

## Fasteignamarkaður og lóðaverð

### Stiklað á stóru

Í sérefni Greiningardeildar að þessu sinni eru orsakir hækkana á fasteignamarkaði til umfjöllunar. Farið er m.a. yfir þróun fasteigna- og lóðaverðs á síðustu árum og lagt mat á hve fasteignamarkaðurinn geti hækkað mikið þegar til lengri tíma er litið, að teknu tilliti til nýrra lána á lægri vöxtum. Gerð er grein fyrir spá Greiningardeildar um þróun fasteignaverðs á árinu og jafnframt velt upp þeirri spurningu hvort fasteignaverð sé ofmetið í vísitölu neysluverðs.

- Fasteignaverð er 7% undir meðaltali síðustu 12 ára samkvæmt kaupmáttarmælikvarða - miðað við fjármagnskostnað og laun - þrátt fyrir miklar hækkningar að undanfögnu.
- Eftir hækkningar á fasteignaverði síðustu 6 mánaða er verð húsnæðis, miðað við laun og vexti, svipað og það var áður en nýju íbúðalán bankanna litu dagsins ljós í ágúst á síðasta ári.
- Allt bendir til þess að hækkun vaxta á árunum 1999-2000 hafi slökkt í fasteignamarkaðinum næstu tvö ár á eftir þrátt fyrir mikinn eftirspurnarþrýsting sem var til staðar.
- Síðastliðin 13 ár hefur meðal fjármagnskostnaður lækkað um 43% ef miðað er við markaðsvexti eða úr 7,5% í byrjun árs 1992 og niður í um 4,3% í lok árs 2004.
- Fasteignamarkaðurinn er ekki jafn hátt metinn og hann var á árunum 1999-2001 sé litið til þess að vaxtakostnaður fasteignalána hefur lækkað um 30% frá þeim tíma og kaupmáttur fólks á fasteignamarkaði er einfaldlega mun meiri.

**25. febrúar 2005**

**Greining KB banka**  
[greining@kbbanki.is](mailto:greining@kbbanki.is)

### SKÝRSLUNA UNNU:

**Ásgeir Jónsson**  
[asgeir@kbbanki.is](mailto:asgeir@kbbanki.is)  
 Sími 444 6957

**Snorri Jakobsson**  
[snorri@kbbanki.is](mailto:snorri@kbbanki.is)  
 Sími 444 6955

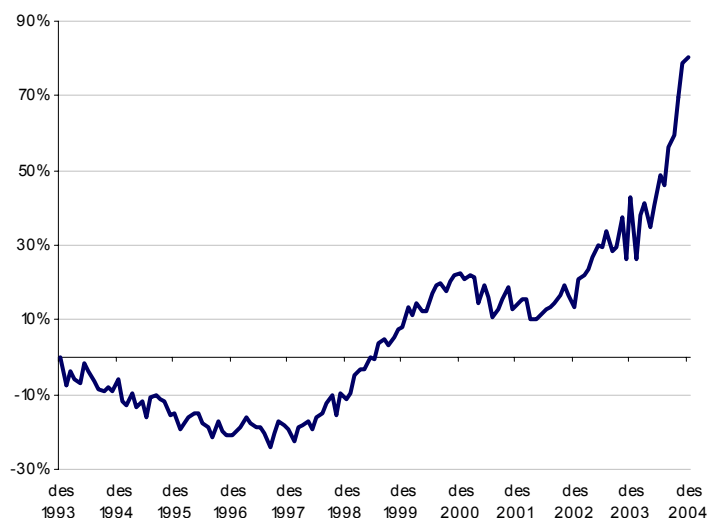
**Steingrímur Finnsson**  
[steingrimura@kbbanki.is](mailto:steingrimura@kbbanki.is)  
 Sími 444 6953

### Ábyrgðarmaður

**Þórður Pálsson**  
[toti@kbbanki.is](mailto:toti@kbbanki.is)  
 Sími 444 6950

### Breytingar á lóðaverði á höfuðborgarsvæðinu

– breyting frá janúar 1994



Þær upplýsingar sem hér koma fram eru unnar af starfsmönnum KB banka og eru byggðar á upplýsingum frá aðilum sem taldir eru áreiðanlegir. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar spár starfsmanna KB banka á hverjum tíma sem geta þó breyst án fyrirvara. Kaupþing Búnaðarbanki hf. ber á engan hátt ábyrgð á þeim upplýsingum sem hér koma fram né á þeim viðskiptum sem gerð eru á grundvelli þeirra. Vinsamlega hafið samband við sérfræðinga KB banka áður en ákvörðun um viðskipti er tekin.

- Lóðaverð hefur hækkað um 80% frá ársbyrjun 1994 og 55% af hækkun fasteignaverðs síðastliðin 11 ár má rekja til hærra lóðaverðs en 45% má rekja til hækkunar byggingarkostnaðar.
- Greiningardeild spáir því að fasteignaverð muni koma til með að hækka um 20% í ár á höfuðborgarsvæðinu og því er ljóst að viðvarandi hiti verður á fasteignamarkaði í ár.
- Mikilvægt er að huga vel að landnýtingu innan höfuðborgarsvæðisins, en það hefur viljað brenna við að opinberir aðilar noti mjög verðmætt byggingarland undir starfsemi sem ætti vel heima annars staðar.
- Það er mikilvægt að gæta jafnræðis í lóðaúthlutunum með uppboðum.
- Lóðauppboð hækka ekki fasteignaverð – gagnstætt því sem oft hefur verið haldið fram.
- Fasteignamarkaður er einn skilvirkasti markaður landsins og því getur enginn aðili héraendis stjórnað verði á þessum markaði, þar sem það myndi krefjast alveg gífurlegra kaupa á fasteignum.
- Eftir 1990 hefur mjög stór ung kynslóð komist til vits og ára. Þetta fólk hélt lengi að sér höndum á fasteignamarkaði sökum þess að efnahagsástand var fremur slæmt, vaxtastig hátt og fjármagnsskömmun gerði fólki með lítið eigið fé erfitt fyrir. Af þessum sökum var mikil undirliggjandi eftirspurn sem hefur verið að koma fram á síðustu árum.
- Tillkoma fasteignaheildsala er aðeins ein varðan í viðbót á leið til aukinnar verkaskiptingar í byggingariðnaði frá því sem var á árum áður er fólk í ólíkum starfsgreinum byggði hús sín sjálf
- Hins vegar getur þessi nýuppgötvaða stétt spennt upp fasteignaverð með spákaupmennsku en hins vegar er mjög líklegt að áhrif þeirra séu mjög ofmetinn í þessu sambandi þar sem fasteignamarkaðurinn á höfuðborgarsvæðinu er stór og velta mikil
- Fasteignaheildsalar stunda spákaupmennsku líkt og hefur tíðkast athugasemdalaust á öðrum mörkuðum. Slíka iðju er ekki hægt að banna í frjálsu þjóðfélagi, en þessir aðilar eru að taka mjög mikla áhættu með slíkum kaupum því verð á fasteignamarkaði getur hæglega lækkað
- Ljóst er að miðað við núverandi fyrirkomulag á mælingu húsnæðiskostnaðar í vísitölu neysluverðs munu vera miklar sveiflur í vísitölunni.
-

## Ágrip

### Hærra lóðaverð – aukinn þroski

Hægt er að vissu leyti að líta á hækkun lóðaverðs sem þroskamerki eða þenslumerki eftir atvikum. Annars vegar sýnir hækkunin að höfuðborgarsvæðið hefur náð þeirri stærð að staðsetning innan svæðisins er farið að skipta verulegu máli fyrir verðlagning húsnæðis. Hins vegar sýnir hækkunin að veruleg umfram eftirspurn er eftir húsnæði sem gæti síðan hæglega snúist yfir í umframframboð á næstu árum. Líklega má rekja hærra lóðaverð til beggja þessara þátta.

### Lóðaverð og byggingarkostnaður

Kostnaður við nýtt íbúðarhúsnæði saman stendur annars vegar af greiðslu fyrir staðsetningu, þ.e. lóðaverði, og hins vegar byggingarkostnaði. Lengi skipti byggingarkostnaður mestu, enda var lóðum lengi úthlutað gegn vægu gjaldi. Lágt lóðaverð er líklega ein helsta ástæðan fyrir því að byggð hefur verið svo dreifð á höfuðborgarsvæðinu og nánast var farið með land sem ótakmarkaða auðlind og nýtnin því að vonum slæm. Vægi þessara tveggja kostnaðarþátta nú hefur verið að snúast við og lóðakostnaðar hefur hækkað verulega samhliða því að skortur hefur skapast á byggingalandi. Er nú svo komið að lóðaverð er orðið allt að því helmingur kostnaðarins við að byggja ný hús sem er svipuð þróun og þekktist í borgum erlendis.

### Ástæður hærra lóðaverðs

Borgin hefur þanist út án þess að framfarir hafi átt sér stað á helstu umferðaræðum borgarinnar og ferðartími lengst verulega frá kjarna til jaðars. Af þeim sökum hefur orðið mun eftirsóknarverðara að eignast húsnæði er liggur miðsvæðis, en einnig hljóta launahækkanir að skipta máli fyrir lóðaverð þar sem fólk hefur meiri tekjur til að verja til kaupa á eftirsóknarverðri fasteign út frá stærð eða öðrum eiginleikum. Loks hefur framboð á lóðum ekki brugðist sérstaklega vel við hækkunum á lóðaverði, m.a. vegna þess að mörg bæjarfélög hafa haft kostnað fremur en tekjur af nýjum lóðum.

Hins vegar eru það vextir skipta höfuðmáli fyrir lóðaverð af tvennum sökum. Í fyrsta lagi leiða lægri vextir til þess að almenningur ber minni kostnað af því að kaupa sér staðsetningu til þess að spara sér akstur til vinnu, þjónustu eða afþreyingu. Í öðru lagi leiða lægri vextir til þess að eftirsókn eftir stærri eignum og sérbylí vex þar sem tiltölulega auðveldara er að fjármagna dýrara og gæðameira húsnæði. En íbúðir í sérbylí þurfa hlutfallslega meira rými en íbúðir í fjölbýli og af þeim sökum verður aukin ásókn eftir slíkum eignum til þess að kynda undir hærra lóðaverði.

