



# ANFÖRANDE

DATUM: 2005-11-11  
TALARE: Vice riksbankschef Irma Rosenberg  
PLATS: Karlstad

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, konjunkturen och penningpolitiken

Tack för inbjudan att komma hit till Karlstad och medverka i seminariet om fastighets- och hyresmarknaden. Inledningsvis tänker jag tala om fastighetsmarknaden och varför det är viktigt för oss i Riksbanken att följa hur den utvecklas. Därefter går jag över till att diskutera det ekonomiska läget i omvärlden och i Sverige och ger min syn på inflationsutsikterna och penningpolitiken.

### Fastighetsmarknaden

Utvecklingen på fastighetsmarknaden är viktig både med hänsyn till Riksbankens uppdrag att främja finansiell stabilitet och till det penningpolitiska målet att värna om prisstabilitet. Vi följer därför löpande utvecklingen på såväl den kommersiella fastighetsmarknaden som bostadsmarknaden. Att fastighetsmarknaden är betydelsefull i stabilitetsanalysen beror på de tydliga kopplingar som finns till den finansiella sektorn. Den viktigaste är att fastighetsföretagen är stora låntagare i bankerna. Dessutom sker en stor del av bankutlåningen med kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter som säkerhet. Om det uppstår problem på fastighetsmarknaden kan dessa därmed sprida sig till den finansiella sektorn. Ett exempel på när just detta skedde var under bankkrisen i början av 1990-talet. Under åren 1992-93 var drygt 40 procent av bankernas kreditförluster relaterade till den kommersiella fastighetssektorn.

Låt mig börja med att diskutera hur jag ser på utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden för att sedan övergå till analysen av bostadsmarknaden. De två marknaderna har nämligen utvecklats helt olika under senare år.

### *Den kommersiella fastighetsmarknaden*

I samband med börsfallet år 2000 vek också efterfrågan på kontorslokaler och hyrorna och priserna på kontorsfastigheter började falla i takt med att vakanserna ökade. De senaste åren har omsättningen på fastigheter ökat igen. I dagsläget verkar prisfallet ha avtagit och i vissa regioner har priserna till och med stigit. Även om det är svårt att avgöra om det ännu skett en definitiv vändning i prisut-

vecklingen på kontorsfastigheter kan man räkna med att en sådan vändning kommer när efterfrågan på arbetskraft återhämtar sig mer tydligt. Vakansnivåerna är dock fortfarande höga, vilket bidrar till att hyrorna ännu inte har stigit mer allmänt. På lång sikt bör prisökningar på fastigheter också motsvaras av ökade hyresintäkter, eftersom hyresintäkterna utgör den underliggande avkastningen på fastighetsinvesteringar.

Dagens situation skiljer sig väsentligt från förhållandena i samband med fastighetskrisen i början av 1990-talet då priserna under lång tid hade ökat snabbt utan någon motsvarande uppgång i hyresintäkterna. Prisökningarna drevs då snarast av förväntningar om fortsatt starka prisökningar framöver. När det så småningom visade sig att dessa förväntningar inte skulle infrias, föll priserna snabbt. Sådana spekulativa inslag ser inte ut att föreligga idag. Samtidigt är intjäningen och betalningsförmågan i fastighetsföretagen god. Som det ser ut idag kommer fastighetssektorn knappast att orsaka några stora kreditförluster för bankerna och den utgör därmed inte heller något hot mot stabiliteten i det finansiella systemet.

### ***Bostadspriserna och hushållens skuldsättning***

Under de senaste ett à två åren har vi i Riksbankens direktion ägnat rätt mycket uppmärksamhet åt småhusmarknaden där en snabb prisökning gått hand i hand med stigande skuldsättning bland hushållen. Men det är viktigt att skilja på de slutsatser vi dragit beträffande betydelsen för den finansiella stabiliteten och de diskussioner vi fört i samband med våra penningpolitiska beslut. Jag återkommer till detta.

