



*TROND-ARNE BØRGERSEN  
Seniorrådgiver i Kredittilsynet*

*DAG EINAR SOMMERVOLL  
Forsker i Statistisk sentralbyrå*

# Boligpriser, førstegangsetablering og kredittilgang\*

Stigende boligpriser øker førstegangsetablerernes behov for lånefinansiering ved boligkjøp. Da førstegangsetablering tilfører boligmarkedet ny og frisk kapital, påvirkes også andre boligsegmenter indirekte siden de fleste kjøp av større leiligheter og eneboliger ledsages av et salg et annet og ofte mindre boligobjekt. Dette gir et nært samspill mellom boligpriser, førstegangsetablering og tilgangen på kreditt. Kredittvurderinger involverer både en markedsvurdering og en individuell vurdering av hver enkelt lånesøker. Siden boliglån gis med sikkerhet i den aktuelle boligen er det stor forskjell på kredittvurderinger i stigende kontra fallende markeder. Samtidig vil husholdninger, i sin boliggetterspørsel, blande et investeringsmotiv med behovet for å bo. Den enkelte husholdnings betalingsvillighet for en bolig avhenger derfor kritisk av antagelser om framtidig prisnivå. I denne artikkelen diskuterer vi norske husholdningers og kredittinstitusjoners tilpasning i boligmarkedet de siste 20 årene. Bildet vi tegner er forenelig med en ramme knyttet til boligmarkedssyklus som, etter at et initialt prissjokk finner sted, er drevet av endogen kreditttrasjonering og bakoverskuende forventninger. I en slik tankeramme begrenses allikevel boligprisene oppad av bankenes kreditt-scoringmodeller, hvor forholdet mellom inntekt og gjeld står sentralt.

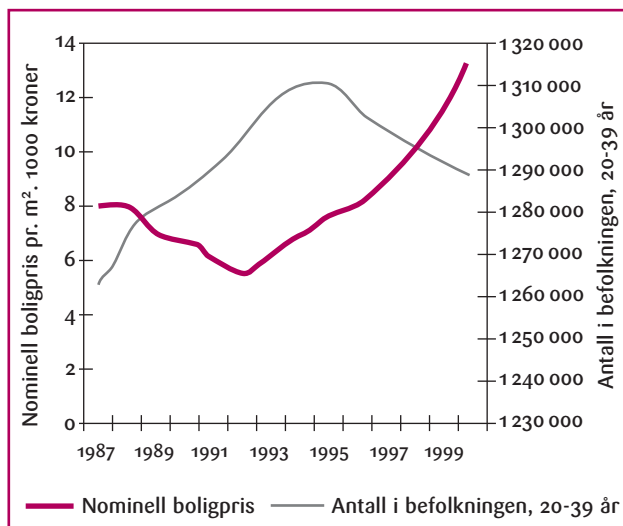
## 1 INNLEDNING

Aktiviteten i det norske boligmarkedet har vært svært høy i flere år. Både prisveksten, omsetningen og nybyggingen av boliger er på høye nivåer, noe som har økt interessen for boligmarkedets drivkrefter. En bolig gir en husholdning mulighet til boligkonsum, den er et investeringsobjekt og den kan, som et varig forbruksgode med et vel-fungerende andrehåndsmarked, fungere som pantesikker-

het for lån. Boligens ulike funksjoner vanskeliggjør forståelsen av prisdannelsen i boligmarkedet, som analyseres i så ulike sammenhenger som tradisjonelle avkastningsmodeller (Leamer, 2002), tradisjonelle brukerpristilnæringer (Moum, 1989), og i forklaringer som tar utgangspunkt i mer sosioøkonomiske og -kulturelle forhold (Schiller 1990, Brekke og Sommervoll, 2002). Alle disse tilnærmingene er meningsfylte og gir i sum et brukbart

\* Synspunktene er forfatterens egne, og kan ikke tillegges verken Kredittilsynet eller Statistisk sentralbyrå.

Figur 1 Nominelle boligpriser og antall i befolkningen i alderen 20-39 år

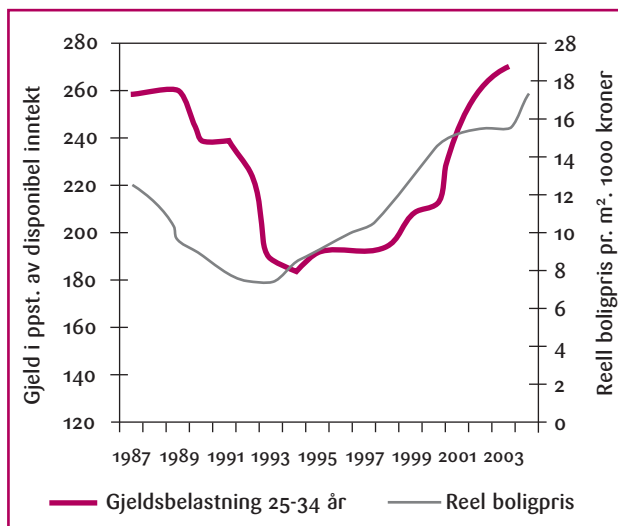


Kilde: NEF/Econ (2005) og SSB (2004)

bilde av de viktigste drivkreftene i boligmarkedet. Styrkeforholdet mellom de ulike forklaringsrammene, for eksempel i hvilken grad en demografisk trend kan overstyre en makroøkonomisk konjunktursvingning eller omvendt, er vanskelig å tallfeste. Usikkerheten aksentueres dessuten av psykologiske og markedsstrategiske mekanismer. Sagt annerledes, et gitt eksogent sjokk kan enten forsterkes eller svekkes avhengig av aktørenes vurdering av sjokkets betydning.

