikt, mens MODAG legger vekt på at det er boligkapital, realrente etter skatt og disponibel realinntekt som påvirker boligprisene på lang sikt. Tobins Q viser faktorer som påvirker nybygging og derigjennom tilbudssidens effekt på boligprisene. Viktige faktorer er her konstruksjonskostnader, tomtekostnader og planleggingskostnader.

I tillegg til faktorene i de nevnte modellene finnes det andre faktorer i den økonomiske litteraturen som kan være viktig for utviklingen i boligprisene. Vi vil trekke frem det norske skattesystemet, urbanisering og demografiendringer.

Jacobsen og Naug klarte ikke å påvise at flytting eller demografiske forhold har sterke direkte effekter på boligprisene sett under ett (Jacobsen og Naug, 2004:2). Vi mener allikevel det interessant å se på hvordan disse to faktorene utvikler seg fordi de synes å ha mye å si for den regionale prisutvikling og således er viktig for å forstå dynamikken i boligmarkedet og prisutviklingen i ulike segmenter.

Videre blir det ofte påpekt at det norske skattesystemet favoriserer boliginvesteringer (Norges Bank, 2008). Det er derfor interessant å se på om de norske skattereglene gjør det gunstig å investere i bolig og vurdere om reglene kan ha bidratt til å trekke prisene opp.

5 Empirisk analyse av de identifiserte prisdrivende faktorene

Vi vil i det følgende vurdere de sentrale fundamentale faktorene som påvirker tilbudet og etterspørselen i boligmarkedet. Forståelsen av disse kan hjelpe oss med å vurdere hva som ligger til grunn for dagens prisnivå og hvordan prisutviklingen kan bli i fremtiden.

Det innebærer å se om faktorene kan forsvare en permanent prisstigning, eller om prisstigningen vi har sett kan være spekulasjonsdrevet og av kortvarig karakter, som vi vil komme tilbake til i kapittel 6.

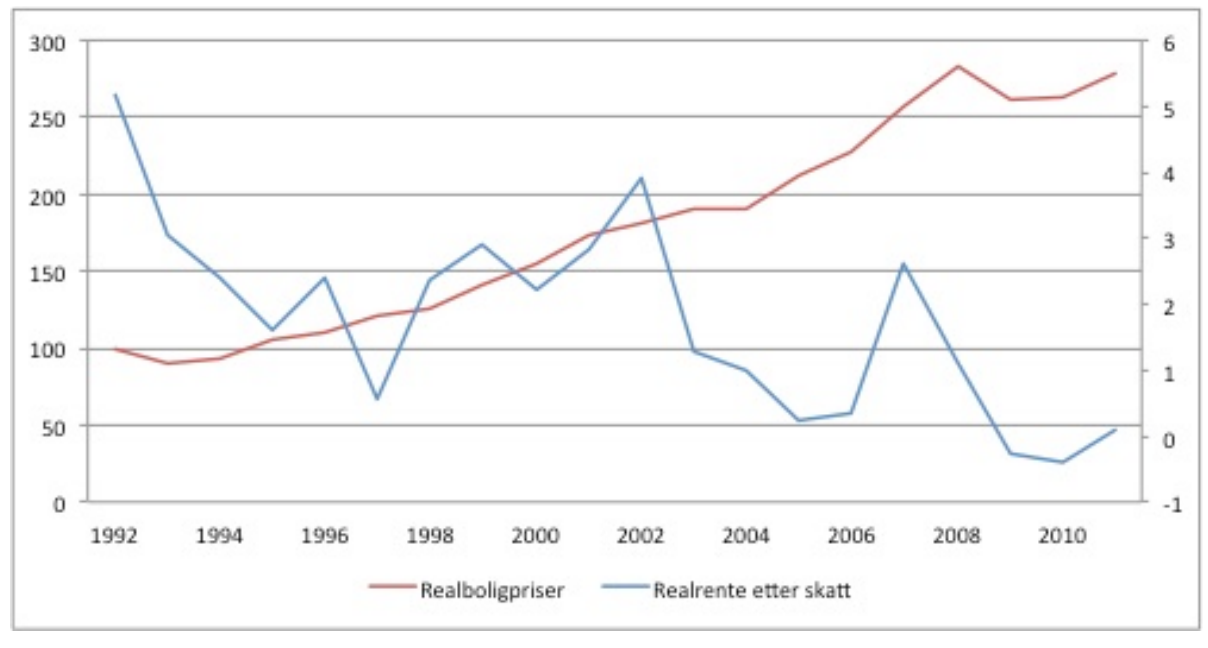
5.1 Renten

En endret rente endrer kapitalkostnadene ved å eie bolig og dermed kostnadene ved å bo. Lavere eiekostnader gjør at folk har råd til dyrere bolig (man kan ta opp høyere gjeld) og slik kan lav rente derfor presse prisene opp. Lavere rente fører til at lån blir billigere og sparing blir mindre lønnsomt (Grytten, 2009).

Figur 7 viser oss hvordan rentenivået (vist med realstyringsrente etter skatt) har sunket siden 1991 og at den har vært svært lav (til og med negativ) i flere perioder frem til i dag. Lavere rente som har gitt billigere lån kan derfor ha vært en av de viktigste faktorene bak de stigende boligprisene i denne perioden, noe som stemmer godt overens med funnene til Jacobsen og Naug (2004:2). I samme periode ser vi at boligprisene har steget kraftig.

Grytten (2009) påpeker at det lave rentenivået som fulgte finanskrisen i 2008 har stimulert etterspørselssiden til boligkjøp noe som presser prisene ytterligere opp. Videre påpeker SSB (2012) at den lave renten mellom 2004 og 2007 trolig var hovedårsaken til prisoppgangen i denne perioden.

Jansen (2011) hevder at markedets normale respons er at lavere renter over tid gir høyere boligpriser. Han hevder videre at utsiktene for vedvarende lave renter (i 2011) ville kunne presse boligprisene videre opp frem til 2014. SSB (2012) støtter dette synet. Jansen (2011) påpeker også at en renteoppgang vil ha motsatt effekt, men at renten i seg selv ikke skaper noen boble. (Vi kommer tilbake til bobleteori i kapittel 6).

Figur 7 Realstyringsrente etter skatt og realboligpriser, 1991-2012(1991=100)¹⁶

Av dette kan vi konkludere at rentenivået påvirker boligprisene. Når dagens rentenivå er lavt og ser ut til å holde seg lavt i de nærmeste årene trekker dette prisene oppover. Det blir da også en potensiell nedside i forhold til boligmarkedet dersom renten, eller forventningene til den, skulle stige. Det er allikevel knyttet noe usikkerhet til nedsideeffekten av positive renteendringer da høyere renter kan være et uttrykk for høykonjunktur og optimisme i økonomien generelt og at disse kreftene kan trekke etterspørselen opp mer enn renteeffekten trekker ned. Dette fordi folk kan ha større tro til egen betalingsevne i fremtiden og dermed tør å ta opp høyere lån (Larsen og Sommervoll, 2004).

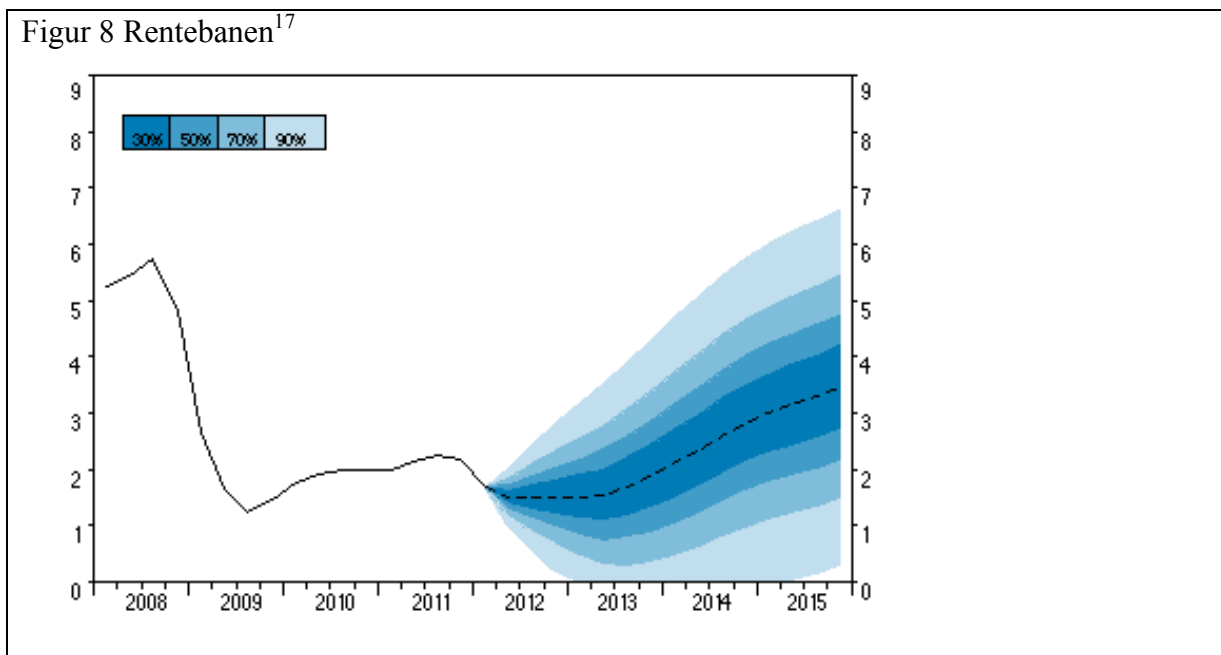
Styringsrenten i Norge settes i forhold til et mål om lav og stabil inflasjon over tid. Inflasjonsmålet er fleksibelt på kort sikt, men på lang sikt skal det siktes mot å ligge på 2,5 prosent inflasjon (Claussen et al., 2007). Spesielt på grunn av lav importert prisvekst (billige importvarer fra Kina, billig utenlandsk arbeidskraft osv.) og av hensyn til kronekursen og eksportnæringen har renten i Norge vært relativt lav de siste 10-15 årene. Boligpriser er ikke en del av inflasjonsmålet og derfor kan Norges Bank ikke eksplisitt bruke renten til å stagge boligprisveksten, selv om dette isolert sett kunne vært hensiktsmessig for stabilitet i økonomien.

¹⁶ Kilde: Norges Bank, Klovland (2004). Sammenligner renter (etter skatt) og boligpriser fra 1992 da skattereformen med 28 prosent fradrag ble innført (Boug og Dyvi, 2008).

Ettersom renten som nevnt har vært lav de seneste årene har den dermed trukket i motsatt retning, nemlig å støtte videre prisvekst. Renten settes, utover hensynet til inflasjonsmålet, også ut ifra et hensyn til valutakursen for å verne om eksportnæringen (Claussen et al., 2007). Kort forklart vil en høyere rente i Norge sammenlignet med våre handelspartnere føre til at det blir mer attraktivt for investorer å plassere pengene i norsk valuta, noe som vil presse prisen på norske kroner opp. Derfor vil den norske rentebanen følge rentene i euromarkedet tett, noe som på grunn av den økonomiske situasjonen i eurolandene de senere årene har medvirket til at Norge har hatt en lav rente.

Som vi ser har rentenivået sunket siden 1991 samtidig som boligprisene har steget kraftig. Det vedvarende lave rentenivå gjør lån billigere, noe som stimulerer til opplåning og boligkjøp. I tillegg til faktorene nevnt over har det grunnet økonomisk uro ute og hjemme vært et relativt sett lavt rentenivå i Norge de siste 5 til 10 årene. Hvis husholdningene tar et lavt rentenivå for gitt, er det fare for at mange kan få problemer med høye renteutgifter når renten skal tilbake på et mer normalt nivå. Figur 8 er Norges Banks estimerte renteutvikling fra pengepolitisk rapport 1/12. Som vi ser er det antatt at styringsrenten skal begynne å stige i 2013 (Norges Bank, 2012:1). Det lave rentenivået vi har hatt vil altså mest sannsynlig ikke vedvare, og husholdninger som har høy opplåning nå som renten er lav vil kunne få problemer. Men som nevnt avhenger dette mye av hva som skjer ellers i Europa fremover.

Figur 8 Rentebanen¹⁷



¹⁷ Norges Bank (2012:1)

5.2 Inntektsvekst (disponibel realinntekt)

I kapittel 4 så vi at utviklingen i husholdningenes inntekter spiller en viktig rolle for boligprisutviklingen. Derfor har vi sammenlignet disponibel realinntekt etter skatt og realboligpriser for å se om vi kan si noe om historisk sammenheng og utviklingen fremover.

Boligkjøp i Norge finansieres, som nevnt, i stor grad av lån som betjenes av husholdningenes inntekt. Hvis boligutgifter som renter og avdrag blir for høye i forhold til inntekt kan dette by på problemer for husholdningene. Boligpriser kan derfor over tid ikke løpe fra inntektene (Larsen, 2005). Husholdningenes inntekt er derfor en viktig faktor som påvirker boligprisene.

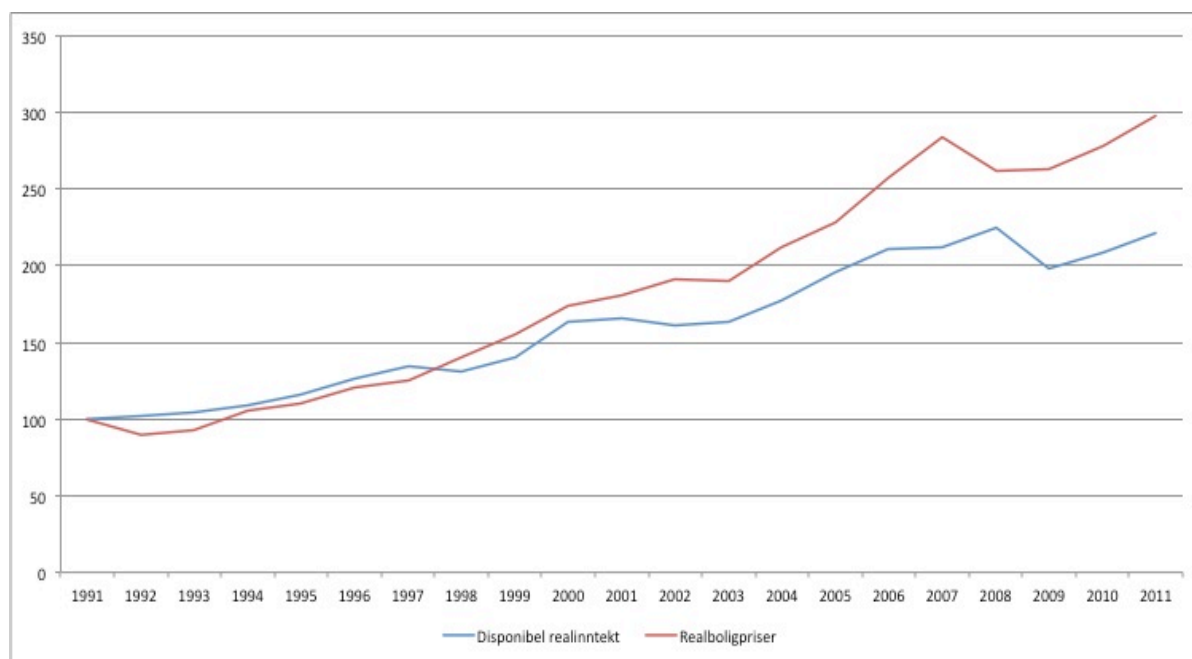
Figur 9 viser hvordan de disponible realinntektene¹⁸ har utviklet seg i forhold til boligprisene siden 1991. De disponible realinntektene har mer enn doblet seg siden 1991, mens realboligprisene har tredoblet seg i samme periode. Boligprisene har dermed steget raskere i denne perioden, og i følge IMF (2012:1) kan den sterke inntektsveksten kun delvis forklare boligprisutviklingen.

Resultatene fra MODAGs boligmodell og resultater presentert av Barker (2003) viser at en 1 prosentpoengs økning i disponibel realinntekt gir en tilsvarende økning i realboliggetterspørselen. Som vi ser i grafen nedenfor kan inntektsutviklingen forsvare at boligprisene har steget. Dersom inntektsutviklingen fortsetter i årene fremover, tilsier dette at inntektsveksten isolert sett vil fortsette å trekke boligprisene oppover.

I tillegg til at inntektene har steget jevnt, viser det seg at stadig større del av inntektene går til å betale boligkostnader. Tall presentert av Obos (2010) viser at norske husholdninger brukte 25 prosent av sine totale forbruksutgifter på bolig, lys, og brensel i perioden 2007-2009, mens man i perioden 1997-1999 kun brukte 19 prosent.

Siden det er husholdningenes inntekter som skal betale for boligprisene kan en slik utvikling varsle fremtidige problemer i boligmarkedet (Larsen 2011). Om lønnsveksten skulle avta i forhold til bokostnadene kan husholdninger få problemer med å betale disse, og man kan oppleve uroligheter på boligmarkedet.

¹⁸ Disponibel realinntekt er inntekt etter skatter og avdrag, justert for inflasjon.

Figur 9 Utvikling i disponibel realinntekt og realboligpriser, 1991-2011 (1991=100)¹⁹

5.3 Arbeidsledighet

Jacobsen og Naug (2004) trekker frem arbeidsledighetsraten som en viktig faktor for å forklare utviklingen av boligprisene. Høyere ledighet trekker boligprisene nedover mens lav ledighet trekker prisene oppover. Fra figur 10 ser det ut til å være en sammenheng mellom boligprisutviklingen og arbeidsledigheten. Ledigheten i dag er 3,3 prosent mot 6 prosent i 1993. Som vi ser av grafen representerer disse årene også en topp og bunn i boligprisene, som kan indikere at disse faktorene kan henge sammen. Selvom arbeidsledigheten i Norge har steget noe i kjølvannet av finanskrisen 2007/2008 er ledigheten på et lavt nivå historisk sett.

Vi gjennomførte en korrelasjonsundersøkelse for hele perioden, samt fra 1985 og utover, da det fra 1985 og utover kan se ut til å være korrelasjon i datasettet. For hele perioden finner vi en korrelasjon på 0,1. Det vil si at det ikke er noe korrelasjon mellom arbeidsledigheten og realboligprisene for hele perioden. Men når vi gjennomfører analysen med start i 1985 er korrelasjonen -0,51 noe som indikerer at det kan være et negativt forhold mellom arbeidsledighet og realboligpriser, slik Jacobsen og Naug (2004) finner i sin artikkel.

¹⁹ Kilde: SSB, Klovland (2004)

Figur 10 Arbeidsledighet og realboligpriser, 1972-2012 (1972=100)²⁰

Vi vil ikke bruke disse resultatene til å spå noe konkret om utviklingen, men vi vil påpeke at ettersom det ser ut til å være en sammenheng mellom ledighet og boligpriser, kan dagens lave ledighetsnivå indikere at det ligger en potensiell nedside i forhold til prisutviklingen i boligmarkedet dersom ledigheten skulle stige. Oppsidepotensialet i denne faktoren er derimot er begrenset ettersom ledigheten er såpass lav allerede.

5.4 Boligbygging

Molden (2011) trekker frem antallet nye boliger som ferdigstilles som en sentral faktor på tilbudssiden i boligmarkedet. Jacobsen og Naug (2004:2) trekker også frem utviklingen i boligmassen som en sentral faktor. Derfor er det interessant å se på utviklingen i boligbyggingen for å forstå prisutviklingen i boligmarkedet.

Vi ser av tabell 2 under at antallet fullførte boliger steg mot 2007, men har etter finanskrisen inntraff i 2008 vært synkende. Usikkerhet om finansiering og makroøkonomiske utsikter kan ha vært viktige faktorer som påvirket igangsetting og ferdigstilling av boliger etter 2007. Dette har trolig påvirkning på boligprisene vi ser idag.

Boligbygging tar tid, noe som gjør at boligprisene fluktuere med etterspørselen på kort sikt (Molden, 2011). Ferdigstillingen i dag avhenger av igangsetting for flere år tilbake, og når

²⁰ Kilder: SSB, Klovland (2004)

etterspørselen etter boliger har steget mer enn man forventet stiger prisene på kort sikt. Denne effekten er tydelig i dagens marked.