### Uppboð á lóðum

Mikilvægt er að huga vel að landnýtingu innan höfuðborgarsvæðisins, en það hefur viljað brenna við að opinberir aðilar noti mjög verðmætt byggingarland undir starfsemi sem ætti vel heima annars staðar. Ennfremur er mjög mikilvægt að gæta jafnræðis í lóðaúthlutunum með uppboðum sem geta auk þess verið mjög mikilvæg tekjulind. Slík lóðauppboð hækka ekki fasteignaverð – gagnstætt því sem oft hefur verið haldið fram. Ástæðan er einfaldlega sú að verð í slíkum útboðum miðast við áætlaða eftirspurn. Byggingaraðilar kaupa lóðirnar og selja síðan á markaðsvirði hverju sinni. Það myndi engu breyta ef lóðirnar væru gefnar þar sem byggingaraðilar myndu eftir sem áður selja húseignina á markaðsvirði og taka andvirði lóðarinnar sem hagnað.

### **Fasteignaheildsalar**

Fasteignamarkaðurinn er einn skilvirkasti markaður landsins ef miðað er við bæði fjölda seljenda og kaupenda. Enginn aðili hérlendis getur stjórnað verði á þessum markaði þar sem það myndi krefjast gífurlegra kaupa á fasteignum. Á undanförunum viku hefur nýyrðið fasteignaheildsalar orðið til yfir þann hóp manna sem stundar slíka spákaupmennsku á fasteignamarkaði, sem er raunar fullkomlega sambærileg við þá spákaupmennsku sem stunduð er athugasemdalaust á öðrum mörkuðum.

Hægt er að leggja tvenna merkingu í þetta nýja heiti. Annars vegar er ljóst að fasteignaheildsalar auðvelda fjármögnun byggingaraðila eða verktaka með því að kaupa ófullbúnar byggingar. Með þessum formerkjum eru fasteignaheildsalar einfaldlega fjármögnunaraðilar sem taka söluáhættuna þar sem verktakarnir þurfa ekki að hafa áhyggjur af því að koma fullbúnum eignum í verð. Tilkoma fasteignaheildsala er þannig aðeins ein varðan í viðbót á leið til aukinnar verkaskiptingar í byggingariðnaði frá því sem var á árum áður þegar fólk byggði húsin sjálft. Hins vegar getur þessi nýuppgötvaða stétt spennt upp fasteignaverð með spákaupmennsku en mjög líklega eru áhrif þeirra mjög ofmetinn þar sem fasteignamarkaðurinn á höfuðborgarsvæðinu er stór og velta mikil.

### **Markaðurinn ódýrari en 1999-2000**

Eftir hækkunir á fasteignaverði síðustu 6 mánaða er verð húsnæðis, miðað við laun og vexti, svipað og það var áður en ný íbúðalán bankanna litu dagsins ljós í ágúst síðastliðnum. Samt sem áður er fasteignamarkaðurinn ekki jafn hátt metinn og hann var á árunum 1999-2001 sé litið til þess að vaxtakostnaður fasteignalána hefur lækkað um 30% frá þeim tíma og kaupmáttur fólks á fasteignamarkaði er einfaldlega mun meiri. Raunar bendir allt til þess að hækkun vaxta á árunum 1999-2000 hafi í raun slökkt í fasteignamarkaðinum næstu tvö ár á eftir þrátt fyrir mikinn eftirspurnarþrýsting sem þá var til staðar. Eftirspurnin braust síðan aftur út um leið og vextir hófu að lækka og kom fram með fullum þunga þegar fjármagnsskömmtnun var afnumin síðasta haust.

### **Töluverðar hækkunir í spilunum**

Af þessu er hægt að draga þá meginályktun að töluverðar hækkunir séu enn eftir á fasteignamarkaði sökum þess að Seðlabanka Íslands hefur ekki heppnast að hreyfa við raunvaxtakröfunni á lengri enda vaxtarófsins þrátt fyrir ítrekaðar hækkunir skammtímavaxta. Eins og staðan er nú er fasteignaverð enn 7% undir meðaltali síðustu 12 ára samkvæmt ofangreindum kaupmáttarmælikvarða þrátt fyrir miklar hækkunir að undanförunum. Söguleg meðaltöl segja þó lítið um það hversu hátt markaðurinn getur farið, hvort hann sé ofmetinn eða hvenær hann lækki.

### **Vormenn Íslands**

Eftir 1990 hefur ný stór kynslóð komist til vits og ára. Þetta fólk hélt lengi að sér höndum á fasteignamarkaði sökum þess að efnahagsástand var fremur slæmt, vaxtastig hátt og fjármagnsskömmtnun hamlaði kaupum. Þessi kynslóð lét hins vegar til skarar skríða eftir 1999 en nær ekkert hafði verið byggt af nýju húsnæði árin á undan. Af þeim sökum hækkaði fasteignaverð mjög snarpt sem hefur kallað á auknið framboð upp úr 2001 og allt frá þeim tíma hafa umsvif í byggingariðnaði vaxið gríðarlega og fleiri og fleiri nýjum íbúðum hefur verið varpað inn á markaðinn. Staðan er þó enn sú að framboðið virðist ekki enn anna eftirspurn. Þetta er grunnrótin að hækkun fasteignaverðs á síðustu árum.

### **Hættan við offramboð**

Venjan er sú að byggingariðnaðurinn er seinn í gang að bregðast við aukinni eftirspurn, enda tekur ávallt nokkurn tíma að útbúa lóðir og byggja á þeim. Hann er einnig seinn til þess að bregðast við samdrætti í eftirspurn þar sem nokkurn tíma tekur að klára þau byggingarverkefni sem byrjað hefur verið þegar tíðin var góð. Sú hættu liggur síðan í leyni að þetta síðan snúist við á næstu árum, þegar eftirspurninni hefur verið svarað en byggingariðnaðurinn heldur samt áfram að dæla nýju húsnæði á markaðinn. Við slíkar aðstæður skapast hættu á skarpri verðlækkun vegna offramboðs. Slíkt hefur reyndar oft gerst áður á Íslandi en með þeim formerkjum að raunvirðið hefur lækkað í kjölfar verðbólgu skella þegar fasteignaverð hefur staðið í stað.

### **Þjagaðar mælingar á verðbólgu**

Miðað við þær aðferðir sem notaðar eru við mælingar á verðbólgu hérlendis kemur húsnæðisliðurinn mjög sterkt inn í vísitölu neysliverðs miðað við það sem þekkist í mörgum öðrum löndum. Ennfremur má færa fyrir því sterk rök að sú aðferð sem notuð er til þess að meta húsnæðiskostnað í vísitölu neysliverðs taki ekki til greina varanlega lækkun raunvaxta á síðustu árum og ofmeti því raunverulegan húsnæðiskostnað. Ástæðan er einkum að Hagstofa Íslands notar fimm ára meðaltal af raunvöxtum hérlendis og þeim sökum hefur lækkun vaxta á síðustu tveim árum nær enga vigt þrátt fyrir að hækkun fasteignaverðs að undanförmu megi rekja af stórum hluta til lækkunar vaxta.

### **Spá Greiningardeildar um fasteignaverð 2005**

Greiningardeild gerir ráð fyrir að fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækki um 20% á árinu 2005, líkt og myndin hér að neðan gefur til kynna. Fasteignaverð hækkaði um 25% á síðastliðnu ári og samkvæmt spá Greiningardeildar mun draga lítillega úr hækkunarhraðanum á þessu ári. Þrátt fyrir það er ljóst viðvarandi hiti verður á fasteignamarkaðnum í ár.

**Fasteignaverð hefur tekið mikinn kipp á síðustu 6 mánuðum ...**

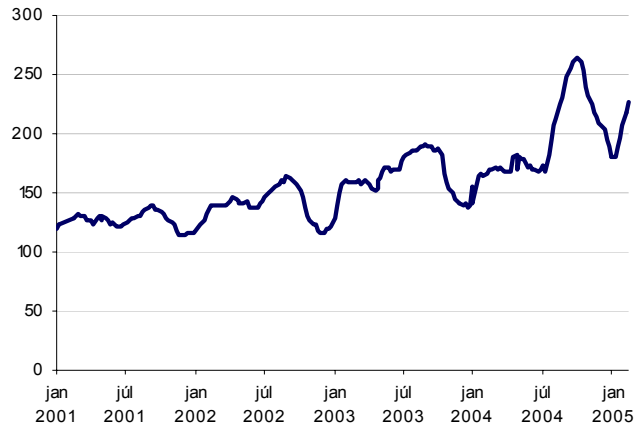
**Lægri vextir hafa valdið meiri verðhækkunum á stærri eignum...**

**Hærra húsnæðisverð stafar af auknu veðrymi og lægri vöxtum...**

## 1. Inngangur

Eins og sést á neðangreindri mynd hefur velta aukist í kjölfar þess að bankarnir hófu að bjóða upp á ný fasteignalán með lægri vöxtum og meira veðrymi en áður hafði tíðkast.

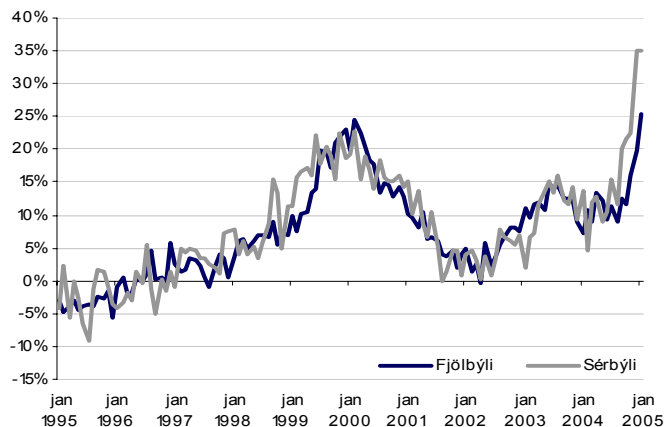
**Fjöldi þinglýstra kaupsamninga á fasteignamarkaði**



Um væntanleg áhrif nýrra lánamöguleika á húsnæðismarkaðinum var fjallað um í [sérefni](#) Greiningardeildar frá 30. september síðastliðnum. Hafa þær spár sem þar komu fram að mestu leyti gengið eftir þar sem því var spáð að lægri vextir myndu valda meiri verðhækkunum á stærri eignum og sérbyli, auk eigna sem væru staðsettar miðsvæðis í borginni. En frá ágúst byrjun hefur verð á sérbyli hækkað um 21% en fjölbyli um 15%.

