



# ANFÖRANDE

DATUM: 2005-10-11  
TALARE: Vice riksbankschef Kristina Persson  
PLATS: Uppsala

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

## ■ Fastighetsmarknaden och det aktuella ekonomiska läget

### Inledning

Tack för inbjudan att medverka i detta tidiga frukost möte.

Som ni förmodligen redan noterat har frågan om bostadspriserna funnits med i de diskussioner som Riksbankens direktion haft om penningpolitiken på senare tid. Jag tänkte därför inleda med att ge min syn på vilken roll skuldsättning och bostadspriser generellt sett spelar för vår penningpolitik. Därefter diskuterar jag om det finns en risk för att den starka utlåningstillväxten och de kraftiga prisstegringarna på bostadsmarknaden kan komma att fördjupa en konjunkturedgång längre fram i tiden. Avslutningsvis kommer jag att tala om det aktuella konjunkturläget i stort inför vårt räntebeslut nästa onsdag.

Den diskussion som vi för om bostadspriserna är på inget sätt unik bland centralbanker världen över. De kraftiga prisstegringarna på bostadsmarknaden och den starka kreditexpansionen till hushållen har under flera år varit på agendan för penningpolitiska beslutsfattare i många länder. Även om takten i utlåningstillväxten har mattats i många länder den senaste tiden är skuldsättningsgraden i hushållssektorn generellt hög. I Sverige utgör skulderna i dagsläget över 125 procent av disponibel inkomst, vilket är nära de nivåer som rådde i början av 1990-talet. I Storbritannien, där huspriserna fram till och med andra kvartalet i år ökade med knappt 4 procent på årsbasis, är skuldsättningsgraden kring 150 procent.

I Sverige har småhuspriserna de senaste tio åren mer än fördubblats och särskilt stark har uppgången varit i storstadsområdena. Till en del kan utvecklingen förklaras av att hushållens inkomster också ökat kraftigt under den här perioden. På lång sikt är det rimligt att anta att bostadspriserna stiger i takt med inkomsterna. Det som kan väcka vissa farhågor är att såväl småhuspriser som hushållens skulder har ökat så mycket snabbare än inkomsterna och att den utvecklingen fortsatt också i år. Fram till och med andra kvartalet i år har småhuspriserna stigit med drygt 7 procent samtidigt som hushållens skulder ökat med drygt 10 procent jämfört med samma period 2004. Sedan 1995 har småhuspriserna liksom skulderna ökat drygt 40 procent mer än inkomsterna.

De frågor som diskuterats har framförallt gällt om det finns "bubblor" på bostadsmarknaden, i den meningen att huspriserna kraftigt avviker från vad som kan motiveras av underliggande faktorer såsom t.ex. disponibelinkomster och räntekostnader, och om hushållen har skuldsatt sig för mycket i förhållande till sin framtida betalningsförmåga. En fråga som har aktualiserats under senare år i Sverige liksom t.ex. i England är varför den kraftiga kreditexpansionen och de stigande egnahemspriserna under senare år inte har åtföljts av ökad konsumtion. Stigande förmögenheter borde ju stimulera konsumtionen och låga räntor leda till att sparandet dämpas samtidigt som det påverkar efterfrågan på lån. I stället tycks lånen på aggregerad nivå ha kanaliseras till sparande i finansiella tillgångar. En förklaring kan vara att äldre generationer ökat sitt sparande i finansiella tillgångar, bland annat till följd av att börsfallet eroderat en del av pensionskapitalet.

### **Vilken roll spelar lån och småhuspriser för penningpolitiken?**

Riksbanken har enligt lag ett prisstabilitetsmål som direktionen har preciserat till att KPI ska öka 2 procent plus minus 1 procentenhet. Det är detta mål som styr utformningen av penningpolitiken. Normalt siktar vi på att nå målet inom en tvåårsperiod. Men som vi beskrev i ett förtydligande 1999 finns det ibland skäl att låta det ta lite längre tid att nå målet.