I perioden 1991-2010 ble det i gjennomsnitt bygget knappe 22 000 boliger i året (OBOS, 2011), mens den gjennomsnittlige husholdningsveksten i perioden 1990 til 2011 var på vel 22 521 (SSB, 2011). Det har med andre ord blitt bygget for lite i denne perioden, om lag 10 000 boliger, som kan ha vært med på å legge press på boligprisene. Videre viser Tabell 2 at det siden 2007 har blitt bygget alt for lite i forhold til husholdningsveksten som kan ha hatt stor innvirkning på prisutviklingen de siste 5 årene.

Boligbyggingen har tatt seg opp siden 2010 og igangsatte boliger i 2011 var 27 735, en stigning på 30,3 prosent mot året før. Forrige topp var i 2006 da det ble igangsatt 33 000 boliger (OBOS, 2011). I følge SSB (2012:2) ser veksten i boligbyggingen til å fortsette også i årene fremover, som kan påvirke tilbudssiden de neste årene noe som isolert sett kan trekke prisene nedover.

Man kan tenke seg at boligbyggingen tilpasser seg etterspørselen på lengre sikt, men boligbyggingen avhenger også b.la. av tilgjengelige tomter, reguleringer og tillatelser, endringer i kostnader, og andre endringer på tilbudssiden som boligavgang og oppdeling av boenheter. Dette vil se på nærmere i det følgende.

Tabell 2 Fullførte boliger og økningen i antall husholdninger²¹

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Antall fullførte boliger | 21 744 | 21 405 | 23 609 | 29 544 | 28 554 | 30 970 | 28 640 | 21 783 | 17 832 |
| Økning i husholdninger | 16 937 | 15 141 | 17 369 | 25 890 | 27 951 | 39 690 | 38 107 | 28 255 | 30 894 |
| Differanse | 4 807 | 6 264 | 6 240 | 3 654 | 603 | -8 720 | -9 467 | -6 472 | -13 062 |

Tabell 1: Antall fullførte boliger, økning i husholdninger og differansen

5.5 Byggekostnader

Endringer i byggekostnader er med på å forklare prisendringer i boligmarkedet. Blir det dyrere å bygge tilpasses nybyggingen etterspørselen i ny likevekt og prisen på boliger endrer seg som følge av dette. Ettersom nybygging påvirker det totale tilbudet av boliger blir også

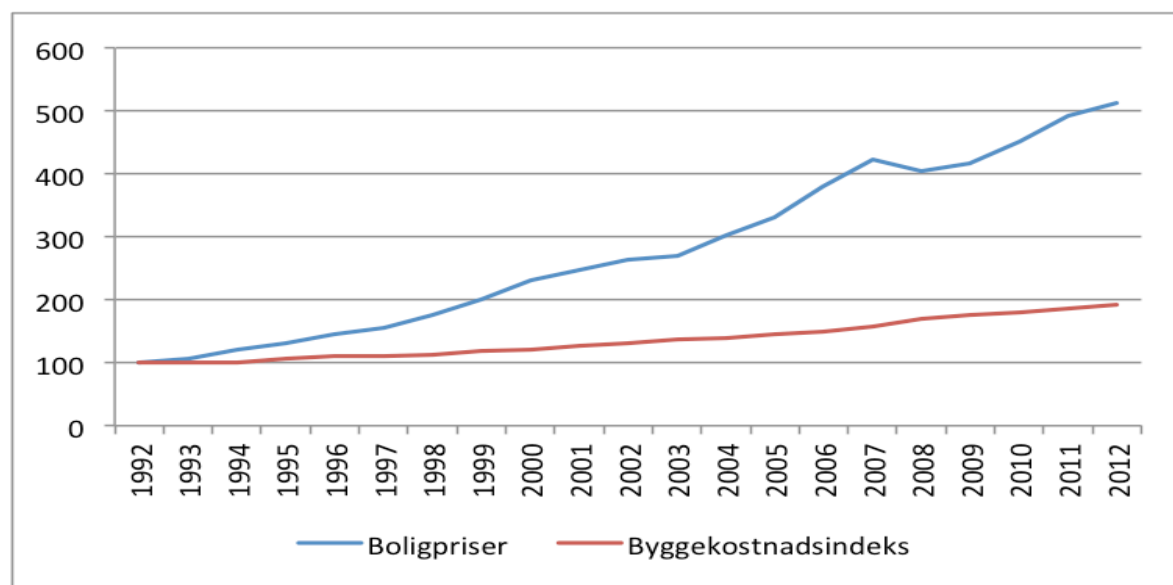
²¹ Kilde: SSB

brukte boliger påvirket av endringer i byggekostnader, og på lang sikt vil boligprisene bestemmes av byggekostnadene (Røgeberg, 2012).

Selvom byggekostnadene har steget jevnt kan de ikke fullt ut forklare stigningen vi har sett i boligprisene (IMF, 2012:1) (Grytten, 2009). Figur 11 viser en indeksert utvikling i nominelle boligpriser og byggekostnader med indeksverdi på 100 i 1992 der byggekostnadene inneholder arbeidskraft og materialkostnader. Vi ser at de nominelle boligprisene har mer enn femdoblet seg på tyveårsperioden, mens byggekostnadene kun har doblet seg i den samme perioden. Byggekostnadene kan derfor kun forklare en liten del av prisstigningen vi har sett.

Da byggekostnadene ikke kan forklare hele prisstigningen indikerer dette at økte tomtepriser eller en mangel på tomter og/eller strenge reguleringer bremser utbygging slik at tilbudet ikke har kunnet reagere på en endret etterspørsel (IMF, 2012). Vi har ingen tomteprisindeks, men det kan tenkes at etterspørselen etter sentrale tomter har økt og at man dermed betaler ekstra for beliggenhet (Larsen, 2011). Dette vil slå ut i prisene til både nybygg og bruktboliger da boligene allerede står der og sentrumsnære boliger er en knapphetsgode som man ikke lett kan kopiere. Man kan derfor ikke forvente noen umiddelbar priskorreksjon fra nybygg i sentrale strøk (Larsen og Sommervoll, 2004).

Figur 11 Boligprisutvikling og byggekostnadsindeks, 1992-2012 (1992=100)²²



²² Kilde: SSB, Klovland (2004)

Forskriftene om teknisk krav til byggverk som ble innført 1. juli, 2010 (TEK 10) hevdes å ha økt byggekostnadene og redusert muligheten for å bygge små leiligheter på grunn av skjerpede krav til tilgjengelighet. TEK 10 stiller krav til ”at tiltak planlegges, prosjekteres og utføres ut fra hensyn til god visuell kvalitet, universell utforming og slik at tiltaket oppfyller tekniske krav til sikkerhet, miljø, helse og energi”.

Krav til universell utforming påfører kostnader og legger begrensninger på minimumsstørrelsen på leiligheter, krav om trinnfri adkomst gjør mange tomter i ulendt terreng uegnet til boligformål, noe som øker presset på tomter, mens de nye energikravene stiller krav til kostbar isolasjon og ventilasjon.

TEK 10 gjør i følge entreprenørselskapet Selvaag at kostnadene på en gjennomsnittsbolig ved nybygg blir minst 200.000 kroner høyere (Schumann, 2010). Dette vil kunne øke det generelle prisnivået på boliger og føre til at tilveksten av små boliger kan stagnere, noe som vil øke presset på eksisterende boliger i dette segmentet. Det er riktignok noe uenighet om hvor mye kostnadene vil måtte øke som resultat av disse kravene. SINTEF hevder at tilgjengelighetskravene i de fleste tilfeller vil påføre kostnader under kr 40 000 (Christoffersen, 2010).

OBOS (2012) beregner at TEK 10 gjør boliger ca. 5-6 prosent dyrere, og viser til et prosjekt i Trondheim der byggekostnadene ble kr. 1 300 høyere per m². De viser i tillegg til at TEK 10s krav om tilgjengelighet gjør at en leilighet på 40 m² må bli ca. 5 m² større. Dette viser at TEK 10 kan ha innvirkning både på pris, men også på hvor mange og hvor store leiligheter som bygges. Det bør nevnes at OBOS og Selvaag ikke er uavhengig aktører da de har en egeninteresse i forhold til boligpolitikken utforming.

5.6 Urbanisering og demografiendringer

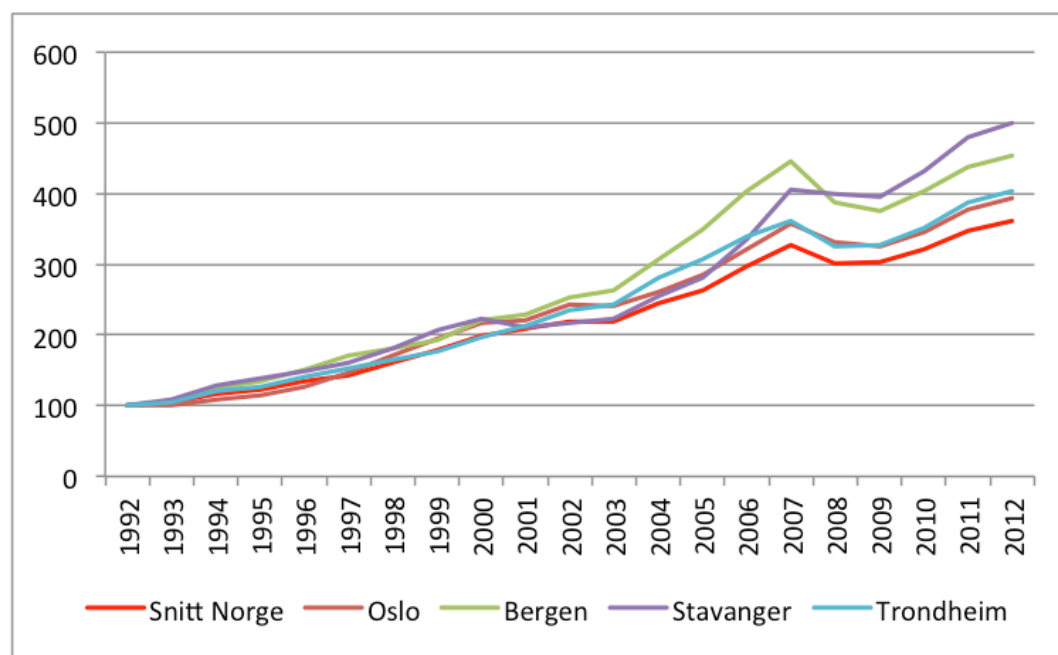
Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim har hatt sterk folketilvekst de siste 10 årene (OBOS, 2011). Urbanisering, det at husholdninger flytter til byene, har pågått i lang tid (Larsen, 2004). Det er et stadig økende ønske hos befolkningen å bo sentralt. Særlig blant unge er dette blitt populært, en effekt som har blitt kalt “caffé-latte” faktoren. Med andre ord har boligens nabolag, nærhet til jobb, skole, og andre goder blitt mer viktig og etterspurt, mens boligens fysiske attributter som størrelse og utforming tilegnes mindre betydning (Larsen og Sommervoll, 2003).

Andre grunner til økt urbanisering er økningen i antallet mindre husholdninger. Mindre husholdninger ønsker ofte å bo sentralt, gjerne på grunn av den sosiale tettheten i byene, for eksempel når et par som bor utenfor Oslo splitter opp kan det tenkes at begge ønsker å flytte inn til byen der deres sosiale nettverk er større (Larsen og Sommervoll, 2003).

Det er en generell trend i de større byene at befolkningstilveksten har vært større enn boligbyggingen de siste ti årene. Eksempelvis i Oslo ser gapet mellom befolkningsvekst og boligbygging ut til å være størst (OBOS, 2011). I følge prognoser presentert av OBOS (2011) kan Oslo oppleve en gjennomsnittlig folketilvekst på opp mot 14 000 per år frem til 2030. Med gjennomsnittlig husholdningsstørrelse på 1,89 personer tilsvarer dette en årlig økning i boligbehovet på rundt 7 400 boliger.

For å møte dette behovet må det bygges 2,7 ganger så mange boliger i året hvert år frem til 2030 (OBOS, 2011). Dersom det ikke bygges flere boliger enn vi ser idag, vil denne trenden kunne føre til et stort etterspørselspress på boliger i Osloregionen, noe som isolert sett vil kunne ha konsekvenser for boligprisene her. Prisvekst i Osloregionen er dessuten en ytterst sentral faktor i den nasjonale boligprissammenhengen da 23,1 prosent av Norges innbyggere bodde i Oslo og Akershus i 2010 (Høydahl, 2010).

Figur 12 Realprisutvikling i de største byene og aggregert, 1992-2012 (1992=100)²³



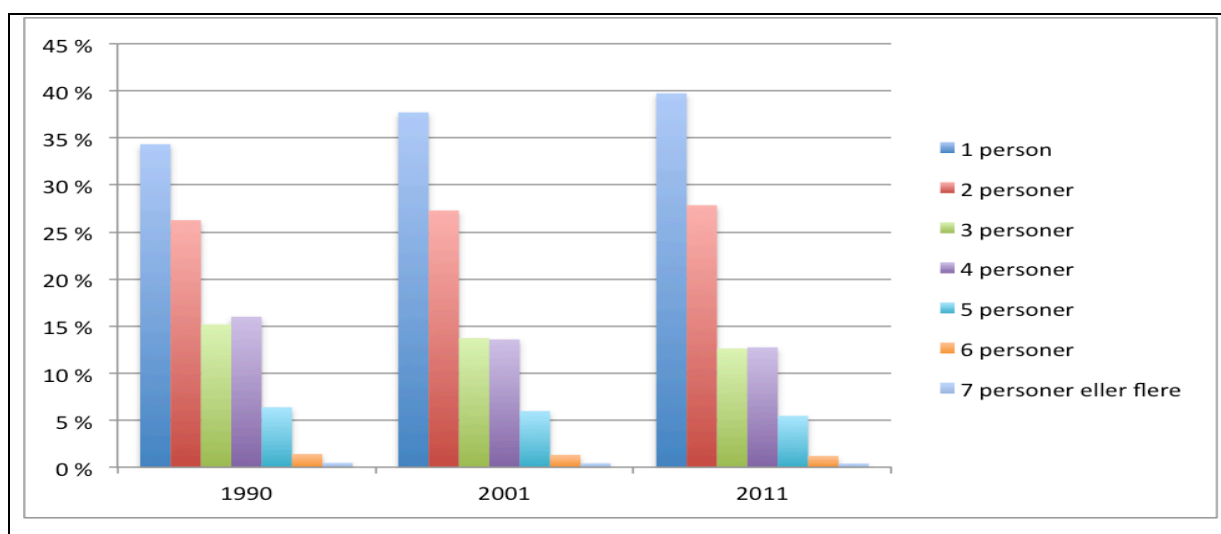
²³ Kilder: NEF, EFF, ECON Pöyry, Finn.no og Norges Bank

Det har vært store endringer i antallet og sammensetningen av husholdningene i Norge de siste to tiår. Det har vært en økning i antall husholdninger, noe som i hovedsak skyldes nettoinnvandring til landet (Molden, 2011), og antallet husholdninger har økt med omlag 10 prosent det siste tiåret (Jansen, 2011). Vi ser også at husholdningene har blitt mindre som resultat av skilsmisser, økning av studentmassen, livsstilsendringer og faseforskyvninger i familieetableringsalder (Larsen, 2004), figur 13.

I 2010 var det på landsbasis 2,27 personer per husholdning mot 3 i 1970 (Molden, 2011), og som vi ser fra figur 13 har en- og topersonshusholdninger blitt vanligere, mens spesielt tre- og firepersonshusholdninger har blitt mindre vanlig.

Økningen i antallet husholdninger er et utviklingstrekk som øker behovet for boliger, og det er særlig i de mest sentrale strøkene det blir bygget færre boliger enn økningen i antall husholdninger (Molden, 2011), ref. tabell 2 side 37.

Figur 13 Antall personer i husholdningene²⁴



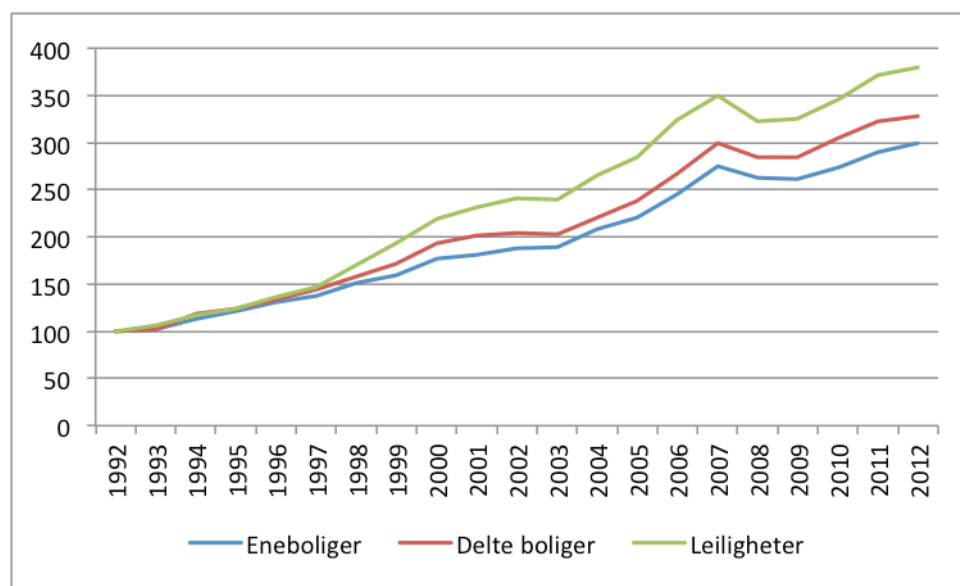
Endringer i husholdningssammensetningen vil også kunne endre hva slags type boliger som etterspørres. Dette vil kunne skape ulik prisvekst i de ulike segmentene. En aldrende befolkning med preferanser for leiligheter vil føre med seg en økt etterspørsel etter leiligheter frem mot 2030 (OBOS, 2011). Utviklingen i aldersgruppen fra 20 til 35 år, førstegangsetablererne, sier noe om behovet for boliger fremover, og da særlig små og rimelige boliger (OBOS, 2011). De siste 20 årene har det vært nedgang i antallet

²⁴ Kilde: SSB

førstegangsetablerere, men det anslås en årlig vekst i førstegangsetablerere på mellom 6400 og 16 500 fra 2011 til 2030.

Disse endringene i husholdningssammensettingen kan gå fortere enn endringer i boligmassen og dermed gjøre at prisutviklingen på enkelte boligmarkedssegmenter, som mindre leiligheter, utvikler seg annerledes enn resten av markedet (Larsen, 2011). Som vi ser av grafen under er det leiligheter som har steget mest i verdi i de siste 20 årene.

Figur 14 Prisutvikling etter boligtype, 1992-2012 (1992=100)²⁵



5.7 Skattesystemet

Det er flere elementer ved det norske skattesystemet som gjør boliginvesteringer gunstig. Vi vil presentere disse elementene og vise hvordan skattesystemet påvirker en investeringsbeslutning i et eksempel.

For det første får man fradrag for renteutgifter på selvangivelsen slik at man i praksis får subsidiert 28 prosent av renteutgiftene av staten (IMF, 2012:1) (NOU 1989:14). Det er derfor gunstig å gjeldsfinansiere boliginvesteringer for husholdningene.

Eiendomsskatten er også svært begrenset i Norge og i mange kommuner ikke-eksisterende (IMF, 2012). I tillegg blir ligningsverdien på boliger satt kunstig lav og skal for eksempel

²⁵ Kilder: NEF, EFF, ECON Pöyry, Finn.no og Norges Bank

ikke overstige 30 prosent av markedsverdien for primærbolig (Bache, 2010). Det blir dermed relativt sett mer gunstig å ha formuen plassert i eiendom fremfor annen aktiva. IMF (2012:1) peker på at finansielle eiendeler og gjeld verdsettes til faktiske verdi, mens eiendom verdsettes langt under faktisk markedsverdi. De mener dette har skapt insentiver for husholdninger å holde formue i bolig fremfor finansielle eiendeler, og ta opp mer boliggjeld (verdsatt til faktisk verdi) til å kjøpe mer eiendom (verdsatt under faktisk verdi) helt til formueskattegrunnlaget viskes ut.