**Verð á fjölbyli og sérbyli á höfuðborgarsvæðinu**

- 12 mánaðabreyting



Hins vegar hefur almenn hækkun húsnæðisverðs verið ívið meiri en spáð var. Raunar virðist eftirspurnarþrýstingurinn sem leystur var úr læðingi þegar síðustu leifar fjármagnsskammtana á húsnæðismarkaði voru afnumdar vera ofar væntingum flestra. Ástæðan er líklega einna helst sú að á tíunda áratugnum hefur mjög stór ung kynslóð komist á legg á sama tíma og lítið sem ekkert hefur verið byggt af nýju húsnæði. Þessu unga fólki var haldið í skefjum sökum hafta á fjármagnsmarkaði, en hefur nú verið sleppt lausu. Af sökum hefur það ástand skapast að eftirspurn eftir húsnæði er mun meira en framboð, en að öllum líkindum mun þetta ástand ekki vara til eilíftar. Í þessu stutta sérefni verður reynt að leggja mat á þennan þrýsting, hvernig hann hefur komið fram og hvaða áhrif hann muni hafa á húsnæðisverð til lengri og skemmri tíma.

**Lágt lóðaverð er ein helsta ástæðan fyrir því að byggð hefur verið svo dreifð á höfuðborgarsvæðinu...**

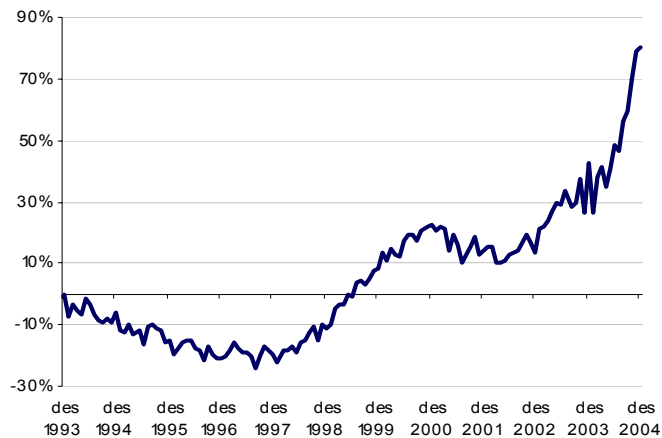
## 2. Fasteignir og lóðaverð

### 2.1 Breytingar á lóðaverði frá 1994

Kostnaður við nýtt íbúðarhúsnæði samanstendur annars vegar af greiðslu fyrir staðsetningu, þ.e. lóðaverði, og hins vegar af kostnaði við að koma húsnæðinu upp, þ.e. byggingarkostnaði. Lengi skipti byggingarkostnaður mestu fyrir verðmæti húseigna, enda var lóðum lengi úthlutað endurgjaldlaust eða gegn vægu gjaldi. Lágt lóðaverð er líklega ein helsta ástæða þess að byggð hefur verið svo dreifð á höfuðborgarsvæðinu en nánast var farið með land sem ótakmarkaða auðlind og nýting því að vonum slæm. Aftur á móti hefur vægi þessara tveggja kostnaðarþátta verið að snúast við á síðari árum og vægi lóðakostnaðar hefur aukist verulega samhliða því að borgin hefur þanist út og skortur hefur skapast á byggingalandi. Er nú svo komið að lóðaverð er orðið allt að því helmingur kostnaðarins við að byggja ný hús. Hins vegar eru engin samræmd gögn til yfir þróun lóðaverðs á höfuðborgarsvæðinu eða annars staðar á landinu. Aftur á móti er hægt að fylgjast nokkuð náið með þróun byggingarkostnaðar með því að miða við byggingavísitölu Hagstofunnar sem mælir meðalkostnað við húsbýggingar hérlendis – en sleppir lóðaverði. Þannig er hægt að grennslast fyrir um lóðaverð með því að taka mismun á verði á húsnæði í sérbylí og síðan byggingakostnaði. Það er gert á neðangreindri mynd sem sýnir þróun lóðaverðs frá árinu 1994.

**Breytingar á lóðaverði á höfuðborgarsvæðinu**

– breyting frá janúar 1994



**... 55% af hækkun fasteignaverðs síðastliðin 11 ár má rekja til herra lóðaverðs...**

Allt í allt hefur lóðaverð hækkað um 80% frá ársbyrjun 1994 og 55% af hækkun fasteignaverðs síðastliðin 11 ár má rekja til herra lóðaverðs en 45% má rekja til hækkunar byggingarkostnaðar. Þessum hækkunum hefur þó verið misskipt eftir árum. Lóðaverð lækkaði umtalsvert á tímabilinu 1994 til 1998 eða 20%. Það má rekja til þess að byggingarkostnaður hækkaði umtalsvert meira en fasteignaverð á tímabilinu. Þetta snérist við eftir 1999 þegar fasteignaverð tók að hækka umfram byggingarkostnað en hins vegar urðu fyrst veruleg straumhöfð í þessu efni eftir 2003 þegar lóðaverð tók á rás eins og sést vel á ofangreindri mynd.

**...nýtt byggingarland á ysta jaðri höfuðborgarsvæðisins lendir í sífellu meiri fjarlægð frá miðbænum...**

**...það er orðið mun eftirsóknarverðara að eignast húsnæði sem liggur miðsvæðis...**

**Borgarmyndun, aksturskostnaður, launahækkunir og takmarkað framboð á lóðum hafa hægt og sígandi hækkað lóðaverð í borginni...**

**... lægri vextir leiða til þess að eftirsókn eftir stærri eignum og sérþýli eykst...**

## 2.2 Vextir og lóðaverð

Hægt er að benda á fjórar ástæður fyrir hækkun lóðaverðs á síðustu árum. Í fyrsta lagi má nefna útpenslu höfuðborgarsvæðisins þar sem nýtt byggingarland á ysta jaðri lendir í sífellu meiri fjarlægð frá miðju svæðisins og lengra verður að sækja í þjónustu og vinnu. Hér skyldi haft í huga að frá 1994 til 2004 hefur fólki á höfuðborgarsvæðinu fjölgað um 27,5 þúsund manns og töluverður aðflutningur hefur verið af ungu fólki af landsbyggðinni í þéttbýlið syðra. Í öðru lagi skyldi haft í huga að vöxtur borgarinnar hefur haft skarpari áhrif á lóðaverð á höfuðborgarsvæðinu vegna þess hve litlar framfarir hafa átt sér stað á helstu umferðaræðum borgarinnar á sama tíma. Um leið og byggðin hefur þanist út hefur álag aukist margfalt á helstu akbrautum og ferðartími lengst verulega frá kjarna til jaðars. Af þeim sökum hefur orðið mun eftirsóknarverðara að eignast húsnæði er liggur miðsvæðis. Í þriðja lagi hljóta launahækkunir einnig að skipta máli fyrir lóðaverð þar sem fólk hefur meiri tekjur til að verja til kaupa á eftirsóknarverðri fasteign út frá stærð eða öðrum eiginleikum. Á síðustu 10 árum hafa efnahagsframfarir verið hraðar, hagkerfið hefur vaxið um 45% frá 1994-2004 og laun hækkað verulega. Þessi vöxtur hefur að miklu leyti átt sér stað í hvítflibbagreinum ýmis konar, s.s. þjónustu og þekkingariðnaði, sem eru staðsettar fremur miðsvæðis á höfuðborgarsvæðinu. Þá hljóta launahækkunir einnig að hækka lóðaverð miðsvæðis vegna þess að fórnarkostnaður þess að tapa tíma í umferðinni mun hækka. Í fjórða lagi hefur framboð á lóðum ekki brugðist sérstaklega vel við hækkunum á lóðaverði, m.a. vegna þess að bæjarfélög hafa ekki haft tekjur af lóðasölu.

Þessir fjórir þættir: borgarmyndun, aksturskostnaður, launahækkunir og takmarkað framboð á lóðum eru allt þættir sem hafa hægt og sígandi hækkað lóðaverð í borginni. Það er í sjálfu sér ekkert nýtt. Fasteignaverð hefur hækkað um rúmlega 1% á ári umfram byggingakostnað að meðaltali frá 1965 sem rekja má til hækkunar lóðaverðs. Hins vegar hefur hraðað verulega á þessum hækkunum á síðustu 10 árum vegna leitni til lækkunar raunvaxta á tímabilinu sem hefur spennt landverð verulega upp á höfuðborgarsvæðinu.

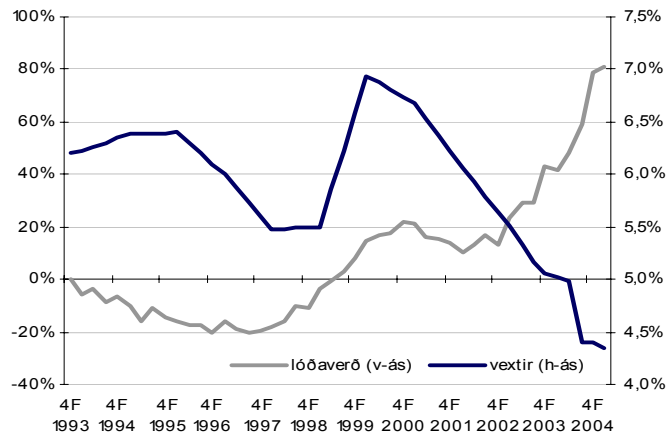
Lægri vextir hafa sterk áhrif á lóðaverð af tvennum sökum. Í fyrsta lagi leiða lægri vextir til þess að verð fyrir vel staðsettar lóðir hækkar allverulega. Ástæðan er einföld. Þegar fólk greiðir aukaverð fyrir staðsetningu nálægt miðkjarna eða vinnustað hlýtur það að greiða verð fyrir að spara sér akstur til vinnu, þjónustu, afþreyingu, nálægð við fallega staði eða sjarmerandi gömul hverfi. Kostnaður við staðsetningu ræðst annars vegar af verðmati markaðarins á viðkomandi staðsetningu, þ.e. fasteignaverði, og hins vegar af vaxtakostnaði sem ákvarðar fórnarkostnað þess að eiga viðkomandi húsnæði. Í öðru lagi leiða lægri vextir til þess að eftirsókn eftir stærri eignum og sérþýli vex þar sem tiltölulega auðveldar er að fjármagna dýrara og gæðameira húsnæði. Í raun má segja að lægri vextir feli það í sér að fórnarkostnaður þess að búa betur lækkar. Það gefur síðan auga leið að íbúðir í sérþýli þurfa hlutfallslega meira rými en íbúðir í fjölbýli og af þeim sökum verður aukin ásókn eftir slíkum eignum til þess að kynda undir herra lóðaverði.

