ANFÖRANDE

DATUM: 2004-11-11
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Bankmötet 2004, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Bolånemarknaden ur ett riksbanksperspektiv

Först och främst vill jag tacka för inbjudan att tala på bankmötet idag. Bolånemarknaden är i fokus för dagens möte och mitt bidrag blir att diskutera denna marknad ur ett riksbanksperspektiv. Vad är då det? Riksbankens uppdrag är att föra en penningpolitik som leder till stabila priser, men också att främja stabilitet och effektivitet i betalningssystemet. För båda dessa uppdrag är utvecklingen på bolånemarknaden, såsom den sett ut sedan mitten av 1990-talet, med ökande skuldsättning hos hushållen och stigande priser på bostäder, av stort intresse. Är detta en hållbar utveckling? Om inte, vad ska man göra åt den? Detta är för övrigt frågor som vi delar med ett antal andra länder i västvärlden.

Jag tänkte börja med att kort påminna er om hur vi hamnat i denna situation. Sedan ska jag komma in på riskerna när det gäller den finansiella stabiliteten och avslutningsvis ge några synpunkter på vad utvecklingen kan betyda för inflationsmålet och penningpolitiken.

Bostadspriser och skuldsättning

Sedan 1996 har småhuspriserna ökat med drygt 80 procent mätt i löpande priser. De svenska hushållens skulder har ökat med 85 procent under samma period (diagram 1). Hushållens skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna ligger nu på samma nivå som strax före bankkrisen i början av 1990-talet, drygt 120 procent. Större delen av hushållens lån är på olika sätt tagna med bostadskapitalet som säkerhet.

Det finns ett antal faktorer som kan bidra till att förklara denna utveckling. På bostadsmarknaden har *utbudet* av nya lägenheter varit lågt ända sedan 1993 (diagram 2). I storstädernas centrala delar, där priserna stigit som mest, är det svårt att bygga överhuvudtaget. Samtidigt har *efterfrågan* ökat till följd av att hushållen haft en mycket god inkomstutveckling. De disponibla inkomsterna har stigit med 35 procent sedan 1995 mätt i löpande priser. Inflyttningen till storstäderna har dessutom ökat efterfrågan just där tillgången är mest begränsad. Under IT-boomen var trycket i Stockholm hårt, vilket syntes i prisbildningen. När börsen

och särskilt teknikföretagen föll i värde stagnerade priserna i Stockholm, men fortsatte uppåt i Göteborg och Malmö.

På kreditmarknaden har de fallande räntorna naturligtvis ökat *efterfrågan* och gjort hushållen mer benägna att låna. Det är också möjligt att hushållen lånar mer därför att de är mindre osäkra än tidigare om hur räntor och inflation kommer att utvecklas. Framtiden upplevs som mer förutsägbar, vilket bör öka viljan att låna vid varje given räntenivå. Sedan mitten av 1990-talet har vi ju rört oss från en period med hög och varierande inflation till en låg och stabil inflation. Om detta ökat låneefterfrågan har den lyckade inflationsmålspolitiken haft ett finger med i spelet. Men detta är ännu så länge bara en hypotes.

Att känna säkerhet om hur stora de framtida betalningarna blir är emellertid viktigt för hushållen. Det förefaller vid en internationell jämförelse som om hushållens efterfrågan på bostadskrediter beror på hur marknaden är utformad och framför allt på om det finns instrument för hushållen att hantera sin ränterisk. Efterfrågan ökar med möjligheten till riskhantering. I USA och Danmark kan hushållen låsa räntan på sina bostadslån under lång period och dessutom till rimlig kostnad lägga om dessa fasta lån om räntan skulle falla. I Danmark ligger hushållens skuldkvot på över 180 procent att jämföra med 120 procent för de svenska hushållen. Detta trots att andelen hushåll med eget boende är i samma storleksordning som i Sverige.

Även *utbudet* på bostadskrediter har ökat. Med de nya kapitaltäckningsreglerna, Basel II, ska bostadslånen ges lägre riskvikt än idag, vilket får till följd att bankerna får lägre kapitalkrav om de har en stor andel bostadskrediter. Anpassningen till detta har redan börjat, vilket ökat konkurrensen och tryckt bolåneräntorna nedåt. Hushållen har också blivit en allt viktigare låntagargrupp för de svenska storbankerna. Andelen hushållskrediter utgör nu drygt 40 procent av bankernas totala utlåning.