Bunnfradraget på formuesskatten er på 700 000. Dette medfører at man i teorien må ha en egenfinansiert bolig verdt mer enn 2,33 millioner før man betaler formuesskatt. Man vil også, om man går fra å eie til å leie, få realisert eventuell formue bundet opp i bolig som dermed vil bli synlig på selvangivelsen (Larsen, 2005), noe som er et insentiv til å fortsette å eie fremfor å leie.

Videre er det ingen gevinstbeskatning ved salg av bolig man selv har eid i over ett år og benyttet som bolig ett av de siste to årene (Skatteetaten, 2012), noe vi ser fordelene av i eksempelet under. Mange har derfor kunnet realisere skattefri gevinst etter prisoppgangen de siste 20 årene.

I tillegg ble skatt på fordelene ved å bo i egen bolig fjernet i 2005, noe IMF (2012:1) mener økte etterspørselen etter bolig kraftig. Dette var skatt på en sjablongmessig nettoinntekt (fordel) fra boligen som en prosentvis andel av ligningsverdien, eventuelt som andel av faktiske leieinntekter fratrukket vedlikeholdskostnader og andre kostnader tilknyttet boligen (Finansdepartementet, 2005).

De nevnte skattemessige faktorene har gjort det svært gunstig å eie egen bolig og er med på å skape press i boligmarkedet og dermed presse prisene oppover. Eksempel 1 under viser hvordan giret investering i egen bolig kan gi svært mye høyere avkastning enn investering i aksjer eller egenkapitalfinansiert boliginvestering.

Eksempel 1 Fordelen ved delfinansiert bolig²⁶

Ved boligprisvekst er det sterke insentiver til lånefinansiert investering i bolig, fremfor aksjer eller egenkapitalfinansiering, da gevinst er skattefri dersom man har bodd i boligen ett av de siste to årene og eid boligen i mer enn ett år. I tillegg er gjeld til kjøp av bolig ofte lett tilgjengelig for husholdninger.

Antagelser:

- Inflasjon er null
- Lønn og kapitalgevinst skattes 30 prosent
- Det forventes at aksjeindeksen og boligprisene stiger 10 prosent
- Lånerenten er 5 prosent

En person har én million kroner som han ønsker å investere over 3 år.

1. Investerer i aksjefond:

Avkastningen etter 3 år er ca. kr 330 000 som det skattes rundt kr 100 000 av. Netto realavkastning blir dermed omlag 7 prosent årlig.

2. Egenfinansiert bolig:

Avkastningen etter 3 år er ca. kr 330 000 som det ikke skattes av. Dermed er realavkastningen 10 prosent i året. I tillegg har personen fått bolig tjenester i 3 år.

3. Delfinansiert bolig:

Millionen blir brukt som egenkapital for 80 prosent lånefinansiering, og kjøper således en bolig til fem millioner. Renteutgiftene over 3 år blir ca. kr 630 000, men rentefradraget på selvangivelsen gjør at dette i realiteten kun blir ca. kr 440 000. Boligens verdi stiger til rundt kr 6,66 millioner. Ved salg slipper personen gevinstbeskatning og får dermed en nettogevinst på kr 1,66 millioner minus kr 440 000, som er en nettogevinst på kr. 1,21 millioner, som tilsvarer en årlig realavkastning på 30,3 prosent.

²⁶ Røgeberg (2012)

5.8 Oppsummering av funnene

Vi har i dette kapittelet tatt for oss de viktigste fundamentale faktorene som påvirker boligprisene. Vi kan se at faktorene på etterspørselssiden har vært med på å øke etterspørselen etter boliger, mens tilbudssidefaktorer medvirket til treg justering av tilbudet av boliger som har ført til ytterligere press på boligprisene, spesielt i enkelte segmenter.

Det er allikevel vanskelig å si om boligprisene i dag er “riktig priset” i forhold til fundamentale faktorer. Denne usikkerheten får vi støtte for av IMF (2012:1) som hevder at de fundamentale faktorene ikke fullt ut kan forklare boligprisstigningen vi har sett i Norge de senere årene. Vi mener uansett å ha identifisert en potensiell nedside dersom det skulle komme negative økonomiske endringer som påvirker de fundamentale faktorene, mens den potensielle oppsiden er liten. IMF (2012:1) mener at forventninger til stadig økende boligpriser ligger bak mye av prisveksten. Dette vil vi se på i det følgende kapittelet.

6 Boligboble

Sentralt for vurderingen av risikooppbyggingen i de norske husholdninger er om boligprisene er overdrevne og om vi ser bobletendenser i markedet. En boligboble som sprekker vil, som nevnt tidligere, kunne ha stor effekt på husholdningenes økonomi og kan gi ringvirkninger i økonomien forøvrig.

Det er stor uenighet om vi ser en boble i dagens marked eller om prisoppgangen er drevet av fundamentale faktorer. Som vi pekte på i kapittel 5 hevder blant andre IMF (2012:1) at fundamentale faktorer ikke forklare hele prisoppgangen. Nedenfor ønsker vi å vurdere om dagens prisutvikling i praksis kan være oppbyggingen av en prisboble, blant annet ved hjelp av to modeller som kan brukes til å vurdere bobletendenser i boligmarkedet.

Videre vil vi presentere fem ulike markedsindikatorer som kan gi et bredere bilde av markedets forventninger til boligprisene, noe som kan hjelpe oss å vurdere om det eksistere en prisboble, men aller først vil vi presisere hva vi legger i ordet boligboble.

6.1 Bobledefinisjon

Stiglitz (1990) definerer en boble som en situasjon der grunnen til at prisene er høye i dag kun er fordi investorer tror at salgsprisen skal være høyere i morgen, når fundamentale faktorer ikke støtter en slik pris, eksisterer det en boble.

Case og Shiller (2004) legger til at under en boligboble vil boligkjøpere kjøpe boliger de normalt ville vurdert for dyre, fordi de forventer å bli kompensert med videre prisoppgang.

I den følgende vurderingen legger vi til grunn at boligprisbobler dannes ved at *forventninger* til fremtidig prisstigning driver boligprisene over fundamentale verdier.

6.2 HP-filteret

Hodrick-Prescott (HP) filteret kan brukes for å estimere trenden i dataserier og kan således brukes til å beregne den langsiktige trenden for de norske boligprisene. Man tenker seg at prisutviklingen på boliger varierer rundt en trend, altså et prisnivå som kan forklares av fundamentale faktorer. Ved å glatte ut kortsiktige fluktuasjoner i boligprisene kan HP-filteret

gi oss et estimat på om boligprisene er over eller under den langsiktige trenden. Dersom forskjellen mellom trend og faktisk prisnivå blir for stort, vil en korreksjon kunne bli stor og slå dramatisk negativt ut i økonomien - en boble sprekker.

Det er naturlig å anta at boligprisene inneholder en syklisk- og en trendkomponent. Det finnes også en sesongkomponent, men denne er allerede fjernet fra datasettet vi bruker i vår analyse.

Formel 10 Boligpriser med syklisk- og trendkomponent²⁷

$$y_t = g_t + c_t$$

y representerer her målt boligpris og man tenker seg at den består av en underliggende trendkomponent, g , og en syklisk komponent, c . Veksten i trend, g , er et uttrykk for vekst i de fundamentale forhold som gir grunnlag for vekst i boligprisene, mens den sykliske komponenten, c , beskriver andre faktorer som gir svingninger rundt trenden. HP-filteret løser følgende ligning.

Formel 11 Hodrick-Prescott filter²⁸

$$\text{Min}_{\{g_t\}_{t=1}^T} \sum_{t=1}^T (y_t - g_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(g_{t+1} - g_t) - (g_t - g_{t-1})]^2$$

y_t : Faktisk boligpris

g_t : Potensiell boligpris (trend)

Leddet $(y_t - g_t)$ er forskjellen mellom faktisk pris og prisen trenden skulle tilsi, med andre ord viser leddet den sykliske delen, c_t . Det neste leddet ser på endringen i vekst i trenden, det underliggende potensielle prisnivået. Begge ledd er kvadrert da positive og negative forskjeller teller like mye og større forskjeller blir dermed ilagt mer vekt. Parameteren λ bestemmer hvor stor vekt man legger på forandringer i veksten, jo høyere λ , jo glattere blir løsningsserien (Hodrick og Prescott, 1981).

Når $\lambda \rightarrow \infty$ har man ensidig fokus på å minimere endring i vekst i trenden fordi det sykliske leddet får marginal betydning.

²⁷ Hodrick og Prescott (1997)

²⁸ Hodrick og Prescott (1981)

Når $\lambda \rightarrow 0$ har man ensidig fokus på å minimere forskjellen mellom faktisk og potensiell pris.

Ved å velge en svært høy λ vil man med andre ord legge stor vekt på trenddelen og HP serien vil gå mot en deterministisk tidsserie, mens en svært lav λ vil legge mest vekt på den sykliske delen der boligprisene bestemmes av stokastiske sjokk (Razzak og Dennis, 1999).

Forskere bruker vanligvis $\lambda=1600$ på kvartalsdata (Ravn og Uhlig, 2001), mens det er litt større uenighet rundt årlig data. Ravn og Uhlig (2001) argumenterer for at 6,25 er riktig å bruke på årlige observasjoner, men nevner at også 100 og 400 er vanlig i litteraturen²⁹.

6.2.1 Kalkulasjoner

Ettersom det argumenteres for at 6,25, 100 og 400 er blant de mest vanlige lambda verdiene brukt i litteraturen for årlig data har vi først brukt disse verdiene i våre kalkulasjoner. Vi har valgt å bruke tidsserie helt tilbake til 1819 fordi vi mener et langt tidsintervall gir et nyansert bilde. Ettersom det de siste 20 årene har vært en jevn stigning i boligprisene kan være vanskelig å skille trend fra sykel i et mindre datasett. Med en lang tidsserie har vi også mulighet til å sammenligne utvikling de siste 20 årene med tidligere norske boligbobler.

Ut ifra vår analyse ser det ut til at boligprisene ligger på trend for alle våre valg av lambda. Da vi brukte $\lambda=6,25$ ligger boligprisene marginalt over beregnet trend. Ved $\lambda=100$ og $\lambda=400$ ligger boligprisene så og si på trend. Ut ifra disse resultatene kan vi ikke si at det er bobletendenser i boligmarkedet.

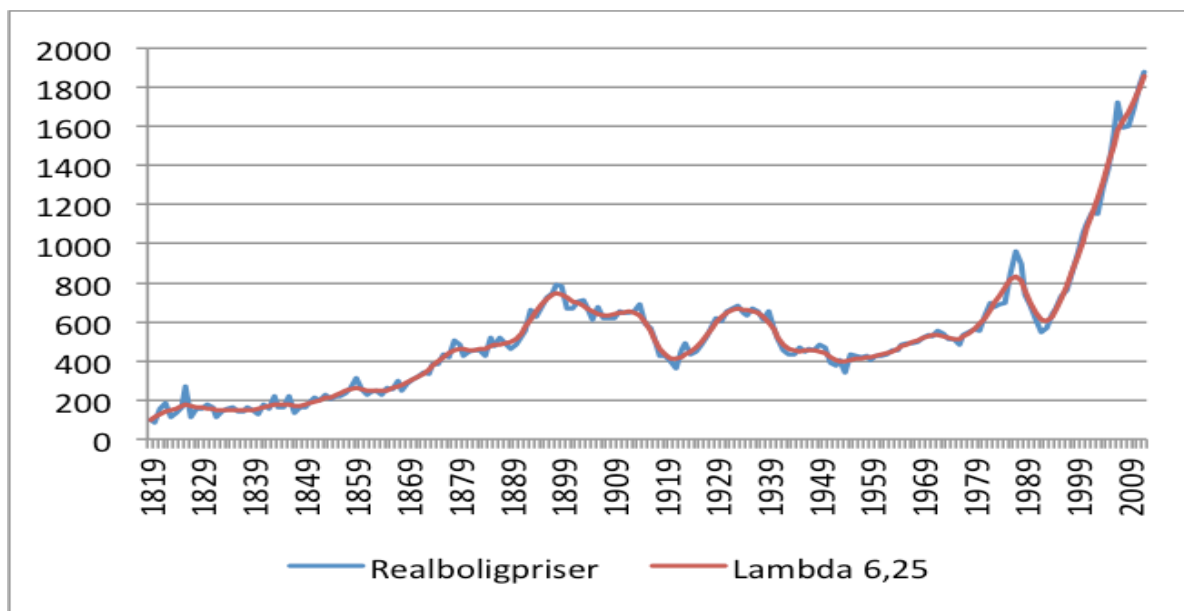
Vi ser imidlertid at disse forholdsvis lave lambdaverdiene fører til at det vi vet er sykliske utslag i tidligere boblescenarioer på 1900-, 1930- og 1980-tallet, identifisert i kapittel 4, blir forklart med endring i trend. Dette betyr at trendene vi har beregnet kan underdrive den sykliske komponenten også for perioden vi befinner oss i nå, spesielt fordi vi har hatt en så lang periode med oppgang i boligprisene.

Vi mener det dermed blir et overdrevet fokus på endringer i trend med de forholdsvis lave lambdaverdiene som litteraturen anbefaler og mener det forsvarer bruk av en høyere lambda for å identifisere sykliske utslag. Derfor har vi valgt å oppjustere lambdaen kraftig til 50 000 for å illustrere dette poenget.

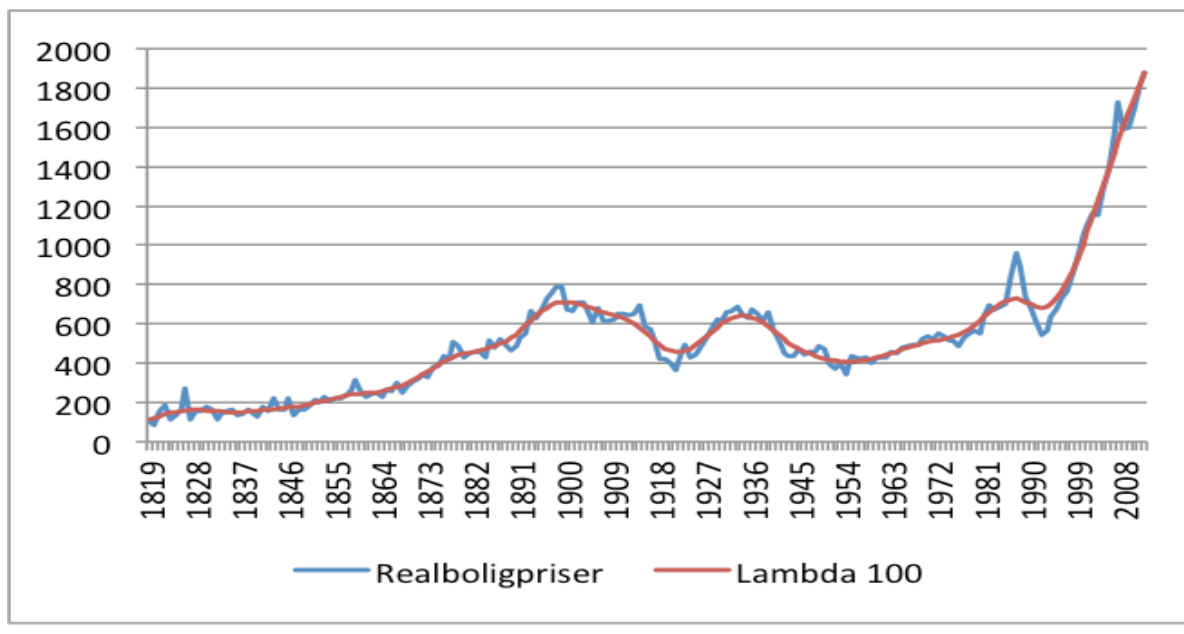
²⁹ En lambda verdi på 100 for årlig data ble også referert til i forelesningene til faget FIE403, Konjunkturanalyse, vår 2011.

Figur 15-18 viser realboligprisene³⁰ i perioden 1819-2012 der 1819=100 for boligprisene (blå linjer) og trendlinjer estimert ved hjelp av HP-filteret med lambdaverdier 6,25, 100, 400 og 50 000 (røde linjer)³¹.

Figur 15 HP-filteret med lambda 6,25



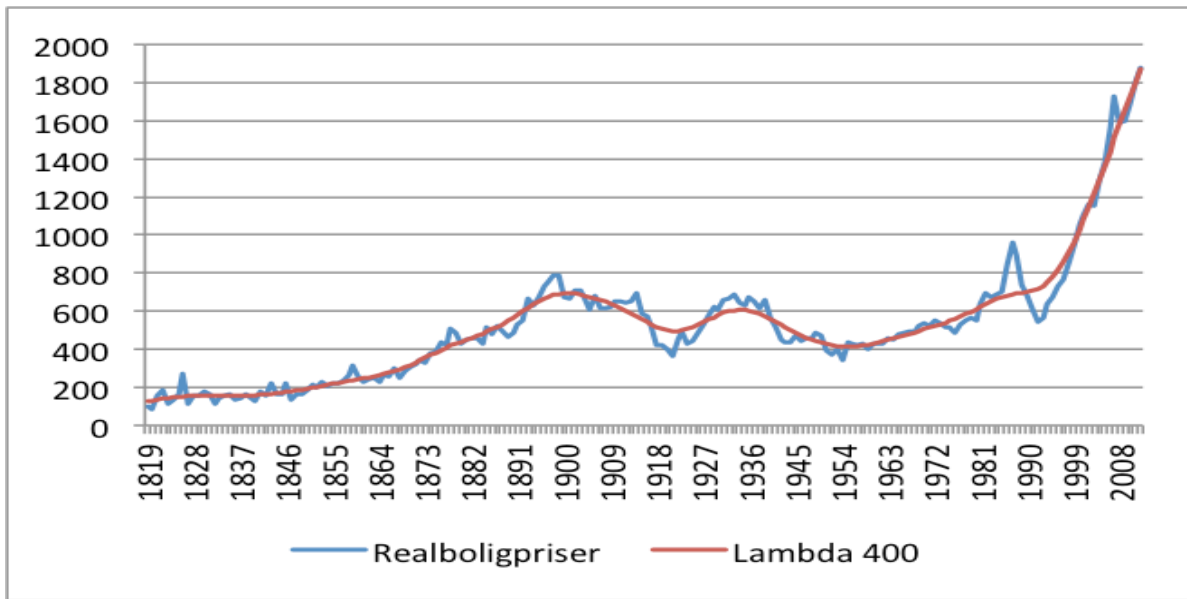
Figur 16 HP-filteret med lambda 100



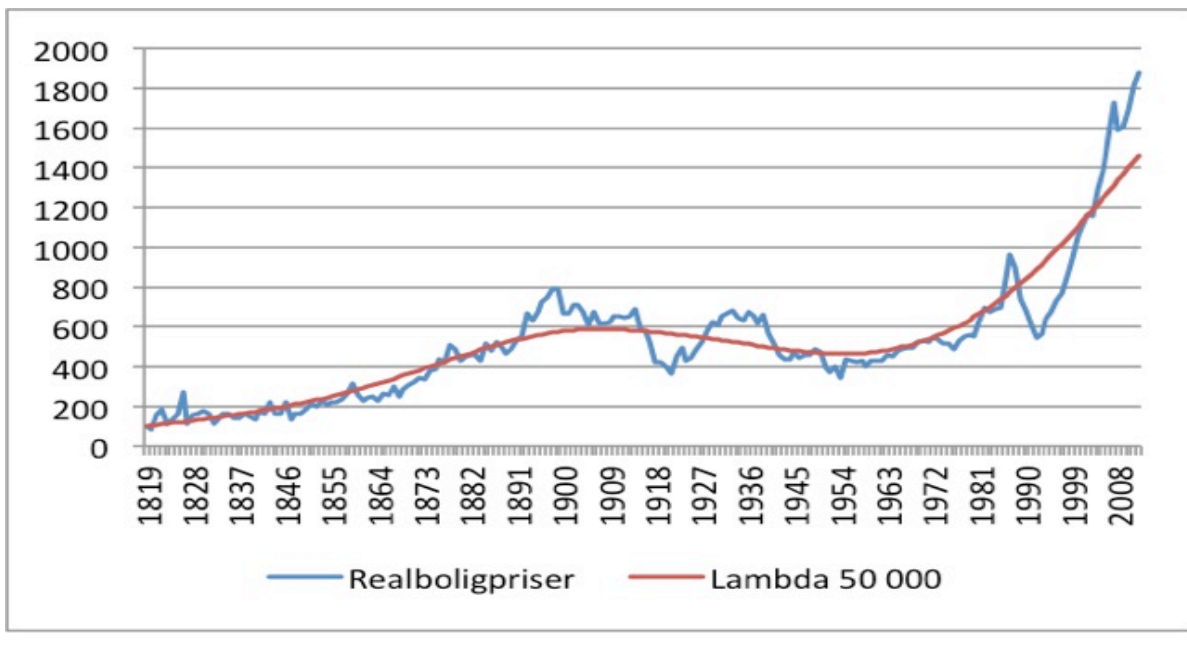
³⁰ NEF, Econ Pöyry, og Finn.no

³¹ HP filteret ble beregnet ved hjelp av statistikkprogrammet Eviews.