Til þess að meta raunverulegan fjármagnskostnað hefur Greiningardeild tekið saman þróun vaxta á húsnæðisbréfum, sjóðsfélaga lánum og almennum skuldabréfaútlánnum innlánsstofnanna frá 1992. Gert er ráð fyrir að í heildarfjármögnunarkostnaði sé vægi húsnæðisbréfa mest eða um 70% enda hefur markaðshlutdeild Íbúðalánasjóðs lengst af verið á því bili og að hinir tveir liðirnir, þ.e. eiginfjármögnun og bankalán, skipti með sér hinum 30%. Hér að neðan gefur að líta vaxtaþróun og þróun lóðaverðs frá 1992 til 2004.



**Lóðaverð á höfuðborgarsvæðinu og raunvextir**

- árin 1993 til 2005



**Vaxtastig nú er um 27% lægra...**

Síðastliðin 13 ár hefur fjármagnskostnaður lækkað um 43% ef miðað er við markaðsvexti eða úr 7,5% í byrjun árs 1992 og niður í um 4,3% í lok árs 2004. Lækkunin hefur verið samfelld ef frá er skilið stutt tímabil á árunum 2000 til 2001. Vaxtastig nú er um 27% lægra en það hefur verið að meðaltali verið síðastliðin 12 ár en meðal raunvaxtastig hefur verið um 6%. Örust hefur lækkunin verið á síðustu 5 árum þar sem meðal raunvaxtastig hefur lækkað um tæplega 3% á 5 árum.

### 2.3 Lóðaverð og fasteignaheildsala

**Sá tími er einfaldlega liðinn að einstaklingar geti haft nær ótakmarkaðan aðgang að ódýrum lóðum...**

Hægt er að vissu leyti að líta á hækkun lóðaverðs sem þroskamerki fyrir höfuðborgarsvæðið sem hefur náð þeirri stærð að staðsetning innan svæðisins er farin að hafa töluvert verðmæti. Sá tími er einfaldlega liðinn að einstaklingar geti haft nær ótakmarkaðan aðgang að ódýrum lóðum og byggi jafnvel húsið sitt sjálfir. Byggingar eru nú framkvæmdar af sérhæfðum aðilum og það er skortur á pláss. Í framtíðinni er líklegt að meginhluti kostnaðar við nýtt húsnæði felist í greiðslu fyrir staðsetningu eða lóðaverð og því er mikilvægt að hugarfar skipulagsyfirvalda aðlagist að þessum nýja veruleika. Í þessu sambandi er mikilvægt að huga vel að landnýtingu innan höfuðborgarsvæðisins, en mjög hefur viljað brenna við að opinberir aðilar noti mjög verðmætt byggingarland undir starfsemi sem ætti vel heima annars staðar. Ennfremur er mjög mikilvægt að gæta jafnræðis í lóðaúthlutunum með uppboðum sem geta auk þess verið mjög mikilvæg tekjulind. Slík lóðauppböð hækka ekki fasteignaverð – gagnstætt því sem oft hefur verið haldið fram. Ástæðan er einfaldlega sú að verð í slíkum útboðum miðast við áætlaða eftirspurn. Byggingaraðilar kaupa lóðirnar og selja síðan á markaðsvirði hverju sinni. Það myndi engu breyta ef lóðirnar væru gefnar þar sem byggingaraðilar myndu eftir sem áður selja húseinna á markaðsvirði og taka andvirði lóðarinnar sem hagnað. Í framhaldi má geta þess að fasteignamarkaðurinn er einn skilvirkasti markaður landsins ef miðað er við bæði fjölda seljenda og fjölda kaupenda. Enginn aðili hérlendis getur stjórnað verði á þessum markaði þar sem það myndi krefjast alveg gífurlegra kaupa á fasteignum. Af öllum mörkuðum á Íslandi er fasteignamarkaðurinn líklega sá markaður þar sem einna helst er erfitt að beita markaðsvaldi.

**Lóðauppböð hækka ekki fasteignaverð...**

**Fasteignamarkaðurinn er einn skilvirkast markaður landsins...**

Við núverandi aðstæður þar sem fasteignaverð er að stíga svo hratt sem raun ber vitni ætti ekki að koma á óvart að einhverjir aðilar reyni að hagnast á þessari hækkun með því að kaupa húsnæði framvirkt. Með öðrum orðum, kaupa húsnæði og eiga í nokkurn tíma í von um að geta selt aftur á hærri verði. Á undanförunum vikur hefur nýyrðið fasteignaheildsalar orðið til yfir þann hóp manna sem stunda slíka spákaupmennsku. Hægt er að leggja tvöna merkingu í þetta nýja heiti. Annars vegar er ljóst að fasteignaheildsalar auðvelda fjármögnun byggingaraðila eða verktaka með

Því að kaupa ófullbúnar byggingar. Með þessum formerkjum eru fasteignaheildsalar einfaldlega fjármögnunaraðilar sem taka söluáhættuna þar sem verktakarnir þurfa ekki að hafa áhyggjur af því að koma fullbúnum eignum í verð. Þannig hljóta þeir að auka framboð á fasteignum með því að hvetja byggingariðnaðinn áfram sem ætti að stuðla að verðlækkun. Tilkoma fasteignaheildsala er þannig aðeins ein varðan í viðbót á leið til aukinnar verkaskiptingar í byggingariðnaði frá því sem var á árum áður að fólk byggði húsin sín sjálft. Hins vegar getur þessi nýuppköttuða stétt spennt upp fasteignaverð með spákaupmennsku en mjög líklega eru áhrif þeirra mjög ofmetinn þar sem fasteignamarkaðurinn á höfuðborgarsvæðinu er stór og velta mikil. Með þessum formerkjum eru fasteignaheildsalar aðeins að stunda spákaupmennsku líkt og hefur tíðkast athugasemdalaust á öðrum mörkuðum. Slíka iðju er ekki hægt að banna í frjálsu þjóðfélagi, en þessir aðilar eru að taka mjög mikla áhættu með slíkum kaupum því verð á fasteignamarkaði getur hæglega lækkað. Ekkert liggur fyrir um umsvif fasteignaheildsala og flest bendir raunar til þess að þessi stétt hafi verið gerð að blóraböggjum fyrir þær miklu hækkunarir sem hafa átt sér stað á fasteignamarkaði á síðustu árum.

#### **Afleiðingar kerfisbreytinga á fjármálamarkaði :**

##### **Svíþjóð og Írland**

*Svíþjóð og Írland gengu í gegnum víðtækar kerfisbreytingar á fjármálamarkaði á níunda og tíunda áratugnum. Ríkisbankar voru einkavæddir og reglur settar sem miðuðu að því að auka samkeppni á fjármálamarkaði. Í kjölfarið lækkaði vaxtastig og auðveldara varð fyrir einstaklinga að fjármagna íbúðar kaup sem leiddi til gríðarlegrar aukningar í spurn eftir húsnæði. Framboð á húsnæðismarkaði er í eðli sínu tregbreytanlegt þar sem lóðaúthlutun og bygging íbúða er tímafrek. Hins vegar er eftirspurnin tiltölulega næm t.a.m. gagnvart lægri fjármögnunarkostnaði og auknu veðrými. Þannig getur skapast umtalsvert misvægi á milli markaðsaflanna til skamms tíma sem getur þrýst verði á fasteignum upp með miklum hraða á skömmum tíma. Þegar þessi þróun á sér stað hleypur fasteignaverð langt frá langtíma jafnvægi sínu og er fyrirbærinu þá iðulega lýst sem bóllumyndun á húsnæðismarkaði.*

##### **Svíþjóð**

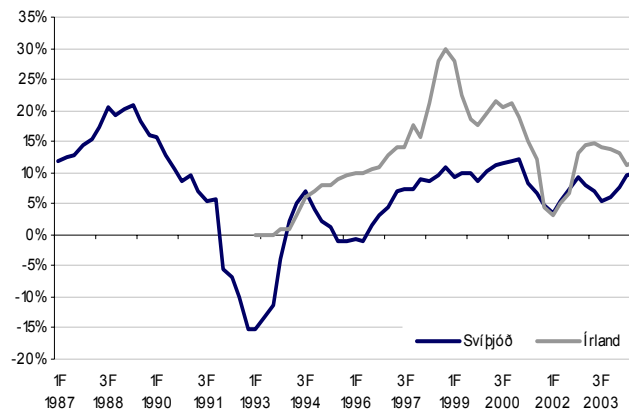
*Í upphafi níunda áratugarins í Svíþjóð leiddi einka- og samkeppnisvæðing fjármálakerfisins af sér aukin útlán til fasteignakaupa. Í kjölfarið jókst spurn eftir húsnæði til muna, eins og sjá má á myndinni hér að neðan en 12 mánaðahækkun húsnæðisverðs í Svíþjóð var um 15-20% á árunum 1987 til 1991. Eftir þann tíma tók að halla undan fæti þegar fasteignaverð tók gríðarlega dýfu á árunum 1992 til 1995 sem leiddi af sér mikinn óstöðugleika fyrir fjármálakerfið þar sem stór hluti fasteignalána bankanna lentu í vanskilum. Ein helsta ástæða þess að fasteignaverð hækkaði með viðlíka hraða og raun ber vitni er sú að allt fram til ársins 1989 voru höft á fjármagnsflutningum til og frá Svíþjóð og höfðu einstaklingar ekki annarra kosta vöð en að verja sparnaði sínum á innlendum eignamörkuðum sem leiddi af sér mun meiri þrýsting á húsnæðisverð en ella hefði orðið. Af þessum*

sökum varð mikil spákaupmennska með húsnæði sem leiddi til aukinna sveiflna í fasteignaverði. Er höftum var létt af fjármagnsflutningum var þrýstingnum létt af fasteignamarkaði og sparnaður leitaði í nýja farvegi.