De fleste modeller for boligpriser behandler etterspørerne etter bolig som en gruppe, der både førstegangsetablerere og de som etablerer seg for 2. eller 3. gang behandles likt. I Norge har flyttetilbøyeligheten i husholdningene økt de siste tiårene, noe som åpenbart kan ha økt betydningen av reetablering for boligprisutviklingen. Førstegangsetablering gir imidlertid et direkte bidrag til boligmarkedets nettoetterspørsel og boligprisutvikling som det er vanskelig å komme utenom. Både demografiske og sosioøkonomiske trekk bidrar til utviklingen i førstegangsetablering. Filardo (1996) viste at befolkningsstørrelse og befolkningssammensetning er viktige drivkrefter i amerikanske boligmarkeder. Også i Norge vil endringer i alderssammensetning kunne påvirke boligprisene. Effekten av demografi er imidlertid problematiske sett på bakgrunn av økonomisk teori. Siden årskull og alderssammensetning er åpen kjent kunnskap skulle en slik forutsigbar økning i etterspørsel bli møtt av økt tilbud. Derfor er det uklart i hvilken grad demografi skal være prisdrivende. Derfor

Figur 2 Reelle boligpriser og yngre husholdningers gjeldsbelastninger



Kilde: NEF/Econ (2005) og SSB (2004)

ledes en til å tenke på naturlige etableringsvinduer, og må åpne for at andre forhold kan overstyre demografi på kort- til mellomlang sikt (Sommervoll, 2004). Her til lands er også sammenhengen mellom boligpriser og antallet unge voksne i befolkningen, her de i aldersgruppen 20-39 år, de siste 15 årene overraskende (Figur 1).

I Norge er boligmarkedsetablering synonymt med kjøp av bolig (Andersen, 2002). Da etablering i stor grad er lånefinansiert, kan yngre husholdningers tilgang på kreditt påvirke sammenhengen mellom førstegangsetablering og boligpriser. Husholdningenes kredittvekst drives i stor grad av boligkjøp, og størstedelen av bankenes utlån til husholdningene er knyttet opp til boligformål (Kredittsynet, 2006b). I Norge har boligprisene og yngre husholdningers gjeldsbelastning fulgt hverandre nært de siste 20 årene (Figur 2). Fra midten av 1990-tallet har økte boligpriser gått sammen med en betydelig økning i denne gruppens gjeldsbelastning. På samme måte gikk boligprisfallet som fulgte etter bankkrisen sammen med at disse konsoliderte sin privatøkonomi, mens øvrige alderskohorter i mindre grad ble berørt (Borgersen og Greibrokk, 2005). At endringer i yngre husholdningers boligetterspørsel påvirker boligprisutviklingen er ikke nytt. Ortalo-Magne' og Rady (1999, 2001) påpekte at det kan være en direkte forbindelse mellom inntektsutviklingen i yngre husholdninger og den aggregerte boligprisindeksen. Dette til tross for at yngre husholdninger i hovedsak kun opererer i enkelte segmenter av boligmarkedet.

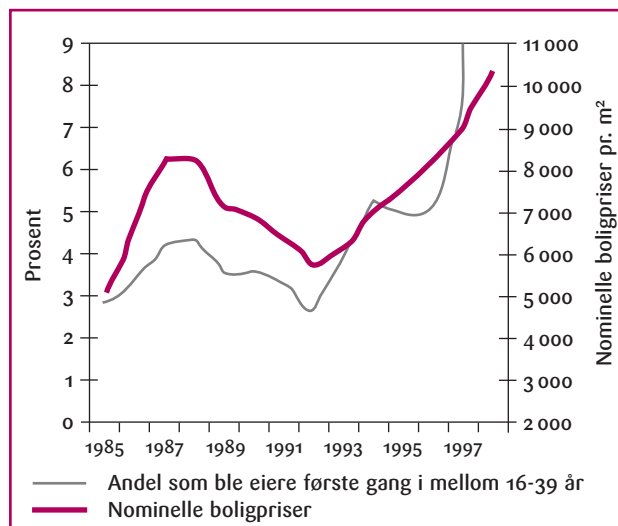
Den nære sammenhengen mellom boligpriser og yngre husholdningers gjeldsbelastning skyldes trolig tilbuds- og etterspørselssidefaktorer i både boligmarkedet og i markedets finansieringsstruktur. I et fallende marked er den investeringsmotiverte delen av boligetterspørselen mindre enn i et stigende marked. I tillegg til at investeringsiveren varierer over prissyklusen, kan denne også hemmes eller stimuleres av tilgangen på kreditt. Bankenes kredittpraksis vil nemlig kunne stimulere og beskrænke yngre husholdningers kreditttilgang i ulike faser av prissyklusen, og være særlig restriktiv overfor disse når risikoen er som høyest, altså i begynnelsen av og mot slutten av en boligprissyklus. Vi står i så fall overfor en optimeringssituasjon med en potensiell glippe mellom husholdningenes og kredittinstitusjonenes risikovurderinger. Stemningsskifter, der forventningene om fremtidig boligpris endres, kan dermed bidra til å påvirke boligprissyklusen gjennom endrede risikovurderinger. Med bakgrunn i utviklingen i Norge de siste 20 årene skal vi her se nærmere på hvordan husholdninger og kredittinstitusjoner har tilpasset seg over og bidratt til boligprissyklusene i perioden.

## 2 FØRSTEGANGSETABLERING OG TILGANGEN PÅ KREDITT

En vanlig boligkarriere består av et kortere opphold i leiemarkedet som ung voksen, med et påfølgende boligkjøp. I løpet av den yrkesaktive perioden byttes leilighet til rekkehus og rekkehus til enebolig. Og videre ved pensjonsalder kan eneboligen byttes i en lettstelt leilighet. Selv om det finnes opplagte avvik fra denne sjablonmessige tankerammen, forteller den noe viktig om dynamikken i boligmarkedet. De fleste aktørene i boligmarkedet er både kjøpere og selgere. For å kunne kjøpe, er de avhengige av å kunne selge. Derfor er tilgang på friskt blod form av førstegangsetableringer en viktig drivkraft for prisutviklingen i alle boligmarkssegmenter.