Figur 17 HP-filteret med lambda 400



Figur 18 HP-filteret med lambda 50 000



Når vi oppjusterer lambda verdien til 50 000 ser vi at dagens boligprisnivå ligger langt over beregnet trend. Vi ser også at tidligere boligmarkedsbobler kommer tydeligere frem som punkter over og under trendlinjen. På bakgrunn av dette mener vi en høy lambda verdi, som vår valgte verdi på 50 000, kan gi et bedre bilde av hvordan dagens boligprisnivå ligger over trend. Vi kan dermed tenke oss at deler av de siste 20 årenes boligprisstigning kan tilskrives en syklisk komponent, og at vi ser antydninger til boble i dagens boligpriser.

6.2.2 Vurderinger av trendanalysen

HP-filteret er svært anvendelig når man ønsker å dekomponere trenden til en dataserie, men metoden har noen generelle svakheter man bør merke seg før man trekker konklusjoner på bakgrunn av resultatene.

For det første kan beregningen av HP-filteret fort bli en mekanisk øvelse. Det er viktig å forstå hvordan de ulike variablene i metoden påvirker hverandre, bl.a. hvordan valget av λ kan ha stor påvirkning på resultatet, da denne settes skjønnsmessig (Benedictow og Johansen, 2005). Vi så tydelig hvordan valget av lambda påvirket resultatet i vår analyse, fra å gi entydig konklusjon om at boligprisene er på trend, til at vi ser kraftige bobletendenser.

Det kan oppstå problemer ved slutten av dataserien da formelen baserer seg på informasjon både fra periode $t-1$ og $t+1$, og denne informasjonen vil ikke være tilgjengelig ved starten og slutten av tidsserien slik at de observerte boligprisene i vår tidsserie vil få større vekt i starten og slutten av serien (Benedictow og Johansen, 2005). De siste årenes boligprisoppgang vil derfor kunne ilegges overdreven vekt i analysen.

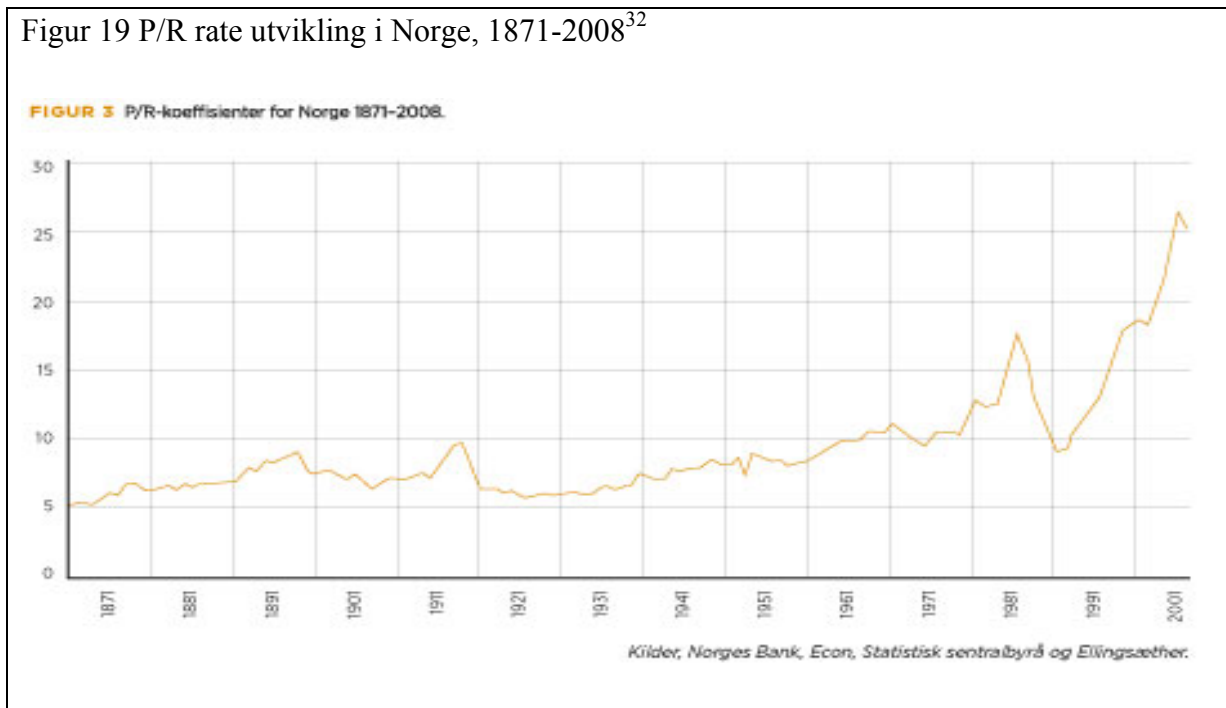
Som vi har identifisert i analysen kan det oppstå problemer ved svært lange sykliske svingninger i boligprisene da HP metoden ikke klarer å avdekke disse svingningene og heller justerer trenden. HP-filteret vekter også oppgangs- og nedgangstider likt, med andre ord blir prisoppgang og nedgang vektet likt, og metoden sier dermed implisitt at prisoppgangene og nedgangene har samme varighet, noe som ikke nødvendigvis er tilfelle (Romer, 1999). Oppgangsperiodene i boligmarkedet har vært lengre enn nedgangsperioden de siste 20 årene. Det kan derfor være en mulighet at trenden er noe overvurdert.

6.3 Price/rent (P/R) raten

En annen metode for å undersøke om det er bobletendenser i det norske boligmarkedet er å se på utviklingen i forholdet mellom boligpriser og utleiepriser, også kalt price/rent (P/R) raten. Leieprisene er ment å reflektere inntjeningen på å eie bolig, altså kostnader og fortjeneste, og er således et uttrykk for boligens antatte verdi (Grytten, 2009), ref. eksempel 2 under. Man kan tenke seg at leieprisene representerer et mer fundamentalt mål på hva markedet er villig til, og kan, betale for å bo, da leietakeren kun betaler for botjenesten og ikke en eventuell oppside i boligmarkedet.

Ved å fortløpende dele boligens markedspris, P , på leieprisene, R , får vi utviklingen i markedsprisen i forhold til den antatte verdien (Grytten, 2009). En raskt stigende P/R rate over tid betyr at prisen øker mer enn inntjeningen og at en større del av fortjenesten dermed ligger i forventninger om prisvekst på boligen (Røgeberg, 2012).

Figur 19 P/R rate utvikling i Norge, 1871-2008³²



Som vi ser fra figur 19, er P/R raten svært stabil frem til 1930-tallet. Fra 1930-tallet og frem til idag har P/R raten steget markant med unntak av en kraftig nedgang på slutten av 1980-tallet. Fallet i P/R raten på slutten av 80-tallet er ikke overraskende med tanke på at boligprisene falt dramatisk i etterkant av bankkrisen og at leieprisene nok ikke justerte seg like raskt.

Fra 1993 til idag har P/R raten steget med mer enn 150 prosent. Det betyr at en bolig idag er rundt 2,5 ganger dyrere, i forhold til de samsvarende leieprisene, enn den var for 20 år siden. Dette kan tyde på at det har bygd seg opp bobletendenser i boligmarkedet siden slutten på bankkrisen på begynnelsen av 90-tallet. Vi ser at P/R raten falt noe i 2008, men dette ble reversert igjen i 2009 (Grytten, 2009) og har vært stigende de siste to årene.

³² Grytten (2009)

De siste års utvikling i P/R raten kan riktignok i noen grad tilskrives bl.a. en lav rente. Lav rente har ført til lavere kapitalkostnadene for å eie bolig noe om kan være med på å trekke boligprisen opp, samt legge en demper på utviklingen i leieprisene da utleiere har lavere kostnader å dekke (Larsen, 2005).

Eksempel 2 Verdivurdering av utleieleiligheter³³

For å illustrere forholdet mellom pris og husleie og vise hvordan boligprisene er priset høyt i forhold til leieinntektene, har vi valgt å beregne et eksempel sett fra en investor, med utleie som formål, sitt ståsted. Dette har vi gjort ved hjelp av tall hentet fra to sammenlignbare leiligheter på finn.no per 18.04.2012. Leiligheten som ligger til salgs har en prisantydning på 2,8 millioner kroner, mens den sammenlignbare utleieleiligheten ligger ute med en månedsleie på 15 000 kroner.

Skatteetaten beregner markedsverdien av en næringseiendom ved å ta leieinntektene og korrigere for eierkostnader ved utleie (kommunale avgifter, etc.) med et standard fradrag på 10 prosent av brutto leieinntekt.

| | | |
|--|------------------------|----------------|
| <i>Brutto leieinntekt for boligen per år</i> | <i>(15 000 * 12)</i> | <i>180 000</i> |
| <i>- Standard fradrag (kostnader)</i> | <i>(180 000 * 0,1)</i> | <i>18 000</i> |
| <i>= Netto leieinntekter</i> | | <i>162 000</i> |

Kalkulasjonsrenten for å finne markedsverdien er satt til renten på statsobligasjoner med 10 års løpetid pluss et tillegg på 5 prosentpoeng.

Renten på 10 års statsobligasjoner var per 18.04.2012 2,28 prosent³⁴, kalkulasjonsrenten blir da 7,28 prosent.

Antatt markedsverdi for leiligheten blir da (162 000 / 0,0728) 2,2 millioner.

Det kan se ut som det er et tillegg i markedet på 600 000 for denne leiligheten!

³³ Utregningene i eksempelet er hentet fra forelesningsslides i faget FIE432, Personlig Økonomi på NHH, våren 2011.

³⁴ Kilde: Norges Bank

6.4 Bobleindikatorer

6.4.1 Mediadekning

Spekulasjonselementet er svært viktig i en eventuelt boble. Man vil derfor forvente at boligoptimismen og interessen for boligmarkedets prisutvikling er stor når det bygger seg opp til en boligboble (Røgeberg, 2012). Økt mediadekning vil være et resultat av dette og kan være med på å bygge opp forventningene til boligprisveksten blant husholdningene da mange blir påvirket av det de ser i media.

Det har vært en voldsom interesse for boligprisutvikling i norske medier den siste tiden. Overskrifter som “Se den vanvittig prisøkningen” og “Sjekk din bolig...og så mye er den verdt i 2014” (Dagbladet 24. september 2011), “Slik blir du rik på egen bolig...mens børsene stuper” (Dagbladet 2. november 2011), “Boligmarkedet skal videre opp” (Aftenposten 22. januar 2012).

Voldsom interesse og optimisme i media kan være en viktig grunn til at husholdningene kjøper seg opp kraftig i boligmarkedet i perioder. Man blir redd for å gå glipp av den “utrolige oppgangen”, og boliginvesteringer blir fremstilt som sikker avkastning. Dette kan være med på å bygge opp en boble i det norske boligmarkedet.

6.4.2 Omløpshastighet

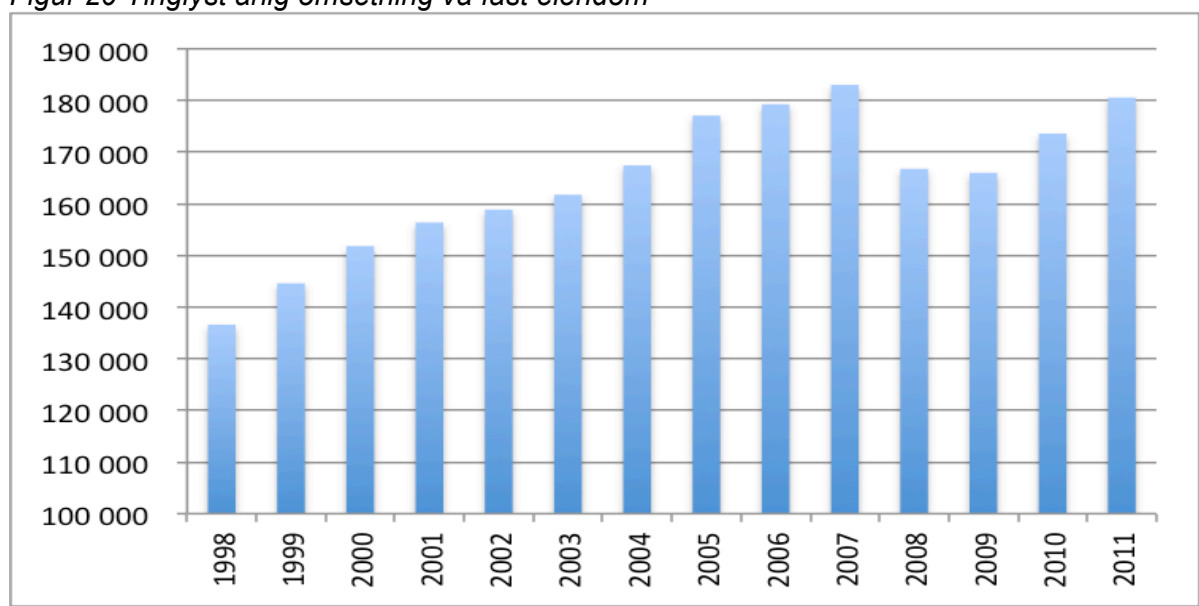
Omløpshastigheten på boliger, det vil si hvor ofte boliger skifter eier, kan være en indikator på det spekulative presset i boligmarkedet (IMF, 2012:1). En økning i omløpshastigheten kan tyde på at flere husholdninger kjøper mer bolig enn de trenger i påvente av at boligprisene skal stige ytterligere. Ved kraftig økende boligpriser og forventning om fortsatt økende priser i fremtiden kan investorer kjøpe bolig idag som et spekulativt investeringsobjekt for så å selge innen kort tid til fortjeneste (Lind, 2008). De vil da få med seg en større oppside ved en eventuell prisøkning. Parametere indikerer altså markedsaktørenes forventninger om prisstigning/nedgang.

I den grad egenkapitalen er en begrensende faktor, kan husholdningene selge boligen sin for å realisere økt egenkapital som de kan bruke til å øke opplåningen (Røgeberg, 2012). Dermed kan samlet gjeld øke når boliger omsettes oftere. En permanent økning i

omsetningshastigheten av boliger vil øke gjeldsnivået permanent da det hele tiden vil være flere personer enn tidligere som tar opp lån (Jacobsen og Naug, 2004).

Fra figur 20 ser vi at omsetningen av fast eiendom steg kraftig mellom 1998 og 2008 og har etter nedgangen i 2008 begynt å stige igjen. Omsetningen av boliger nærmer seg nå 2007 nivået på i underkant av 185 000 boliger og befinner seg dermed på et historisk høyt nivå. Dette kan tyde på at spekulasjon spiller en stadig større rolle i det norske boligmarkedet, og dermed er med på å presse prisene oppover. Dette kan også tyde på at en del av gjeldsveksten vi identifiserte i kapittel 3 skyldes spekulative motiver.

Figur 20 Tinglyst årlig omsetning va fast eiendom³⁵

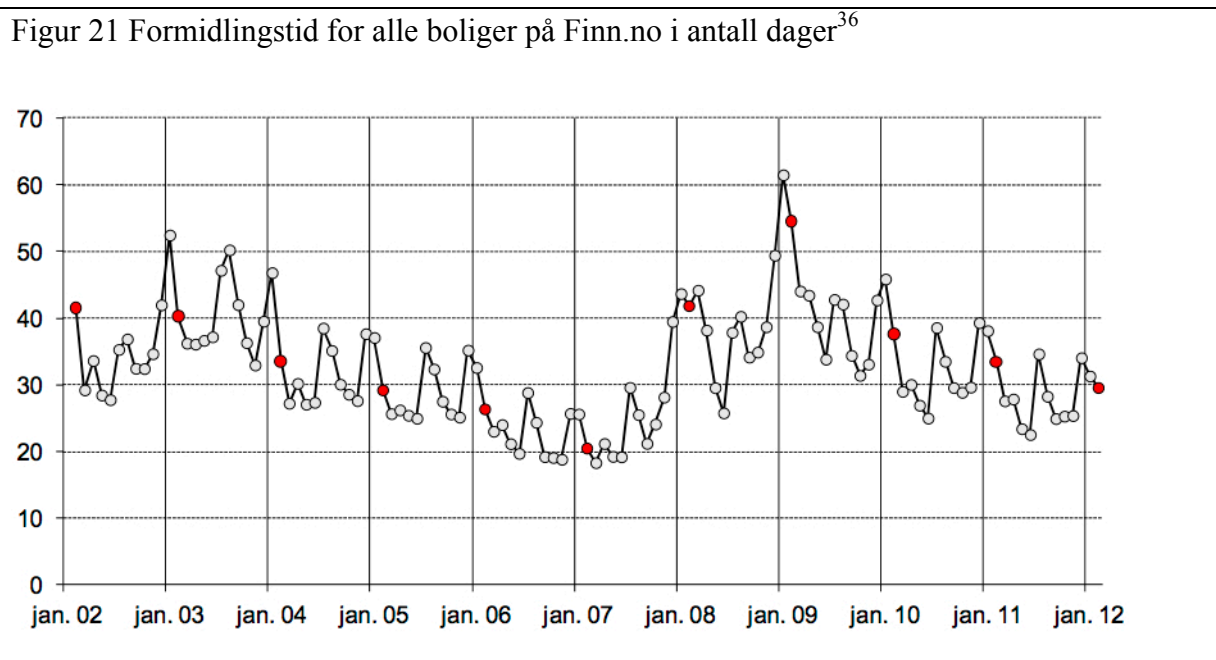


6.4.3 Formidlingstid

Formidlingstiden er her beregnet av ECON Pöyry og viser tiden det tar fra *siste* gang en bolig legges ut for salg på Finn.no til den blir solgt (ECON Pöyry, 2012). Denne indikatoren kan derfor si noe om hvor stor aktivitet det er i boligmarkedet. En lang og stigende formidlingstid er en indikator på at boligmarkedet er tregt og at det kan være problematisk å få solgt boligen sin. Det kan også tyde på at det er nedgangstider i boligmarkedet som vi ser fra en økende og høy formidlingstid i 2008 da boligprisene falt.

³⁵ Kilde: SSB

På den annen side vil en kort og synkende formidlingstid bety at det er kamp om boligene som legges ut og kan føre til press på boligprisene. Som vi ser var formidlingstiden lav og synkende frem til 2008 i en periode med kraftig prisøkning på boliger. Den samme trenden ser vi fra 2009 og frem til idag der formidlingstiden har sunket fra i overkant av 60 dager i januar 2009 til 30 dager i februar 2012. Boligprisene har steget kraftig i denne perioden.



Selv om formidlingstiden er en god indikator på presset i markedet har den visse svakheter. Det er vanskelig å si, kun basert på formidlingstiden, om det er etterspørsel eller tilbudet av bruktboliger som gjør at formidlingstiden er lav. Dette kan enten være lav grunnet svært høy etterspørsel, lite tilbud av bruktboliger, eller en kombinasjon av begge. I tillegg kan boligenes attributter ha noe å si for formidlingstiden, om ikke marginalt, da det kan være perioder der de boligene som tilbys ikke svarer til det som etterspørres i markedet.

