

Boligprisenes utvikling

Erling Røed Larsen

Boligprisene har steget mye i de siste tolv årene, og mange lurer på om prisene vil fortsette å stige fremover. Dersom det kommer et prisfall i boligprisene, vil noen husholdninger kunne stå igjen med negativ egenkapital. Dermed er det et ønske både blant økonomer og hos publikum om å forstå hva som driver og har drevet boligprisene. Når vi undersøker hvordan boligprisene har utviklet seg i forhold til andre priser, ser vi at boligprisene har steget mer enn konsumprisindeksen. Vi ser også at prisene på boliger i store byer har steget mer enn prisene på boliger andre steder. Samtidig har boligprisene steget mer enn husleiene og inntektene. Artikkelen studerer noen mulige faktorer bak disse endringene.

Innledning

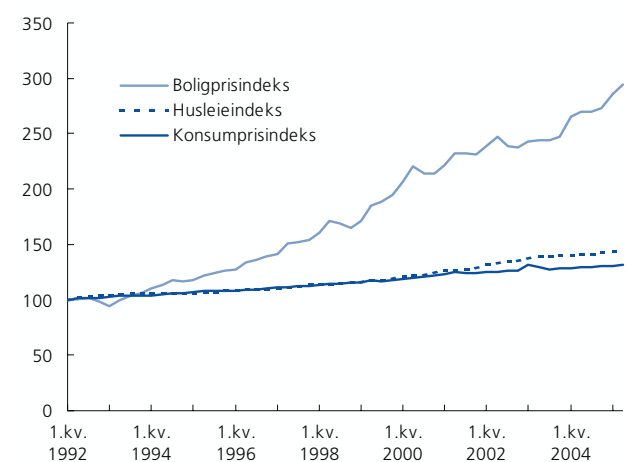
Boligprisene har steget svært mye i Norge og store deler av den vestlige verden de siste ti-tolv årene. Flere steder har boligens verdi økt tre eller fire ganger – og noen steder enda mer. Det betyr at egenkapitalen til noen husholdninger har fått et svært heldig løft, mens inngangsbilletten til egen bolig for andre husholdninger har blitt svært høy. Mens noen husholdninger lurer på om ikke mer av sparepengene skal kanaliseres inn i boligmarkedet, for eksempel i form av en oppgradering på størrelse, vurderer andre husholdninger å ta ut noe av formuesøkningen ved å selge seg ned, kjøpe en mindre bolig, og så leve godt for de frigjorte midlene. Samtidig sitter unge på gjerdet, og undrer seg på om de har råd til gode boliger. Riktignok er rentene nå lave, og det muliggjør betjening av lån som er mye større enn inntekten, men framoverskuende boligkjøpere lurer renteutviklingen framover. De frykter å ta på seg betalingsforpliktelser som de siden vil måtte gå fra. Alle spør seg om hvor lenge dette vil vare. For å kaste lys over svaret på det spørsmålet, må vi først svare på følgende spørsmål: Hvorfor har egentlig boligprisene steget så mye?

Dessverre er det ingen som fullt ut kan svare på det – og de som påstår de kan, skal vi være skeptiske overfor. Men vi kan likevel skissere noen grove trekk ved historien så langt, for videre å nøste opp underliggende faktorer og nærme oss en eventuell delvis forklaring.

La oss starte med å rapportere noen interessante samvariasjoner mellom boligpriser og andre variable. Deretter kan vi se om vi kan gjenkjenne noen mekanismer som likner på årsak-virkningsforhold. Økonomer registrerer for eksempel at det har skjedd endringer i en rekke prisforhold. For økonomer er prisforhold nær-

mest som barometre, de signaliserer endringer i trykk på pressområder, så slike endringer blir gitt stor oppmerksomhet. Samtidig observerer økonomer at det også har skjedd endringer på andre områder i økonomien, og nedenfor skal jeg presentere noen mulige virkemåter for boligmarkedet. Det vil være interessant å dvele en stund ved endringene i prisforhold, i og med at priser altså er uhyre viktige signaler på endringer i økonomien. Det er minst fem besnærende endringer: Prisene på boliger har steget mer enn andre priser. Figur 1 viser at boligprisindeksen har steget med 194 prosent i perioden fra 1. kvartal 1992 til 2. kvartal 2005 mens konsumprisindeksen i samme periode har steget med 32 prosent. Prisene på boliger i sentrale strøk har steget mer enn andre boligpriser. Prisene på små boliger i sentrale strøk har steget mer enn andre priser på boliger i sentrale strøk. Dessuten har eieprisene steget mye mer enn leieprisene. I tillegg har låneopptakene steget mye mer enn inntektene. Disse fem faktorene kommer en ikke utenom når en skal diskutere boligpriser, og nedenfor skal vi ta noen blikk på momenter som kan bidra til forståelse.

