

Hefur hækkun fasteignaverðs aukið kerfisáhættu á fjármálamörkuðum?



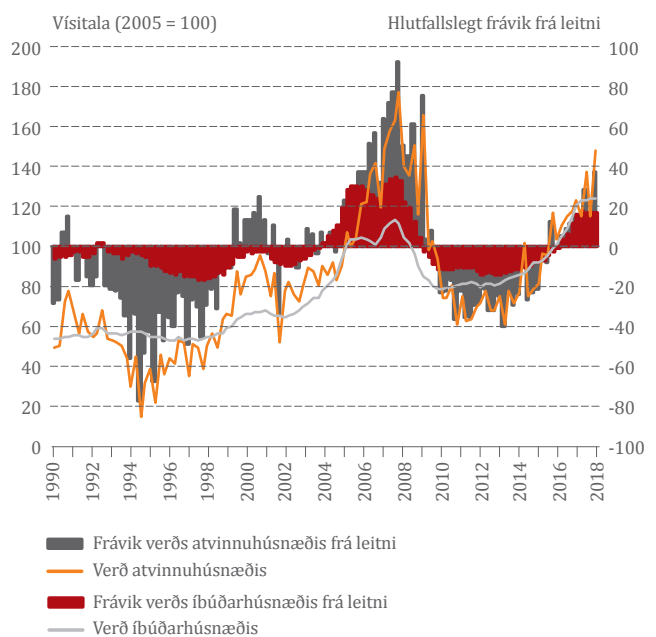
Jón Guðjónsson,
sérfræðingur í
þjóðhagsvarúð

Verðþróun á fasteignamörkuðum getur haft mikil áhrif á stöðu fjármálafyrirtækja.¹ Stór hluti af útlánnum fjármálastofnanna, til bæði heimila og fyrirtækja hér á landi, eru tryggð með veði í fasteignum. Almennt séð eru slík lán áhættuminni frá sjónarhóli lánveitandans en lán sem veitt eru án veðs. Þegar kreppir að í hagkerfinu geta hins vegar komið upp þær aðstæður að vanskil fasteignalána aukast á sama tíma og verðmæti fasteigna rýrnar verulega. Við slíkar aðstæður verða endurheimtur af lánum minni og útlánatap fjármálastofnanna eykst. Ef lánum í vanskilum fjölgar mikið á stuttum tíma getur það enn fremur valdið fjármálastofnunum alvarlegum erfiðleikum og leitt til þess að þær dragi verulega úr útlánnum. Í kjölfarið kunna umsvif í hagkerfinu að dragast enn frekar saman sem leiðir til þess að staða fyrirtækja og heimila versnar enn. Þannig getur orðið keðjuverkun þar sem lækkun fasteignaverðs leiðir til samdráttar í útlánvexti sem svo leiðir af sér frekari lækkun fasteignaverðs. Óhóflegar verðhækkningar á fasteignamörkuðum geta því hæglega grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins og aukið áhættu í hagkerfinu því á endanum geta þær leitt til verðfalls.

Óhóflegar verðhækkningar leiða stundum af sér markaðsbólur sem skilgreina má sem hringrás verðhækkana sem knúnar eru áfram af sjálfuppyllandi væntingum markaðarins.² Miðað við þá skilgreiningu þarf tvennt til þess að mynda bólu: aðstæður sem hrinda af stað verðhækkunum og að aðilar á mörkuðum myndi sér væntingar um að þær verði viðvarandi. Þar sem það tekur tíma að byggja nýjar fasteignir eru fasteignamarkaðir í eðli sínu sérstaklega sveiflukenndir og því auknar líkur á að á þeim myndist bólu samanborið við aðra markaði.³ Uppruna fasteignabóla má skipta í tvo flokka eftir því hvort þær byggja á skynsamlegum væntingum markaðsaðila um framtíðina eða ekki.⁴ Fasteignabólur sem byggja á skynsamlegum væntingum eiga uppruna sinn í verðhækkunum sem ráðast af samspili framboðs og eftirspurnar til skemmri tíma og verða oftast til þegar eftirspurn eykst skyndilega. Fasteignabólur sem byggja ekki á skynsamlegum væntingum myndast hins vegar af tilviljunarkenndum ástæðum sem tengjast hvorki væntu framboði né eftirspurn.