Att huspriserna har stigit snabbt i Sverige och i många andra länder har väl knappast undgått någon. I Sverige har småhuspriserna de senaste tio åren mer än fördubblats och uppgången har varit särskilt stark i storstadsområdena. Stigande huspriser har åtföljts av stigande skuldsättning hos hushållen. Tack vare att räntorna fallit har hushållens räntekostnader sjunkit, trots att skuldsättningen ökat. Hushållens räntekostnader är i dagsläget mycket låga i ett historiskt perspektiv. Att de låga räntorna ökat hushållens förmåga att bära större lån är en orsak till uppgången i bostadspriserna. Under sommaren och hösten verkar prisökningstakten på småhus ha dämpats något i vissa områden, men ökningstakten är fortfarande hög. Månadsstatistik visar att den årliga tillväxttakten för landet som helhet under perioden juli till september var 10 procent.

Utvecklingen i Sverige är på inget sätt exceptionell. Internationellt finns det exempel på länder där husprisökningarna varit kraftigare, som t.ex. Australien och Storbritannien. Men det finns också exempel på länder där prisökningstakten varit lägre, som t.ex. Tyskland. Den senaste tiden har dock utvecklingen internationellt blivit mer splittrad genom att prisökningstakten i vissa länder, t.ex. Australien och Storbritannien har mattats av ordentligt medan den i andra, däribland USA, har fortsatt att stiga. I Australien och Storbritannien minskade prisökningstakten i samband med att centralbankerna höjde sina styrräntor, även om det skedde med viss eftersläpning i Australien. I USA har prisökningstakten fortsatt upp trots stigande nominella korta marknadsräntor. De längre räntorna har dock inte stigit i samma omfattning sedan styrräntehöjningarna påbörjades. Då hushållen i USA i större utsträckning binder sina bolån på mycket långa perioder påverkas de främst av förändringar i de långa marknadsräntorna. Den stigande inflationen i USA har dessutom gjort att realräntorna inte ökat i takt med styrräntehöjningarna.

■ Beräkningar som gjorts inom Riksbanken talar för att uppgången i de svenska småhuspriserna så här långt till stor del kan förklaras av stigande inkomster, låga räntor och ett lågt nybyggande. Sedan huspriserna började stiga vid mitten av 1990-talet har de nominella disponibla inkomsterna ökat med cirka 40 procent samtidigt som räntorna har sjunkit väsentligt. 1996 var den genomsnittliga nominella bolåneräntan för hushållen drygt 9 procent. I juni i år var denna knappt 4 procent. Samtidigt har nybyggnationen varit mycket låg, även om låga räntor och stigande priser har lett till att byggandet har ökat förhållandevis mycket de senaste åren.

Min bedömning är att vi så här långt inte har indikationer på någon påtaglig övervärdering av småhuspriserna i genomsnitt över landet vid nuvarande låga ränta. I Sverige förekommer dessutom i princip ingen "buy-to-let" marknad, dvs. där privata investerare köper bostäder enbart för att hyra ut. Det begränsar inslagen av spekulation i bostäder. Att det inte ser ut att vara någon påtaglig övervärdering totalt i landet hindrar naturligtvis inte att huspriserna i vissa delar av landet eller på vissa delmarknader kan ha drivits upp mer än vad som är långsiktigt motiverat.

Att prisökningarna förhållandevis väl kan förklaras av stigande inkomster, lägre nominella räntor och lågt nybyggande utesluter inte möjligheten att prisökningstakten kan avta, eller att priserna till och med kan falla framöver. Utvecklingen av dessa förklaringsfaktorer följer normalt konjunkturen. Anpassningsförloppet borde dock bli mindre drastiskt än i ett läge när priserna har skenat iväg påtagligt på ett sätt som inte kan förklaras med utvecklingen i underliggande faktorer.