Figur 1. Boligprisindeks, husleieindeks og konsumprisindeks. 1992 1. kvartal-2005 2. kvartal



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Erling Røed Larsen er forsker ved Gruppe for skatt, fordeling og konsumentadferd (erling.roed.larsen@ssb.no)

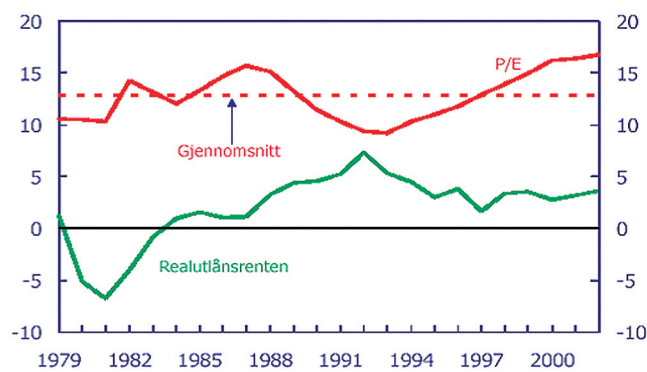
Ta som en oppvarming først en titt på noe som overrasker en del økonomer. Det er det nest siste punktet. En ville nemlig normalt ha antatt at en del av de faktorene som har drevet boligprisene opp – uansett hva det er – også ville ha drevet opp leieprisene. Slik har det ikke gått, og økonomer klør seg i hodet. Det er mulig å gjette på at forklaringen på dette punktet også henger nøye sammen med hovedårsak(e) til den voldsomme boligprisveksten.

Forholdet mellom eie og leie

Siden jeg nevnte denne rariteten, kan det være et naturlig å starte med nettopp det nest siste. For forholdet mellom eiepriser og leiepriser, den mye omtalte P/E-raten (for «price» og «earnings»), er nå mye høyere enn gjennomsnittet for det siste kvarte århundret. Dette skulle vi gjerne ha tall på, men SSBs boligindeks går ikke tilbake til 80-tallet. Derfor trekker jeg inn arbeid utført av andre i figur 2.¹ Den viser at mens gjennomsnittet har ligget litt over 13, og mens det var godt under 10 på begynnelsen av 90-tallet, nærmer det seg – med de siste par års markante hopp – nå rundt 20. Dette forholdet er viktig fordi erfaring viser at det er «mean-reverting», altså at det vender tilbake til sitt gjennomsnitt – over tid. Når det er høyt, vil det etter hvert bli lavere. Når det er lavt, vil det etter hvert bli høyere. Hvorfor er dette forholdet nå så høyt? Tja. En skulle for eksempel tro at dersom det var slik at folks ønske om å bo i byer, var det som drev boligprisene oppover, ja, så skulle flere husholdninger etter hvert finne det gunstig å leie i byer, og at det også ville drive leieprisene oppover. Noen poengterer raskt at eieprisene har steget så mye mer enn leiene fordi rentene nå er så lave, og at vi kan sette punktum der. Det har en viss porsjon plausibilitet, men bare en viss.

Grunnen er denne. Eieprisene kan stige når det er lettere å betjene lånene, og det er det som skjer når renten faller. Videre blir det enklere for utleiende å ta en lavere leie, når de selv står overfor lavere renter (kapitalkostnader på fagspråket) som leien skal hjelpe til med å betjene. Det gjør at eieprisene går opp, og leieprisene går ned – eller i hvert fall ikke stiger like mye. Men problemet er at denne P/E-raten ikke har beveget seg helt i tråd med rentenivåene – over tid. Det er altså et misforhold kronologisk mellom årsak og virkning her. Dersom P/E-raten skulle stå i et nært forhold til renten, og renten alene, så ville vi forvente at den alltid gikk opp når renten gikk ned, og motsatt. Det har ikke alltid vært tilfelle. Realrenten, altså den nominelle renten fratrukket inflasjon, er prisen på forbruk i dag målt i hvor mye det fortrenger forbruk i morgen. Når realrenten er lav, er det fristende å slå til på en del store kjøp, fordi de virker billige. De forskyver ikke så mye forbruk i morgen. Problemet med å benytte realrenten som forklaringsfaktor, er at den ikke har variert så mye, og i hvert fall ikke slik at den

Figur 2. Forholdet mellom eiepriser og leiepriser i Norge siden 1979



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

forklarer hele boligprisakselerasjonen. Dermed kan vi si at akkurat hvorfor eieprisene er så mye høyere enn leieprisene, hittil bare er delvis forstått.

Boligpriser versus andre priser

Det blir mer sammensatt. Det er ingen automatikk i at boliger skal stige i pris. Historisk har slike priser gått begge veier, og i store land som Tyskland og Japan har boligprisene falt det siste tiåret. I England har boligprisene flatet ut eller falt litt, etter en enormt bratt prisstigning i tiåret før. Dersom brukte boliger blir dyre, er alternativet alltid å bygge nytt. Nye boliger blir bare dyrere å bygge dersom byggekostnadene (for eksempel lønningene) stiger, eller dersom tomteprisene stiger i pris. SSB kunne 20. september i år melde at mens prisindeksen for nye eneboliger siden 1. kvartal 1993 hadde steget med 115 prosent og konsumprisindeksen med 28 prosent, så hadde byggekostnadsindeksen i samme periode for enebolig i tre steget med 46 prosent.

Lønningene i boligsektoren har ikke steget så mye, men tomteprisene ser ut til å bli dyrere. Da nærmer vi oss en mulig forklaringsfaktor. Befolkningen kan ha skiftet appetitt på boliger i sentrum av byer. Siden områder som Grünerløkka og Majorstua har begrenset plass, og siden det finnes strenge regler på bygging i høyden, vil økt etterspørsel etter slik posisjon, gi økte priser. Siden boligene står der allerede, bakes tomteprisen inn i bruktboligprisen. Så når en kjøper en toromsleilighet på Majorstua, betaler en ikke bare for det fysiske ved boligen. En betaler også for retten til å ha boligen sin plassert i et attraktivt strøk. Med andre ord betaler en for beliggenhet – akkurat som munnhellet om «beliggenhet, beliggenhet, beliggenhet» antyder.