Síðastliðin ár hefur fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað talsvert. Því er vert að spyrja hvort um verðbólur sé að ræða og hvort umræddar hækkningar kunni að ógna fjármálastöðugleika. Á mynd 1 má sjá þróun raunverðs íbúðar- og atvinnuhúsnaðis á höfuðborgarsvæðinu frá 1990. Verð íbúðarhúsnaðis hefur verið að hækka frá því um mitt ár 2012 en verð atvinnuhúsnaðis frá því um mitt ár 2013. Hraði verðhækkana var mestur árin 2016 og 2017 en síðan þá hefur hægst töluvert á þeim. Séu verðhækkningar settar í samhengi við sögulega þróun fasteignaverðs má sjá að raunverð íbúðarhúsnaðis er nú hærra en nokkru sinni fyrr. Raunverð atvinnuhúsnaðis er hins vegar enn sem komið er nokkuð undir því sem hæst gerðist árið 2007. Mikilvægt er þó að taka tillit til þess að langtíma leitni raunverðs fasteigna hér á landi hefur verið upphallandi síðustu áratugi. Þannig má sjá að þrátt fyrir að raunverð íbúðarhúsnaðis sé hærra nú en á árunum fyrir 2008 eru

Mynd 1: Verðsveiflur íbúðar- og atvinnuhúsnaðis



1. Leitni metin með HP síu þar sem $\lambda = 400,000$.

3. Verð atvinnu- og íbúðarhúsnaðis hafa verið raunvirt yfir á verðlag ársins 2018 með VNV.

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Þjóðskrár Íslands

¹ Sjá t.d. Hilbers o.fl (2001), Davis og Zhu (2009) og Zhu (2005).

² Case og Shiller (2003).

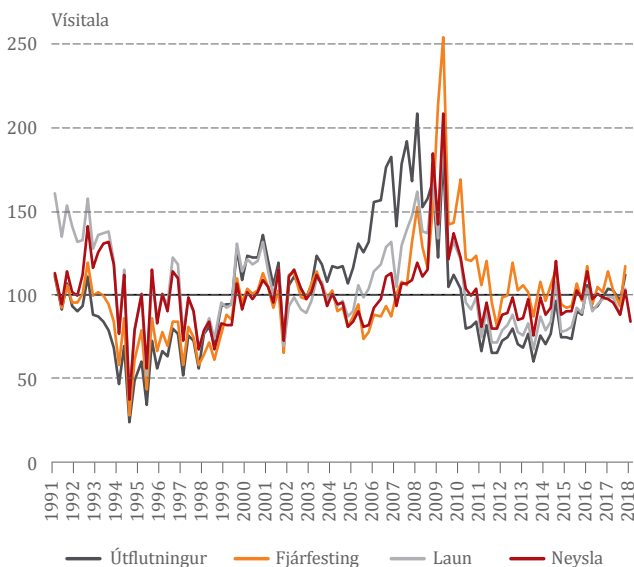
³ Sama heimild.

⁴ Glaeser, Gyourko og Saiz (2008).

frávik þess frá leitni engu að síður minni og sömu sögu er að segja um atvinnuhúsnæði. Þetta bendir til þess að uppsveiflan á fasteignamörkuðum árin 2004-2008 hafi verið ívið meiri en sú sem nú stendur yfir.

Við könnun á fasteignamörkuðum er þó mikilvægt að horfa ekki eingöngu til verðbreytinga heldur þarf einnig að skoða samhengi verðs og þeirra undirstöðupátta sem ákvarða framboð og eftirspurn á markaðnum til lengri tíma.⁵ Sé fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu skoðað í samhengi við hagfræðilega undirstöðupætti, svo sem þróun launa, virðist það almennt vera í nokkuð góðu jafnvægi við núverandi aðstæður. Á mynd 2 má sjá vísitölur sem lýsa þróun helstu undirstöðupátta og raunverðs atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu. Þegar vísitala er hærrí en 100 gefur það til kynna að verð sé ofmetið í samanburði við þann undirstöðupátt en þegar vísitala er lægri en 100 gefur það til kynna að verð sé vanmetið.