När vi fattar våra penningpolitiska beslut tar vi hänsyn till hur skuldsättningen och småhuspriserna bedöms påverka efterfrågan och inflationen framöver. Hur mycket kortsiktiga variationer i räntan påverkar fastighetspriser och andra tillgångspriser är mycket osäkert. Att köpa en bostad är ett långsiktigt beslut och kortsiktiga, konjunkturellt betingade variationer i räntan borde inte påverka rationella hushålls vilja att ta lån för att köpa bostad, mer än högst marginellt.

En av de viktigaste faktorerna för utvecklingen av priserna på egna hem på lite längre sikt är hushållens inkomster. Men befolkningsstruktur, nybyggnation och tillgången på lån har också betydelse. Oavsett vad som orsakar en ökning av egnahemspriserna är det sannolikt så att hushållens konsumtion stimuleras av prisökningarna via den s.k. förmögenhetseffekten och omvänt dämpas, när småhuspriserna faller. När värdet av hushållens villor och bostadsrätter stiger så kan hushållen realisera en del av värdestegringarna genom att låna med bostaden som säkerhet. Om räntorna samtidigt är låga ökar intresset för att t.ex. belåna värdestegringen på en villa för att köpa t.ex. mer varaktiga varor som bilar och vitvaror.

Egnahemspriserna spelar alltså på detta sätt roll för efterfrågan och därmed för penningpolitiken. Bankernas och bostadsinstitutens räntesättning och möjlighet att låna ut spelar också en viktig roll. Tillgången på lån ökar möjligheten att realisera en värdestegring men gör det också möjligt att finansiera ett bostadsköp.

Utöver inflationsmålet har Riksbanken till uppgift att verka för finansiell stabilitet, som är en förutsättning för att vi ska kunna verkställa penningpolitiken på ett bra sätt. Fungerande betalningsväsende, kapitalförsörjning och system som gör det möjligt att sprida risker är en förutsättning för att ekonomin ska fungera effektivt. Ett viktigt medel i Riksbankens stabilitetsarbete är att två gånger om året publicera en rapport där riskerna i det finansiella systemet värderas. Utlåningen till hushåll och prisutvecklingen på bostadsmarknaden har varit ett återkommande tema i stabilitetsrapporterna de senaste åren. I stabilitetsrapporterna redovisas bl.a. bedömningar huruvida bankernas kreditriskexponeringar mot bl.a. de svenska hushållen kan hota den finansiella stabiliteten.

■ Inflationbedömningarna baseras normalt på att inga stora problem ska uppstå i det finansiella systemet - kreditförsörjning, betalningsförmedlingen och riskomfördelningen antas fungera normalt. Om den finansiella stabiliteten skulle vara hotad måste det förstås beaktas när penningpolitiska beslut fattas.

## Vilka bedömningar har vi då gjort?

### *Hushållen utgör inget direkt hot mot den finansiella stabiliteten*

I de bedömningar som Riksbanken gjorde i den senaste stabilitetsrapporten i juni i år konstateras att risken för att hushållen skall orsaka de svenska bankerna stora kreditförluster är mycket liten. Den snabba ökning som vi sett av utlåningen till hushållen utgör alltså inget hot mot den finansiella stabiliteten. Skuldsättningen har visserligen ökat kraftigt de senaste 10 åren, men samtidigt har låga räntor lett till att räntebördan är låg. På aggregerad nivå är räntebördan drygt 3 procent av inkomsterna, vilket kan jämföras med i början av 1990-talet då räntebördan var över 10 procent. Även om man enbart ser på den räntebörda som skuldsatta hushåll i genomsnitt har så är den låg. Mikrostudier visar också att de skuldsatta hushållen i stort har goda marginaler och att de därför skulle klara av sina räntebetalningar, även vid ett betydligt högre ränteläge än idag.