### Írland

Á miðjum tíunda áratugnum á Írlandi átti sér stað mikil aukning í spurn eftir íbúðarhúsnæði. Sú þróun varð í kjölfar þess að höft á fjármálamarkaðnum voru afnumin og skattkerfið tók kerfisbreytingum þar sem eignaskattur var t.a.m. aflagður. Jafnframt átti sér stað nettó innflæði erlendra ríkisborgara auk þess sem enn stærri hluti þjóðarinnar var á húsakaupaaldri en áður, þ.e. einstaklingar á aldrinum 25-70 ára. Á sama tíma hafði framboð á nýju húsnæði hins vegar ekki aukist að miklu marki og því var svo komið árið 1996 að eftirspurnin hafði hlaupið langt á undan framboðinu. Sjá má af myndinni hér að neðan að húsnæðisverð hækkaði alls um 15% á ársgrundvelli árið 1996 og um 30% árið 1998, en t.a.m. hafði fasteignaverð staðið í stað árið 1993 þegar höftum á fjármagnsmarkaði var aflétt. Eftir að fasteignaverð hafði hækkað alls um 126% á milli árunna 1996 og 2000 tók að draga úr þenslu á fasteignamarkaði, líkt og meðfylgjandi mynd gefur til kynna, þótt aðlögunin hafi ekki verið nándar nærri því jafn skörp og í Svíþjóð á sínum tíma.

Fasteignaverð í Svíþjóð og Írlandi



Í þessum tveimur dæmum má sjá hliðstæða þróun og verið hefur að undanfögnu héraðs á fjármála- og fasteignamarkaði þar sem hækkun á fasteignaverði er af sama meiddi og átti sér stað í nágrannaríkjum okkar, Svíþjóð og Írlandi á niunda og tíunda áratugnum.

**Íslensk heimili hafa varið mjög svipuðu hlutfalli af neyslu sinni í húsnæði nær alla 20. öld...**

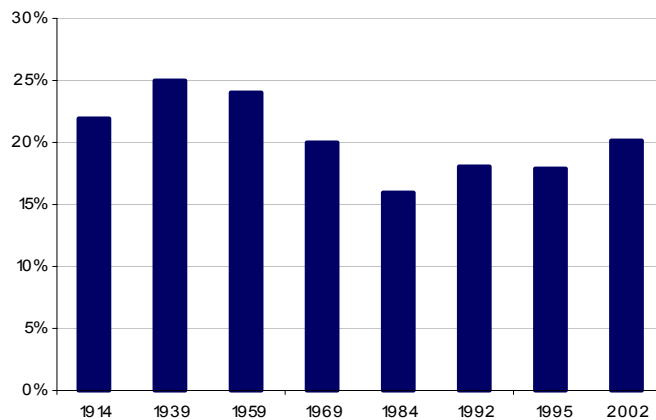
**Neysla á húsnæði fylgir tekjum með nokkuð nánum hætti...**

### 3. Hvert er langtíma virði húsnæðis?

#### 3.1 Húsnæði og laun

Til þess að hægt sé að meta langtímaverðlag á húsnæði er nauðsynlegt að draga upp þau samhengi sem ráða tengslum fasteignaverðs við húsnæðiseftirspurn heimilanna. Hér verður dregin upp mjög einfölduð mynd er byggir á tengslum ráðstöfunartekna og húsnæðisútgjalda hérlendis. Sá fasti grundvöllur sem hægt er að byggja á felst í þeirri staðreynd að íslensk heimili hafa varið mjög svipuðu hlutfalli af neyslu sinni í húsnæði nær alla tuttugustu öldina. Eins og sést hér að neðan var þetta hlutfall allt að 25% af neyslu heimilanna samkvæmt mælingu Hagstofunnar á fyrri hluta tuttugustu aldar en hefur verið á bilinu 16-20% eftir stríð eins og sést á neðangreindri mynd.

**Hlutfall húsnæðisútgjalda af heildarútgjöldum heimilanna**



Heimild: Hagstofa Íslands

Þetta sýnir að húsnæðisútgjöld hafa haldist innan ákveðins tekjuramma hjá heimilum og vaxið samhliða tekjum. Sú ályktun er einnig studd með hliðsjón af spálíkani Greiningardeildar, sem kynnt er í næsta kafla, en þar kemur fram að tekjuteygni húsnæðiseftirspurnar er 1,06 sem þýðir að ef tekjur hækka um 1% mun neysla á húsnæði aukast um 1,06%. Með öðrum orðum, neysla á húsnæði fylgir tekjum með nokkuð nánum hætti. Þetta samband sést vel ef þróun launa og fasteignaverðs er borin saman á síðustu 25 árum sem gert er á myndinni hér að neðan.

**Hlutfall fasteignaverðs og launa á höfuðborgarsvæðinu**



**Fasteignaverð hefur hækkað langt umfram laun...**

**Töluvert mikið af nýbyggingum þarf til þess að hreyfa verulega við verði...**

**Fjármagnskostnaður vegna fasteignakaupa hefur lækkað um rúmlega 42% frá því í byrjun árs 1992...**

Hér sést hvernig að hlutfall launa og fasteignaverðs hefur sveiflast í kringum ákveðið meðaltal. Það þýðir með öðrum orðum að hvenær sem fasteignaverð hefur hækkað verulega umfram laun líkt og 1981 til 1982, 1986-1987 eða 1999-2000 hefur þróunin snúið við næstu ár á eftir og laun hækkað hraðar en fasteignaverð.

### 3.2 húsnæði og vextir

Samkvæmt ofangreindu er það launapróunin sem ræður verði húsnæðis og er í samræmi kenningar um verðmyndun á lóðum (e. theory of rents) sem minnst var á hér að framan. Eftir þessari mynd af dæma virðist þróun síðasta árs vera fremur uggvænleg þar sem fasteignaverð hefur hækkað langt umfram laun. Hins vegar eru málin eilítið flóknari en þetta gefur til kynna þar sem það er ekki aðeins fasteignaverðið sjálft sem skiptir máli fyrir húsnæðiskostnað heldur einnig vaxtakostnaður sem er fórnarkostnaður þess að eiga húseign. Hægt er að setja þetta formlega upp með neðangreindum hætti:

$$\gamma_x = \frac{rP_x F_x}{wL}$$

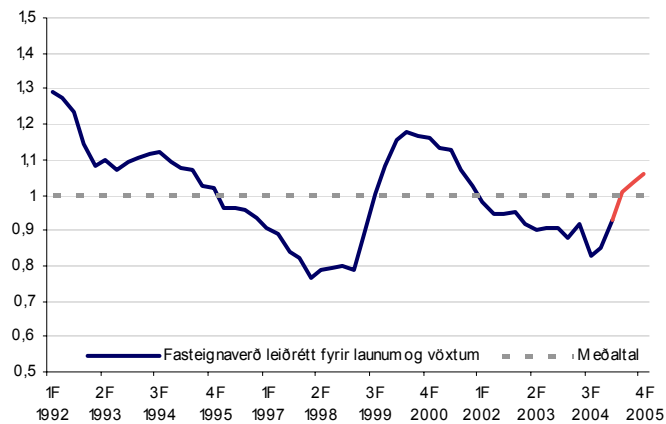
Þar sem  $\gamma_x$  er hlutfall neysluútgjalda heimilanna sem fer til húsnæðiskotnaðar,  $r$  er vaxtakostnaður,  $P_x$  er fasteignaverð,  $F_x$  er magn húseigna,  $w$  eru launatekjur, og  $L$  stendur fyrir vinnustundir eða fjölda vinnandi fólks.

Hægt er að gera ráð fyrir því að neysluútgjöld heimilanna ( $\gamma_x$ ) og fjöldi vinnandi fólks ( $L$ ) séu fremur seigfljótandi stærðir. Þegar litið er til skamms og meðallangs tíma má í rauninni segja hið sama um magn húseigna ( $F_x$ ) sem er tregbreytilegt sökum þess hve langan tíma það tekur að byggja nýtt húsnæði. Ennfremur samanstendur magn húseigna af samansöfnuðum húsnæðisbyggingum á mörgum áratugum og töluvert mikið af nýbyggingum þarf til þess að hreyfa verulega við því. Þær stærðir sem skipta því mestu máli þegar litið er skamms og meðallangs tíma er þróun fasteignaverðs, laun og vextir.

Ef ofangreindri jöfnu er umrætt örlítið, tregbreytanlegum stærðum er ráðað hægra megin (neysluhlutdeild, vinnustundum og magni húsnæðis) en auðbreytanlegum stærðum (launum, vöxtum og fasteignaverði) er ráðað vinstra megin, fæst jafna sem hægt er að nota til þess að meta hvort verð fasteignamarkaðarins sé hátt eða lágt – eða öllu heldur kaupmátt fólks á fasteignamarkaði – á hverjum tíma miðað við laun og vexti.

$$\frac{\gamma_x L}{F_x} = \frac{r}{w} P_x$$

Mjög erfitt að er festa niður þróun vaxtakostnaðar í húsnæðis kaupum á árunum 1981 og 1992 vegna þess hve ófullkominn íslenski fjármagnsmarkaðurinn var á þeim tíma. Greiningardeild hefur – eins og áður segir – áætlað að fjármagnskostnaður vegna fasteignakaupa hafi lækkað um rúmlega 42% frá því í byrjun árs 1992. Að meðaltali er þó kostnaðurinn 27% lægri nú en hann hefur að meðaltali verið síðastliðinn 12 ár.

**Dýrleiki fasteignaverðs með hlöðsjón af launum og vöxtum**


**Fasteignamarkaðurinn er ekki jafn hátt metinn og hann var á árunum 1999-2001...**

Hægt er að draga tvær mikilvægar vísbendingar út frá þessari mynd. Í fyrsta lagi sést að eftir hækkanir síðustu 6 mánaða er verð húsnæðis, miðað við laun og vexti, svipað og það var áður en nýju íbúðalán bankanna litu dagsins ljós í ágúst síðastliðnum. Í öðru lagi sést að þrátt fyrir miklar hækkanir á fasteignaverði á síðustu misserum er fasteignamarkaðurinn ekki jafn hátt metinn og hann var á árunum 1999-2001 sé lítið til launa og vaxta á tímabilinu. Ástæðan er sú að kaupmáttur fólks á fasteignum er einfaldlega mun meiri nú en var á þessum árum þegar raunvöxtunarkrafa á skömmtuðum íbúðalánum var 5,5 til 6,5% með tilheyrandi afföllum upp á 8 til 17%. Sjóðsfélagalán með 6 til 7% raunvöxtum og bankalánum til íbúðakaupa með raunvöxtum á bilinu 9-10%.