Mynd 2: Hlutfallsleg þróun verðs atvinnuhúsnæðis og helstu undirstöðupátta



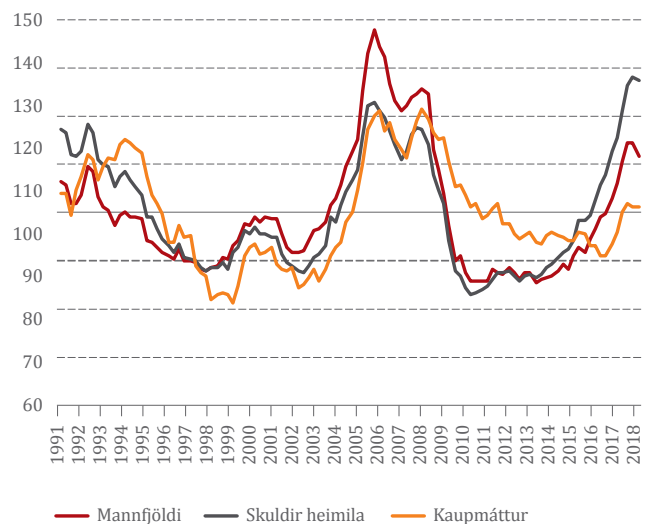
1. Grunnur vísitalna byggir á tölfræðilegu mati á langtímasambandi hvernar breytu og verði atvinnuhúsnæðis.

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Þjóðskrár Íslands og útreikningar FME.

Vísitölur fyrir atvinnuhúsnæði gefa til kynna að verð þess hafi verið vanmetið á árunum eftir 2008 og að verð hafi ekki farið að leita aftur í langtíma jafnvægi fyrr en árið

2013. Sem stendur er verð atvinnuhúsnæðis nokkurn veginn í jafnvægi við alla undirstöðupætti og því lítil merki um verðbólgu á þeim markaði. Hækkunarir síðastliðin ár virðast þannig að mestu hafa falið í sér leiðréttingu á vanmati.

Mynd 3: Hlutfallsleg þróun verðs íbúðarhúsnæðis og helstu undirstöðupátta



1. Grunnur vísitalna byggir á tölfræðilegu mati á langtímasambandi hvernar breytu og verði íbúðarhúsnæðis.

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Þjóðskrár Íslands og útreikningar FME.

Á mynd 3 má sjá sambærilegar vísitölur fyrir verð íbúðarhúsnæðis. Líkt og með atvinnuhúsnæði gefa þær í skyn að íbúðarhúsnæði hafi verið vanmetið á árunum eftir 2008 en að verð hafi farið að leita aftur í jafnvægi árið 2013. Ólíkt atvinnuhúsnæði hafa verðhækkunarir á íbúðarhúsnæði síðustu ár þó leitt til þess að tvær af vísitölunum gefa nú merki um að ójafnvægi sé á húsnæðismarkaði. Þó verður að hafa í huga að ójafnvægið er ekki endilega tilkomið vegna verðhækkanna einna og sér heldur getur einnig verið að undirstöðupættirnir sjálfir séu í tímabundnu ójafnvægi. Þegar vísitalan fyrir skuldir heimila er skoðuð er til að mynda líklegt að hátt gildi hennar skýrist af óvenju hægri þróun skulda heimila síðustu ár í samanburði við verðhækkunarir íbúðarhúsnæðis. Skuldavöxtur heimila kann því að fara að taka við sér á næstu misserum og vísitalan mun þá mögulega leita í jafnvægi.

⁵ Sjá t.a.m. Koetter og Poghosyan (2010).