I dagsläget är det särskilt viktigt att komma ihåg att räntorna är låga i ett historiskt perspektiv och att de därför med stor sannolikhet kan förväntas stiga framöver. För att få en uppfattning om vad som kan vara ett rimligt ränteläge på sikt kan man se på länder som haft rörlig växelkurs och låg inflation längre än vi i Sverige. I USA och Tyskland har exempelvis styrräntorna normalt fluktuerat mellan två och sex procent. I en regim med en framgångsrik inflationsmålspolitik tror jag att man normalt kan förvänta sig räntor i detta intervall. Då är det också klart att dagens reporänta på 1,5 procent är unikt låg. Det är alltså viktigt att såväl hushåll som bolåneinstitut i sina beräkningar tar hänsyn till att räntorna kan komma att ligga högre framöver än i dagsläget. Detta innebär också att prisökningstakten på småhus inte uthålligt kan förväntas förbli lika hög som idag.

Konsekvenserna av denna bedömning av husprisutvecklingen är lite olika beroende på vilket av Riksbankens två uppdrag som avses. Vad gäller stabiliteten i betalningssystemet, dvs. den finansiella stabiliteten, anser jag inte att huspriserna och hushållens skuldsättning utgör något hot i dagsläget. Den största delen av utlåningen till hushållen är lån med bostäder som säkerhet. Bostaden utgör ju en del av hushållets förmögenhet och om värdet på ett småhus eller en bostadsrätt skulle falla innebär det naturligtvis att betalningsförmågan minskar för det bostadsägande hushållet. Men hushållets inkomster är inte knutna till värdet på bostaden, och så länge hushållet kan sköta sina lånekostnader utgör det därmed inget hot mot bankerna och betalningssystemet.

Såväl stigande inkomster som sjunkande räntebetalningar har lett till att betalningsförmågan i hushållssektorn är god för närvarande. Beräkningar med data på hushålls nivå som Riksbanken tidigare redovisat i rapporterna om Finansiell stabilitet visar att merparten av de skuldsatta hushållen har goda marginaler för att klara inkomstbortfall och stigande räntor framöver. Naturligtvis utesluter inte det att det finns enskilda hushåll som kan få problem när t.ex. räntan stiger. För banker-

na innebär det emellertid att kreditrisken i hushållssektorn som helhet är låg. Erfarenheterna historiskt visar också att det sällan är hushållssektorn som åsamkar bankerna stora kreditförluster. Inte ens vid den djupa krisen i början av 1990-talet då huspriserna föll rejält utgjorde förluster på lån till hushållssektorn någon betydande andel av bankernas totala kreditförluster.

Utifrån ett penningpolitiskt perspektiv är konsekvenserna av stigande huspriser och hög skuldsättning delvis annorlunda. Huspriserna påverkar via förmögenhetseffekter hushållens sparande- och konsumtionsbeslut och därmed efterfrågan i ekonomin som helhet. För hushåll med skulder påverkas också konsumtionsutrymmet om den andel av inkomsten som används för räntebetalningar ändras. Det är något vi måste beakta när vi gör våra prognoser för tillväxten och inflationen.

Om räntorna stiger kommer ränteutgifterna som andel av de disponibla inkomsterna att stiga, vilket tenderar att dämpa konsumtionsefterfrågan. Det är ju precis vad man vill åstadkomma om penningpolitiken stramas åt. Vad som händer med huspriserna är mer osäkert. I t.ex. Storbritannien och Australien dämpades, som jag nämnde, ökningstakten i huspriserna när centralbankerna började höja styrrentorna, men det har inte inträffat något allmänt prisfall på bostäder. I ett scenario där styrräntan börjar höjas för att bromsa en stark ekonomi och marknadsrörelserna följer med uppåt, är det troligt att anpassningen i bostadspriserna kan bli relativt mjuk med en ökningstakt som dämpas eller planar ut. Men även en dämpning av ökningstakten i huspriserna kan bidra till att förstärka den åtstramande effekten på hushållens konsumtion. Historiskt har hushållens konsumtionskvot, dvs. den andel av hushållens disponibla inkomster som går till konsumtion, samvarierat rätt väl med värdeförändringarna på hushållens förmögenhet (se diagram 1). Efter börsfallet år 2000 har visserligen detta samband varit något mindre tydligt, men det talar ändå för att det kan räcka med att ökningstakten i huspriserna saktar in för att konsumtionskvoten skall falla.