**Töluverðar hækkanir eru enn eftir á fasteignamarkaði...**

Raunar bendir allt til þess að hækkun vaxta á árunum 1999-2000 hafi í raun slökkt í fasteignamarkaðinum næstu tvö ár á eftir þrátt fyrir mikinn eftirspurnarþrýsting sem var þá til staðar. Eftirspurnin braust síðan aftur út um leið og vextir hófu að lækka og kom fram með fullum þunga þegar fjármagnsskömmtun var afnumin nú síðasta haust.

**Fasteignaverð er enn 7% undir meðaltali síðustu 12 ára...**

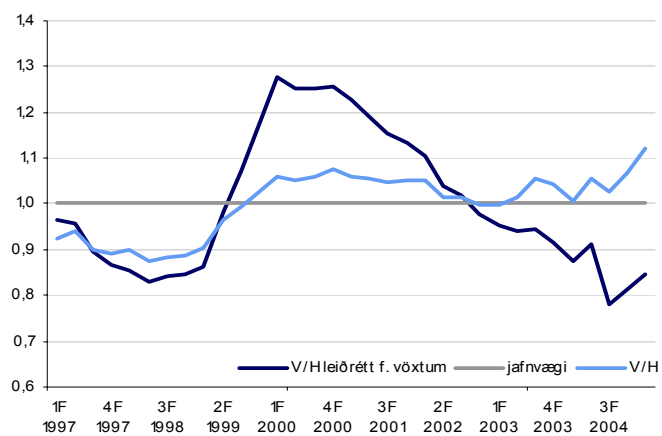
Af þessu er hægt að draga þá meginályktun að töluverðar hækkanir séu enn eftir í spilunum á fasteignamarkaði sökum þess að Seðlabanka Íslands hefur ekki heppnast að hreyfa við raunvaxtakröfunni á lengri enda vaxtarófsins þrátt fyrir ítrekaðar hækkanir skammtíma vaxta. Það flækir þó málin að þar til fyrir stuttu voru ýmis höft og skorður til staðar á lánamarkaði sem gera dálítið erfitt að bera saman fjármagnskostnað á milli tímabila. Til að mynda var afborgun af húsbrefalánum bundin á bilinu 5,1-6% og hækkun markaðsvaxta kom fram í afföllum af nýjum lánum. Þeir sem tóku gömul húsbrefalán þurftu ekki að borga þessi afföll en staða áhvílandi lána hafði oft áhrif á söluvirði húsanna. Ennfremur tíðkaðist það oft að veð væru lánuð á milli ættliða til þess að lækka fjármagnskostnaðinn. Hins vegar breytir það því ekki að fjármagnskostnaður var umtalsvert hærrí á árunum 1999-2001 og verðlag á fasteignum er mun lægra við núverandi aðstæður þegar tekið er tillit til vaxta. Eins og staðan er nú er fasteignaverð enn 7% undir meðaltali síðustu 12 ára samkvæmt ofangreindum kaupmáttarmælikvarða þrátt fyrir miklar hækkanir að undanfögnu. En söguleg meðaltöl segja þó lítið um það hversu hátt markaðurinn getur farið, hvort hann sé ofmetinn eða hvenær hann lækki.

**Það er oft einkenni á ofmetnum fasteignamörkuðum að fasteignaverð hækkar hraðar en leiga...**

### 3.3. Fasteignaverð og leiga

Önnur leið til þess að meta verðlagningu á fasteignamarkaði er að bera saman fasteignaverð og leiguverð eða svo kallað V/H hlutfall þar sem V er fasteignaverð en H er leiguverð, en það hlutfall gefur vísbandingu um hvort dýrara sé að leigja eða kaupa. Það er oft einkenni á ofmetnum fasteignamörkuðum að fasteignaverð hækkar hraðar en leiga, og raunar hafa þær aðstæður oft komið upp að leigan hefur lækkað, líkt og gerst hefur á Bretlandi á síðustu árum. Greiningardeild hefur reiknað út V/H gildi fyrir fasteignamarkaðinn sem birt er hér að neðan. Upplýsingar um leiguverð eru teknar úr verðkönnunum Hagstofunnar, en hér skyldi þó haft í huga að leigumarkaðurinn hérlandis er fremur smár og kannski ekki sérlega virkur.

V/H hlutföll á fasteignamarkaði



Í dag er fasteignaverð að meðaltali 12% hærra en leiguverð sem ætti að gefa til kynna að fasteignaverð væri orðið nokkuð hátt og hagstæðara væri að leigja en kaupa. En aftur er mikilvægt að hafa í huga vaxtaþróun á tímabilinu. Því meira sem vextir lækka því meira lækkar kostnaðurinn við að búa í sínu eigin húsnæði. Með því að meta áhrif lægri vaxta á fasteignakostnað, líkt og gert var hér að ofan, fæst gjörólík niðurstaða þar sem það er hlutfallslega dýrara að leigja en eiga miðað við núverandi fjármögnunarkostnað og munar það 15%. Það er því ekki að undra að talað sé um hrun á leigumarkaði þar sem margir af þeim sem áður hafa leigt hafa nú ákveðið að fjárfesta í eigin húsnæði. Mjög líklegt er að þessi munur verði jafnaður á næstu misserum, annað hvort með hækkun fasteignaverðs eða lækkun leiguverðs á næstu misserum.

**...margir af þeim sem áður hafa leigt hafa nú ákveðið að fjárfesta í eigin húsnæði...**

### 3.4 Langtímaverðmyndun á fasteignamarkaði

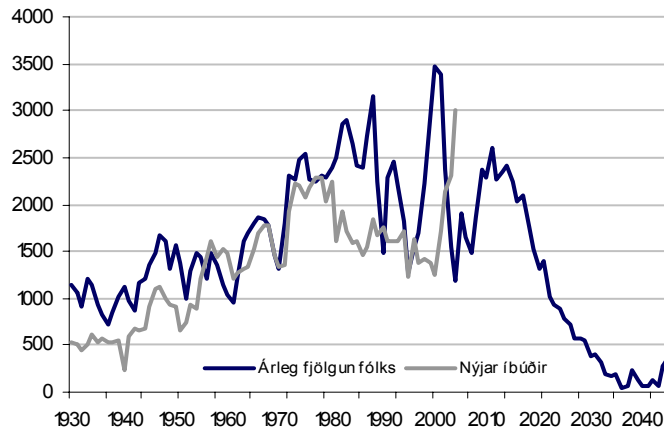
Spálíkan Greiningardeildar, sem kynnt er í næsta kafla, byggir á því að spá fyrir um fasteignaverð með tölræðilegum leiðum um fasteignaverð með áætlunum um hreyfingar þeirra þátta sem ráða neysluútgjöldum heimilanna, sem að ofan er getið. Hægt er að leysa þessa jöfnu með tilliti til fasteignaverðs með neðangreindum hætti.

$$P_x = \gamma_x \frac{wL}{rF_x}$$

Áður en leitað er á náðir tölræðinnar er ekki úr vegi að fjalla almennt um þróun tregbreytanlegu stærðanna tveggja, fjölda fólks og magni fasteigna. Ljóst er að mjög erfitt er að meta stærð áhrifa af breytingum á magni fasteigna,  $F_x$ , sem í raun ræðst af mörgum þáttum, stærð, staðsetningu, sérkennum og svo framvegis. Í raun er ekki hægt að miða við annan mælikvarða en fjölda nýrra íbúða. Ennfremur er erfitt að finna

Þann á fjölsfjöldamælikvarða sem hægt er að miða við en hér er miðað við fólk á vinnualdri, á aldrarskilinu 25 til 75 ára. Hreyfingar þessara tveggja stærða eru dregnar upp á mynd hér að neðan.

**Árleg fjölgun fólks á aldrinum 25 til 75 ára og nýjar íbúðir**



Heimild: Hagstofa Íslands og Fasteignamat ríkisins

Hér sést hve fólki á húsaakaupaaldri fjölgaði gífurlega þegar að eftirstríðskynslóðin kom inn á húsnæðismarkaðinn á milli 1960 og 1980 sem skýrir mikil umsvif í byggingariðnaði á tímabilinu. Síðan kom ný alda inn á markaðinn þegar börn eftirstríðskynslóðarinnar komu inn á húsnæðismarkaðinn eftir 1990 og nýjum húsnæðis kaupendum fjölgaði mjög hratt. Á sama tíma var nær ekkert byggt af nýju húsnæði. Ástæðan var líklega einna helst sú að efnahagsástand var mjög slæmt í upphafi áratugarins, vaxtastig var mjög hátt og fjármagnsskömmun gerði ungu fólki með lítið eigið fé erfitt fyrir að eignast íbúð. Hvað sem því líður er ljóst að húsnæðiseftirspurn fór að taka verulega við sér eftir 1999 sem hækkaði fasteignaverð fremur snögglega sökum þess að nær ekkert framboð var til staðar. Hærra fasteignaverð kallaði síðan á aukið framboð upp úr 2001 og allt frá þeim tíma hafa umsvif í byggingariðnaði vaxið gríðarlega og fleiri og fleiri nýjum íbúðum hefur verið varpað inn á markaðinn. Staðan er þó enn sú að framboðið virðist ekki enn anna eftirspurn.

Það er þessi hraða fjölgun ungs fólks og takmarkaðar húsbýggingar á tíunda áratugnum sem er grunnrótin að hækkun fasteignaverðs á síðustu árum. Venjan er sú að byggingariðnaðurinn er seinn í gang að bregðast við aukinni eftirspurn, enda tekur ávallt nokkurn tíma að undirbúa lóðir og byggja á þeim. Hann er einnig seinn til þess að bregðast við samdrætti í eftirspurn þar sem nokkurn tíma tekur að klára þau byggingarverkefni sem byrjað hefur verið á þegar tíðin var góð. Sú hætta liggur síðan í leyni að þetta snúist síðan við á næstu árum, þegar eftirspurninni hefur verið svarað en byggingariðnaðurinn heldur áfram að dæla nýju húsnæði á markaðinn. Við slíkar aðstæður skapast hætta á skarpri verðlækkun vegna offramboðs.