Figur 1 viser altså utviklingen i boligprisen og i antall kvinner og menn mellom 20-39 år i Norge fra 1985 til 1999. Vi ser at denne gruppen unge voksne har vært svakt fallende siden 1993. Siden boligprisene har hatt et motsatt forløp med bunn i 1993, og sterk vekst siden, står vi overfor en kontraintuitiv sammenheng mellom antallet potensielt nye boligkjøpere og boligprisutviklingen. Dette kan skyldes at denne aldersgruppen er for grov som indikator for potensielle førstegangsetablerere. Kanskje bommer vi på trender i etableringsalder, og i tillegg kan utviklingen i

Figur 3 Nominelle boligpriser og andelen i befolkningen mellom 16-39 år som ble boligeiere første gang. Prosent



Kilde: Andersen (2002) og NEF/Econ (2005)

Figur 4 Tilgang på kreditt og boligprissyklusen

Mekanismer som driver tilgangen på kreditt i ulike faser av prissyklusen	
Når prisene faller og i bunnen av prissyklusen	Egenkapitalbeskrænkning
$\dot{q}_t \leq 0$	$B_t = 0$ hvis $K_t = 0$
Midt i prissyklusen	Endogen kreditttrasjonering
$E_t\{\dot{q}_{t+1}\} > 0$	$B_t = E_t\{q_{t+1}\}K_t(1+r)^{-1}$
Mot toppen av prissyklusen	Inntektsbeskrænkning/ Gjeldsbetjeningsevne
$\dot{q}_t \geq 0 \tilde{q}_t$	$B_t = E_t\{q_{t+1}\}K_t(1+r)^{-1}$ gitt at $B_t \leq \beta (w_t N_t - p_t C_t)$

skilsmisser og i arbeidsmarkedet forstyrre den demografiske effekten. En annen mulighet er at boligprisfallet på tidlig nittital, framkom av faktorer som overstyrte nettoeffekten av flere førstegangsetablere. Dette gav så et oppdemmet etableringsbehov som begynte å gjøre seg gjeldende da prisene etter hvert steg og tilgangen på kreditt begynte å sitte løsere. På samme tid og av samme grunn ble husholdninger som hadde etablert seg tidligere, og som ønsket å bytte seg oppover i boligmarksstigen, forhindret fra dette. I denne gruppen må vi forvente å finne mange som kjøpte bolig sent på 1980-tallet og som måtte

selge boligen med tap tidlig på 1990-tallet når prisene var lave. Stein (1995) har modellert og beskrevet denne effekten inngående, hvor altså tap eller i det minste delvis bortfall av egenkapital påvirker både volum og prisnivå i boligmarkedet som følge av at etterspørselen svikter.

Andersen (2002) peker på en annen mulig forklaring på dette tilsynelatende paradokset, ved å skille mellom demografi og førstegangsetablering. I perioden 1987-1997 følger yngre husholdningers tilpasning i boligmarkedet i stor grad boligkonjunktorene. Figur 2 og figur 3 underbygger dette bildet ved å illustrere at både gjeldsbelastning og etablering øker med boligprisene.<sup>1</sup> Ved første øyekast kan det synes som om vi har gått fra ett paradoks til ett annet. Unge avstår fra å etablere seg med bolig i 1992 når prisene er lave, men etablerer seg senere når boligprisene er høyere. Når de først etablerer seg, bidrar de til at andre også kan kjøpe nye boliger, og derigjennom ytterligere prisvekst. Men likevel; hva overstyrte demografitoppen i 1993, og bidro til å sikre etterspørsel selv om antallet i etableringsalder var fallende over resten av nittitallet? Tilgangen på kreditt er et viktig element her. Perioden fra 1985 og frem til i dag, med både bankkrise og oppgangsperioder i norsk økonomi gir en god ramme for å studere samspillet mellom boligpriser, førstegangsetablering og kreditttilgang.

### 3 ENDOGEN KREDITTRASJONERING OG GJELDSBETJENINGSEVNE

Kredittmarkedet er preget av asymmetrisk informasjon (Askildsen, 1997). Denne typen imperfeksjoner påvirker både markedets funksjonsmåte og bankenes utlånspraksis. Bankenes restriksjoner på husholdningenes mulige låneopptak er nå delvis insentivmotivert. Restriksjonene vil, sammen med husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, bestemme deres mulige låneopptak. De viktigste styringselementene for bankenes utlånspolitikk er egenkapital, pantessikkerhet og gjeldsbelastning (Moen, 1996). Ved å se nærmere på sammenhengen mellom de tre, mens vi holder tilleggs-elementer som etableringslån, sidesikkerhet, kausjon, særskilte kredittvurderinger og støtteordninger som husbankfinansiering - som alle kan løsrive en husholdnings egenkapital fra dens nødvendige pantessikkerhet - utenfor, kan vi skissere *kjernen* i sammenhengen mellom boligprissykluser, førstegangsetablering og yngre husholdningers gjeldsopptak.

<sup>1</sup> Aldersgruppene i figurene (2) og (3) avviker noe fra aldersgruppen i figur (1).

For at banker ikke skal bli sittende med usikrede låneengasjementer, er de restriktive i sin utlånspolitikk i tilfellet der husholdningene ikke kan stille pantessikkerhet, som altså nå faller sammen med deres egenkapital. Særlig gjelder dette i perioder der prisene faller, eller prisutviklingen er flat. Altså har vi at

$$(1) \quad B_t = 0 \text{ hvis } K_t = 0$$

der ( $B_t$ ) er husholdningenes gjeldsopptak i perioden og ( $K_t$ ) egenkapital (pantessikkerhet). Vi antar at husholdningene driver kontinuerlig refinansiering, betaler ned alt eksisterende lån ved inngangen av hver periode og tar opp ett nytt til bedre betingelser i perioden, slik at ( $B_t$ ) både reflekterer låneopptaket i perioden og husholdningens totale gjeld. En førstegangsetablerer, som her er antatt å ikke kunne bruke kausjonister eller stille sidesikkerhet og dermed er uten pantessikkerhet, vil ikke bli tilbudt boliglån før det er etablert forventninger om boligprisvekst.