Som företrädare för Riksbanken har jag naturligtvis anledning att se positivt på den ökande konkurrensen eftersom den ökar effektiviteten på marknaden. Möjligen finns det anledning att hoppas på att konkurrensen i framtiden också kan skapa nya instrument för hushållen för att hantera sin ränterisk. Här tror jag att utvecklingen kan ha mycket att erbjuda.

De faktorer som diskuterats ovan och som påverkar utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden och på bolånemarknaden räcker ganska långt för att förklara utvecklingen av både bostadspriser och hushållsupplåning. Så är det inte i alla länder. På de marknader där priserna stigit snabbast, till exempel i Australien, Storbritannien, Spanien och Irland finns också tydliga inslag av att bostäder ses som finansiella tillgångar, inte något man köper för att själv bo i. Där finns marknader för så kallad "buy to let" där hushållen kan köpa en andra bostad för uthyrning. Förhoppningen är att bostaden ska stiga i värde ungefär som en aktie och under tiden ge viss avkastning. I Dublin har det gått så långt så att bostadshyrorna fallit under senare år, vilket borde ha lett till fallande huspriser. Men huspriserna har fortsatt uppåt.

Flera marknader har sannolikt inslag av spekulativa "bubblor", där prisutvecklingen tappat kontakt med de fundamentala faktorer som normalt påverkar utbud och efterfrågan och i stället styrs av förväntningar om framtida prisstegringar. Hur en sådan marknad fungerar såg vi tydligt i början av 1990-talet när det gäller kommersiella fastigheter i Sverige.

I Sverige ser vi inte några tecken på att spekulativa element skulle vara av större betydelse för prisbildningen på bostäder. Jag tycker att det finns anledning att fråga sig om sådana obalanser verkligen kan uppstå på den svenska bostadsmarknaden. Hushållen i Sverige bor i sina bostäder. Kanske har det svenska skattesystemet, både fastighetsskatten och skatten på hyresintäkter, gjort det olönsamt för hushållen att köpa bostäder för uthyrning. Australien har till exempel väsentligt gynnsammare skatteregler.

Sammanfattningsvis förefaller alltså både bostadspriser och hushållsupplåning i Sverige att förklaras ganska väl av de fundamentala faktorer som normalt styr utbud och efterfrågan. Det betyder naturligtvis inte att priserna inte kan falla, långt därifrån. Osäkerhet om inkomstutvecklingen och stigande räntor kan till exempel vara faktorer som minskar efterfrågan samtidigt som utbudet ökar då nybyggnationen tar fart. Då ska vi räkna med svagare prisutveckling eller till och med fallande priser. Men priserna borde inte falla så mycket och så snabbt som när efterfrågan innehåller uppenbara spekulativa element.

Den finansiella stabiliteten

Hur är det då med stabiliteten i det svenska banksystemet? Vad händer om arbetslösheten skulle öka eller räntorna stiga? Kan vi då få en snabb ökning av bankernas kreditförluster på samma sätt som under bankkrisen?

I fler rapporter om den finansiella stabiliteten har vi konstaterat att det förvisso finns skäl att vara vaksam när det gäller hushållens skuldutveckling, men att vi inte tror att detta är något som utgör ett hot mot stabiliteten i banksystemet. Det finns flera skäl till detta.

Ett skäl är det jag just nämnde, nämligen att vi inte kan se några uppenbara spekulativa tendenser på bostadsmarknaden, kanske på grund av att hushållen i Sverige inte har så stora incitament att betrakta bostäder som finansiella tillgångar.