Bilkøer skaper et sentralitetspremier

Vi kan si at vi står overfor en økning i sentralitetspremier – høyere priser – for sentralt beliggende tomter. Folk er villige til å betale mer for å bo helt nær origo i

¹ Det betyr at jeg er takknemlig overfor dem som har utarbeidet figuren.

et områdes koordinatsystem. Noen økonomer har pekt på at dette er en interessant reversering av en lang trend som fulgte etter at bilene ble oppfunnet. For når bilen ble oppfunnet, var det plutselig ikke så viktig hvor du bodde. Selv om du bodde et stykke utenfor byen, så kunne du med bil straks befinne deg i sentrum, likevel – noe hestetransport ikke kunne tilby. Dermed falt villigheten til å betale for sentrumsnære strøk, se DeLong (2005).

Etter hvert som veiene inn til sentrum har nådd kapasitetsgrensen, har det oppstått køtendenser, og med køene lang reisetid. Da stiger villigheten til å bo sentrumsnært igjen, for bilen kan ikke lenger frakte deg raskt dit du ønsker å være. Det oppstår en tendens til at folk søker seg mot mer sentrale områder slik figur 3 antyder. Men det skulle bety at de andre tomtene – de som ligger langt fra sentrum – blir billigere?

Cafe latte-faktoren

I så fall: hvorfor veier ikke de billigere opp for de dyrere, slik at boligprisene i snitt forblir uendrede eller bare øker svakt? Her må svaret først og fremst være at styrken på de to effektene er forskjellig. Prisen på sentral beliggenhet stiger mer – mye mer – enn prisen på usentral beliggenhet. Videre kan det være flere av de sentrale tomtene som omsettes. Internasjonalt ser denne trenden ut til å være en fellesfaktor. Folk stimuler seg sammen i urbane hot-spots – for eksempel et trendy kvarter. Unge mennesker søker de hippe by-områdene, og denne utviklingstendensen har blitt gitt et navn: cafe latte-faktoren.

Slike endringer i preferanser, og hvordan de oppstår er vanskelige å forstå fullt ut, men det er rimelig å anta at de har en sammenheng med endringer i samfunnets produksjonsprofil for øvrig – ikke bare bilkøene. Når flere blir klesdesignere, programarkitekter og markedsanalytikere, og når slike jobber lokaliseres i store byer, så må designerne, arkitektene og analyti-

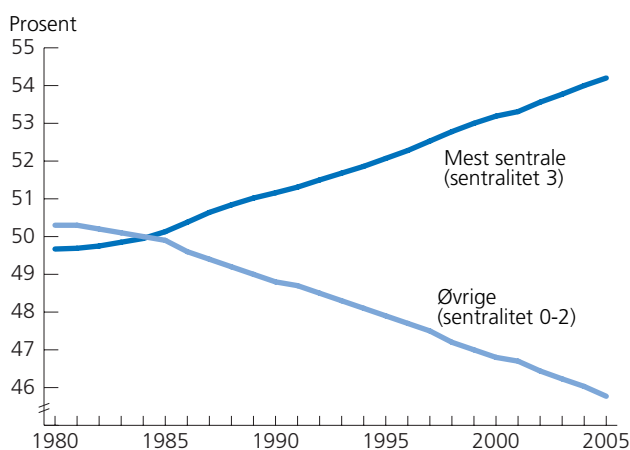
kerne bo i store byer. Problemet med en slik forklaring er imidlertid at slike endringer normalt tar lang tid, og boligprisene har steget bratt på kort tid. Igjen virker det som om det er et misforhold mellom tidsprofilen til årsaken og virkningen.

Demografiske årsaker til boligprisendringer

I en økonomi vil boligmarkedet og boligmassen være dynamisk. Når det ikke er god korrespondanse mellom befolkningsprofilen og boligprofilen, så vil relative priser endre seg for å ta hensyn til overskuddsetter-spørselen. Da vil bygging av de etterspurte typene bolig akselerere. En annen måte å se dette på, er å forestille seg den vanlige befolkningspyramiden med ulike aldersgrupper angitt som tykkelse. Vi tenker oss en tilsvarende pyramide med de boligene som passer best til de ulike aldersgruppene. Dersom de to pyramidene er svært forskjellige, tenker økonomer seg at det oppstår press i økonomien – i form av prisendringer – som skal bidra til å redusere forskjellen mellom pyramidene. Husk nå at det finnes en rekke mulige befolkningspyramider, ikke bare langs aldersdimensjonen. Husholdningsstørrelse, samlivssituasjoner, flyttemønstre, utdanningslengder og yrkesvalg er andre dimensjoner. I sum innebærer dette at når befolkningens sammensetning og valgmonstre endrer seg, så vil boligmassen også måtte endre seg.