I tilfellet med boliglån, der husholdningene låner til kjøp av bolig med sikkerhet i boligen, er kredittrasjoneringsen endogen. Den endogene kredittrasjoneringsen som er grunnlaget for kredittsykluser, er i Kiyotaki og Moore (1997) uttrykt som

$$(2) \quad B_t = E_t\{q_{t+1}\}K_t(1+r)^{-1} \text{ så sant } E_t\{q_{t-1}\} \geq 0$$

Her er ( $r$ ) rente og ( $E_t\{q_{t+1}\}$ ) forventet fremtidig boligpris. Gjeldsopptaket bestemmes nå av nåverdien på pantessikkerheten, som representerer bankens sikkerhet i tilfelle mislighold, når vi antar noe treghet i realiseringsprosessen. Den endogene kredittrestriksjonen er her grunnlaget for både formueseffekter og kredittsykluser i boligmarkedet. Høyere fremtidig (forventet) boligpris gir mulighet for både økte utlån fra bankene (kredittsykluser) og høyere formuesgevinster i husholdningene (formueseffekter). Med en slik kredittrasjonerings bygges det en struktur i boligmarkedet som gir muligheter for selvforsterkende pris-effekter. Initiale prisøkninger medfører refinansiering og gir muligheter for boligmarkedsklatring fra husholdningenes side. Dette bidrar til fortsatt prisstigning. Initiale prisfall aktiverer sikringsstrategier i bankene for at de ikke skal bli sittende med usikrede lån. Dette bremser bolig- etterspørselen og prisveksten. Dersom sikringsstrategiene også aktiveres på allerede innvilgede lån må også allerede

aksepterte boligsikkerheter realiseres, noe som skaper salgspress og gir mulighet for et betydelig prisfall. Både formueseffekter og kredittsykluser kan slik gi positiv seriekorrelasjon i boligprisene. En rentereduksjon gir her en markert utlånsøkning knyttet til nåverdien av pantesikkerheten, selv for gitte sikkerhetsverdier og prisforventning, noe som kan gi betydelige økninger i boligprisene. Samtidig kan bankene ha restriksjoner på forholdet mellom en husholdnings gjeld og inntekt. Den aksepterte gjeldsbelastningen kan for eksempel, på en svært forenklet måte,<sup>2</sup> uttrykkes som

$$(3) \quad B_t = \beta(w_t N_t - p_t C_t)$$

hvor  $(w_t N_t)$  er husholdningens inntekt og  $(p_t C_t)$  konsumutgiftene, mens parameteren  $(\beta)$  uttrykker den aksepterte gjeldsbelastning. I de fleste sammenhenger vil betingelsene knyttet til pantesikkerhet og inntektsbeskrænkning stå i forhold til hverandre, for eksempel som

$$(4) \quad B_t = E_t\{q_{t+1}\}K_t(1+r)^{-1} \text{ gitt at } B_t \leq \beta(w_t N_t - p_t C_t)$$

der en husholdnings gjeld er beskrænknet av nåverdien på dens pantesikkerhet, gitt at samlet gjeld ikke overstiger inntekten med et visst omfang. I en situasjon som beskrevet i (1) til (4) vil ulike komponenter styre kredittgivning, og dermed utviklingen i førstegangsetableringer, i ulike faser av en boligprissyklus. Sammenhengen som er skissert i figur 4 mellom boligprisene og styringsmekanismene i kredittilbudet gir en mulig forklaring på «lagstrukturen» mellom husholdningenes gjeldsbelastning og boligprisutviklingen skissert i figur 2.

#### 4 PRISSYKLUSER OG RISIKOOPPBYGGING

I begynnelsen av en prissyklus vil yngre husholdningers mulighet til å etablere seg i boligmarkedet være begrenset. Uten pantesikkerhet hemmes førstegangsetablerernes tilgang på boliglån frem til det er etablert forventninger om boligprisvekst. Dette for at bankene i tilfelle mislighold skal kunne selge pantesikkerheter uten tap. For førstegangsetablerere uten en kredithistorie å vise til, og som derfor klassifiseres som høyrisikokunder i bankene, dominerer denne effekten tilgangen på kreditt i bunnen av en

prissyklus, når vi holder tilleggselementene i kredittgivingen utenfor. Et boligmarked trenger derfor et initialt prissjokk for at kredittmarkedet gjennom sine primærelementer skal lette førstegangsetablering, og derigjennom stimulere ytterligere prisvekst. Både utviklingen i førstegangsetablering og gjeldsbelastning vil derfor henge etter prisutviklingen i starten av en prisoppgang. Når prisene først har begynt å stige, og det etableres forventninger om ytterligere prisvekst, er det både lettere å søke og lettere å få innvilget lån. Enkelte vil stusse over et slikt rendyrket argument. Kunne det ikke like gjerne være omvendt; at en periode med stigende priser, etterfølges av en med fallende? I litteraturen knyttet til inflasjonsforventninger har debatten om bakoverskuende forventninger vært sentral (Marcet og Sargent, 1988). Dersom sentralbanken har et inflasjonsmål vil en periode med høy inflasjon spore til mottiltak. Dersom disse er vellykkede, blir inflasjonen lavere. I et slikt scenario er bakoverskuende forventninger urimelige siden inflasjonsmålet er kjent informasjon. I boligmarkedet er situasjonen en annen. Ingen aktører har noe boligprismål, og selv blant boligmarkedseksperter er uenigheten stor knyttet til prisutvikling og nivå. På bakgrunn av historiske data kan vi si at boligpriser viser en høy grad av seriekorrelasjon på kort- til mellomlang sikt, selv om det er 'mean-reverting' tendenser på lang sikt (Poterba, 1984).<sup>3</sup> Sagt annerledes, tror vi at dagens boligprisutvikling holder seg også fremover, og vi får oftest rett. En slik strategi bommer naturlig nok når en er nær bunnen eller toppen av en prissyklus, men på det jevne er den god. Bakoverskuende forventninger passer godt på kontinuerlige dynamiske systemer generelt. Dersom vi kjenner dagens prisnivå og prisvekst, kan vi godt anslå prisnivå og prisvekst også i neste periode. For boligmarkedets del kan våre anslag bli noen grad selvoppyllende hvis de deles av tilstrekkelig mange aktører. Schiller (1990, 2005) har undersøkt hva amerikanere tror om boligprisutvikling, og finner en voldsom støtte for linjalmodellen: Se deg tilbake og trekk linjen framover.