Ungefär 70 procent av lånen har tagits i bostadsinstituten och där har bostaden lämnats som säkerhet. En viktig fråga i stabilitetsanalysen är därför om det finns en risk för snabba fall i egnahemspriserna och därmed en urholkning av de pantvärden som ligger till grund för utlåningen till hushållen. Så länge låntagarna kan betala räntorna och amorteringarna på sina lån spelar pantvärdet ingen roll, men om ett hushåll inte längre kan betala är det viktigt att pantvärdet täcker lånet.

Det går visserligen inte att uttala sig tvärsäkert om på vilken nivå priserna på bostadsrätter och småhus på lång sikt bör ligga. Men de skattningar som Riksbanken har gjort i olika sammanhang tyder på att fundamentala faktorer som inkomster, räntor och bostadsbyggande tämligen väl kan förklara utvecklingen i såväl småhuspriser som lån under de senaste 10 åren. Det minskar risken för snabba fall i egnahemspriserna. Vidare är de spekulativa inslagen på bostadsmarknaden sannolikt små. Ett skäl till detta är att de svenska hushållen, till skillnad från hushåll i en rad andra länder, köper bostäder för att bo i och inte för att tillgodogöra sig en värdestegring. Man köper inte sin bostad enbart för att kunna sälja den något år senare och göra en reavinst. Därför trissas inte priserna upp på samma sätt som de kan göra i en finansiell bubbla, liksom den vi såg på aktiemarknaden för inte så länge sedan.

Det är heller inte anmärkningsvärt att hushållen ökat sina skulder så mycket sedan mitten av 1990-talet. Skuldsättningsgraden var låg efter krisåren i början av 1990-talet. Hushållens intresse för att låna ökade samtidigt som trovärdigheten för inflationsmålsregimen i mitten av 1990-talet steg och osäkerheten om framtiden minskade. Realräntorna kunde successivt dras ner, vilket gjorde att det blev billigare att låna. Låga och stabila inflationsförväntningar ledde också till att hushållen kunde räkna med att de nominella räntorna på sikt skulle komma att ligga på en lägre nivå än tidigare. Det kan också vara så att låginflationsregimen har bidragit till att hushållen kunnat ta större lån eftersom räntebördan är låg.

## ■ *Kan det bli ett bakslag i konsumtionsefterfrågan senare?*

Varken den höga skuldsättningen eller de höga priserna på bostäder anses således utgöra ett hot mot banksystemet. Men kan hushållens uppblåsta balansräkningar verka dämpande på konsumtion och tillväxt i ett senare skede? Finns det risk för att hushållen kraftigt tvingas dra ner på sin konsumtion när räntorna förr eller senare går upp? Och hur kommer bostadspriserna att påverkas när räntorna stiger? Kommer de värdeminskningar i hushållens förmögenhet (i egnahemsstocken) som kan utlösas av en räntehöjning leda till minskad konsumtion? Det här är frågor som vi försöker ta ställning till när vi gör de bedömningar av den ekonomiska utvecklingen som ligger till grund för penningpolitiken. Men inte heller här finns det några enkla svar och besluten måste som alltid vila på bedömningar.

Det mesta talar dock för att de anpassningar som vi kan vänta oss efter en framtida ränteuppgång är en del av den normala transmissionsmekanismen och att anpassningarna därför kommer att ske i ordnade former. Under förutsättning att hushållen tagit beslut om lån på rationella grunder och alltså baserat sina beslut på realistiska antaganden om framtida räntebörda så finns det ingenting som talar för några drastiska effekter av högre räntor. Det gäller såväl effekterna av egnahemspriser som konsumtionseffekter till följd av ökad räntebörda.

Men det går inte att bortse ifrån risken att det finns hushåll som har haft för optimistiska föreställningar om sina framtida inkomster och om räntenivån framöver. Mer än 70 procent av nyutlåningen sker idag till rörlig ränta. Och den ligger nu betydligt lägre än vad förväntningarna på de finansiella marknaderna är inställda på att den på sikt kommer att göra. De hushåll som väljer att ligga kvar med rörliga lån måste alltså räkna med att räntebördan kan öka betydligt längre fram, förutsatt att de utvecklas i linje med marknadens förväntningar.