Statistikken viser også kun til boliger som blir solgt og tiden det tar fra *siste* gang de ble lagt ut på Finn.no. Statistikken fanger derfor ikke opp boliger som ikke blir solgt og heller ikke boliger som blir tatt bort fra Finn.no for så å bli lagt ut for salg igjen ved et senere tidspunkt. I følge ECON Pöyry (2012) hender det at meglere tar ut annonser for så å legge dem ut igjen for å havne høyere på annonselisten og for å generere e-poster til abonnenter av søk.

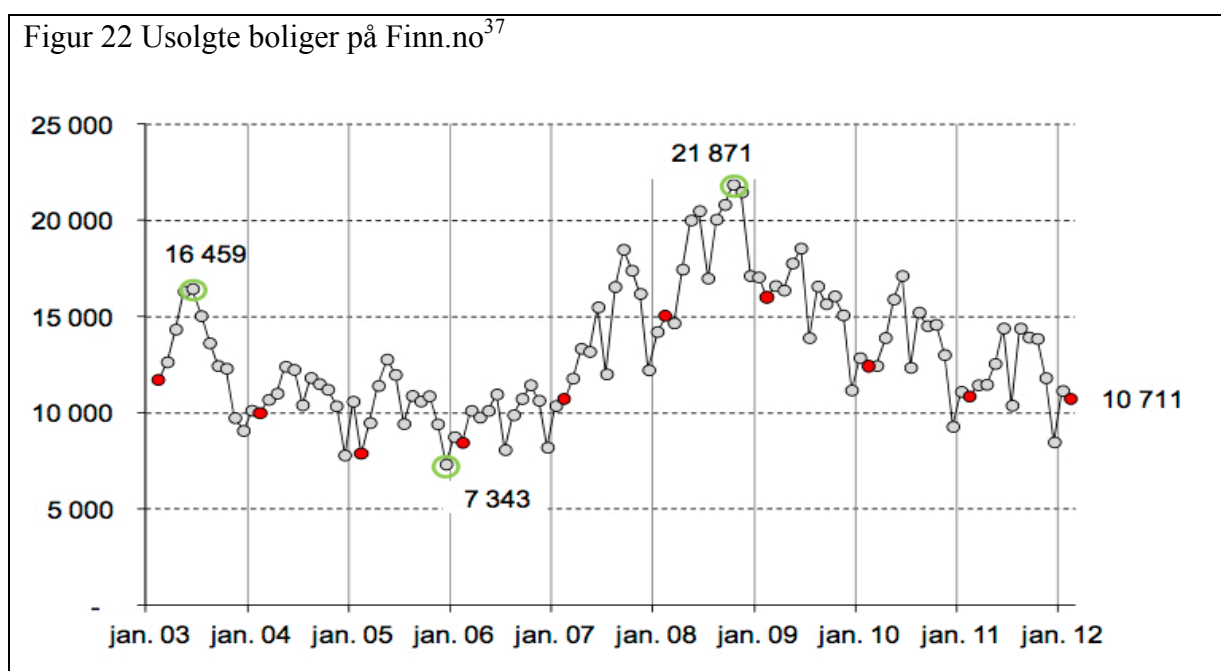
³⁶ ECON Pöyry (2012)

Statistikken kan på så måte være noe overdrevet, men Econ Pöyry mener at tallene er tilnærmet reelle.

6.4.4 Antall boliger til salgs

Antall boliger som til en hver tid ligger som usolgt hos Finn.no kan også gi oss en indikasjon på presset i boligmarkedet. Når mange boliger ligger ute for salg kan det tyde på at det er vanskelig å få solgt og dermed at etterspørselen etter boliger er lav. Det kan komme av at husholdningene er redde for å gå inn i boligmarkedet på grunn av usikkerhet om prisutvikling, eller at det er andre faktorer som holder dem ute. Er det få usolgte boliger ute for salg kan dette tyde på at boliger blir solgt fort og at etterspørselen er høy i forhold til tilbudet.

Mellom 2004 og 2007 varierte antallet usolgte boliger rundt 10 000 og i samme periode steg prisene kraftig. I 2008, da prisene falt, var antall usolgte boliger ute på Finn.no oppe i hele 21 871. De to siste årene er det igjen færre usolgte boliger for salg med måling februar 2012 på 10 711, og trenden er nedadgående, noe som kan indikere at det er press i boligmarkedet.



Det er viktig å påpeke at denne indikatoren deler noen av de samme svakhetene som formidlingstid, som ligger i at både tilbudet og etterspørselen vil påvirke denne faktoren.

³⁷ ECON Pöyry (2012)

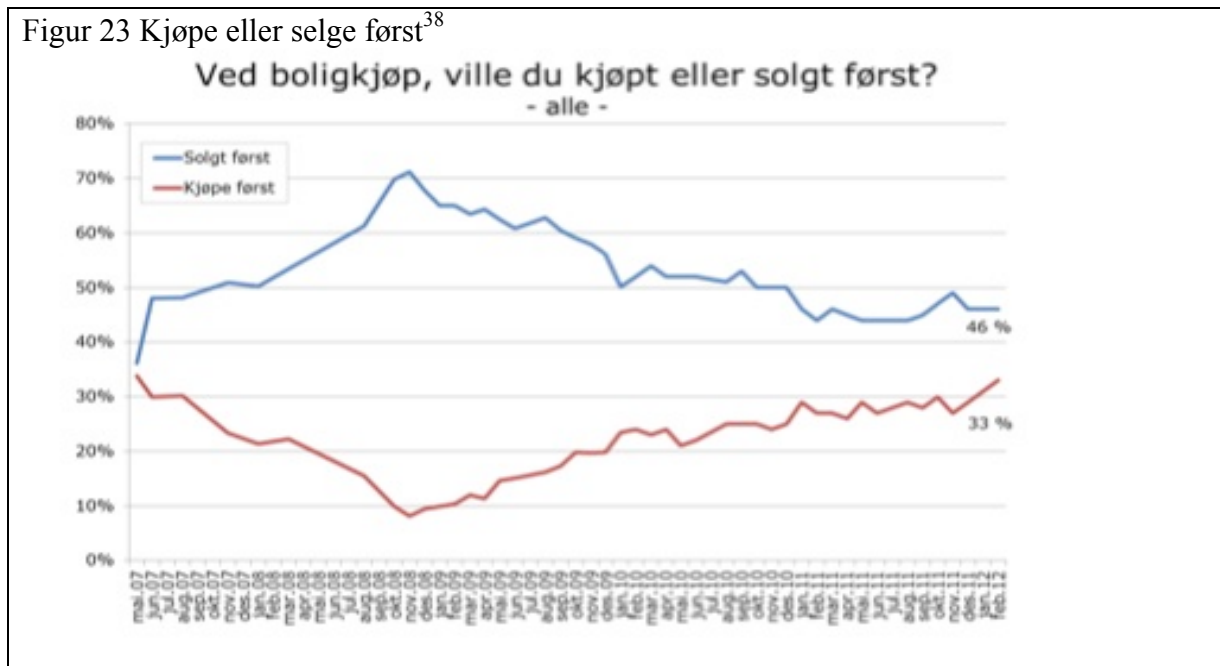
Men ettersom vi vet at omløpshastigheten har vært høy denne perioden, samtidig som antallet usolgte boliger har vært lav, er det nærliggende å anta at etterspørselen har vært relativt høy etter 2008 og at etterspørselspresset i boligmarkedet er økende. En slik etterspørselsøkning kan virke kraftig inn på prisene.

6.4.5 Meningsmålinger

Det finnes flere meningsmålinger og undersøkelser som prøver å gjenspeile husholdningenes forventninger til boligprisene og boligmarkedets utvikling fremover. Slike meningsmålinger kan være svært interessante å se på når det kommer til å vurdere i hvilken grad forventninger om fremtiden prisutvikling legger press på boligmarkedet.

I vår definisjon av prisbobler legger vi til grunn at en boble skapes av aktørenes overdrevne forventninger om prisvekst. Lind (2008) fremhever at forventninger om økt pris øker faren for boble dersom prisene allerede har steget kraftig. Ettersom vi tidligere har identifisert at boligprisene har steget kraftig de senere årene, mener vi at forventningsparameterne kan gi oss en indikasjon på om det er fare for oppbygging av boble eller ikke. Ikke minst mener vi at skift i disse parameterne vil signalisere et skift i prisutviklingen og dermed kunne varsle om en nedgang og da også en eventuell sprekk av en boble. I det følgende vil vi presentere resultater fra ulike undersøkelser for å kommentere forventningene til dagens boligmarked.

Figur 23 Kjøpe eller selge først³⁸



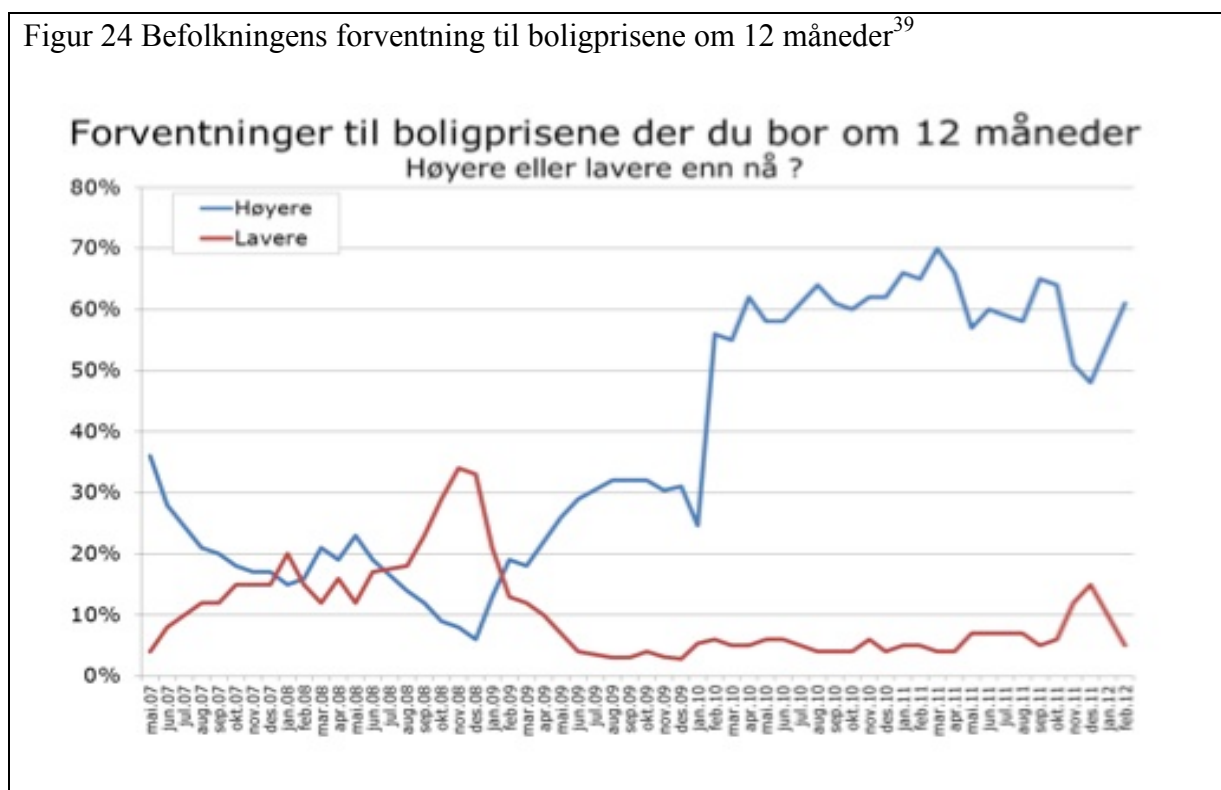
³⁸ Prognosesenteret AS og EiendomsMegler 1

“Boligmeteret” utviklet av Prognosesenteret AS (2012) for EiendomsMegler 1 gir en månedlig pekepinn på forbrukernes forventninger til boligprisene og økonomien generelt, og kan dermed gi et innblikk i forventningenes påvirkning på boligprisene. Jo flere som ønsker å kjøpe før de selger, jo lavere blir tilbudet i forhold til etterspørselen.

I følge rapporten øker andelen personer som vil kjøpe før de selger. Denne utviklingen har pågått siden slutten av 2008. Det tyder på at det er stor tro på mulighetene for å få solgt boligen sin i dagens marked, noe som indikerer høy temperatur og stor etterspørsel. At personer idag ønsker å kjøpe før de selger tilsier også i seg selv at det er relativt sett mange etterspørere i markedet.

Videre har Prognosesenteret undersøkt folks forventninger til boligprisene. Figur 24 viser at det har vært store forventninger til at boligprisene skal stige de siste 2 årene. Forventningene var noe fallende mot slutten av 2011, men har tatt seg opp igjen starten av 2012. I en annen undersøkelse gjennomført i november/desember 2011 av Perduco for Garanti Eiendomsmegling (2012) anser 67 prosent av de spurte at bolig er den beste langsiktige investeringen.

Figur 24 Befolkningens forventning til boligprisene om 12 måneder³⁹



³⁹ Kilde: Prognosesenteret AS og EiendomsMegler 1

En stor andel av befolkningen er dermed optimistiske om fremtidige boligpriser og ser på boligkjøp som en god investering. Det kan derfor tenkes at spekulasjonsdrevet adferd står bak noe av prisutviklingen vi har sett og at denne atferden også kan legge press på prisene fremover. Boligprisene kan dermed fortsette å stige over langsiktig trend (IMF, 2012:1). Vi ser imidlertid ikke tegn til skift i forventningene som skulle tilsi nedgang i boligprisene med det første.

6.5 Tendenser til boligboble

Vi har i dette kapittelet identifisert en rekke tendenser til at det eksisterer en forventningsdrevet boble i det norske boligmarkedet basert på definisjonen vi presenterte i tidligere i kapittelet. Prisene ser for tiden ut til å kunne ligge over trend, de stiger mer enn leieprisene kan forklare og forventningsindikatorerne vi har vist ser alle ut til å indikere høyt press drevet av forventninger om fremtidig prisvekst og gevinstrealisering.

Men som Lind (2008) påpeker er det ikke før en eventuelt boble har sprukket man faktisk med sikkerhet kan si at det var en boble og det er ikke før prisboblen sprekker at man kan se det negative utfallet. Sagt på en annen måte er det ikke farlig å ha en prisboble, så lenge den kan opprettholdes eller stagneres kontrollert. Derfor kan det være like å viktig å unngå en sprekk som å dempe prisutviklingen og disse to hensynene må veies nøye. Vi mener likevel, med bakgrunn i kapittel 6, at dagens situasjon taler for en inngripen for å dempe de spekulasjonsdrevne tendensene i boligprisene.

7 Vurdering av 15%-regelen som virkemiddel

Vi har til nå vist at det har vært voldsom gjeldsvekst blant husholdningene samtidig som boligprisene har steget kraftig siden 1992 og at det kan være bobletendenser i det norske boligmarkedet. Vi mener vi i denne utredningen har funnet støtte for at det er av samfunnsmessig økonomisk interesse å dempe denne veksten med tanke på finansiell stabilitet. Det kan dermed være behov for tiltak fra Finanstilsynets for å redusere presset på boligmarkedet og den økende opplåningen.

I dette avsnittet ønsker vi å drøfte 15%-regelens egenskaper til å dempe låneveksten og boligprisutviklingen, for å dempe risikoen i husholdningssektoren og sikre finansiell stabilitet. Vi stiller spørsmålsteget til hvorvidt kravet faktisk virker dempende på opplåning og boligprisveksten og om kravet kan føre med seg utilsiktede ringvirkninger.

7.1 Direkte effekter av 15%-regelen

7.1.1 Gjeldseffekt

15%-regelen vil i førsteomgang kunne ha en direkte effekt på gjeldsoptaket til husholdningene. Dette skjer ved at husholdningene får mindre lån for en gitt egenkapital. Dette kan dermed generelt føre til at alle husholdninger får tatt opp mindre gjeld.

Norges Banks utlånsundersøkelse for 1. kvartal 2012 viser at bankene har strammet inn kredittpraksisen overfor husholdningene. Dette forklares med Finanstilsynets retningslinjer og gjenspeiles i strengere lånebetingelser. Samtidig rapporterte bankene om uendret låneetterspørsel (Norges Bank, 2012:2).

I følge Prognosesenterets rapport "BoligMeteret - februar 2012" sier omtrent 160 000 husholdninger i Norge at 15%-regelen hindrer dem i å kjøpe bolig. I tillegg sier rundt 430 000 at regelen vil gjøre det vanskelig for dem å kjøpe bolig. Det er spesielt husholdningene med lav inntekt som, ikke overraskende, melder om vanskeligheter.

Kravet ser altså ut til å treffe en stor gruppe med lav inntekt og liten egenkapital, en gruppe som det trolig er knyttet mye risiko til. Dersom dette stemmer vil det si at kravet kan være svært effektivt i å dempe opplåningsveksten og dermed redusere risikoen blant norske husholdninger. Dersom den eventuelle reduserte opplåningen får negativ påvirkning på

boligprisene, vil dette i sin tur kunne forsterke gjeldseffekten ved at behovet for lån også blir redusert. I tillegg vil veksten i egenkapitalen til boligeier blir redusert noe som kan redusere veksten i opplåningen ytterligere.

7.1.2 Boligpriseffekt

Redusert gjeldsopptak blant husholdningene kan videre ha effekt på boligprisene. Økt kapitalkrav gjør at man for en gitt egenkapital må redusere boliggetterspørselen sin, noe som kan gi en virkning på hele boligmarkedet. I tillegg kan kravet, som nevnt over, treffe et stort segment av markedet ekstra kraftig. Dette kan i første omgang slå ut i prisene på mindre boliger som følge av at lavinntektshusholdninger får tilgang på mindre kreditt og dermed etterspør færre boliger i dette segmentet.

En typisk ”boligkarriere” består gjerne først av et kort opphold i en mindre leilighet, deretter oppgradering til større leilighet eller rekkehus før man oppgraderer til enebolig. De fleste aktørene i markedet er dermed både kjøpere og selgere ettersom man er avhengig av å selge for å kjøpe. På denne måten er strømmen av kjøpere av mindre leiligheter viktig i forhold til prisutviklingen i boligmarkedet generelt (Borgersen og Sommervoll, 2006). Ved at færre får lån vil det bli vanskeligere for boligeiere å selge sine boliger for å oppgradere fra for eksempel leilighet til rekkehus, og vanskeligere for rekkehuseiere å selge for å kjøpe enebolig. På den måten kan kravet virke dempende på boligprisveksten i hele boligmarkedet.

7.2 Drøftelse av 15%-regelens mulige virkninger

Selv om 15%-regelen ser ut til å kunne ha positive effekter på gjeldssituasjonen og boligmarkedet i Norge, er det effekter som trekker i andre retninger og fortrenger de ønskede virkningene av kravet. I det følgende vil vi drøfte ulike effekter som viser at 15%-regelen både kan øke boligpriser, gjeldsopptak og tilhørende risiko.