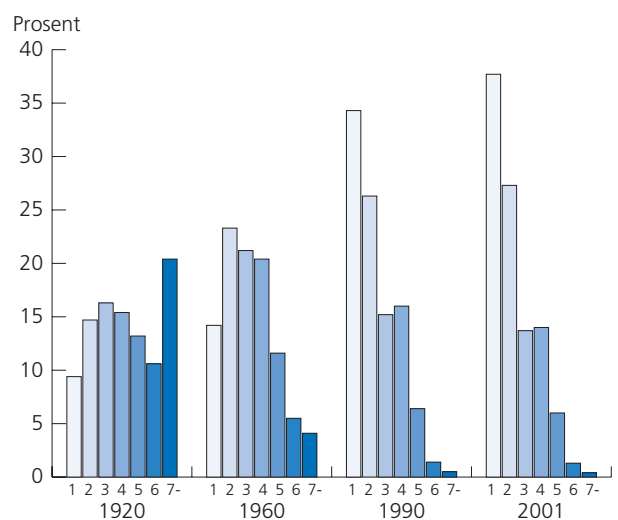
Figur 4 viser at enpersonhusholdninger har blitt mye vanligere enn før, og det gir støtet til økt etterspørsel av små leiligheter. Virkelig store husholdninger, slike som er på 7 personer eller mer, var den mest vanlige typen i 1920, men er i dag i praksis forsvunnet. Slike endringer i husholdningssammensetning kan gå raskere enn endringer i boligmassen, og det vil gi en impuls til ulik prisutvikling for ulike objekter. Spørsmålet er bare om slike befolkningsendringer likevel går særlig raskt. Uansett kan vi for vårt formål her åpne for at befolkningen ofte endrer seg raskere enn boligsam-

Figur 3. Andel av den norske befolkningen i mest og mindre sentrale områder



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 4. Frekvens av ulike husholdningsstørrelser i Norge de siste 80 år



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

mensetningen, og da vil i mellomtiden prissignaler fungere som koordineringsinstrumenter for å kanalisere boliger dit betalingsvilligheten (og antakelig behovet) er størst.

Størrelsene på husholdningene er igjen skapt av dype-religgende sosiologiske forhold. I Norge foreligger det en tendens til at husholdningene blir mindre. Hvorfor? Årsakene ligger i økt skilsmissefrekvens, oftere samlivsbrudd, og høyere debutaldre for samboerskap. Folk er rett og slett single lengre, og blir single oftere i moden alder. Dette vil øke etterspørselen etter små, hensiktsmessige boliger på gunstige steder – slike som single eller aleneforeldre behøver. Samtidig er det en sammenheng mellom Norges produksjonsprofil, yrkes-sammensetning og geografisk spredning av nettopp yrkene. Muligens, slik jeg antydte ovenfor, ser vi en trend mot yrker som har basis i byer. Da vil dette skifte også behovet for hvor boligene skal ligge, og prisene vil reflektere slike skift.

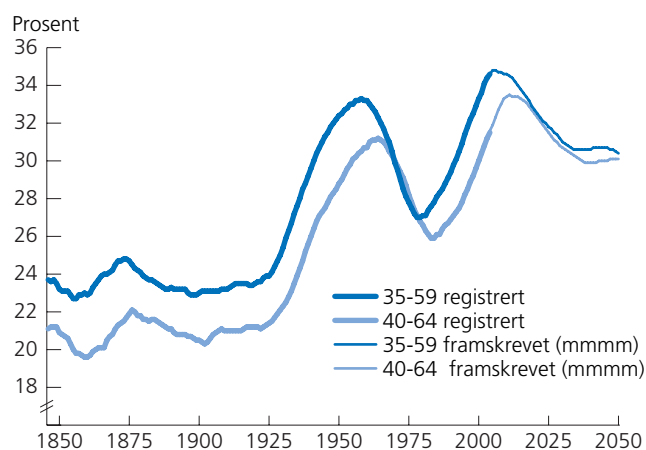
1946-kullet og boligprisene

Den kjente økonomen Poterba har nylig vist at det er en sammenheng mellom aksjekurser i USA og andelen av befolkningen som er mellom 40 og 65 år: Når det er mange som er i aldersgruppen *middelaldrende*, så er aksjekursene høye. Når det er få som er i samme aldersgruppe, er aksjekursene lave. Poterba tror mekanismen er at over livsløpet sparer folk mest mellom de 40 og de 65.

Mellom 40 og 65 år er inntekten gjerne høyere enn forbruket. Det er da folk betaler lån og sparer til alderdommen. Og det er da de posisjonerer seg i verdiobjekter som aksjer i Statoil eller leilighet på Majorstua. Dette er en beskrivelse av atferd i mikro – altså hva den enkelte gjør. Mekanismen over til makro – altså til hva vi samlet sett gjør – kan være: Når mange folk er i gruppen som sparer, så sparer nasjonen mye. I USA er aksjer mer vanlig som plasseringsobjekt enn i Norge. I Norge er det typisk boligen vi sparer i.

Så hva skjer i Norge? Anekdoter forteller at 50-årige småinvestorer i Sandefjord kjøper en leilighet eller to på Majorstuen for sine ledige midler. Mange folk i beste (spare-)alder plasserer midler nettopp i fast eiendom, for å slå tre fluer i ett smekk: Det hjelper barna når de studerer, og skal etablere seg. Dessuten er både avkastningen høy på grunn av at skattereglene er gunstige. Vi skal se nedenfor at skattereglene åpner for at en husholdning kan redusere formuesskatten ved at den plasserer ledige midler i bolig. Kanskje har neste års 60-åringer – det store kullet som kom etter krigen i 1946 – bidratt til at børsen har satt all-time-high og til at boligprisene har slått alle rekorder. SSBs demograf Helge Brunborg har plottet andelen av befolkningen i det vi kan kalle sparedyktig alder for de siste årene samt å framskrive andelen de nærmeste årene.

Figur 5. Andel av befolkningen i alderen 35-59 år og 40-64 år, 1850-2050. Norge



Kilde: Helge Brunborg, SSB. Note: "Reg" representerer registrert folkemengde. MMMM (middels levealder, fruktbarhet, innenlands mobilitetsnivå og nettoinnvandring) representerer mellomalternativet i befolkningsframskrivningene fram til 2050. Sjekk <http://www.ssb.no/emner/02/03/folkfram/>. Flere alternativer ville ha vist spriket mellom ulike forutsetninger i framskrivningene.