Kreditspreaden mellan en riskfri statsobligation och en bostadsobligation har dessutom varit nästan obefintlig under det senaste året. Det har sammantaget medfört att bostadsinstituten kunnat erbjuda mycket låga utlåningsräntor också för lån med bunden ränta. De höga bostadspriserna i kombination med de låga räntorna har medfört att många hushåll tagit på sig mycket stora skulder. En fördubbling av räntenivån är därför, mot bakgrund av att många olika och delvis tillfälliga faktorer har pressat ner räntorna, inte otänkbar. Det kan komma att innebära stora belastningar för många hushåll. Det är inte säkert att man insett detta när man tagit beslut om stora lån. Ju längre tid som tillfälliga faktorer håller nere räntorna desto större kan risken vara för att hushållen betraktar de låga räntorna som varaktiga. Även om man klarar sina räntebetalningar när räntorna vänder uppåt så kan många hushåll tvingas dra ner betydligt på sin konsumtion, vilket får en dämpande effekt på efterfrågan.

Högre räntor kan samtidigt dämpa prisstegringstakten på bostadsmarknaden. Om räntorna stiger samtidigt som utbudet av nya bostäder ökar så kan det också verka dämpande på bostadspriserna. Ålderssammansättningen kan också verka svagt dämpande på bostadsmarknaden framöver. Under hela 1990-talet har befolkningen i arbetsför ålder ökat, men efter 2000 sker en svag vändning. Andelen pensionärer ökar, vilket kan öka utbudet av större bostäder och villor. Förändringen i efterfråge- och utbudsförhållanden sker dock som regel långsamt och torde inte leda till några drastiska prisanpassningar. En ränteuppgång kommer sannolikt dessutom att ske samtidigt som tillväxten och hushållens inkomster

ökar, vilket i sig motverkar de faktorer som dämpar prisutvecklingen. Hur stor den sammantagna effekten blir är svårt att bedöma. Det mesta talar dock för att vi inte kommer att få se några kraftiga prisfall, även om räntorna stiger.

### ***Varför har sparandet varit så högt?***

Historiskt sett har ökad skuldsättning och stigande småhuspriser skett parallellt med ökad konsumtionskvot. Det är en utveckling som man kan vänta sig särskilt om utvecklingen drivs av lägre räntor. Stigande småhuspriser ökar ju hushållens förmögenhet och om räntorna dessutom är låga väntar man sig att hushållen ökar sin konsumtion. Sedan 2001 har dock konsumtionskvoten legat på en låg nivå trots att utlåningen ökat och småhuspriserna stigit. Det kan verka förbryllande att hushållen både lånar och sparar så mycket samtidigt. Merparten av lånen tas troligen i samband med köp av ny bostad på andrahandsmarknaden. De kassaflöden som skapas när utlåningen ökar och som inte på aggregerad nivå motsvaras av finansiering av nybyggnation kan användas antingen till konsumtion eller till finansiella placeringar.

Det som hänt under senare år är alltså att det på aggregerad nivå ser ut som om lånen har gått till sparande. Samma utveckling har vi sett i t.ex. Storbritannien. Någon enkel förklaring av vad som ligger bakom detta har vi inte. En möjlig tolkning är att börsfallet år 2000 och den konjunkturavmattning som följde dels ökade försiktighetssparandet p.g.a. osäkerheten om utvecklingen på arbetsmarknaden, dels ökade sparandet hos de som direkt drabbats av börsfallet. Den del av befolkningen som närmar sig pensionsåldern kan t.ex. ha ökat sitt sparande i finansiella tillgångar för att återställa sin förmögenhet efter börsfallet. Många äldre kan också ha passerat på att byta till en billigare bostad och på så sätt omvandlat en del av sin reala förmögenhet till en finansiell tillgång.