**Húsnæðiseftirspurn fór að taka verulega við sér eftir 1999...**

**Venjan er sú að byggingariðnaðurinn er seinn í gang til að bregðast við aukinni eftirspurn...**



## 4. Fasteignalíkan Greiningardeildar

Fasteignalíkan Greiningardeildar, sem birt var fyrst þann 30. september síðastliðinn spáir fyrir um fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu miðað við ársfjórðungslegar breytingar á fasteignaverði frá 1994. Megin skýribreyturnar eru fjórar, launaþróun, vaxtaþróun, nýbyggingar og fjölgun fólks á aldrinum 20-75 ára. Spáð er fyrir um þróunina næstu 4 ársfjórðunga en lesa má helstu forsendur spárinnar í töflunni hér að neðan. Gert er ráð fyrir því að hækkun launa verði 8% á árinu í heild. Jafnframt er gert ráð fyrir að fjármögnunarkostnaður íbúðarhúsnæðis muni haldast óbreyttur í 4,15% allt til loka árs. Ennfremur er gert ráð fyrir töluverðum vexti í framboði af nýju húsnæði á höfuðborgarsvæðinu á næstu 12 mánuðum í samræmi við þá þróun sem átt hefur sér stað á síðustu misserum. Auk þess er gert ráð fyrir að fjölgun fólks á aldrinum 20-75 ára verði óbreytt frá fyrri spá.

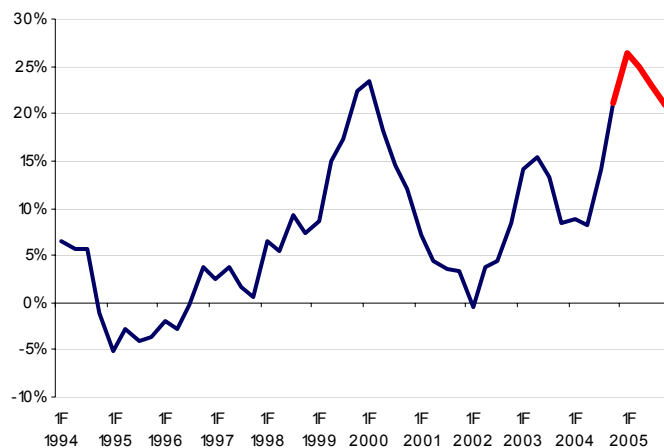
Helstu forsendur Fasteignalíkans Greiningardeildar				
	1F 2005	2F 2005	3F 2005	4F 2005
12 mánaða hækkun launa	6,5%	7,0%	8,0%	8,0%
Fjármögnunarkostnaður (raunvextir)	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%
12 mánaða fjölgun íbúða í byggingu	10%	15%	15%	15%
12 mánaða fjölgun fólks á aldrinum 20-75	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%

### 4.1. Fasteignaverð mun hækka um rúmlega 20% á þessu ári

**Greiningardeild gerir ráð fyrir því að fasteignaverð muni koma til með að hækka um 20% í ár á höfuðborgarsvæðinu.**

Greiningardeild gerir ráð fyrir að fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækki um 20% á árinu 2005, líkt og myndin hér að neðan gefur til kynna. Fasteignaverð hækkaði um 25% á síðastliðnu ári og samkvæmt spá Greiningardeildar mun draga lítillega úr hækkunarhraðanum á þessu ári. Þrátt fyrir það er ljóst viðvarandi hiti verður á fasteignamarkaðnum í ár.

Þróun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu og spá Greiningardeildar



Í síðustu spá var gert ráð fyrir minni hækkun á síðasta fjórðungi ársins 2004 en raun varð. Hins vegar virðist sem áhrif lægri vaxta hafi verið mun fljótari að koma fram en áður var gert ráð fyrir. Það má líklega rekja til hærri veðsetningarhlutfalls en áður og afnám fjármagnsskammtana á húsnæðislanamarkaði. Geta einstaklinga til skuldsetningar hefur aukist til muna við það að brunabótamat var aflagt sem veðsetningarviðmið og markaðsviðmið var tekið upp. Það verður í raun að flokkast sem kerfisbreyting sem líkanið nær illa að skýra.

**Geta einstaklinga til skuldsetningar hefur aukist til muna...**

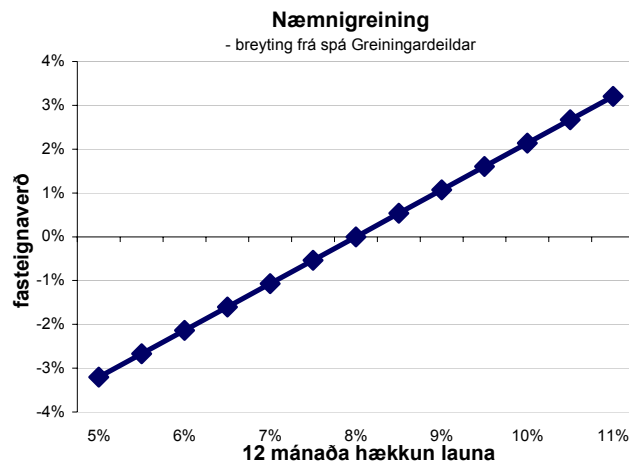
#### 4.2. Næmnigreining og sviðsmyndir

Hér að neðan verða settar upp þrjár sviðsmyndir en með þeim verður brugðið ljósi á hvaða áhrif þrjár af fjórum skýribreytum líkansins, þ.e. laun, vextir, íbúðir í byggingu hafa á fasteignaverð.

##### a) Laun

Á mynd hér að neðan gefur að líta næmnigreiningu á því hvaða áhrif það hefði á spá Greiningardeildar um fasteignaverð ef launaþróun verður með öðrum hætti en gengið er út frá í forsendunum. Upphallandi ferill hér að neðan gefur til kynna launahækkunir umfram 8% á árinu munu leiða til hærri fasteignaverðs en ef launaþrýstingur yrði undir 8% mun það draga úr hækkun fasteignaverðs á tímabilinu. Sjá má af mynd hér að neðan að ef laun hækka um 10% mun það hækka fasteignaverð um 2% á árinu. Hins vegar er orskasambandið með öfugum hætti ef hækkun launa yrði undir 8% forsendum Greiningardeildar, t.d. ef laun hækka um 6% á árinu hefði það áhrif til lækkunar spárinnar um 2% stig.

**Ef laun hækka um 10% mun það hækka fasteignaverð um 2% á árinu...**

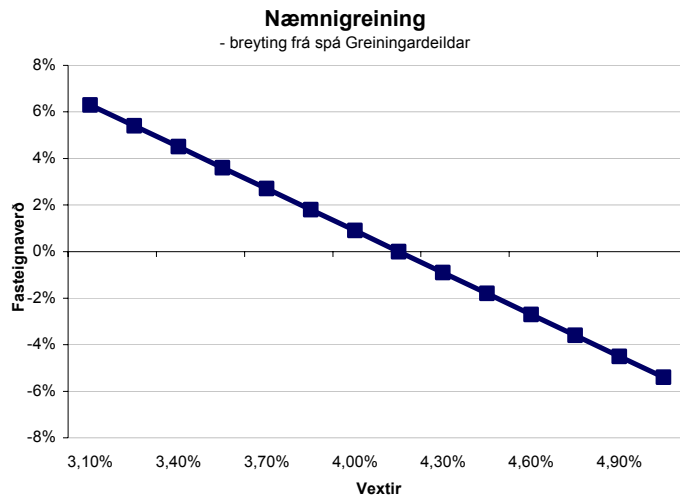


Gera má ráð fyrir því að við núverandi þensluástand muni launaþróun fremur verða nálægt því sem gert er ráð fyrir í forsendum spárinnar, þ.e. 8% yfir árið, heldur en að það muni koma til með að draga úr launhækkunum. Ef launahækkunir verða um 2% stigum umfram það sem gert er ráð fyrir í spánni mun slík þróun leiða til um 22% hækkunar á fasteignaverði á höfuðborgarsvæðinu í stað 20% að öðru óbreyttu.

##### b) Fjármögnunarkostnaður (raunvextir)

Líkt og sjá má af mynd hér að neðan er ferill vaxta niðurhallandi, það er neikvætt samband er á milli vaxtastigs og fasteignaverðs. Niðurhallandi ferill felur í sér að lægri vextir hækka fasteignaverð en hærri fjármögnunarkostaður dregur úr hækkunum á íbúðaverði. Ef vextir lækka t.d. niður í 4% kemur það til hækkunar spár Greiningardeildar um fasteignaverð um tæpt 1% stig. Hins vegar myndi hækkun vaxta um 0,5% stig draga úr hækkunum fasteignaverðs um rúm 2,5%, að öðru jöfnu.