Med en slik forventningsdannelse kan vi derfor få situasjoner med forventningsbasert prispress, og muligheter for prisfall hvis utviklingen blir svakere enn ventet. Spesielt vil den investeringsmotiverte delen av boligetterterspørselen stimuleres i tilfelle der det er forventninger om prisvekst,

<sup>2</sup> Uttrykket for akseptert gjeldsbelastning er en forenkling. I realiteten vil de fleste banker for eksempel benytte SIFO-modellen og beregninger av normaliserte konsumutgifter, slik at både husholdningsstørrelse og aldersgruppe spiller inn. Ligning (3) uttrykker imidlertid det grunnleggende prinsipp i slike modeller, nemlig at det er restriksjoner på forholdet mellom gjeld og inntekt.

<sup>3</sup> Nordvik (1995) drøfter forventningsmekanismer i det norske markedet.



samtidig som den dempes når en forventer prisfall. Slik kan stemningsskifter med endringer i forventninger være avgjørende. Selv om viljen til å investere i bolig varierer over prissyklusen, vil trolig muligheten til å investere i bolig være enda viktigere. For banker er risikoen for tap på enkeltengasjementer liten når prisene stiger. I tilfellet med boliglån, der verdiutviklingen på pantesikkerheter følger prisutviklingen, vil den positive effekten på bolig- etterspørsel som følger av økt kredittilgang dominere den mer konvensjonelle negative effekten på etterspørselen som følger av økte brukerpriser (Borgersen og Greibrokk, 2005). I midten av en prissyklus vil bankene dermed stimulere førstegangsetablering, og fortsatt prisvekst, etter- som det nå er etablert forventninger om fortsatt prisvekst.

Når prisveksten har vart en stund, blir boligprisnivået etter hvert så høyt at inntektsbeskrankningen blir bindende. Når førstegangsetablerernes nødvendige låneopp- tak blir så høyt at de nærmer seg deres aksepterte gjelds- belastning, blir bankene mindre villig til å finansiere fort- satt boligprisvekst gjennom utlån til disse gruppene. Boligprisene har da nådd det nivå som kredittmarkedet til- later, gitt utviklingen i husholdningenes inntekt. På samme måte som bankene vil være særlig varsomme med lån til førstegangsetablerere uten sikkerhet i begynnelsen av en prissyklus, vil de være særlig varsomme når inn- tektsbeskrankningen er bindende. Dersom kredittstrategi- ene håndheves, og førstegangsetableringene avtar, dempes prisveksten når inntektsbeskrankningen binder.

Deler av den kredittrisiko som bygges opp i boligmarkedet gjennom en periode med prisvekst følger av utviklingen i førstegangsetablerernes gjeldsbelastning, og deres økende porteføljekonsentrasjon mot boligmarkedet. Figur 2 illus- trerer utviklingen i gjeldsbelastning og nødvendige låne- opptak for gruppen yngre husholdninger. Harding et al (2004) viser samtidig hvordan porteføljekonsentrasjonen mot boligmarkedet varierte mellom aldersgrupper i 2001, og at den var spesielt høy for yngre husholdninger. Kredittilsynets boliglånsundersøkelse høsten 2005 viser også at denne aldersgruppen har vesentlig høyere be- låningsgrad på sine boliglån enn andre aldersgrupper (Kredittilsynet, 2006). I Norge har prisveksten på små boli- ger, som er typiske for etableringer, steget mer enn bolig- prisindeksen over 90-tallet, og i Oslo har prisene på ett- romsleiligheter hatt en prisstigning på rundt 150 prosent mer enn femromsleiligheter i perioden 1991-2002 (Røed Larsen og Sommervoll, 2004). Kombinert med at inntekts-

utvikling til yngre husholdningsgrupper har steget mindre enn for husholdningene samlet, har dette økt gruppens nødvendige låneopptak, og derved også deres gjeldsbelast- ning. Inntekts- og formuesstatistikken viser at gjeldsbelast- ningen blant yngre husholdningsgrupper har steget mye fra midten av 1990-tallet (SSB, 2004), en periode der boligpri- sene allerede hadde steget en stund, og det var forvent- ninger om fortsatt prisvekst. Da ble det lettere å få boliglån for disse husholdningene. Stigningen i deres gjeldsbelast- ning må sees i sammenheng med at aldersgruppen er i eta- bleringsfasen og at boligprisene har vokst betydelig (Norges Bank, 2004). Risikoppbyggingen i yngre husholdninger har slik fulgt prissyklusen. Oppbygging av risiko ligger latent i samspillet mellom boligmarkedet og dets finansie- ringsstruktur. Når inntektsbeskrankningen etter hvert strammes til, er risikoen på sitt høyeste. Paradoksalt nok går førstegangsetablering sammen med økte boligpriser og risi- kooppbygging i boligmarkedet.

Dersom kredittinstitusjonene også har bakoverskuende prisforventninger står vi overfor noen litt beklemmende resonnementer knyttet til institusjonenes egne boligmar- kedseksposeringer og risikovurderinger. I et stigende marked er allerede innvilgete lån sikre, selv om boligkjøp er 100 prosent lånefinansiert. Andelen boliglån som opp- fattes som risikofylte, altså hvor banken risikerer å miste deler av lånesummen, er da lav. Andelen forblir lav, og avtar faktisk, så lenge utlån gis i et stigende boligmarked. Med andre ord, tilgangen på frisk kreditt får en dobbel effekt ved at boligprisene den muliggjør tjener som sik- kerhet både for nye og gamle lån. Derfor vil en naiv vur- dering av risiko basert på dagens boligpristrend gjøre at kredittinstitusjonene undervurderer sin egen eksponering. Mens bakoverskuende forventninger er forholdsvis lette å rettferdiggjøre for den jevne huskjøper som mest sannsyn- lig verken har tid, evner eller krefter til å gjennomføre dyptpløyende analyser, er denne type naive prognoser mindre sannsynlige for store låneinstitusjoner.