Ett annat skäl, som hänger samman med det första, är helt enkelt att hushållen hittills aldrig orsakat bankerna sådana förluster att den finansiella stabiliteten hotats. Under krisåren i början av 1990-talet uppgick hushållssektorns samlade kreditförluster som mest till 0,7 procent av bankernas samlade lån till hushållssektorn. Det motsvarade endast 7 procent av de totala kreditförlusterna. Hushållen kan ju inte som företagen gå i konkurs och bli av med sina skulder (diagram 3). Det var inte bostadsmarknaden utan marknaden för kommersiella fastigheter som orsakade de stora förlusterna i banksystemet. Och på den kommersiella fastighetsmarknaden har priserna denna gång inte skenat iväg, utan tvärtom fallit.

Ett ytterligare skäl är att hushållens betalningsförmåga inte har försämrats i motsvarande takt som skulderna ökat. Hushållen betalar betydligt mindre för sina lån idag än de gjorde i början av 1990-talet och har därför råd att ta på sig större skulder. Då utgjorde räntebetalningarna omkring 10 procent av hushållens disponibla inkomster, medan de i dagsläget endast utgör 4 procent (diagram 4).

Hushållens tillgångar har också ökat i värde. Sedan mitten av 1990-talet har värdet på hushållens finansiella tillgångar – aktier, obligationer och annat sparande – ökat med omkring 70 procent. Detta har alltså skett trots börsfallet på aktiemarknaden.

Sammantaget har hushållens skulder ökat i nära nog samma takt som tillgångarna (diagram 5). Att så har skett skulle kunna ses som betryggande ur stabilitetssynpunkt eftersom hushållen inte bara behöver förlita sig på sina inkomster utan också har tillgångar som de kan realisera och betala sina skulder med om de skulle behöva.

Våra löpande analyser bygger på siffror för hela hushållssektorn sammantaget. Det är emellertid inte säkert att enskilda, skuldsatta hushåll också har tillräckliga inkomster eller tillgångar. För att förvissa oss om det tittade vi i våras närmare på skuldsättningen och betalningsförmågan i olika inkomstgrupper baserat på uppgifter från 2000 och 2001. Det visade sig att bilden blev densamma som för hela sektorn som låntagargrupp – skulderna fanns i huvudsak i samma grupp av hushåll som hade tillgångar och goda inkomster. Den grupp av hushåll som hade knappa ekonomiska marginaler, bestod av en ganska brokig samling hushåll, men de flesta av dem saknade lån. En uppdatering av denna studie med siffror för 2002 kommer att presenteras i nästa stabilitetsrapport som publiceras i början av december.

Det förefaller alltså inte sannolikt att hushållen som grupp skulle få betalningssvårigheter om räntorna skulle stiga oväntat eller inkomsterna minska till följd av ökad arbetslöshet. Och även om hushållen skulle få betydande svårigheter klarar bankerna detta utan att det i nämnvärd utsträckning påverkar deras riskkapital. Frågan om bostadspriser och hushållens upplåning är som jag ser det idag inte någon fråga som berör stabiliteten i det svenska banksystemet.

Det bör emellertid sägas att även om risken för hushållen som kollektiv är liten så kan enskilda hushåll drabbas hårt om deras marginaler för stigande räntor är små eller om de drabbas av inkomstbortfall i någon form. Det är därför angeläget att bankerna i sin utlåning ser till att låntagarna väl kan klara höjda räntor.

Prisstabiliteten

Att både tillgångar och skulder ökar i relation till inkomsterna gör emellertid hushållen mer känsliga för förändringar i räntor eller tillgångspriser. En ökning av räntorna påverkar direkt hushållens köpkraft, särskilt som hushållen i allt större utsträckning tar rörliga lån. Fallande huspriser minskar också deras förmögenhet.

Skulle räntan stiga och bostadspriserna falla skulle detta således få större genomslag än tidigare på hushållens köpkraft och därmed troligen också på konsumtionen och sparande. Det för mig in på kopplingen till prisstabiliteten.

I debatten uttrycks från tid till annan viss oro för de effekter hushållens ökade känslighet för räntor och tillgångspriser kan få för den framtida konsumtionen och därmed för konjunkturutvecklingen i stort. Flera röster har menat att penningpolitiken måste ta större hänsyn till detta. Borde inte räntan höjas för att hålla tillbaka skulduppbyggnad och ökning av bostadspriser? Om priserna på bostäder hastigt skulle falla, kan inte det få effekter på efterfrågan och därmed på inflationen som ligger utanför Riksbankens prognoser? Och, i ett lite längre perspektiv, kan det inte få realekonomiska effekter som Riksbanken också har anledning att ta hänsyn till?