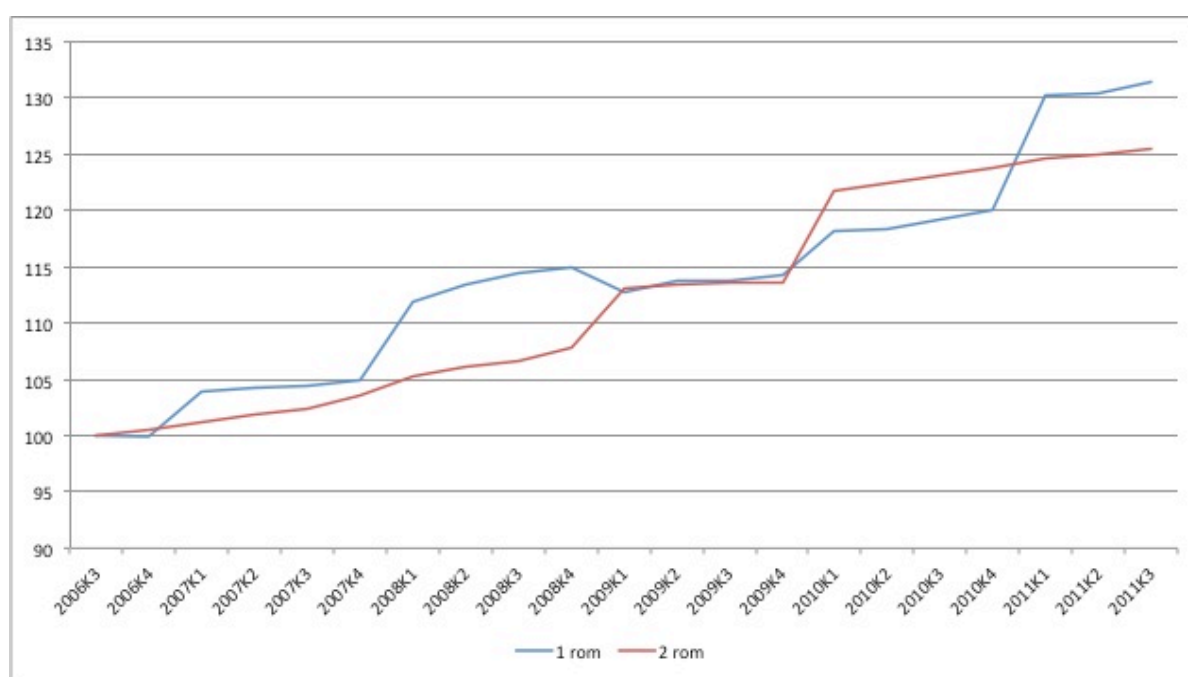
7.2.1 Økte husleier og incentiver for investorer

Paradoksalt nok mener vi at retningslinjene kan føre til økt press på enkelte boligtyper. På grunn av økte krav om egenkapital sliter flere med å komme inn på eiermarkedet. Dette vil isolert sett føre til et økt press på leiemarkedet, som igjen vil kunne øke leieprisene i pressede områder. Økte leiepriser betyr høyere avkastning for utleieren, noe som forsvarer

en høyere investeringskostnad, altså prisen på boligen. Denne effekten blir illustrert i eksempel 3 under.

I verste fall kan vi da se at effektene av økt boligkjøp til investeringsformål kan utjevne, om ikke overgå, effekten av redusert lånetilgang hos boligkjøperne som kjøper til boligformål. Dette kan da bli en ond spiral for dem, fordi økte boligpriser øker terskelen for å komme inn på boligmarkedet, samtidig som økte leiepriser gjør det vanskeligere å spare opp den nødvendige egenkapitalen. På den annen side kan dette føre til redusert opplåning i husholdningssektoren, da investorene tar investeringen, som dermed kan redusere den finansielle risikoen i husholdningssektoren.

Figur 25 Husleieprisutvikling for ett- og toromsboliger i Norge (2006K3=100)⁴⁰



Vi ser for oss at denne effekten vil ramme boliger egnet for lavinntekts husholdninger uten egenkapital, da særlig ett- og toromsleiligheter i sentrale strøk hvor vi ser at presset allerede i dag er stort. Vi ser allerede tendenser til ett økende press på utleiemarkedet. Tall fra Utleiemegleren fra februar 2012 viser rekordhøye gjennomsnittlige husleiepriser for spesielt ett- og toroms leiligheter i Oslo (Mikalsen, 2012). Og som vi ser av figur 25 over har husleieprisene for en- og toromsleiligheter i hele landet steget jevnt de siste årene.

⁴⁰ Kilde: SSB

Eksempel 3 Verdiendring av utleieleiligheter ved økte leieinntekter

For å illustrere hvordan de økte utleieprisene kan påvirke prisnivået har vi valgt å beregne et eksempel sett fra en investors ståsted ved å vise markedsprisutviklingen på en tenkt leilighet i Oslo-området der leien øker fra 15 000 til 16 000 kroner.

Skatteetaten beregner markedsverdien av en næringseiendom ved å ta leieinntektene og korrigere for eierkostnader ved utleie (kommunale avgifter, etc.) med et standard fradrag på 10 prosent av brutto leieinntekt.

Kalkulasjonsrenten for å finne markedsverdien er renten på statsobligasjoner med 10 års løpetid pluss et tillegg på 5 prosentpoeng.

Renten på 10 års statsobligasjoner var per 18.04.2012 2,28 prosent⁴¹, kalkulasjonsrenten blir da 7,28 prosent.

| | | | | |
|--------------------------|---------------|---------|---------------|---------|
| Brutto årlig leieinntekt | (15 000*12) | 180 000 | (16 000*12) | 192 000 |
| - Standard fradrag | (180 000*0,1) | 18 000 | (192 000*0,1) | 19 200 |
| = Netto leieinntekter | | 162 000 | | 172 800 |

Antatt markedsverdi for leiligheten blir ved kr. 15 000 i månedlig leie (162 000 / 0,0728) kr. 2,2 millioner, mens markedsverdien for leiligheten blir ved kr. 16 000 i månedsleie (172 800 / 0,0728) kr. 2,4 millioner. En leieinntektsøkning på kr. 1 000 i måneden vil dermed øke markedsverdien med nærmere kr. 200 000.

7.2.2 Muligheter til å gå rundt regelen

7.2.2.1 Startlån fra Husbanken

Husbanken har, i følge sitt strategidokument, som formål å supplere og korrigere boligmarkedet der det trengs (Øistensen, 2012), herunder tilby lån. I følge Husbankens hjemmeside skal de ”bidra til et velfungerende boligmarked gjennom kunnskap og kommunikasjon og ved å finansiere boliger i hele landet”⁴². Gjennom midler fra Husbanken

⁴¹ Kilde: Norges Bank

⁴² Kilde: www.husbanken.no

tilbyr nesten samtlige kommuner startlån. Selv om startlån ikke sidestilles tilleggssikkerhet, er det i følge Finanstilsynet (2012) ønskelig at praksisen med samfinansiering mellom husbanken og privatbanker med belåning over 85 prosent skal fortsette. Således kan man omgå 15 prosentskravet.

Startlån er en behovsprøvd ordning som skal bidra til å finansiere boliger som er av en nøktern standard. Økonomisk vanskeligstilte grupper som enslige forsørgere, flyktninger, unge i etableringsfasen og folk som skal reetablere seg etter samlivsbrudd er eksempler på prioriterte grupper (Solberg, 2012). Husbankordningen er altså en måte for noen grupper å komme seg inn på boligmarkedet uten 15 prosent egenkapital.

Tall fra Oslo presentert av aftenposten.no viser at husbanklån har økt fra 61 til 141 millioner kroner i januar og februar i år, sammenlignet med samme periode i fjor. I tillegg har antall saker økt fra 67 i de første månedene i fjor til 138 i år (Sunnanå, 2012). Det kan tenkes at denne trenden skyldes den nye 15%-regelen. Denne praksisen kan dermed undergrave effekten av 15%-regelen da de vanskeligstilte får lån gjennom husbanken.

7.2.2.2 Støtte fra foreldre

Den store barrieren det er for unge førstegangskjøpere å komme inn på boligmarkedet kan øke presset på foreldre til å hjelpe barna sine. Dette kan gjøres ved at de personlig stiller med den nødvendige egenkapitalen eller stiller sikkerhet i egen bolig eller annen formue, gir forskudd på arv, eller at de selv låner barna sine penger. Det er naturlig å tenke seg at formuende foreldre i økende grad vil se seg nødt til å hjelpe barna inn på boligmarkedet. Det kan jo også stilles spørsmål til om tilskuddet fra foreldrene reduserer barnas nødvendige låneopptak eller om det kommer på toppen av det lånet barna maksimalt kan klare å betjene.

En undersøkelse utført av Ipsos MMI for Fokus Bank viser at 31 prosent av de spurte foreldrene føler press til å hjelpe barna sine inn i boligmarkedet. Fokus Bank sier også at de fleste av deres kunder får hjelp fra foreldre når de skal inn i boligmarkedet⁴³.

Denne effekten vil trekke i retning av å opprettholde et høyt prisnivå samtidig som det totale låneopptaket trolig påvirkes i mindre grad fordi de siste 15 prosentene blir lånt gjennom foreldrene men med sikkerhet i deres bolig. Dette vil kunne gjøre gjeldssituasjonen mindre

⁴³ Undersøkelsen ble gjennomført ved at 479 personer ble intervjuet over telefon i månedsskifte januar/februar 2012.

transparent og spre risikoen. Denne endringen er ikke helt uproblematisk i det at de unge blir ansvarlige for lån de kanskje ikke burde fått.

Foreldre kan også finne seg selv i en vanskelig situasjon, der de for eksempel blir nødt til selge boligen sin ved eventuelt mislighold fra barn kombinert med prisnedgang. En kraftig nedgang i boligprisene vil kunne få økt effekt dersom mange unges leiligheter er finansiert med sikkerhet i egen og foreldres bolig. Man kan se for seg et "worst case" scenario der det plutselig blir mange som blir tvunget til å selge både boligen barna har kjøpt, og boligen som er stilt til sikkerhet.

Det skal nevnes at Finanstilsynet i retningslinjene har begrenset foreldres mulighet til å hjelpe sine barn ved at rammelån nå normalt ikke bør utgjøre mer enn 70 prosent av foreldreboligens markedsverdi (Baltzersen, 2011).

7.2.5.3 Får lån allikevel

Bankene kan gjøre unntak fra 15%-regelen dersom det blir utført særskilt forsvarlighetsvurdering. Dette innebærer at for eksempel høyt utdannede personer med gode lønnsutsikter kan belåne boligen med mer enn 85 prosent (Kaspersen, 2012). I følge Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis, punkt 9, må beslutningen om å avvike fra retningslinjene fattes på et høyere nivå enn de som vanligvis har fullmakt til å gi boliglån (Finanstilsynet, 2011). Vi mener muligheten for å avvike fra retningslinjene undergraver troverdigheten til, og den mulige effekten av, 15%-regelen.

Hvis man har inntekt nok til å betjene et lån som fullfinansierer boligkjøpet men man kun får 85 prosent av pengene fra banken sin kan 15%-regelen også føre til at husholdninger ser seg nødt til å ta opp usikrede lån hos kredittforetak i form av forbrukslån eller kredittkort (Staavi, 2012:1) med tanke på å refinansiere hos banken og betale ned dette når prisene stiger.

Staavi (2012:1) viser til at markeder har en tendens til å tyte ut andre steder når det legges restriksjoner på det. Dette kan dermed gi en motsatt effekt av hva 15%-regelen ønsker å oppnå. Hvis prisene skulle falle, eller ikke stige like mye som forventet kan man bli sittende med dellån med svært høye renter som man ikke får refinansiert i banken. På denne måten vil 15%-regelen kunne øke den finansielle risiko, ikke senke den.

7.3 Kan 15%-regelen føre til skjevfordeling?

Vi har nå sett at 15%-regelen kan skape effekter som motvirker dens hensikt. I det følgende vil vi vise bieffekter av regelen som ikke nødvendigvis motvirker målet om redusert risiko, men som har andre samfunnsmessige implikasjoner det kan være viktig å ta stilling til i vurdering av tiltakets egnethet. Vi vil først diskutere hvem som rammes og hvordan, for å se på om 15%-regelen kan være en kime til skjevfordeling i samfunnet.

7.3.1 Påvirkning på de uten egenkapital

Retningslinjene fra Finanstilsynet rammer alle boligkjøpere som ikke har tilstrekkelig egenkapital, enten de er førstegangskjøpere eller får behov for en dyrere bolig. Vi ser for oss at dette kan bli spesielt gjeldende for småbarnsfamilier som ønsker mer plass, innvandrers familier som ikke har kunnet nyte godt av tidligere prisstigning (ca. 20 prosent av de vanskeligstilte i boligmarkedet er innvandrere (NOU, 2011)), og mer generelt, de unge i etableringsfasen som vi kommer tilbake til under.

7.3.2 De unge i særstilling

I kapittel 3 så vi at belåningsgraden blant norske husholdninger har økt. Gjeldsbelastningen er høyest blant den yngre delen av befolkningen. Unge voksne i etableringsfasen er nødt til å ta opp stor gjeld til første boligkjøp samtidig som arbeidsinntekten er lavest i begynnelsen av den yrkesaktive perioden. Unge under 35 år er også overrepresentert når det kommer til belåningsgrad over 90 prosent (Finanstilsynet, 2012).

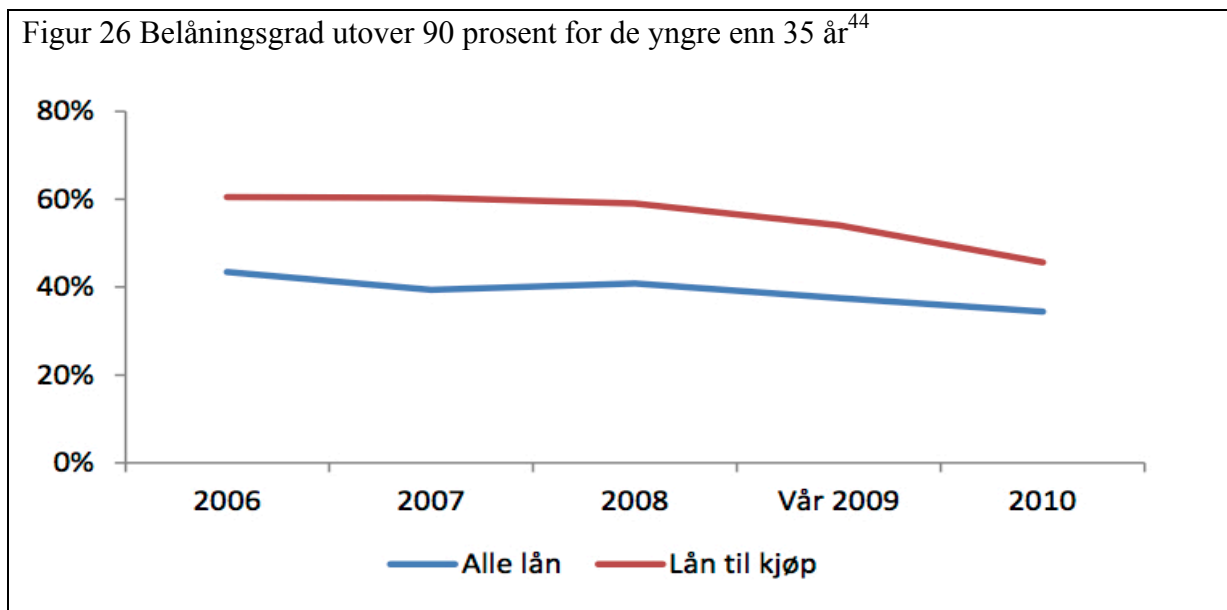
Figur 26 viser at i 2010 var i underkant av 40 prosent av boliglån blant de under 35 år over 90 prosent av boligens verdi, mens av nye lån til kjøp av bolig ble så mye som 50 prosent gitt med belåningsgrad over 90 prosent. I tillegg viste vi i kapittel 3 at gjeldsbelastningen er svært høyest blant unge, enslige og husholdninger med barn.

Med den voldsomme prisstigningen som har pågått de siste 20 år kan vi også se tendenser til ett generasjonsskille på boligmarkedet. Det blir store forskjeller mellom dem som kjøpte tidlig og som dermed har vært med på prisstigningen, og dermed økt sin egenkapital, og de unge i dag som må skaffe denne egenkapital andre steder.

I følge “BoligMeteret - februar 2012” er det en tydelig sammenheng mellom alder og de som i størst grad påvirkes av den nye 15%-regelen. De finner at det er de yngste som i størst grad opplever regelen som et hinder i forhold til boligkjøp.

Boliglånsundersøkelsen utført av Finanstilsynet fra høsten 2010 bekrefter dette da den viser at det var spesielt de yngre boligkjøperne som hadde en nedgang i lån med høy belåningsgrad etter at 10 prosent egenkapital regelen ble innført i 2010 (Finanstilsynet, 2010). Det kan derfor være grunn til å tro at denne effekten forsterkes blant de unge med de nye og strengere kravene.

Figur 26 Belåningsgrad utover 90 prosent for de yngre enn 35 år⁴⁴



7.3.3 Høye priser på mindre boliger

I figur 12 i kapittel 5.6 viste vi boligprisutviklingen for de største byene i Norge. Vi ser at realboligprisene generelt i Norge har steget med ca. 250 prosent i løpet av de siste 20 årene, mens realboligprisene i byene har steget med 300-400 prosent. Voldsom prisøkning på boliger i byene og da spesielt prisøkning på mindre boliger, som ett- og toroms leiligheter, kan ha uheldig effekt for enkelte grupper. Som nevnt over fungerer de minste boligene som en inngangsbillett for førstegangsetablerere, og kan være eneste alternativet for lavtlønnede og enslige (OBOS, 2011).

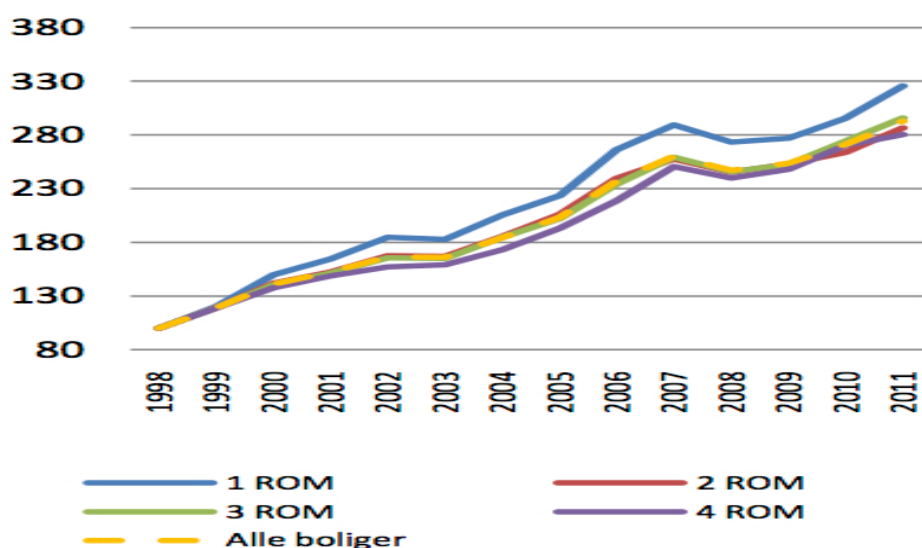
⁴⁴ Finanstilsynet (2011)

Tall presentert av OBOS (2011) viser at deres ettroms leiligheter har steget betydelig mer i pris enn deres større leiligheter siden 1998. Deres fireroms leiligheter har steget minst i pris i denne perioden, ref. figur 27. Det er i utgangspunktet den minste typen bolig enslige og førstegangsetablerere etterspør. Denne prisutviklingen kan bli ytterligere forsterket etter innføringen av 15%-regelen ved at husholdninger som tidligere hadde hatt råd til å etablere seg i tre- og fireromssegmentet nå kun får lån til å etablere seg i ett- og toromssegmentet.

I følge OBOS (2011) vil aleneboere ha råd til å låne omlag 1,4 millioner kroner og enslige forsørgere omlag 1 million kroner ved et normalt rentenivå på 6 til 7 prosent⁴⁵. Videre viser de til at per 30.08.2011 var det 3.500 boliger til salgs tilsammen i Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger, men kun 40 og 200 boliger var priset til under henholdsvis 1 million og 1,5 millioner kroner.

Med relativt sett høye priser på boligene i dette markedssegmentet og stadig større konkurranse, er det allerede vanskelig for mange husholdninger uten egenkapital å komme inn på boligmarkedet. Med innføringen av 15%-regelen blir det enda tøffere for denne gruppen da de kan risikere å ikke få lån, samtidig som husleie og boligpriser i dette segmentet fortsetter å stige som vi viste til i kapittelet over.

Figur 27 Prisutvikling på ulike OBOS leiligheter, 1998-2011 (1998=100)⁴⁶



⁴⁵ Beregningene er basert på de ulike husholdningsgruppenes medianinntekt etter skatt for 2011.