De store institusjonene får da en beklemmende dobbelt- rolle; på den ene siden kjemper de om markedsandeler og gode lånekunder, på den andre siden innebærer økt bolig- markedseksposering stigende risiko siden sikkerheten for både nye og gamle boliglån avhenger av det gjeldende boligprisnivå. Strengere kredittvurderinger på nye bolig- lånsøknader kan gi selvforsterkende prisfall som vil kunne svekke sikkerheten på eksisterende boliglånsporte- følje. Selv i et tilfelle hvor storbanker ønsker å sette brem-

sene på kan dette være vanskelig, ikke bare av hensyn til markedsandeler, men også av hensyn til sikkerheten på allerede innvilgede lån. Dette kan beskrives som «kjempenes dilemma». Et marked med mange små kredittinstitusjoner gir rom for større variasjon i kredittvurderinger og boligprisprognoser, og mest sannsynlig «runder» topp og bunnpunkter på boligprissykluser som er understøttet av mekanismene beskrevet her.

## 5 BOLIGSPEKULASJON OG RISIKO

De siste par årene har nybyggingen av boliger vært svært høy. I 2005 ble det registrert igangsatt 31 608 nye boliger, en vekst på 6 prosent fra et allerede svært høyt nivå i 2004. I 2004 var det blant annet en vekst på 58 prosent i antall registrert igangsatte blokkleiligheter sammenlignet med 2003. Samtidig ble det i 2004 registrert 300 nye borettslag i Brønnøysund-registeret, en økning på 70 prosent fra året før. I 2005 var også veksten i antall registrert igangsatte småhus svært høy. Aktiviteten i boligmarkedet synes slik spesielt høy i den delen som tradisjonelt er innrettet mot yngre husholdninger. Flere boligmarkedsanalytikere og reportasjer i pressen har den siste tiden pekt på at forholdet mellom innskudd og fellesgjeld har blitt endret i enkelte nye borettslag/sameier.<sup>4</sup> Særlig gjelder dette i prosjekter der målgruppen er ungdom. Denne typen atferd fra utbyggere/ eiendomsforvaltere kan være en direkte konsekvens av at kredittmarkedet ikke lenger er i stand til å stimulere ytterligere prisvekst gjennom å tillate førstegangsetablering innenfor sine ordinære strategier. For husholdningsgrupper som etterspør denne typen leiligheter, og som er avhengig av kredittfinansiering, gjør en svært høy kvadratmeterpris relativt til disse husholdningenes inntekt det vanskelig å etablere seg, da inntektsbeskrankningen etter hvert har blitt bindende.

For allikevel å trekke førstegangsetablererne inn i boligmarkedet spekuleres det i å redusere inngangsprisen. I sameier belånes innskuddene individuelt, mens andelshavere kollektivt står ansvarlig for fellesgjeld. Dette kan gjøre husholdninger villige til å pådra seg større gjeld. Når innskuddsandelen reduseres og fellesgjelden øker tilsvarende, påvirkes ikke den faktiske kvadratmeterprisen, men tilsynelatende reduseres de nødvendige låneopptakene. Slik kan en ellers bindende inntektsbeskrankning omgås.<sup>5</sup> Med en høyere andel av prisen på en bolig plassert som felles-

gjeld øker bokostnadene mens etableringskostnaden reduseres. I et stigende marked er dette en fiks løsning. Boligkjøpere som i utgangspunktet ikke ble funnet kredittverdige kommer seg inn i boligmarkedet. Hvis boligkostnadene viser seg å bli for høye, kan de selge seg ut med gevinst. Samtidig kan ytterligere førstegangsetablering bidra til fortsatt prisvekst og formuesgevinster for allerede etablert aktører. Dette resonnementet er imidlertid ikke risikostøttet, da adaptive forventninger har mest for seg på kort sikt. Sjansene for et brudd, et værskifte, øker over tid. Derfor innebærer en slik finansieringsform økt risiko, en risiko som tas i en situasjon der boligmarkedsrisikoen allerede vurderes som høy.

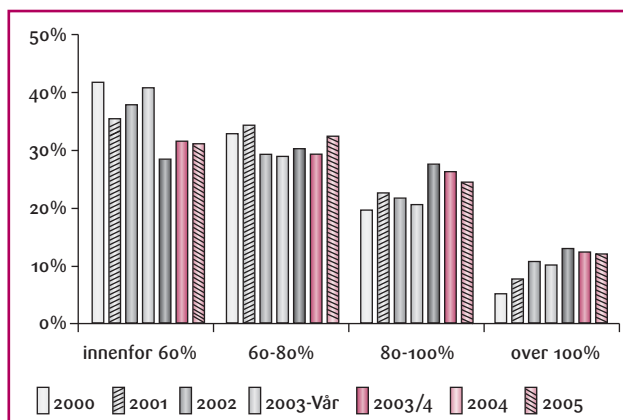
Alternativt til at lavere belåning skyldes en vridning i forholdet mellom innskudd og fellesgjeld er at en større del av kjøpene/nybyggingen er gjort av formuende foreldre som lar sine barn etablere seg med lavere belånte boliger. Sparebankforeningens spørreundersøkelse om husholdningenes økonomi høsten 2005 viser også at dette har et ikke ubetydelig omfang. Av de spurte i aldersgruppen 25-32 år får 35 prosent hjelp av foreldrene, hvorav 26 prosent har mottatt penger, 42 prosent har fått forskudd på arv og 24 prosent har fått foreldrene til å kausjonere (Sparebankforeningen, 2005). Mens formuende foreldre som støtter sine barn gjennom lavere belånte boliger reduserer risikoen på førstegangsetableringer, gjør vridninger i forholdet mellom innskudd og fellesgjeld det motsatte. Begge typer atferd er rimelig å forvente mot toppen av en prissyklus der prisnivåene er så høye at finansieringsstrukturen setter beskrankninger på fremtidig prisutvikling. Aktører med mulighet til å redusere sin risiko gjør det, mens de uten slike muligheter må øke sin risikoesponering dersom de ønsker å etablere seg i boligmarkedet.

Kredittilsynets boliglansundersøkelser fra 2004 og 2005 gir også indikasjoner på at det kan ha skjedd endringer i nybyggingens finansieringsstruktur i perioden. Boliglansundersøkelsen har siden 1994 undersøkt bankenes kredittpraksis på nye boliglån. Her kartlegges belåningsgrad, rentebinding og finansieringsformål for de 100 første boliglån i et utvalg banker fra en gitt dato. Sammenlignet med porteføljene som ble innrapportert i undersøkelsen 2003/2004 har andelen lån som går til kjøp/nybygging økt markert, og var høsten 2005 nær 8 prosentpoeng høyere enn den gang.