I figur 5 ser vi at denne andelen når en tidlig topp rundt 1960. Da kan det imidlertid være problematisk å sammenlikne med boligmarkedet fordi det da var betydelige kredittrestriksjoner. Men så registrerer vi at de sparedyktige befolkningsgruppene når en bunn på slutten av 70-tallet og begynnelsen av 80-tallet, for så å stige bratt helt fram til omkring år 2010. Dette er tidspunktene for når de enorme etterkrigskullene begynner å entre fasen for sparealder. Prognosene sier at andelen av befolkningen som er i aldersgruppene 35-59 år og 40-64 år faller etter 2010 og fram mot 2040, hvor andelen stabiliserer seg. Følger vi Poterbas hypotese, var dette elementet en av flere pådrivere for det siste tiårets økning i boligprisene. Forlenger vi Poterbas hypotese, er de fallende andelen av folk i sparealder altså en av flere effekter som vil bidra til mindre etterspørsel framover etter boliger som verdiobjekter å plassere sparemidler i.

Skatteregler og eiefordeler

Det er klart at en boligeier sitter med en del skattemessige fordeler framfor en boligleier. Renteutgifter kommer til fratrukk på selvangivelsen, så en del av rentene betales av det offentlige. Leien betales i sin helhet av leietaker, og kan ikke trekkes fra på skatten, så en slik asymmetri favoriserer selveiere. Samtidig vil en husholdning som vurderer å skifte fra å eie til å leie, oppdage at idet husholdningen selger boligen sin, så synliggjøres formuen på en bankkonto. Tidligere, mens husholdningen eide boligen, var denne formuen også i husholdningens besittelse, men den var urealisert og vurdert svært lavt av likningsmyndighetene. Likningstaksten for boliger er som regel svært mye lavere enn reell verdi. Så en husholdning som velger å selge sin eierbolig, for så å leie, vil oppdage at mens

de tidligere kanskje ikke betalte formuesskatt, må de plutselig gjøre det (hvis salgsprisen er større enn boliglånet, som da innfris). Dette fordi en bolig til en million bare ble beskattet som verd et brøkdelt, mens en bankkonto på en million beskattes som eksakt en million. Riktignok er beløpet ikke skyhøyt, for med satser på 0,9% og 1,1% (og ta medminstefradrag og innslagspunkt for den høyere satsen²) blir noe under ni tusen kroner. Men det er likevel en månedsleie for mange. Dessuten kan boligsalg plutselig synliggjøre mye større formuer enn på en million. Det foreligger derfor et politisk opprettet insentiv til ikke å gå fra eiemarkedet til leiemarkedet. Vi noterer oss at disse reglene kan forklare et høyt nivå på P/E-raten, men endringer i P/E-raten fordrer endringer i skattereglene for at det skal være samsvar mellom forklaringsfaktorer og det forklarte.

Dette er uansett viktig i forståelse av hvordan normen om «alltid å eie» i norske husholdningers valg har oppstått. Mens det i utlandet, ja, en skal ikke lenger enn til Sverige, er slik at mange velger å leie, er det grovt sett bare en av fem som leier i Norge. For selv om det finnes noen fordeler ved å leie, så vil disse fordelene måtte sees opp mot den statssubsidierte sparingen (som foreligger i og med rentefradragene) og den offentlige avgiften på å leie (som foreligger i og med asymmetrien i formuesvurderingen av bankkonti og boligverdi). Da kan det oppstå en situasjon hvor det å leie bare betraktes som et midlertidig, nødvendig onde under for eksempel studietid, mens det er om å gjøre å komme seg inn i boligmarkedet fortest mulig etterpå.

En eier har selvsagt ytterligere fordeler ved at hun kan leie ut deler av boligen – skattegunstig – og har rett til å endre boligen etter egen smak. Betaling av avdrag er dessuten selvpåtvunget sparing, og psykologisk sett ser det ut som om sparing er noe mange kan finne vanskelig uten en viss form for tvang. Men en leier har også en del fordeler som vi ikke skal glemme. Det er jo nettopp disse som gjør at leiemarkende i utlandet kan være store, særlig i byer og for visse befolkningsgrupper. En leier kan for eksempel flytte raskt, til kjæreste eller jobb, uten å måtte ta omkostningene ved et salg eller usikkerheten ved å finne en leietaker. De kan være betydelige. Kanskje oppnås ikke forventet pris – fordi det fantes makroøkonomiske usikkerheter på den tiden en ville selge eller fordi de rette personene tilfeldigvis ikke kom på visning. Kanskje kommer ikke den rette leietakeren, eller kanskje er boligen av den typen som de fleste vil eie, og så får en ikke leid ut. Disse uromomentene slipper man når man leier. Samtidig slipper en leietaker ansvaret for eventuelle store og alvorlige problemer som avdekkes ved boligen. Det kan være alt fra fuktskader til at nabolaget endrer karakter – for eksempel hvis en vei eller et høyhus skal anlegges eller

utbygges. Vi sier at en leietaker har visse gunstige opsjoner (til å flytte), og at eier har visse premier som skal betales (for retten til å endre objektet).