Riskerna för en mer dramatisk anpassning nedåt i bostadspriserna ökar om det skulle inträffa en relativt kraftig konjunkturavmattning med fallande hushållsinkomster som följd. Särskilt kännbart kan det naturligtvis bli om utvecklingen i huspriser och skuldsättning dessförinnan skenat iväg alltför snabbt och hushållen skuldsatt sig mer än de långsiktigt kan klara av. Då skulle vi kunna råka ut för en mer drastisk anpassning som driver ned ekonomin i en djupare och mer utdragen svacka som blir svår att hantera för den ekonomiska politiken. Det är ett riskskenario som Riksbankens direktions ägnat viss uppmärksamhet under senare år. Det är också en risk som enskilda hushåll har anledning att beakta när de står i begrepp att ta upp nya lån. Dessa mekanismer är alltså något vi måste väga in, när vi fattar våra beslut om penningpolitiken.

## Det aktuella ekonomiska läget

### *Den internationella konjunkturen fortsatt god*

Tillväxten i omvärlden var hög under förra året. I den senaste inflationsrapporten i oktober konstaterade vi att svackan i den internationella konjunkturen tidigare i år tycks ha varit tillfällig. Oljepriset hade dock blivit betydligt högre än vi tidigare hade räknat med och oljeprisprognosen justerades därför upp kraftigt. Detta bedömdes bidra till att öka det internationella pristrycket och dämpa tillväxten nå-

got. Dessa effekter bedömdes dock bli relativt begränsade. Bilden av en relativt god konjunkturutveckling i omvärlden de närmaste åren kvarstod därför i grova drag. Följaktligen väntades också marknaden för svensk export växa med god fart de närmaste åren.

I USA har orkanerna och oljeprisstegringarna under de senaste månaderna bidragit till en viss dämpning av ekonomin. Centralbanken i USA uppskattar att ökningstakten i industriproduktionen hållits tillbaka med ett par procentenheter i augusti och september sammantaget. De preliminära nationalräkenskaperna för tredje kvartalet visar dock på en fortsatt god tillväxt. Hushåll och företag har fortsatt att öka konsumtion och investeringar i en ganska stabil takt. Inköpschefsindex för såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorerna för oktober månad tyder på en relativt god utveckling även under inledningen av fjärde kvartalet.

Även på andra håll i världen har det kommit en del positiva signaler om konjunkturen. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i oktober steg bland annat i flera europeiska länder och i Japan. Även det så kallade IFO-indexet för Tyskland visade en positiv trend i oktober. För Storbritannien har dock den avmattning av ekonomin som pågått en tid fortsatt, vilket bland annat framgår av preliminära BNP-siffror för tredje kvartalet.

Prisstegringstakten i omvärlden har blivit något högre den senaste tiden än vi räknade med i den senaste inflationsrapporten. I USA steg inflationen markant i september till nästan fem procent. Rensat för energipriser ligger den dock fortsatt kvar på ungefär två procent. Den amerikanska centralbanken höjde åter räntan vid det senaste penningpolitiska mötet och styrräntan är därmed nu 4 procent, dvs. 3 procentenheter högre än när räntehöjningscykeln inleddes i juni 2004.

Även i euroområdet och en del andra länder har inflationen stigit mer än väntat den senaste tiden. Även här tycks uppgången i huvudsak ha att göra med det direkta genomslaget av höga energipriser. Ännu finns det dock inga egentliga tecken på att de höga energipriserna skulle vara på väg att ge spridningseffekter på priserna mer allmänt i ekonomierna i omvärlden.