<sup>4</sup> Reportasjer bl.a. i *Kapital* 3/2005, *Dagens Næringsliv* 11/1-2005.

<sup>5</sup> De fleste kredittinstitusjoner vil i tilfelle med standard boliglån også skjelve til fellesgjelden som følger med kjøp av en andel i et sameie/borettslag. I en del av de nye borettslagene som her diskuteres synes finansieringsstrukturen mer uklar, både i forhold til fordelingen av gjeld mellom finansieringskilder og i forhold til klassifiseringen av fellesgjeld frem til eiendommen er overdratt andelseierne.

Figur 5 Andeler lån innenfor ulike belåningsgrader



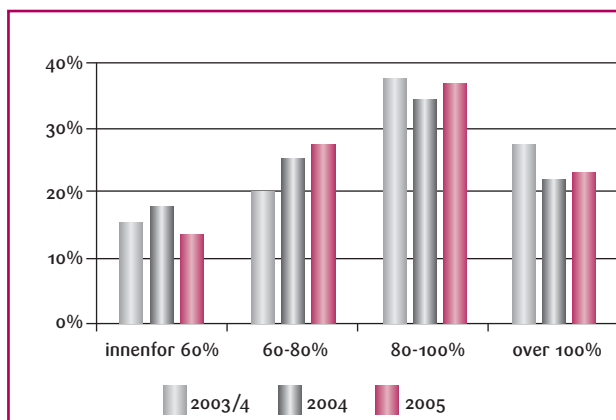
Kilde: Kredittilsynet (2006)

En slik økning er rimelig tatt den høye nybyggingen i betraktning. Normalt vil en slik vridning i finansieringsformål øke belåningsgraden i utvalget. Høsten 2004 falt imidlertid andelen lån med en belåningsgrad på over 80 prosent av verdigrunnet sammenlignet med høsten 2003/våren 2004. Reduksjonen i belåningsgrad falt ytterligere høsten 2005, hvor andelen lån med en belåningsgrad på over 80 prosent falt til 36,9 prosent, 2,3 prosentpoeng lavere enn høsten 2004. Når andelen lån til kjøp/nybygging øker, er det bemerkelsesverdig at andelen lån med en belåningsgrad på over 80 prosent faller. I 2004 falt også andelen med belåningsgrad på over 80 prosent når en kun ser på den delen av porteføljen som gikk til kjøp/nybygging alene. Når både boligpriser og yngre husholdningers gjeldsbelastning er svært høye, slik at den lavere belåningsgraden med liten sannsynlighet kan skyldes større egenkapitalinnskudd fra etablererne (boligbyggerne), er det overraskende at belåningsgraden faller. Både vridninger i forholdet mellom innskudd og fellesgjeld og økte etableringstilskudd fra foreldre kan gi redusert belåningsgrad på andelen som går til kjøp/nybygging alene. Fra 2004 til 2005 har belåningsgraden på lån til kjøp/nybygging igjen økt noe. Samtidig har veksten i nye boligprosjekter med endringer i fordelingsnøkkelen avtatt noe. I 2005 preges undersøkelsen dessuten av den veldige økningen i bankenes rammelån, gitt med pant i bolig, som har funnet sted. Disse er holdt utenfor undersøkelsen, men øker isolert sett betydningen av lån til kjøp/nybygging, og dermed belåningsgraden, i undersøkelsen.

I de tilfeller der et redusert kredittbehov følger av at den reelle boligprisen kamoufleres i fellesgjeld tar låntakeren en

<sup>6</sup> Se igjen *Kapital* 3/2005.

Figur 6 Belåningsgrad for lån til kjøp av bolig/nybygg



Kilde: Kredittilsynet (2006)

betydelig risiko. Siden potensielle betalingsproblemer ligger lenger fram i tid, har andelseieren gamblet på en fremtidig boligindeks, i tillegg til å ha skaffet seg husly. Med positiv seriekorrelasjon i boligprisene vil det å tippe boligprisen neste år på bakgrunn av prisen i år ofte stemme godt. Med en lengre horisont er imidlertid denne tomme-fingerregelen tvilsom. Eksogene sjokk i arbeidsledighet eller rente kan derfor raskt gi husholdningene problemer. I verste fall kan vi tenke oss at første avdrag på fellesgjeld faller sammen med en renteøkning eller bortfall av inntekt. Ekstra beklemmende er det å observere at deler av sameiene med høy fellesgjeld ikke synes å være dekket av husleiegarantiordninger,<sup>6</sup> slik at andelseierne er bundet sammen til masten, da en nabos eventuelle betalingsproblemer kan dukke opp på sameiets bord. I verste fall blir verdien på ens andelsleilighet negativ, fordi andelen fellesgjeld er høyere enn markedsverdien på boligen. Andelseierne havner da i en kollektiv skvis. Mest sannsynlig undervurderer enkelte husholdninger denne risikoen og satser på at trenden med stigende boligpriser fortsetter i overskuelig framtid. Med basis i en tankeramme med endogene boligmarkedsyklus induert av prosykliske kredittbeskrankninger som her er diskutert, er en slik posisjon farefull.

## 6 OPPSUMMERING

Førstegangsetablering virker drivende på alle boligmarkedssegmenter. Demografiske prosesser kan derfor ha sin naturlige innvirkning på boligprisutviklingen, men ikke alene forklare omfanget av førstegangsetableringer. Både viljen og muligheten til å kjøpe bolig påvirker hvordan,



og når, yngre husholdninger etablerer seg med egen bolig. I Norge hvor etablering i boligmarkedet er synonymt med kjøp av bolig, vil førstegangsetablerernes tilgang på kreditt derfor være en viktig drivkraft. Når kreditttrasjeringen er endogen, vil forventninger om prisvekst øke tilgangen på kreditt, mens forventninger om prisfall reduserer den. Førstegangsetablering vil derfor følge boligprissyklusen. Erfaringene fra de siste 20 årene viser at det er en nær sammenheng mellom boligpriser og førstegangsetablering, samt mellom utviklingen i boligpriser og gjeldsbelastning i yngre husholdninger. Når kreditttrasjeringen er endogen gir rentereduksjoner en betydelig økning i tilbudet av boliglån, knyttet til nåverdien av fremtidig boligformue, noe som vil forlenge en periode med prisoppgang betydelig.