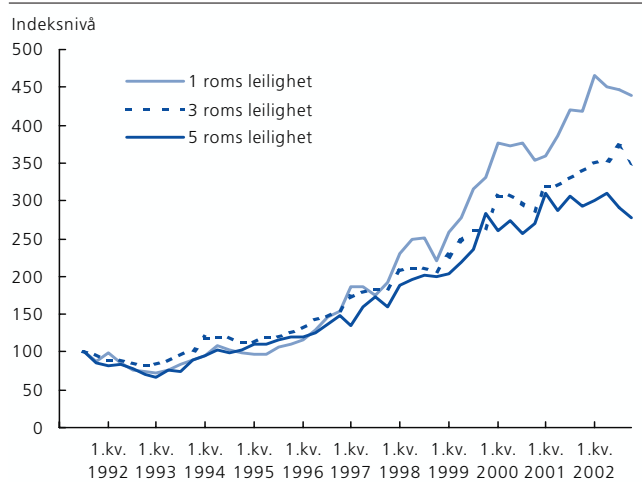
Priser på små boliger

En skulle ved første øyekast tro at dersom små boliger i sentrale strøk stiger så mye i pris, så ville utbyggerne se sitt snitt til å bygge mange nok til at små boliger ikke blir dyrere enn store boliger. For å komme videre, må vi her introdusere litt mer økonomi. For når noe blir dyrere, sier økonomer at husholdningene opplever en *substitusjonseffekt* og en *inntektseffekt*. Substitusjonseffekten innebærer at vi flytter forbruket vårt bort fra det dyre til det billige. Inntektseffekten sier at når en vare blir dyrere, så er det som om vi får dårligere råd, og da kan vi også endre forbruket – også på varer som *ikke* har blitt dyrere. I sum betyr det at (bortsett fra i sære tilfeller) vi som regel kjøper mindre av det som blir dyrere. Når boliger stiger i pris, og inntektene er uendret, så skulle en altså tro at vi skulle kjøpe mindre av boliggodet. I virkeligheten er jo ikke inntektene uendret, så inntektsøkninger kan oppveie effektene ovenfor. I tillegg vil de som eier, også oppleve en formuesøkning i form av at deres egenkapital har økt når boligverdien har økt. Både inntektsøkninger og egenkapitaløkninger kan tas ut i form av høyere boligkonsum. I realiteten snakker vi da om en substitusjonsvirkning, to inntektsvirkninger og en formuesvirkning. Og da begynner det å bli sammensatt.

Å kjøpe mindre av bolig, betyr å kjøpe færre kvadratmeter. Legg nå merke til at det å kjøpe mindre av bolig, ikke nødvendigvis betyr at vi har færre utgifter til bolig, for når vi kjøper færre kvadratmeter, men prisen per kvadratmeter stiger, så vil resultatet på utgiftsstørrelsen avhenge av hva som er størst – reduksjonen i kvadratmeter eller økningen i kvadratmeterprisen.

Følg resonnementet videre. Utgiftene som sådan er ikke det vi her og nå er mest interesserte i; vi vil se på kvadratmeterne – for det er et viktig kjennetegn. Når boligpriser stiger, så er det naturlig å forvente at folk kjøper færre kvadratmeter. Det betyr at det virker en effekt som får husholdningene til stadig å orientere seg til mindre og mindre boliger. Men akkurat som ingen kan gå på null sekunder i skøyter (ifølge Hjallis), kan ingen heller bo på null kvadratmeter. Det finnes nedre tålegrenser, og under den vil ikke folk gå – da øker de heller utgiftene litt (og går sjeldnere på kino). Dette skyldes at vi må ha dusj, toalett, kjøleskap, komfyr, seng, TV, bord og sofa. Så en kommer ikke noe særlig under 30 kvadratmeter før det begynner å bli alvorlig trangt. Når da folk orienterer boligforbruket sitt nedover i kvadratmeter, så blir det samling i bunnen. Husholdningstyper, for eksempel single nyutdannede, som tidligere bodde på 40 kvadrat-

² Minstefradraget er 151 000 for klasse 1. Formuesskatten øker til 1,1% for formuer over 540 000 i klasse 1.

Figur 6. Prisstigning på OBOS-leiligheter i perioden 3. kvartal 1991-4. kvartal 2002

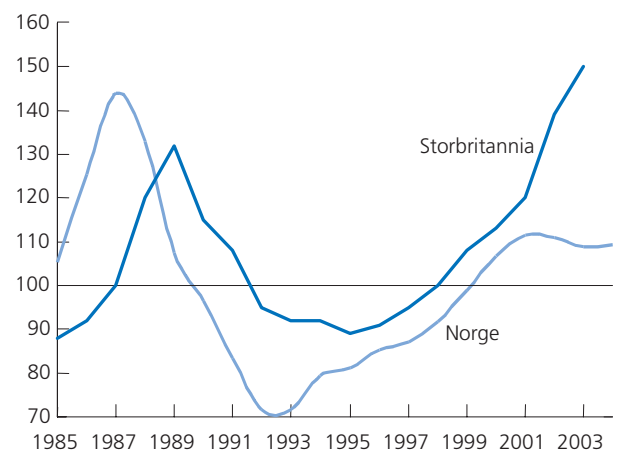
Kilde: Røed Larsen og Sommervoll (2004).

metre, tar til takke med 30. Ettersom tiden går, velger de som tidligere bodde på 50, for eksempel nyutdannede par, først redusere boligforbruket sitt til 40, dernest til 30. Og slik fortsetter tilpasningsprosessen nedover, og medfører at det blir stadig flere som ønsker å kjøpe smått.