Bakom dessa högst berättigade frågor ligger ofta oro för att någon form av spekulativ bubbla byggts upp, ungefär som på marknaden för kommersiella fastigheter i början av 1990-talet eller på aktiemarknaden tio år senare.

Låt mig ta frågan om prognoserna först. Skuldsättningen och prisutvecklingen på bostäder ingår i Riksbankens bedömning av den framtida inflationen via effekter på hushållens förmögenheter och därmed på efterfrågan i ekonomin. Det är givetvis svårt att förutsäga hur hushållen kommer att agera, men vi antar normalt att de är rationella och kan göra goda bedömningar om hur ekonomin kommer att utvecklas och hur detta påverkar deras lånekalkyler. Det är inte nödvändigtvis ett korrekt antagande. Man kan till exempel tänka sig att hushållen i vissa lägen reagerar starkare på en räntehöjning än på motsvarande räntesänkning. Om inte hushållen räknar med att räntan stiger i en konjunkturuppgång och en räntehöjning från vår sida skulle komma som något av en överraskning, kan detta få effekter på konsumtionen utöver dem vi räknat med i våra modeller. Det här är effekter som vi diskuterar och försöker ta hänsyn till utanför modellvärlden i den utsträckning vi finner det befogat. Om hushållen reagerar starkare än beräknat kan det ju leda till att vi inte behöver höja räntan så snabbt i konjunkturuppgången som vi annars hade gjort.

Frågan om de realekonomiska effekterna efter prognosperioden är knepigare. En spekulativ bubbla som spricker kan ju leda till snabba prisfall, men också till en sämre tillväxt och högre arbetslöshet på lite längre sikt. Det vill vi förstås om möjligt undvika.

Hur risken för snabba prisfall i allmänhet och för spekulativa bubblor i synnerhet ska hanteras i penningpolitiska sammanhang är emellertid inte någon alldeles enkel fråga. Nu verkar det som sagt inte finnas några väsentliga spekulativa inslag i prisbilden på bostadsmarknaden. Därmed känns bubbelproblematiken en aning hypotetiskt för vår del. Jag ser inte någon anledning att av realekonomiska hänsyn avvika från vår normala handlingsregel för penningpolitiken med hänsyn till hushållens skuldsättning. Dessutom förefaller der som om prisbilden stabiliserats och att priserna på sina håll till och med viker.

Avslutande kommentarer

Den höga skuldsättningen bland de svenska hushållen och de stigande bostadspriserna gör att det finns skäl för Riksbanken att vara vaksam. Det råder ingen tvekan om det. Men det finns inga tecken på att stabiliteten i betalningssystemet skulle vara hotad eller att prisstabiliteten på något sätt äventyras av den ökning av hushållens upplåning till bostäder som vi hittills sett.

Enskilda hushåll bör också vara vaksamma. Under en tid nu har de nominella och de reala räntorna varit låga till följd av den svagare konjunkturen och den låga inflationen. I takt med att konjunkturen tar fart bör emellertid inflationen ta fart och räntorna stiga. Räntekostnaderna kommer att öka. Med stigande räntor bör även följa att bostadspriserna inte ökar i samma snabba takt som hittills.

Att inflationen kommit ned och nu är låg och stabil är väl något som vi alla ser som något positivt. För låntagare har det inneburit lägre räntekostnader, men baksidan av myntet är att skulderna inte kommer att kunna amorteras av enbart med hjälp av inflationen. Lånen kommer att bestå längre, vilket kan innebära att skuldsidan i balansräkningen är oförändrad samtidigt som kanske lägre bostadspriser minskar värdet på tillgångarna.

Många hushåll förefaller också välja att skjuta amorteringar på framtiden i sina lånebeslut, vilket känns som ett kortsiktigt val. Kanske behöver en del hushåll se över långsiktigheten i sina lånebeslut. Lånekalkylerna ska hålla även den dag räntan stiger eller värdet på det köpta huset inte längre gör det.

Tack!