Samtidigt kan de hushåll som inte drabbats av börsfallet, som är yngre och inte bekymrar sig för sin framtida inkomstutveckling ha fortsatt att efterfråga dyra bostäder eftersom räntekostnaderna varit så låga. Det är dock svårt att i statistiken få belägg för vilka beteenden som ligger bakom den utveckling vi sett eftersom vi framförallt har tillgång till statistik på aggregerad nivå. Stämmer den här tolkningen är det rimligt att konsumtionen kommer igång när osäkerheten på arbetsmarknaden minskar och när sparandet i kombination med stigande tillgångspriser återställt förmögenheten.

### **Det aktuella penningpolitiska läget**

Låt mig nu gå över till att tala om hur framförallt vårt huvudscenario för den ekonomiska utvecklingen de kommande åren ser ut.

### ***Den internationella bilden***

Omvärldsbilden ser i huvudsak ljus ut. Vår bedömning är att den internationella tillväxten ser ut att bli fortsatt hög i år. Förutsättningarna är också gynnsamma för en fortsatt hög tillväxt de närmaste åren framöver, även om vi räknar med en något lugnare tillväxt än i fjol. En fortsatt stark konjunkturutveckling i USA samt en fortsatt kraftig ekonomisk expansion i Kina och övriga Asien är viktiga drivkrafter.

■ Under våren kom det en del signaler om en tydligare avmattning i den internationella konjunkturen än vi tidigare räknat med. Det var framför allt tillväxten inom euroområdet som såg ut att ha dämpats mer än väntat. Vår huvudbedömning i juni var att det rörde sig om en tillfällig svacka i den internationella konjunkturen. Möjligheten att konjunkturavmattningen skulle kunna bli bred och kraftig fanns dock med i vår analys av riskerna i prognosen. Informationsflödet under sommaren har dock stött bedömningen att svackan i den internationella konjunkturen under våren var tillfällig.

Samtidigt har oljeprisuppgången fortsatt vilket måste vägas in i den allmänna bedömningen. Vad som orsakat de höga oljepriserna är svårt att med säkerhet säga. Mycket tyder dock på att efterfrågan spelar en viktig roll. Sannolikt är prisuppgången en följd av ökad efterfrågan på olja från snabbväxande ekonomier såsom Kina och Indien samtidigt som produktionskapaciteten ännu inte anpassats i tillräcklig utsträckning. De senaste månaderna har även osäkerhet om effekterna av orkanen Katrina bidragit till det höga oljepriset. Även om det är rimligt att räkna med att oljepriset kan sjunka från dagens höga nivåer är det genuint svårt att förutsäga vilket oljepris vi bör räkna med framöver.

När det gäller följd effekterna av det höga oljepriset kan man konstatera att den uppgång i oljepriset som vi hittills sett inte förefaller ha dämpat den globala tillväxten nämnvärt. Detta beror sannolikt på att oljeberoendet i många industriländer är mindre idag än tidigare. I exempelvis Sverige har oljans andel av energitillförseln sjunkit från cirka 75 procent 1970 till drygt 30 procent 2004. Att det höga oljepriset delvis verkar vara drivet av hög efterfrågan i främst Asien har sannolikt också varit en balanserande faktor. Vår bedömning är därför att det höga oljepriset kommer att dämpa den internationella tillväxten något kommande år, men det rör sig inte om någon dramatisk anpassning. Men att bedöma effekterna av det höga oljepriset är också svårt och därför en central faktor i vår riskbild.

Likaså råder fortsatt osäkerhet om konsekvenserna av sparandeobalanserna i världen och då främst det stora underskottet i USA:s bytesbalans. En anpassning av bytesbalanserna skulle sannolikt innebära en försvagning av USA:s reala växelkurs, antingen genom att inflationen sjunker i USA gentemot omvärlden eller att dollarn faller. Det är också troligt att de mycket låga räntorna stiger om obalanserna justeras. Sker dessa förändringar snabbt och oväntat finns en risk för minskad tillväxt på världsmarknaden.