Kveikjan að þeirri fasteignabólu sem myndaðist hér á landi á árunum fyrir 2008 var aukið aðgengi almennings að lánsfé og slakari kröfur um veðsetningarhlutföll. Þetta varð til þess að eftirspurn jókst langt umfram framboð og verð hækkaði hratt. Afleiðingin varð bóla sem knúin var áfram af miklu framboði lánsfjár, ekki ósvipuð þeirri sem varð til í Bandaríkjunum á sama tíma.⁶ Í dag eru hins vegar gerðar auknar kröfur til lántakenda og í gildi eru lögbundin takmörk á veðsetningarhlutföllum nýrra lána sem veitt eru til kaupa eða endurfjármögnunar á íbúðarhúsnæði. Eins og sjá má á mynd 3 er verð íbúðarhúsnæðis enn í jafnvægi við kaupmátt. Þetta er þvert á það sem gerðist á árunum 2005-2008 þegar húsnæðisverð hækkaði langt umfram kaupmátt. Í ljósi þessa er ólíklegt að verðhækkunar íbúðarhúsnæðis sé hægt að rekja til svipaðrar bólu og á árunum 2005-2008. Verðhækkunar á íbúðarmarkaði síðustu ár eiga eflaust frekar rætur að rekja til aukins hagvaxtar og þenslu. Sé um bólu að ræða á íbúðamarkaði myndi hún því að öllum líkindum falla í fyrri flokkinn hér að ofan og eiga sér uppruna í verðhækkunum vegna aukinnar eftirspurnar og skorts á framboði. Árin 2016 og 2017 (þegar verð íbúðarhúsnæðis hækkaði hraðast) var hagvöxtur sérstaklega kröftugur og eðlilegt er að það taki framboð íbúðarhúsnæðis einhvern tíma að bregðast við aukinni eftirspurn.

Samkvæmt framansögðu virðast því enn sem komið er ekki sjáanleg merki um að fjármálastöðugleika stafi veruleg ógn af útlánum með veði í fasteignum, en það kann þó að breytast. Verð atvinnuhúsnæðis hefur almennt sveiflast meira en verð íbúðarhúsnæðis hér á landi. Þetta hefur þær afleiðingar að atvinnuhúsnæði er almennt áhættusamara veð en íbúðarhúsnæði. Þó að verð atvinnuhúsnæðis sé sem stendur ekki óhóflega hátt er því engu að síður ástæða til að fylgjast grannt með áframhaldandi þróun þess. Hvað varðar íbúðarhúsnæði er ekki fullkomlega ljóst hvort bóla sé til staðar á markaðnum. Sé svo virðist hún þó ekki sérstaklega stór í samanburði við þá sem myndaðist á árunum 2005-2008 auk þess sem hún hefur hugsanlega þegar náð hámarki sínu þar sem hægt hefur verulega á hækkan íbúðarverðs síðastliðið ár. Viðvarandi framboðsskortur getur verið varhugaverður í þessu sambandi. Merki eru um að breyting sé að verða þar á og að framboð íbúða sé

hægt og rólega að taka við sér, sem kann að hægja enn frekar á verðhækkunum.⁷ Engu að síður er ástæða til þess að fylgjast grannt með samspili skuldavaxtar heimila og íbúðarverðs næstu misseri, sér í lagi í ljósi biturrar reynslu árána 2005-2008.

Heimildarskrá

Case, K. E., & Shiller, R. J. (2003). Is there a bubble in the housing market?. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(2), bls 299-342.

Davis, E. P., & Zhu, H. (2009). Commercial property prices and bank performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(4), bls 1341-1359.

Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). *Housing supply and housing bubbles*. National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. w14193.

Hilbers, P. L. C., Zacho, L. S., & Lei, Q. (2001). *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Working paper Nr. 01/129.

Koetter, M., & Poghosyan, T. (2010). Real estate prices and bank stability. *Journal of Banking & Finance*, 34(6), bls 1129-1138.

Mian, A., & Sufi, A. (2009). The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the US mortgage default crisis. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), bls 1449-1496.

Zhu, H., 2005. The importance of property markets for monetary policy and financial stability. *Real Estate indicators and Financial Stability*, 21, bls.9-29.

⁶ Sem lýst er ágætlega í Mian og Sufi (2009).

⁷ Þetta má sjá í árlegri íbúðartalning Samtaka iðnaðarins.