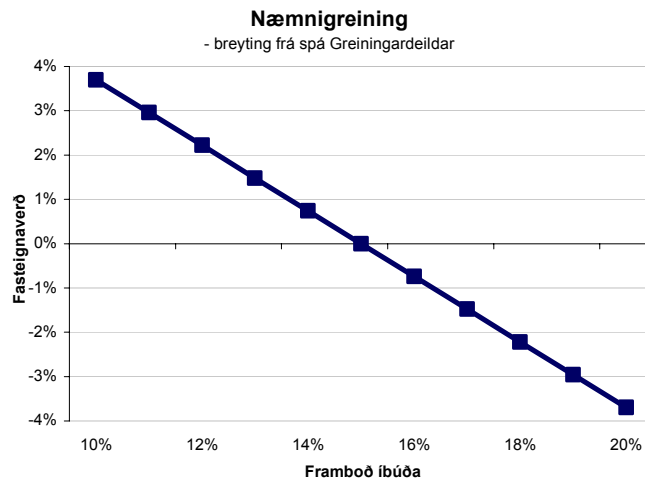
**Neikvætt samband er á milli vaxtastigs og fasteignaverðs...**



### c) Íbúðir í byggingu

**Ef framboð á nýju húsnæði mun aukast um 20% á árinu mun það lækka fasteignaverð um rúm 3,5%.**

Á mynd hér að neðan má sjá að ferill framboðs og fasteignaverðs er niðurrhallandi og því er um neikvætt samband að ræða milli þessarar tveggja stærða. Ef framboð á nýju húsnæði eykst um 20% á árinu mun það lækka fasteignaverð um rúm 3,5% samkvæmt líkaninu. Ef það hins vegar dregur úr framboði á íbúðum í byggingum um 2% frá spá Greiningardeildar, þá mun fasteignaverð lækka um tæplega 1,5% stig að öðru óbreyttu



**Húsnæðisliðurinn kemur mjög sterkt inn í vísitölu neysluverðs...**

**Fjármagnskostnaður hefur lækkað um 25-30% í kjölfar breytinga á íbúðalánamarkaði.**

**...erfitt getur verið að skilja á milli notagildisins og eignaverðsins...**

**Óæskilegt að mæling vísitölu neysluverðs skili miklum sveiflum...**

## 5. Er fasteignaverð ofmetið í vísitölu neysluverðs?

Ljóst er að miðað við þær aðferðir sem notaðar eru við mælingar á verðbólgu hérlandis kemur húsnæðisliðurinn mjög sterkt inn í vísitölu neysluverðs miðað við það sem þekktist í mörgum öðrum löndum. Færa má rök fyrir því að þungt vægi fasteignamarkaðarins leiði til hærri langtímaverðbólgu en ella. Ástæðan er einfaldlega sú að samkvæmt klassískum hagfræðikenningum ætti verð á notuðu húsnæði að fylgja launapróun í landinu og hækka í takt við framleiðniþróun. Það felur jafnframt í sér að fasteignverð hlýtur að hækka umfram almennt verðlag í landinu, en þegar til lengri tíma er litið ættu laun að hækka hraðar en verðlag því að öðrum kosti stæði kaupmáttur í stað. Þó er ekki öll sagan sögð þar sem færa má rök fyrir því að sú aðferð sem notuð er til þess að meta húsnæðiskostnað í vísitölu neysluverðs taki ekki til greina varanlega lækkun raunvaxta á síðustu árum. Ástæðan er einkum að Hagstofa Íslands notar fimm ára meðaltal af raunvöxtum hérlandis og þeim sökum hefur lækkun vaxta á síðustu tveim árum fremur litla vigt. Á sama tíma má rekja lækkun fasteignaverðs að undanfögnu að stórum hluta til lækkunar vaxta.

Þetta sést glögglega ef haft er í huga að vísitala neysluverðs án húsnæðis hefur einungis hækkað 2,3% síðastliðna 12 mánuði á sama tíma og vísitala til verðtryggingar hefur hækkað um 4,5%. Rætur hækkandi fasteignaverðs má að stórum hluta að rekja til lækkandi fjármagnskostnaðar en fjármagnskostnaður lækkaði t.a.m. um 25-30% í kjölfar breytinganna á íbúðalánamarkaði í ágúst í fyrra..

### 5.1. Mælingarvandi á húsnæðiskostnaði

Vísitölu neysluverðs er ætlað að endurspeglar framfærslukostnað einstaklings. Hins vegar má velta fyrir sér hvort að núverandi mæling verðbólgunnar, með jafn miklu vægi fasteignaliðarins og nú er raunin, gefi rétta mynd af framfærslukostnaði einstaklings. Vissulega fer stór hluti útgjalda almennings í rekstur húsnæðis en vísitölu neysluverðs er ætlað að endurspeglar framfærslu einstaklings. Líta má á fasteign annars vegar sem eign sem skilar ávöxtun auk þess sem fasteign hefur notagildi og er nauðsynleg hverjum einstaklingi. Vísitölu neysluverðs er fyrst og fremst ætlað að líta á kostnað við rekstur húsnæðis. Erfitt getur verið að skilja á milli notagildisins og eignaverðsins en þannig felst töluverður mælingarvandi í útreikningi fasteignaliðarins í vísitölu neysluverðs.

Þegar að fasteignarverð hækkar vex fórnarkostnaður heimilanna í kjölfarið. Þetta á bæði við um þá sem eru að kaupa sér eign en einnig þá sem hafa búið lengi í sama húsnæði. Ástæðan er einfaldlega sú að söliverðmæti eignarinnar hefur vaxið. Af þessum sökum er fasteignaverð inn í vísitölu neysluverðs. Hins vegar skiptir fjármagnskostnaður verulegu máli fyrir ofangreindan fórnarkostnað og lækkandi vextir leiða til þess að afborganir af húsnæði lækka. Til að endurspeglar þetta er um 50% af húsnæðisverði í vísitölu neysluverðs núvirk miðað við meðalávöxtunarkröfu síðastliðinna 5 ára til að taka tillit til vaxtakostnaðar við kaup húsnæðis. Þannig er gert ráð fyrir að að meðaltali sé eiginfjárlutfall heimilanna í eigin húsnæði um 50%. Vegna þess að notast er við 5 ára meðalvexti hafa nýlegar vaxtalækkningar, sem hafa orsakað um 30% lækkun í fjármagnskostnaði, haft lítil sem engin áhrif á fasteignaverð í vísitölu neysluverðs. Ástæða þessa, að sögn Hagstofunnar, er sú að talið er óæskilegt að mæling vísitölu neysluverðs skili miklum sveiflum inn í vísitöluna. Í þessu sambandi verður þó að hafa í hyggju að fjármagnskostnaður hefur yfirleitt mjög fljótt áhrif á fasteignaverð. Þetta hefur komið berlega í ljós að undanfögnu þar sem methækkningar á fasteignaverði fylgdu í kjölfar lægri vaxta á íbúðalánnum.

Ljóst er að miðað við núverandi fyrirkomulag á mælingu húsnæðiskostnaðar í vísitölu neysluverðs munu miklar sveiflur verða í vísitölunni. Það orsakast af tíðum sveiflum í vöxtum sem hefur nær samstundis áhrif á fasteignaverð. Það er því fremur

... Hagstofan notast ekki við markaðskröfu...

mótsagnakennt að nota 5 ára meðalvexti til að forðast sveiflur þegar að undirliggjandi sveiflur í fasteignaverði eru miklar vegna breytinga í vöxtum.

### 5.2. Ekki tekið tillit til lækkunar fjármagnskostnaðar

Á síðastliðnum tíu árum hefur fjármagnskostnaður á Íslandi lækkað um rúmlega 42% ef miðað er við markaðskröfu. Hins vegar notast Hagstofan ekki við markaðskröfu við útreikninga sína heldur þá vexti sem að skuldabréfið er gefið út á. Þetta gefur mjög villandi mynd en húsbref voru gefin út á 5,1% ávöxtunarkröfu þó að markaðsvextir bréfanna hafi mest allan verið fyrir ofan þessa vexti, eða 6-7%. Sá munur sem skapaðist á milli útgefninga vaxta og markaðsvaxta kom fram í afföllum. Þannig hefur skörp áhrif lækkun vaxta nú enn minni áhrif, þar sem að vaxtakostnaður í fortíð er vanmetin.

Í ritinu hér að ofan hefur verið bent á mikilvægi þess að taka tillit til fjármagnskostnaðar við mat á húsnæðisverði en áhrif vaxta á fasteignaverð eru mikil og koma fljótt fram. Þannig hlýtur að verða taka tillit til vaxtakostnaðar í mælingu húsnæðisliðarins í vísitölu neysluverðs. Núverandi fyrirkomulag sem notast við 5 ára meðaltal vaxta eykur sveiflur í vísitölunni þvert á tilgang meðaltalsins. Þannig hlýtur Hagstofan að verða að notast við styttri tímabil en 5 ár sem endurspegla betur núverandi vaxtakostnað t.d. 6 eða 12 mánaða tímabil. Einnig myndu styttri tímabil draga úr skammtíma sveiflum þar sem töluvert neikvæð fylgni er á milli fasteignaverðs og vaxta. Þannig mundi til að mynda 6 mánaða meðal vextir draga úr tilviljanakenndum sveiflum í fasteignalið vísitölu neysluverðs vegna tilviljanakendra sveifla í markaðsvöxtum.

### 5.3. Fyrirkomulag í öðrum ríkjum

Skilgreining neysluverðsvísitölunnar er að grunni til svipuð í flestum ríkjum þótt helsti munurinn liggja í bæði skilgreiningu og mælingu húsnæðisliðarins. Raunar má greina þrjár leiðir í þessu efni. Í fyrsta lagi getur húsaleiga verið notuð sem mælikvarði á þróun á fasteignamarkaðinum. Slík tilhögun er einungis fær ef leigumarkaðurinn í viðkomandi landi er skilvirkur, þ.e.a.s. að fjölbreytt úrval leiguhúsnæðis sé til staðar og töluverður hluti heimila búi í leiguhúsnæði. Ríki sem hafa tileinkað sér slíka nálgun eru t.d. Danmörk, Þýskaland, Japan og Þýskaland. Í öðru lagi er reynt að meta markaðsverð húsnæðis til þess að meta raunverulegan húsnæðiskostnað. Ísland, Finnland og Kanada hafa t.a.m. farið þá leið. Í þriðja lagi má nefna lönd eins og Frakkland, Grikkland og Ítalíu sem líta á húsnæði sem fjárfestingu sem eigi ekki heima í neysluverðsvísitölunni og þ.a.l. í verðbólguælingum.

## 6. Heimildir

1. Anderssen, Martin ofl. (september, 2002). „Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies”. *OECD Contact Group on Asset Prices*. Bls. 16-18.
2. Davis, Phillip og Haibin Zhu (mars, 2004). „Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross Country Evidence.” *BIS Working Papers*. Nr.150, bls. 2-7.
3. DiPasquale, Denise og William C. Wheaton (1996). „Urban Economics and Real Estate Markets”. Prentice Hall. Bls. 261.
4. Girouard, Nathalie og Sveinbjörn Blöndal (janúar, 2001). „House Prices and Economic Activity. *OECD Economics Department Working Papers*. Nr. 279, bls. 15-20.
5. Tsatsaronis, Kostas og Haibin Zhu (mars, 2004). „What Drives Housing Prices Dynamics: Cross-Country Evidence” *BIS Quarterly Review*. Bls. 65-78.