Boligkjøp innebærer store låneopptak og betydelig gjelds- og formueskonsentrasjon mot boligmarkedet for førstegangsetablererne. I tilfellet der boligprisene vokser mer enn inntekten vil porteføljekonsentrasjonen tilta når boligprisene stiger. En stadig økende boligmarkedseksponering fra yngre husholdninger er en kilde til risikooppbygging i boligmarkedet. På lave prisnivåer kan forventninger om fortsatt prisvekst drive boligprisene gjennom økt kreditttilgang. Ettersom prisene kommer opp på høyere nivåer, vil bankenes restriksjoner på forholdet mellom gjeld og inntekt i husholdningene etter hvert kunne begrense tilgangen på kreditt. Da kan ikke kredittmarkedet stimulere ytterligere prisvekst gjennom fortsatt førstegangsetablering. Siste tidens tendens til at forholdet mellom innskudd og fellesgjeld endres i enkelte nye sam-eier og at foreldre øker etableringstilskudd til sine barn kan være indikasjoner på at kredittmarkedet ikke lenger er i stand til å drive boligprisene gjennom å fortsatt stimulere førstegangsetablering. Risikoen er da på sitt høyeste. Eiendomsforvaltere/utbyggere spekulerer dermed i å hente ut de siste prisgevinstene fra boligmarkedet ved å lette etableringen for risikoutsatte grupper, og isteden øke deres fremtidige bokostnader gjennom økt fellesgjeld. Slike etableringer representerer svært høy risiko, både for førstegangsetablererne selv, for bankene som finansierer slike boligkjøp og for boligmarkedet som sådan.

#### REFERANSER:

Andersen, A. (2001): «Høykonjunktur på boligmarkedet: Det er da de unge etablerer seg», *Samfunnsspeilet* 4/2001, Statistisk sentralbyrå, 28-32.

Andersen, A. (2002): «Yngre på boligmarkedet 1987-1997», Rapport 12/ 2002, Statistisk sentralbyrå, 28-32.

Askildsen, J. E. (1997): «Asymmetrisk informasjon i kredittmarkeder». I Torsvik, G. (red): *Informasjonsproblemer og Økonomisk Organisering*, Fagbokforlaget, 119-167.

Borgersen, T-A. og Greibrokk, J. (2005): «Boligpriser og Endogen Kreditttrasjering – Kredittsykluser, Formueseffekter og Markedsklaringsmekanismer», *Arbeidsnotat 2/2005*, Høgskolen i Finnmark.

Brekke, K. A. og D.E. Sommervoll (2002): «Hvordan kan det være vanskelig å etablere seg på boligmarkedet i 2002?», *Økonomiske analyser* 6/2002, Statistisk sentralbyrå, 59-64.

Filardo, A. J. (1996): «The Outlook for Housing: The Role of Demographic and Cyclical Factors», *The Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 3, 39-61.

Harding, T., H. O. A. Solheim og A. Benedictow (2004): «House ownership and taxes», Discussion Papers No. 395, 2004, Statistisk sentralbyrå.

Kredittilsynet (2005): «*Boliglånsundersøkelsen*».

Kredittilsynet (2006): «*Boliglånsundersøkelsen*».

Kredittilsynet (2006): «*Tilstanden i Finansmarkedet 2005*».

Kiyotaki, N. og J. Moore (1997): «Credit Cycles», *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.

Leamer, E. (2002): «*Bubble trouble? Your home has a P/E Ratio too*», UCLA Anderson.

Marcet A. og Sargent T., J. (1988): «*The Fate of Systems With «Adaptive» Expectations*, *The American Economic Review*» Vol. 78, No. 2, Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association (Mai, 1988), s. 168-172.

Moen, H. (1996): «*Kredittvurdering i bank*», BI.

Moum, K. (1989): «*Boligmarked, boligfinansiering og statsbanker*», Vedlegg 1B. I: *Penger og kreditt i en omstillingstid*. Norsk penge- og kredittpolitikk i årene som kommer, NOU 1989:1, 254-290.

NEF/Econ (2005): Eiendomsmeglerbransjens Boligprisstatistikk, mai 2005.

Norges Bank (2004): «*Finansiell stabilitet 1- 2004*».

Ortalo-Magne, F. og S. Rady (1999): «*Boom in, bust out: young households and the housing price cycle*», *European Economic Review* 43, 755-766.

Ortalo-Magne, F. og S. Rady (2001): «*Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints*». *CEPR Discussion Paper*, No. 3015.

- Poterba, J.M. (1984): «Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing. An Asset Market Approach» *Quarterly Journal of Economics* 99, 729-753.
- Røed Larsen, E. og Sommervoll, D. E. (2004): «Inequality of Housing? Evidence from Segmented House Price Indices», *Housing, Theory, and Society*, 2004, 21: 2, 77-88.
- Schiller, R. (1990): «Speculative Prices and Popular Models», *Journal of Economic Perspectives*, 4:2, 55-65.
- Schiller, R. (2005): «*Irrational Exuberance*», New Jersey: Princeton University Press.
- Sommervoll, D.E. (2004): «Inngangsbilletten øker mest». *Samfunns-speilet* 6/2004, Statistisk sentralbyrå, 13-18.
- Sparebankforeningen (2005): «Hovedresultater fra spørreundersøkelse om husholdningenes økonomi 2005», [www.sparebankforeningen.no](http://www.sparebankforeningen.no).
- Statistisk sentralbyrå (2004): «Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger, 2002», [www.ssb.no/emner05/ifus](http://www.ssb.no/emner05/ifus).
- Stein, J.C. (1995): «Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Downpayment Effects» *The Quarterly Journal of Economics*, 110, 379-405.