Mens kvadratmeterprofilen tidligere spredte seg jevnt fra 30 til 100, kan vi etter hvert se en pukkel helt nederst ved 30. Hvis tilbudet ikke holder tritt, så vil denne økte etterspørselen presse kvadratmeterprisen oppover slik figur 6 antyder. Tilbudet kan heller ikke med letthet holde tritt, for det er laget politiske begrensninger på hvor stor andel av et nytt bygg som kan bestå små leiligheter. Da får kvadratmeterprisen på små leiligheter et slags «politisk påslag» i pris og store familieleiligheter et «politisk avslag» i pris.

Boligpriser og inntekter

Det er klart at boligprisene ikke kan løpe fra inntektene over tid. Grunnen er at boligkjøpene finansieres med lån, og at lånene betjenes ved å betale renter og avdrag av inntekten. Dersom renter og avdrag for en husholdning blir høye i forhold til inntekten, vil dette by på problemer for husholdningen. Den må kutte ned på annet forbruk, eller selge – og kjøpe seg noe mindre. Også dette forholdet – lån delt på inntekt – er «mean-reverting». Det vender altså typisk tilbake til sitt gjennomsnitt. Da er det verdt å legge merke til at i de siste ti-tolv årene har boligprisene steget mye mer enn inntektene. I begynnelsen kunne dette forklares med at på slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet, så hadde boligprisøkningene (de var negative) vært mye mindre enn inntektsøkningene. Dermed kan vi si at den første delen av boligprisenes spurt måtte til for å ta igjen inntektene i dette «mean-reverting»-forholdet. Men nå har boligprisene i en periode økt mer enn inntektene, og forholdet mellom gjennomsnittlig boligpris og gjennomsnittlig inntekt er høyt, slik figur 7 viser.³

Figur 7. Boligpris i forhold til inntekt. Indeks hvor gjennomsnittet for 1985-2003 = 100. Norge og Storbritannia¹

¹ For Storbritannia er det målt i forhold til perioden 1975-2003.

Kilde: Cicero Consulting, NEF, EFF, ECON, FINN.no, Statistisk sentralbyrå og The Economist.

snittlig boligpris og gjennomsnittlig inntekt er høyt, slik figur 7 viser.³

Siden det er inntektene som til syvende og sist skal betale lånene, kan et slikt høyt forholdstall varsle framtidig problematikk. Ikke nødvendigvis, for hvis rentene er lave i lang tid framover, så blir det lettere for inntektene å betjene høye lån enn tidligere ettersom renteutgiftene er lavere. Da sier vi at forholdet har fått et varig skift oppover, og dermed kan husholdningene forsvare en høyere kvotient boligpris/inntekt. Det innebærer at hvorvidt P/I-kurvens midtpunkt permanent har flyttet seg oppover eller ikke, avhenger av hvorvidt midtpunktet til realrenten permanent har flyttet seg nedover eller ikke.

Psykologi

Professor Miles i England og professor Shiller i USA har studert flere fasetter ved den psykologiske komponenten i boligmarkedet. Miles (2004) oppdager en myopia – altså nærsynhet – hos en del boligkjøpere. Det viser seg at en del boligkjøpere tar som utgangspunkt at nåværende lave renter vil vare langt inn i framtiden. En vil innvende at kredittinstitusjonene, bankene, ville advare dem om at de må legge inn justeringer om rentestigninger. Men potensielt ser bankene på sin egen situasjon, og posisjonerer seg slik at så lenge de har sikkerhet i boligen, så vil det avgjørende for dem ikke være om husholdningene faktisk kan betjene lånet eller ikke, men om boligen er verdt mer enn lånet. Anekdotiske bevis forteller at bankenes kamp om markedsandeler er hardere enn før, slik at vanskelighetene med å få innvilget lånesøknader er færre enn før.

Det springende punktet blir så hva bankene tror om boligprisstigningen. Professor Shiller (1990) har i en

³ Igjen har jeg fått låne andres arbeid. Figur 7 er presentert med tillatelse av Espen Frøyland, Senter for statlig økonomistyring.

berømt artikkel vist at mange mennesker benytter seg av en såkalt tilbakeskuende teknikk når de skal spå videre gang i boligprisene: lineær ekstrapolering. Kort fortalt betyr det at folk bruker en linjal til å trekke opp boligprisutviklingen de siste årene, for eksempel de siste fem årene, og så forlenger de streken inn i framtiden – for å spå utviklingen de neste fem årene. Imidlertid kan en slik teknikk ikke fange opp *knekkpunkter*. Dersom det er slike modeller bankene benytter (modeller uten knekkpunkter), så kan det oppstå en situasjon med noen selvforsterkende mekanismer: Husholdningene etterspør boliglån fordi de tror rentene forblir lave, fordi inntektene deres stiger, fordi boligene skal stige i pris – eller alle tre. Bankene er villige til å gi lån, for de tror boligprisene skal videre opp, og fordi det da innebærer at de har sikkerhet i et objekt som i verdi er større enn husholdningenes lån. Det betyr at boligmarkedet får større fallhøyde.