⁴⁶ OBOS (2011)

Når det i markedet for små boliger blir flere som investerer for utleie, flere som får hjelp av foreldre, mange som har tjent opp egenkapital på tidligere investeringer og mange som får hjelp av husbanken eller får ordnet seg på andre måter, kan det se ut som den gruppen som av ulike grunner ikke er blant disse får en langt vanskeligere situasjon på boligmarkedet. Det er viktig å påpeke at dette også gjelder mennesker med solid inntekt til å betjene boliglånet i utgangspunktet, men som nå ikke får muligheten.

På bakgrunn av dette mener vi at 15%-regelen dermed kan treffe skjevt i boligmarkedet ved å gå mest utover de som allerede har minst og dermed ha en omvendt omfordelingseffekt.

7.4 Oppsummering av drøftelsen av 15%-regelen

Etter vår vurdering trekker effektene av 15%-regelen i ulike retninger og det er vanskelig å vurdere hvilke av effektene som veier tyngst i forhold til utvikling i boligpriser og gjeldsvekst. Kravet treffer i utgangspunktet bredt på en stor og risikoutsatt gruppe og kan som vi har vist dermed spre seg til resten av boligmarkedet. 15%-regelen kan således forsvares ut ifra målet om å redusere risikoen blant norske husholdninger.

Det er imidlertid fare for at aktørene i markedet tilpasser seg den nye situasjonen på en slik måte at de ønskede effektene marginaliseres. Økt lånopptak hos husbanken, utstrakt hjelp fra foreldre på gjeldssiden og bankenes mulighet til å avvike fra retningslinjene gjør at regelen i praksis kanskje ikke rammer så bredt og så mange. Dette, i tillegg til økte leiepriser og press fra investorer, vil kunne redusere en eventuell effekt på boligprisene som vil kunne føre til at folk til og med må låne mer enn i utgangspunktet.

I tillegg til at vi kan få en situasjon der 15%-regelen virker mot sin hensikt ser vi at den skaper en del andre utfordringer i form av skjevfordeling. Kravet kan ramme de personer og husholdninger som i utgangspunktet har lite, mens de som har ressurser ikke blir rammet av kravet i like stor grad.

Vi vil derfor i det følgende kapitlet vurdere alternative tiltak som kan oppnå målet om lavere opplåning og dempet press i boligmarkedet, som forhåpentligvis gjør at vi vil unngå noen av de negative effektene vi har identifisert i dette kapitlet.

8 Alternative tiltak

Vi har til nå sett at det kan være behov for å redusere låneveksten og dempe presset på boligmarkedet. Vi har vurdert 15%-regelen og kommet frem til at tiltaket kan ha begrensede og muligens uheldige effekter alene. I dette kapittelet vil vi se nærmere på alternative tiltak som enten kan være komplementere eller erstatte regelen for å nå det ønskede målet om redusert opplåning og oppbygging av risiko i husholdningene. Innfallsvinkelen i denne delen vil være å se på mulige tiltak for å dempe presset på boligmarkedet for å derigjennom å dempe gjeldsveksten.

Vi har til nå i utredningen identifisert følgende utfordringer ved 15%-regelen som vi ønsker å foreslå mulige løsninger for: skattesystemets påvirkning på boliginvesteringer, lite utbygging av nye etterspurte boliger i pressområder, lite utbredt leiemarked med få profesjonelle aktører og store spekulasjonsincentiver i boligmarkedet. Vi vil ikke komme med konkrete anbefalinger av hvert enkelt tiltak, men mener de følgende tiltakene på etterspørsels- og tilbudssiden, kan implementeres alene, sammen eller kombineres med 15%-regelen og derfor bør drøftes.

8.1 Skattereglene

Som vi så i kapitel 5.8 er kjøp av bolig, helt eller delvis finansiert av lån, svært gunstig skattemessig noe som trolig har vært med på å presse prisene oppover de siste 20 årene. Det kan derfor være fornuftig å se på om det kan gjøres endringer i dette reglementet for å stagnere prisveksten.

8.1.1 Rentefradraget

Blant annet IMF (2012:1) og Svein Gjedrem peker på muligheten for å redusere eller fjerne skattefradraget på renteutgifter (Lynum, 2011), noe som vil gjøre lånefinansiering av boligkjøp mindre gunstig. Videre sier IMF (2012:1) at man kan gradvis fjerne den implisitte skattesubsidieringen av selveid bolig brukt til boligformål for eksempel ved å sette en fast nominell tak på andelen boliglån som man får rentefradrag på. NOU (1989:14) peker på at med utgangspunkt i effektivitetshensyn skulle fradragsrett for gjeldsrenter bare innrømmes når lånet skal finansiere investeringer der avkastning skattlegges. Avkastning på investering i egen bolig skattes ikke, og burde derfor heller ikke få skattefradrag.

Vinje (2011) foreslår også store endringer av dagens skattesystem. Han foreslår at man fjerner rentefradraget for personlig eiendoms- og forbrukslån. Husholdninger med gjeld vil da få lavere disponibel inntekt. Vinje (2011) mener da at man kan kompensere for dette tapet ved å redusere skatt på arbeid og avvikle formuesskatten. Han mener dette kan ha flere positive effekter. Blant annet vil dette fjerne noe av skattefordelen ved å investere i bolig, som han mener fører til overinvestering i bolig og underinvestering i andre sektorer. Videre mener han en slik ordning vil øke incentivet til å skape og arbeide, noe som vil før til høyere økonomisk vekst og verdiskapning. Han peker også på at det kan gi en mer robust samfunnsøkonomi med lavere opplåning og mer offentlige skatteinntekter, samt gi Norges Bank mer fleksibilitet i rentepolitikken.

Ved å gjennomføre endringene nevnt over vil husholdningene dermed kunne få mindre penger tilgjengelig til å betale renter og avdrag, noe som vil kunne redusere opplåningen og redusere presset på boligprisene. Dette vil dermed kunne ha samme effekt som 15%-regelen, men ramme bredere i markedet. Det er fordi det vil ramme de som allerede har tatt opp gjeld for å kjøpe, og ikke kun de som tar opp ny gjeld. Det kan derfor være et mer progressivt tiltak.

Før man eventuelt gjør endringer i skattesystemet er det viktig å vite hvorfor skattesystemet er utformet slik det er og hvilke utfordringer endringer vil møte. Fjerning av rentefradraget på personlige renteutgifter, uten å fjerne fradraget for bedrifter, vil bryte med nøytralitetsprinsippet mellom bedrifter og personer som er en av grunnpilarene bak dagens skattesystem. Nøytralitetsprinsippet innebærer en felles flat skatt for personer og bedrifter noe som gjøre det skattemessig uinteressant om gjeld plasseres utenfor eller innenfor næringsvirksomheten (NOU, 1989:14).

En utfordring ved den foreslåtte endringen av skattesystemet vil være at de som til nå har tatt opp store lån for å finansiere boligkjøp vil kunne slite med høyere rentekostnader, selv om personbeskatningen reduseres, hvis man følger Vinje (2011) sitt oppsett. En måte å redusere dette "sjokket" vil kunne være å fase dette inn over en lengre periode, som IMF (2012:1) foreslår, slik at husholdningene får tid til å tilpasse seg endringen.

Den foreslåtte regelendringen kan gjøre det lønnsomt for å omgå reglene (NOU, 1989:14). Videre kan det oppstå problemer for myndighetene å dra et skille mellom boliggjeld og annen gjeld (SSB, 2012:2), noe som også kan gi store administrative kostnader. De foreslåtte

endringene kan også føre til at personer investerer i bolig gjennom selskaper og dermed får rentefradraget gjennom selskapet. Til slutt vil vi peke på at det politisk sett vil være svært vanskelig å få gjennomslag for et forslag der rentefradraget fjernes for husholdningen da dette vil bli møtt med stor skepsis blant velgerne.

8.1.2 Ligningsverdi og formuesbeskatning

En økning av boligers ligningsverdi eller økning/innføring av eiendomsskatt vil også kunne ha en effekt på boligprisene. Dette vil kunne redusere etterspørselen etter bolig både til boformål, men kanskje i hovedsak som investeringsobjekt, da husholdninger uansett må ha et sted å bo. Dette kan være med på å redusere presset i boligmarkedet. IMF (2012:1) peker spesielt på at man ved å øke boligers ligningsverdi kan være med på å redusere presset i boligmarkedet og gjeldsopptaket.

Finansdepartementet (2012) har lagt frem et nytt forslag til blant annet verdivurdering av primærbolig for eiendomsbeskatning. Det blir foreslått at kommunene skal kunne bruke ligningsverdien i formuesbeskatningen og at grunnlaget for eiendomsskatt skal settes til maks 67 prosent av formuesgrunnlaget. Dette vil gjøre det enklere og billigere for kommunene å verdivurdere boligene og dermed enklere å innføre eller øke eiendomsbeskatningen. Det blir spådd at dette vil føre til en eksplosjon i eiendomsbeskatningen da hinderet i dag er at det er dyrt å taksere boliger i hele kommunen, mens de nå vil få takseringen gratis (Staavi, 2012:2).

Disse tiltakene kan gjøre det mindre gunstig å kjøpe bolig som investeringsobjekt da det blir dyrere å sitte på investeringen og relativt mer gunstig å investere i annen aktiva, som for eksempel aksjemarkedet. Et slikt tiltak vil også i seg selv være progressivt da de som eier mer bolig vil måtte betale mer i skatt. Det kan dermed ramme rike husholdninger mer enn det vil ramme for eksempel førstegangsetablerere. Det kan også gi mindre insentiver til opplåning blant husholdninger, blant annet fordi det vil redusere muligheten til å ”skjule” formuen ved å øke gjelden. På den annen side kan dette øke presset i markedet for mindre boliger, da det kan vri etterspørselen mot mindre dyre boliger, som vi har nevnt tidligere.

8.1.3 Gevinstskatt ved salg av bolig

Som vi nevnte i kapittel 5.8 er gevinst ved salg av primærbolig skattefri så lenge man selv har eid boligen i over ett år og bodd i boligen i ett av de siste to årene. Dette er en ren

skattefavorisering av boliger som kanskje gjør at folk kjøper mer bolig enn de faktisk trenger. Det gir også insentiver til å stadig oppgradere boligen ved stigende boligpriser, da man kan selge uten å skatte av overskuddet for så å kjøpe ny bolig.

Leieboerforeningen poengterer at dette i praksis gir boligeieren valget om de ønsker å skatte av gevinst eller ikke, og om de får fradrag på eventuelt tap. Hvis boligens nominelle verdi har falt kan boligeieren leie ut boligen i et år og få fradrag for tapet ved salg. Tapet trekkes fra skattbar inntekt. Utleier kan også velge å bo i boligen et år før salg dersom prisene har steget for å slippe gevinstbeskatningen⁴⁷.

En endring av denne skatteregelen kan dermed være med på å redusere presset i boligmarkedet som igjen kan ha effekt på opplåning og husholdningens risiko.

8.2 Tiltak på leiemarkedet

I Norge eier 4 av 5 egen bolig (NOU, 2011:15), og boliginvestering har vært svært gunstig de siste 20 årene og har ført til økt velstand for mange. På den annen side vil, som vi har sett, en stor eierandel med høy gjeldsfinansiering være en kime til finansiell ustabilitet i Norge. Det kan derfor stilles spørsmålsteget ved den norske boligpolitikken stimulering av boliginvesteringer blant husholdningene fremfor å stimulere leiemarkedet.

Et forbedret leiemarked gjør at færre i samme grad blir påvirket av svingninger i boligprisene i tillegg til at det i større grad vil fungere som et alternativ for de som ikke burde eller har mulighet til å kjøpe bolig. Slik kan leiemarkedet dermed hjelpe på den finansielle stabiliteten i Norge. Et velfungerende leiemarked er også viktig i forhold til mobiliteten i samfunnet da det er lettere å flytte på seg når man leier.

Det er få som driver kommersiell utleie i Norge da langtidsleie er lite gunstig og lite etterspurt. Det norske utleiemarkedet er i dag derfor dominert av privatpersoner (NOU, 2011:15) som ofte er lite stabile og langsiktige. Prisutviklingen i leiemarkedet har de siste årene fulgt boligprisutviklingen (Haugli, 2012), som har gjort det relativt sett mer gunstig å kjøpe bolig.

⁴⁷ Kilde: Leieboerforeningen, url: http://www.lbf.no/include/default_template.asp?Table=Article&Key=12247

Vi mener derfor at myndighetene kan stimulere mer til utbygging av utleieboliger og eventuelt selv gå inn som en større aktør i utleiemarkedet. Det kan også legges til rette for et mer profesjonalisert leiemarked ved å endre lov- og regelverk (Haugli, 2012). Profesjonelle aktører kan gi et mer stabilt leiemarkedet ved at de tenker langsiktig og at utleieleilighetene dermed ikke trekkes ut og inn av markedet.

Det kan også føre til at et bredere spekter av utleieleiligheter blir tilgjengelig på markedet. Dette kan igjen gjøre at mer attraktive utleieleiligheter blir tilgjengelige, presse utleieprisene nedover og dermed gjøre det gunstig å leie fremfor å eie. Lavere utleiepriser og mer profesjonelle utleiere vil også redusere incentivene for investorer å investere i leiligheter, som vi viste i kapittel 6, da lavere utleieinntekt forsvarer lavere investering i bolig, som vil si lavere priser.

8.3 Tilpasning av reguleringer og forskrifter

Vi har identifisert utfordringer knyttet til boligbygging i byene. Mange av utfordringene knytter seg til mulighetene for å bygge, enten det er totemangel, reguleringer eller forskrifter. Vi mener at mye av løsningen for å dempe presset på boligmarkedet ligger på tilbudssiden, ved at man legger til rette for å bygge kostnadseffektive boliger med en akseptabel nærhet til sentrum og arbeidsplasser.

I følge NOU (2011:15) er det statens ansvar å sørge for at lover og regler ikke hemmer boligbyggingen. Videre sier de at det er fordeler ved tilbudssidetiltak ettersom disse virker mer direkte og har en mer umiddelbar effekt på boligmarkedet. Derfor har vi valgt å se på hva myndighetene kan gjøre for å forenkle mulighetene for utbyggere og dermed stimulere til boligbygging.

8.3.1 Tilgjengelige tomter

Tomter selges normalt bare en gang, og når tomteeiere ser at boligprisene stiger vil de kreve mer for tomten eller vente med å selge i påvente av høyere priser (NOU, 2011:15). Dette kan ha vært med på å redusere tilbudet av tomter de siste årene, da stigende boligpriser har gitt tomteeiere incentiv til å vente med å selge.

For å sette i gang nybyggprosjekter er utbyggere avhengig av at det er tomter egnet for boligbygging tilgjengelig. Tidkrevende planprosesser bidrar til å forlenge boligbyggingen og

gjøre det dyrere. Dagens planprosesser er langvarige og krever mye arbeid fra utbyggerens side, selv for mindre og lite kontroversielle prosjekter (OBOS, 2012).

Det er kommunens ansvar at det blir regulert nok tomter til boligformål (NOU, 2011:15), de kan derfor innføre tiltak for å øke tilbudet av byggeklare tomter. Dette gjelder både regulering av nye tomter, men også omregulering av eksisterende bygningsmasse til boligformål (Haugli, 2012).

Det nevnes blant annet at markagrensen i Oslo går veldig tilfeldig mange steder. Man kan flytte grensen utover i områder nær eksisterende bebyggelse og flytte den innover på steder det ikke er aktuelt med boligbygging (Mellingsæter, 2012). På denne måten vil det totale arealet mark være det samme, men man vil få utnyttet områder til boligformål der dette er mest effektivt.

En annen årsak til mangel på tomter kan tilskrives at byene er preget av dårlig infrastruktur. Veier og kollektivtransport er så dårlig at det geografiske mulighetsområdet for bolig til dem som jobber i byene er langt mindre enn det kunne være. En mulighet for til å redusere presset på boligprisene vil da være å bygge ut infrastrukturen for å gjøre områdene rundt bykjernene mer attraktive.

8.3.2 Høyhus og flytting av markagrenser

Vi har identifisert et stort behov for utbygging av boliger, spesielt i sentrale strøk. Vi mener derfor det er viktig å gjennomføre en grundig revurdering av reguleringene som begrenser utbyggingen, som f.eks. bygging i høyden og den nevnte markagrensene. Dette er svært omstridte forslag og er tema som mange har sterke meninger om. Kan vi tillate oss å sette estetiske krav foran mål om et fungerende boligmarkedet og finansiell stabilitet? Hva er i så fall prisen og ønsker vi å betale den? Her mener vi det grunnlag for videre forskning og diskusjon for å få alle sider frem i lyset.

8.3.3 Gjennomgang av TEK 10

Etterspørselen etter små og rimelige leiligheter vil, som vi har sett, trolig fortsette å øke i årene som kommer. Som vi har sett på tidligere i utredningen vil de skjærpede kravene til tilgjengelighet og energieffektivitet i TEK 10 kunne gjøre det vanskeligere for byggebransjen å møte denne etterspørselen.

TEK 10 påvirker kostnader knyttet til planlegging og prosjektering, direkte byggekostnader (heis, større bad osv.), tilgjengelige tomter og leiligheters minimums areal (Schumann, 2011). Vi tror dette vil kunne øke prisene på boliger generelt, men spesielt problematisk er at det vil øke presset på eksisterende boliger med små areal og redusere muligheten for eksempel studenter og enslige til å komme seg ut i boligmarkedet.

Det er ikke i denne utredningens formål å vurdere bakgrunnen for TEK 10, men vi ønsker å stille spørsmålsteget ved dens utforming, rigiditet og konsekvensene av den med et samfunnsøkonomisk perspektiv. Hvis TEK 10 fører til at byggingen av boliger reduseres og boligprisene stiger påvirker det ikke bare de med funksjonshemninger, men boligmarkedet og økonomien som helhet. Dette er en indirekte skattlegging av aktørene på boligmarkedet og man er nødt til å ta en bevisst diskusjon og vurdering av de samfunnsmessige kostnadene som dette medfører.

8.3.4 Boligminister

Norge har i dag ingen dedikert boligminister, mens både Sverige, Danmark og Finland har alle egen boligminister. Ansvar for å sikre rammene for boligbygging er i dag utydelig spredt mellom seks departementer og fem stortingskomiteer (Haugli, 2012). Når alt for mange instanser deler ansvar kan gjennomføring av tiltak mer tidkrevende og rotete. “I mange kommuner tar det for lang tid å behandle reguleringsplaner og byggesøknader. Ofte er det offentlige selv en del av årsaken til at det tar lang tid” (Haugli, 2012).

En egen statsråd for bolig vil kunne være pådriver for økt utbygging og rydde veien for hindringer. En boligminister vil kunne ha overordnet ansvar for plan- og byggesaker, sikre tilgang på tomter og få gjennom endringer i eksisterende forskrifter om nødvendig (Dalen, 2011). OBOS (2012) foreslår at en boligminister må ha ansvar for den totale boligforsyningen, samordne departementene og sektorene i forhold til boligspørsmål og sikre god kunnskap om boligmarkedets funksjonsmåte. På denne måten kan styringen av boligpolitikken bli mer effektiv og man kan lettere tilpasse seg endringer i det norske boligmarkedet.

8.4 Oppsummering av alternative tiltak

Vi har nå identifisert flere tiltak som kan være godt egnet til å redusere presset på boligmarkedet og redusere låneopptaket blant husholdningene. Kapitelene 8.1 og 8.2 tar for seg alternative tiltak på etterspørselssiden i boligmarkedet, mens kapittel 8.3 går gjennom mulige tiltak på tilbudssiden i boligmarkedet.

Til slutt vil vi påpeke at selv om tiltak på etterspørselssiden kan virke dempende på dagens situasjon, mener vi at det er tiltak på tilbudssiden som vil ha de mest gunstige effektene for både boligprisutviklingen og gjeldsutviklingen på lang sikt. Så lenge det er flere som etterspør bolig enn det finnes boliger, vil husholdningene presse husleie og boligpriser mot yttergrensene av sine inntektsbegrensninger. Dette gjør dem sårbare for økonomiske endringer og skaper risiko for den enkelte husholdning og resten av økonomien.