### ***Svensk ekonomi***

Även i Sverige kom signaler under våren om en uppbromsning i konjunkturen. Vi räknade dock i juni med att svackan var tillfällig och att tillväxten framöver åter skulle ta ny fart. Den nya statistik som kommit sedan dess verkar så här långt ha gett oss rätt i den bedömningen. Enligt nationalräkenskaperna för andra kvartalet förstärktes tillväxten ungefär så mycket som vi hade räknat med. Tillväxten i hushållens konsumtion tycks nu ha börjat öka och samtidigt ser den investeringsuppgång som inleddes förra året ut att fortsätta. Den avser nu inte bara bostäder utan också näringslivet i stort. Den inhemska efterfrågan verkar med andra ord vara på väg att ta vid som den viktigaste drivkraften för den fortsatta konjunkturuppgången.

Budgetpropositionen som las fram i september ser också ut att öka på konsumtionen, såväl den privata som den offentliga, framförallt nästa år. Vår bedömning

■ är alltså att finanspolitiken kommer att bli mer expansiv än vad vi antog i juni. Till detta kommer effekten av att vi idag också har en mer expansiv penningpolitik än när vi gjorde vår bedömning i juni. Vi räknar förstås med att det också bidrar till en något snabbare uppgång i den inhemska efterfrågan jämfört med bedömningen i juni.

Exporten utvecklades svagare än väntat under första halvåret, men den senaste tiden har det kommit signaler (månadsstatistik för exporten och barometerdata för exportorderingsgången) om att en viss ökning skett. Den gynnsamma internationella utvecklingen skapar generellt sett förutsättningar för en god exporttillväxt. En svag krona bidrar för närvarande till stimulansen.

Tillsammans pekar det här mot att tillväxten tilltar något nästa år och blir fortsatt god åren därpå.

### ***Arbetsmarknaden***

Läget på arbetsmarknaden är fortsatt svårbedömt. Metodbytet i arbetskraftsundersökningen har gjort det särskilt vanskligt att tolka utvecklingen på arbetsmarknaden den senaste tiden. Med denna brasklapp kan man ändå konstatera att det finns några tecken på att situationen på arbetsmarknaden håller på att förbättras. Enligt nationalräkenskaperna började antalet arbetade timmar att öka under andra kvartalet i år. Det verkar alltså som att utrymmet för företagen att fortsätta att öka produktionen utan att öka arbetsstyrkan börjar bli alltmer begränsat. Indikatorerna över den kommande utvecklingen på arbetsmarknaden talar också för en förbättring av läget. Det handlar bland annat om att antalet varsel sjunker och att antalet nyanmälda lediga platser ökar.

### ***Inflationsutsikterna***

I juni räknade vi med att den svagare tillväxten i år skulle innebära att resursutnyttjandet snarast faller i år för att sedan stiga långsamt de kommande åren. Inflationen bedömdes stiga gradvis framöver men vara fortsatt måttlig.

Den bedömningen av inflationsutsikterna tycker jag ser ut att stå sig rätt väl, även om tillväxten och därmed resursutnyttjandet nu ser ut att kunna bli något högre än vad vi räknade med i början av sommaren. På kortare sikt måste även effekterna av ett högre oljepris vägas in.

Det finns dock flera osäkerhetsfaktorer som måste tas med i bilden. Det rör sig bland annat om, som jag tidigare nämnde, svårbedömda effekter av det höga oljepriset på tillväxten och inflationen. Kopplat till detta är frågor om hur den globala konkurrensen kan väntas påverka det internationella pristrycket kommande år. En central faktor i bedömningen av inflationsutsikterna är också hur hög produktivitetstillväxten blir framöver och därmed hur företagens kostnadsutveckling kommer att bli.

Hur vi för närvarande väger ihop dessa faktorer till en samlad inflationsbedömning får vi återkomma till den 20 oktober när vår nästa inflationsrapport publiceras.

Tack för ordet!