Ønsket om kapitalgevinst

En av grunnene til at boligmarkedet – og andre markeder for verdiobjekter – er så vanskelige å forstå, ligger i at prisene påvirkes av forventninger og ønsker om kapitalgevinst. Et verdiobjekt har to avkastningstyper: den ene er en strøm av betalinger, dividende for aksjer og boligjenester for en bolig (for eksempel leieinntekter); den andre er prisøkningen når objektet selges. Mens den første kan observeres eller estimeres løpende, vil den siste først være synlig ved realisering. La oss se nærmere på en mekanisme som kan forvanske forståelsen av markedet. *Forventningene* om en stor prisstigning kan i seg selv drive prisene opp, og således være selvforsterkende og selvoppfyllende. Samtidig kan rasjonelle investorer hoppe på spiralen, til tross for at de mener at verdiobjektet er overpriset. Deres begrunnelse er at så lenge andre tror prisene går opp, så vil de gå opp, og da henger de seg på stigningen, men planlegger å hoppe av i tide. En slik strategi forsterker oppgangen. Vi sier så at det har oppstått et inter-dependent spill der aktører kjøper fordi andre aktører kjøper. De andre aktørene kjøper fordi de første kjøper.

Legg nå merke til at dette ikke forutsetter tilstedeværelse av spekulative investorer eller aktører som kjøper mer enn en bolig. Selv i et marked der folk kun kjøper for å bo i egen bolig, kan det oppstå inter-dependent spill. Hvis Hansen boliger stiger i pris fordi Pedersen tror boliger skal stige i pris, og Pedersen tror boliger skal stige i pris fordi Hansen tror det, er spillet inter-dependent. Da kan Hansen by mye fordi Pedersen gjør det. Pedersen byr enda høyere fordi Hansens bud signaliserer høyere verdi.

Dermed kan boliger tilhøre en klasse objekter som opplever brå prisstigninger og brå prisfall. Psykologien avgjør retningen. Legg merke til at vi ikke sier at disse objektene alltid vil ha en slik prisutvikling, men at de noen ganger *kan* ha det. Dette fordi en eventuell pris-

oppgang som har røtter i fundamentale forhold som demografi, nye smakspreferanser, nytt flyttemønster, begrenset tilbud, dyrere byggekostnader eller høyere standard kan gå over til å bli selvforsterkende og selvforlengende dersom boligkjøpere ekstrapolerer prisstigningen. En rekke husholdninger byr da det de tror er det nye nivået til markedet, selv om dette opplevde nivået har et ustabil, psykologisk påslag. Det vil i markedet også kunne rekrutteres kjøpere som håper på kapitalgevinst, som ytterligere forsterker prisspiralen. I en slik situasjon vil småinvestorer kjøpe fordi avkastningen på bolig er bedre enn på andre objekter, og derved bidra til å heve etterspørselen. Men når noen begynner å selge – enten fordi rentene stiger eller fordi andre eksterne sjokk treffer boligmarkedet – kan tilsvarende forventninger om kapitaltap gjøre seg gjeldende. Da selger mange, og til fallende priser. Legg nå merke til at det kan vises at selv om markedet ikke utsettes for eksterne endringer, så kan et slikt ustabil marked gli over i en fase med fallende priser. Om det skjer, kan avhenge av de psykologiske momentene.

Oppsummerende merknader

Boligprisene svinger. Historien viser at de kan nå høye toppe og dype daler. Det ligger ingen automatikk i at boligprisene (nominelle og reelle) skal stige for all tid, men noen komponenter av boligen kan ha en stigende pristrend. Et eksempel i boligmarkedet er elementet «posisjon nær sentrum» – eller tomtetypen. Siden det ikke lages land mer, er areal et knapt gode. Det betyr at posisjoner i området som stadig blir mer etterspurt, vil stige i pris. Hvis vi tenker på Oslo som et koordinatsystem, der origo er Slottet, så vil koordinatene rundt origo være laget en gang for alle – de kan det ikke lages flere av i to dimensjoner (altså langs bakken). Riktignok kan det bygges i høyden, men der foreligger det politisk vedtatte begrensninger. Da vil posisjon i forhold til sentrum i hovedstaden likne på andre ikke-kopierbare goder – som malerier, kunstgjenstander og sjeldne metaller. Tilbudssiden kan ikke lage flere av dem, og da vil økt etterspørsel slå ut i økte priser.

Imidlertid kan det bygges nye boliger andre steder, og tilstedeværelsen av nybygging fungerer som en buffer for boligprisstigning. Økt tilbud gir fallende priser for konstant etterspørsel. Når servicetilbud og infrastruktur som T-bane, trikk, buss og tog bygges ut, vil også fjerntliggende områder kunne være interessante for dem som ellers ønsket å bo sentrumsnært.

Boligmarkedet er et komplisert marked fordi boliger både tilbyr et konsumgode og en investeringsmulighet. Det første gjør at alle trenger det; det siste gjør at spekulasjon kan oppstå. Da kan det noen ganger forekomme situasjoner der prisstigning blir selvforsterkende, og leder til en spiral der alle tror prisene skal stige fordi alle andre tror prisene skal stige. Dette er uhel-

dig, fordi en slik trend vil bli brutt, og noen ganger er bruddene dramatiske. Da kan noen husholdninger bli overrasket av markedet, og plutselig befinne seg i en situasjon der de har negativ egenkapital, for høye betalingsforpliktelser, eller begge deler. Dette fører til dypt vanskelige sosiale problemer og finansiell ustabilitet for samfunnsøkonomien.

Referanser

DeLong, J. B. (2005): Houses in the Air, tilgjengelig online via Project Syndicate. Bruk: <http://www.projectsyndicate.org>

Miles, D. (2004): *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, London: HM Treasury.

Røed Larsen, E. og D. E. Sommervoll (2004): Boligprisene i Oslo på 1990-tallet, *Økonomiske analyser*, 2/2004, s 17-22, Oslo: Statistisk sentralbyrå.

Shiller, R. J. (1990): Speculative Prices and Popular Models, *Journal of Economic Perspectives*, **4**: 2, s 55-65.