9 Konklusjon

Formålet med utredningen var først å vurdere om det var behov for å dempe oppbygging av risiko i husholdningssektoren, deretter å vurdere retningslinjene og deres evne til å dempe risikoen. Vi finner at det er antydninger til boble i det norske boligmarkedet og dette sammen med svært høy opplåning hos husholdningene tilsier at tiltak for å dempe risikoen er berettiget. Vi finner at 15%-regelen har egenskaper som gjør at den egner seg til å dempe den finansielle risikoen blant norske husholdninger, men at den også kan virke mot sin hensikt. Videre vurderer vi det slik at 15%-regelen medfører en rekke uheldige “bivirkninger”, slik at det kan være fornuftig å vurdere alternative tiltak.

I utredningen viste vi hvordan opplåningen blant husholdningene har steget kraftig den siste tiden og nå er på et svært høyt nivå dersom de økonomiske utsiktene skulle snu. I tillegg viser vi at fundamentale faktorer trolig forklarer deler av den kraftige prisstigningen vi har sett i det norske boligmarkedet. Vi undersøkte derfor om det kunne være bobletendenser i markedet. De bobleindikatorene vi presenterer, blant annet P/R-raten og HP-filteret, antyder alle at det kan være boble i det norske boligmarkedet. Av dette konkluderte vi med at intervensjon fra myndighetene kan forsvares.

Vi vurderte så 15%-regelens evne til å dempe risikoen vi så i gjelds- og boligmarkedet. Her finner vi at regelen har evne til å treffe en stor andel av de husholdningene som er mest økonomisk utsatt og som relativt sett har hatt høyest opplåning. På den annen side ser vi at kravet kan ha en rekke uheldige effekter utover dette. Det kan blant annet se ut til at 15%-regelen kan føre til skjevfordeling der spesielt unge, innvandrere og de uten egenkapital faller utenfor boligmarkedet. Det kan også føre til stort prispress i enkelte boligsegmenter, spesielt blant små leiligheter.

Vi vurderer derfor komplementerende og/eller alternative tiltak til slutt for å se på om det er andre tiltak som kan oppnå det 15%-regelen ønsker uten de mulige negative effektene, samt for å inspirere til videre forskning. Herunder mener vi at en utbedring av utleiemarkedet, endring av skattesystemet og bedre tilrettelegging for utbyggere er viktige tiltak.

Vi vil til slutt understreke at det er vanskelig å se noen konkrete effekter av tiltaket allerede, men at det på sikt vil være interessant å undersøke om 15%-regelen har hatt noen reel effekt på opplåningen og boligprisene.

Vedlegg 1- Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis

1. Grundig prosess. Ved innvilgning eller forhøyelse av lån til boligformål må banken ha sikker informasjon om låntakeren/e/s inntekt og samlede gjeld (inkludert fellesgjeld i borettslag), normalt ved innhenting av ligningsdata og data om løpende lønns- eller annen inntekt, og om den bolig som eventuelt skal belånes med pant, basert på en forsvarlig verdivurdering.

2. Tilstrekkelig betjeningsevne. Banken bør ha retningslinjer for å beregne kundenes evne til å betjene lånet med utgangspunkt i inntekt, alle utgifter, betjening av samlet gjeld i form av renter og avdrag (likviditetsoverskudd) og konsekvenser av renteøkning, jf. punkt 8. Dersom låntaker har et beregnet likviditetsunderskudd hensyntatt renteøkning, bør som hovedregel lånet ikke innvilges, og uansett bør kunden da gis fraråding iht. finansavtaleloven § 47.

3. Belåningsgrad. Banken må ha retningslinjer for å vurdere sikkerhet og låntakers samlede boliglån, slik at det også er en viss margin i forhold til aktuell markedsverdi. Normalt må lån ikke overstige 85 prosent av boligens markedsverdi, der belåningsgrad omfatter alle lån med pant i boligen. Ved vurdering av belåningsgrad vil det også være naturlig å ta hensyn til låntakers totale egenkapitalsituasjon.

4. Tilleggssikkerhet. Ved avvik fra normene i punktene 2, 3, 6 og 7 må det enten foreligge en formell tilleggssikkerhet i form av sikkerhet i annen eiendom, tilsagn om personlig sikkerhet for deler av lånet (kausjon/garanti) eller banken må ha gjort en særskilt forsvarlighets- vurdering. Kriterier for forsvarlighetsvurderingen bør fastsettes av styret i den enkelte bank.

5. Avdrag. Lån som overstiger 70 prosent av boligens verdi bør normalt etableres med betaling av avdrag fra 1. termin, slik at det opparbeides en mer betryggende sikkerhetsbuffer.

6. Betjeningsevne for rammekreditter. Rammekreditter kan representere økt risiko for bankene, og retningslinjene må klargjøre hvilke kundegrupper som kan innvilges rammekreditt. Retningslinjene må angi at ved beregning av kundens likviditetsoverskudd bør det tas hensyn til at betjeningsevnen vil kunne svekkes vesentlig i kredittiden som følge av svekket inntekt ved pensjonering mv. Dersom det er forutsatt at låntaker skal nedbetale

kreditten etter utløpt kredittid, bør bankene ved beregning av låntakers likviditetsoverskudd inkludere renter og avdrag som om kreditten var innvilget som nedbetalingslån.

7. Belåningsgrad for rammekreditter. Innvilgelse av rammekreditter må bygge på en forsvarlighetsvurdering, og lånet bør normalt ikke overstige 70 prosent av boligens markedsverdi. Det bør i vurderingen skilles mellom de lån som forutsettes nedbetalt etter utløpt kredittid og de som skal løpe i låntakers levetid.

8. Konsekvenser av renteøkning. I vurderingen av betalingsevne og eventuell bruk av reglene om fraråding, må banken ta høyde for at renten kan øke med minst 5 prosentpoeng fra det aktuelle nivået. Det er viktig å informere låntakeren godt om dette. Banken bør i sin rådgivning alltid klargjøre konsekvensene av valget mellom fast og flytende rente.

9. Behandling av avvik. I den grad banken finner grunn til å avvike sine interne retningslinjer basert på disse minstekravene, må beslutningene om dette fattes på et høyere nivå enn de som vanligvis har fullmakt til å gi boliglån.

10. Rapportering. For hvert kvartal skal bankens styre eller ledelsen for utenlandske filialer forelegges en rapport om bankens oppfølging av retningslinjene for forsvarlig boligfinansiering, der avvik fra retningslinjene identifiseres og rapporteres. Finanstilsynet vil følge opp retningslinjene gjennom rapportering basert på tilpasning av de årlige boliglånsundersøkelsene, gjennom tilsyn og gjennom møter med filialer. Finanstilsynet vil også kunne innhente rapportene forelagt styre eller ledelse.

Litteraturliste

Anundsen, A. K. og Jansen, E. S. (2011): "Self-reinforcing effects between housing prices and credit", Evidence from Norway, Statistisk Sentralbyrå.

Bache, G. (2010): "1 av 3 får for høy boligslett - Slik kan du klage", Verdens Gang, hentet 22.02.2012, <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10025472>.

Baltzersen, M og Iversen, E. L. (2011): "Retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål", rundskriv 29/2011, Finanstilsynet.

Barker, K. (2003): "Barker review of housing supply: interim report", HM Treasury.

Benedictow, A og Johanson, P. R. (2005): "Prognoser for internasjonal økonomi- Står vi foran en amerikansk konjunkturavmatning?", Økonomiske analyser 2&/2005, 13-20.

Berge, T. O. og Vatne, B. H. (2009): "Har husholdningene for høy gjeld i forhold til inntekt?", Aktuell kommentar, nr. 4 2009, Norges Bank.

Borgersen, T. og Sommervoll, D. E. (2006): "Boligpriser, førstegangsetablering og kredittilgang", Økonomisk forum, Nr. 2, side 27-36.

Boug, P. og Dyvi, Y. (2008): "MODAG - En makroøkonomisk modell for norsk økonomi", Sosiale og økonomiske studier 111, oppdatert versjon 2008, side 191-199.

Case, K. E. og Shiller, R. J. (2004): "Is there a bubble in the housing market?", Brookings Papers on Economic Activity, nr. 2 2004, Cowles foundation paper no. 1089, side 299-362.

Christoffersen, J. og Denizou, K. (2010) "Ikke så dyrt likevel" SINTEF byggforsk, revidert rapport.

Claussen, C. A., Jonassen, M., Langbraaten, N. (2007): "Ordningen for pengepolitikken. Norges Bank i lys av litteraturen og internasjonal praksis", Penger og Kreditt, 3/07 side 92-101.

Corder, M. og Roberts, N. (2008): "Understanding dwellings investment", Bank of England, Quarterly bulletin, Q4, 2008, side 393-403.

Dalen, A. (2011): "Byggebransjen vil ha egen boligminister", abc nyheter, hentet 19.04.2012, <http://www.abcnyheter.no/penger/oekonomi/2011/11/03/byggebransjen-vil-ha-egen-boligminister>.

ECON Pöyry (2012): "Eiendomsmeglerbransjens boligprisstatistikk, Februar 2012", Eiendomsmeglerforetakenes Forening, Februar, 2012.

Finansdepartementet (2012): "Høringsnotat", 28.03.2012.

Finanstilsynet (2010): "Nedgang i lån med høy belåningsgrad", Pressemelding, 10/2011.

Finanstilsynet (2011): "Boliglånsundersøkelsen 2010".

Finanstilsynet (2012): "Finansielt utsyn 2012", Finanstilsynet, Rapport mars, 2012.

Garanti Eiendomsmegling (2012): "Ny undersøkelse: Tror på boliginvesteringer", NTBinfo, hentet 05.04.2012, <http://www.ntbinfo.no/GARANTI-Eiendomsmegling/Ny-undersokelse-Tror-pa-boliginvestering.18654/?type=thisweek&searchKey=5d536b5e-38a611e1-9bda-63a4e8741abb&languageId=NO&pageIndex=1>.

Gjedrem, S. (2010): "Boligfinansiering i Norge", foredrag OMF forum, 27.01.2010, Norges Bank.

Grytten, O. H. (2004): "A consumer price index for Norway 1516-2003", 47-98, Eitheim, Ø., J. T. Klovland, og J. F. Qvigstad, (eds.), Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003, Norges Bank Occasional Papers nr. 35, Oslo, 2004, Chapter 3 - A Consumer Price Index for Norway, Tabell 3.

Grytten, O. H. (2009): "Boligboble?", Magma, 5/2009.

Haugli, H., et al. (2012): "Boligbygging - et politisk ansvar", Boligutvalget, Arbeiderpartiets stortingsgruppe.

Hodrick, R. J. og Prescott, E. C. (1997): "Post-War U. S. Business Cycles: An empirical Investigation", Discussion Paper No. 451, Northwestern University.

Høydahl, Even (2010): "Befolkningsvekst rundt Oslo", Samfunnsspeilet nr. 5-6. Statistisk Sentralbyrå.

International Monetary Fund, IMF (2012:1): "Norway: 2011 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Norway", IMF country report No. 12/25.

International Monetary Fund, IMF (2012:2): "Dealing with household debt", World Economic Outlook, kap. 3, April, 2012.

Jacobsen, D. H. og Naug, B. E. (2004:1): "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?", Penger og Kreditt, nr. 2/2004, Norges Bank.

Jacobsen, D. H. og Naug, B. E. (2004:2): "Hva driver boligprisene", Penger og Kreditt, nr. 4/2004, Norges Bank.

Jacobsen, D. H., Solberg-Johansen, K. og Hauglund, K. (2006): "Boliginvesteringer og boligpriser", Penger og Kreditt, nr. 4, Norges Bank.

Jansen, E. S. (2011): "Hva driver utviklingen i boligprisene", Samfunnsspeilet, nr. 5/6, side 89-95, Statistisk Sentralbyrå.

Kaspersen, L. (2012): "15%-regelen er ikke hugget i stein", Dagens Næringsliv, hentet 23.03.2012, <http://www.dn.no/privatokonomi/article2337444.ece>.

Klovland, J. T. (2004): "Monetary aggregates in Norway 1819-2003", 349-376, Kapittel 9 i Eitrheim, Ø., J. T. Klovland, og J. F. Qvigstad, (eds.), Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003, Norges Bank Occasional Papers nr. 35, Oslo, 2004.

Langbraaten, N. (2001): "Formuespriser - konsekvenser for pengepolitikken", Penger og kreditt, nr. 4, 2001, årg. 29, Norges Bank, s. 198-205.

Larsen, E. R. (2005): "Boligprisenes utvikling", Økonomiske analyser, 5/2005, Statistisk Sentralbyrå, side 26-33.

Larsen, E. R. og Sommervoll, D. E. (2004): "Hva bestemmer boligprisene?", Samfunnspeilet nr.2, 2004, SSB.

Lind, H. (2008): "Price bubbles on the housing market: Concept, theory, and indicators", working paper no. 58, Section for Building and Real Estate Economics, Department of Real

Estate and Construction Management, School of Architecture and the Built Environment, Royal Institute of Technology.

Finansdepartementet (2005): "Skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer", ot.prp. nr. 1 (2004-2005), kap. 3.

Finanstilsynet (2012): "Informasjon til bankene om startlån", rundskriv 15.

Forskrift om tekniske krav til byggverk (Byggteknisk forskrift – TEK 10) av 26.03.2010, hentet 04.06.2012, <http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20100326-0489.html#map002>.

Holter, J. P. (2000): "Historisk rentestatistikk 1820-1999", Penger og Kreditt, nr. 4, Norges Bank.

Leieboerforeningen: "Gevinstbeskatning av bolig", hentet 04.06.2012, Leieboerforeningen, url: http://www.lbf.no/include/default_template.asp?Table=Article&Key=12247.

Lynum, S. B. F. (2011): "Vil ha mer skatt på bolig", publisert: 01.10.2009, oppdatert: 16.10.2011, hentet: 04.06.2012, <http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/Vil-ha-mer-skatt-pa-bolig-6285834.html#.T8XVE47sTQI>.

Mellingsæter, H. (2012): "Oslo vil bygge i Marka", Aftenposten, hentet 03.04.2012, <http://www.aftenposten.no/nyheter/oslo/Oslo-vil-bygge-i-Marka-6785139.html#.T3luiu3sR3s>.

Mikalsen, B. (2012): "Rekorddyrt å leie bolig i Oslo", Dagens Næringsliv, hentet 23.03.2012, <http://www.dn.no/eiendom/article2344344.ece>.

Mizen, P. (2008): "The Credit Crunch of 2007 - 2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2008.

Molden, B. H. (2011): "Beregninger av boligbehov i Norge", Aktuell Kommentar, Nr. 6 2011, Norges Bank.

Norges Bank (2008): "Finansiell Stabilitet", Norges Banks rapportserie nr. 5, 2:2008.

Norges Bank (2012:1): "Rentemøte 14. mars", http://www.norges-bank.no/pages/88300/Hovedstyrets_vurdering.pdf.

Norges Bank (2012:2): "Norges Banks Utlånsundersøkelse" 1.kvartal 2012 hentet 25.04.2012, http://www.norges-bank.no/pages/88648/utlansundersokelse_norges_bank_1_2012.pdf.

Norges Offentlige Utredning (NOU) (2011:15): "Rom for alle - En sosial boligpolitikk for fremtiden", nr. 15, 2011.

Norges Offentlige Utredning (NOU) (1989:14): "Bedrifts- og kapitalbeskatningen – en skisse til reform", nr. 14, 1989.

OBOS (2010): "Fakta og analyse", OBOS' fakta- og analyserapport.

OBOS (2011): "Fakta og analyse", OBOS' fakta- og analyserapport.

OBOS (2012): "Fakta og analyse, OBOS' fakta- og analyserapport.

Olsen, Ø. (2011): "Hovedstyrets vurdering", Finansiell stabilitet 2/2011, Norges Bank, side 7-8.

Prognosecenter (2012): "BoligMeteret - februar 2012", EiendomsMegler 1.

Ravn, M. O. og Uhlig, H. (2001): "On adjusting the HP-filter for the frequency of observations." CESifo (Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research) Working Paper No. 479.

Razzak og Dennis (1999): "The output gap using the Hodrick-Prescott filter with a non-constant smoothing parameter: an application to New Zealand", *Economic Letters*, (57).

Romer, Christina D. (1999): "Changes in business cycles: evidence and explanations", *Journal of Economic Perspectives* 13, 23-44.

Røed Larsen, E. og Mjølhus, J. (2009): "Finanskrisen! Lånefest, boligboble – og dagen derpå", 1. utg., Gyldendal akademisk.

Røgeberg, O. (2012): "Er dette den store norske boligboblen?", *Samfunnsøkonomen*, Nr. 2, 2012, s. 38-47.

-
- Schumann, B. (2010): "Dyrt med ny boliglov", Aftenposten, hentet 22.02.2012, <http://www.aftenposten.no/meninger/debatt/article3524694.ece#.T0OXHVHtN3s>.
- Skatteetaten (2012): "Salg mv. av fast eiendom", oppdatert 15. mars 2012, hentet 04.06.2012, <http://www.skatteetaten.no/no/Brosjyrer-og-boker/Salg-mv-av-fast-eiendom/?chapter=42638>.
- Solberg, S. M. (2012): "Blakke personer får låne billigere", NA24, hentet 23.03.2012, <http://www.na24.no/article3342283.ece>.
- SSB (1999): "Bankkrisen", Statistikk frem mot år 2000, [ssb.no](http://www.ssb.no), hentet 25.04.2012 <http://www.ssb.no/aar2000/art-1999-11-10-01.html>.
- SSB (2007): "Høyest gjeldsvekst for yngre boligeiere", Levekårsundersøkelsen 2007, boforhold, Statistisk Sentralbyrå.
- SSB (2011): "Befolkningsstatistikk", hentet 04.06.2012, www.ssb.no/familie/main.html.
- SSB (2012:1): "Økt andel fastrentelån", hentet 24.04.2012, <http://www.ssb.no/orbofur/>.
- SSB (2012:2): "Økonomisk utsyn", Økonomiske analyser 1/2012, 31. årgang, Statistisk Sentralbyrå.
- Staaivi, T. (2012:1): "Økt krav til egenkapital: Kommentar: Gjeldshaiene kan bli vinnerne", Dine Penger, hentet 18.04.2012, <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10065269>.
- Staaivi, T. (2012:2): "Kommentar: Regjeringen vil øke skattene på den sleipe måten", Dine Penger, hentet 19.04.2012, <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10057401>
- Stavrum, G. (2011): "Ønsker vi lavere boligpriser?", Nettavisen, hentet 21.03.2012, <http://stavrum.nettavisen.no/?p=3598>
- Stiglitz, J. E. (1990): "Symposium on Bubbles", Journal of Economic perspectives, volum 4, nr. 2, side 13-18.
- Sunnanå, L. M. (2012): "Flere ber kommunen om bolighjelp", Aftenposten, hentet 24.03.2012, <http://www.aftenposten.no/bolig/Flere-ber-kommunen-om-bolighjelp-6791790.html#.T23EsM1fq4o>.

Søbye, E. (1999): "Kristianiakrakket 1899", Samfunnspeilet, nr. 1, Statistisk Sentralbyrå, 1999.

Sørheim, T. I. (2012): "Må hjelpe barna inn i boligmarkedet", Verdens Gang, hentet 24.03.2012, <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10078352>.

Taylor, J. B. (2010): "Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 2010.

Tobin, J. (1969): "A general equilibrium approach to monetary theory", Journal of money, Credit and banking, Vol. 1, No. 1, side 15-29.

Vinje, V. (2011): "Skattereform for arbeid og økt velstand", CIVITA-rapport.

Weelock, D. C. (2010): "Lessons learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crisis of 1929-1933 and 2007-2009", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2010.

Øistensen, B. (2012): "Strategisk platform 2012", Husbanken, hentet 24.03.2012, [http://www.husbanken.as/regelvrk/hb-nr.nsf/webRegelverk/FBC52A17E695AB5CC125783700292105/\\$FILE/3d10.pdf](http://www.husbanken.as/regelvrk/hb-nr.nsf/webRegelverk/FBC52A17E695AB5CC125783700292105/$FILE/3d10.pdf).