Sammanfattningsvis tyder den information som inkommit den senaste tiden på att den internationella konjunkturen utvecklas i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Det innebär en fortsatt god tillväxt i år och de kommande två åren. Inflationen i OECD-området ser samtidigt ut att bli något högre än vi tidigare räknat med till följd av de högre energipriserna. Givetvis finns det risker med den internationella konjunkturutvecklingen och därmed för att inflationen skulle kunna avvika från vårt huvudscenario. Riskbilden har emellertid enligt min mening inte heller, i likhet med huvudscenariot, ändrats i någon högre grad sedan vi publicerade vår senaste inflationsrapport i oktober.

### ***Nytt ränteantagande till grund för bedömningen***

Innan jag går in på utsikterna för den svenska ekonomin vill jag ge några kommentarer till det nya antagande för reporäntan som infördes i inflationsrapporten i oktober. Bedömningen i inflationsrapportens huvudscenario bygger nu på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar så som de avspeglas i de så kallade implicita terminräntorna. Prognoshorisonten är samtidigt förlängd med ett år så att prognoserna sträcker sig tre år framåt i tiden.

■ Det finns flera fördelar med ett sådant ränteantagande. En fördel är att det normalt ger en mer realistisk bild av den framtida penningpolitiken. Därmed underlättas utvärderingar av våra prognoser. Det blir också lättare att jämföra prognoserna med andra prognosmakare. Med den längre prognoshorizonten framgår det tydligare hur inflationen påverkas av olika tillfälliga störningar. Motiven till förändringarna är att ge ett fylligare penningpolitiskt underlag och att förbättra pedagogiken i det penningpolitiska budskapet. Det är viktigt att understryka att metodförändringarna inte innebär att det skett någon grundläggande förändring av den penningpolitiska strategin. Räntebesluten kommer även fortsättningsvis att styras av ambitionen att inflationen normalt ska föras tillbaka till målet inom två år.

Det nya antagandet om reporäntan är ett tekniskt beräkningsantagande, som inte ska tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbanken anser vara mest önskvärd. Den räntebana som låg till grund för prognosen i inflationsrapporten i oktober bedömdes ge en rimlig utveckling av inflationen de närmaste åren. Vår slutsats var att om utvecklingen skulle fortsätta i enlighet med den bedömning vi då gjorde, skulle reporäntan komma att behöva höjas framöver. Vi poängterade samtidigt att det även fanns olika tänkbara banor för den framtida reporäntan som skulle kunna ge ungefär samma inflationsutfall.

### ***Tillväxten i den svenska ekonomin fortsätter att förstärkas***

Även för den svenska ekonomin konstaterades i inflationsrapporten att konjunkturuppgången föreföll ha tagit sig igen efter nedgången i början av året. Jämfört med den föregående bedömningen väntades något högre BNP-tillväxt och resursutnyttjande de närmaste åren, vilket till stor del berodde på en mer expansiv ekonomisk politik. Sammantaget var bedömningen att tillväxten skulle komma att bli relativt god i den svenska ekonomin de närmaste åren.

De senaste årens höga produktivitetstillväxt har delvis lagt grunden för denna utveckling. Företagen har kunnat öka sin produktion med befintlig arbetsstyrka vilket förbättrat kostnadsläget och hållit tillbaka prisökningarna i ekonomin. Med den låga inflationen har penningpolitiken kunnat vara expansiv under en förhållandevis lång tidsperiod. Den höga produktiviteten och relativt goda lönsamheten förväntas samtidigt ge utrymme för en förhållandevis förmånlig löneutveckling framöver. Detta gör att förutsättningarna är gynnsamma för en god tillväxt i den inhemska efterfrågan de närmaste åren. Expansiv finanspolitik bidrar också till att öka den inhemska efterfrågan, samtidigt som starkare tillväxt på svenska exportmarknader bidrar till att exporten stärks.

Ny information stödjer i stora drag bilden av en fortsatt förbättring av konjunktureren i Sverige. Den senaste konjunkturbarometern ger en relativt ljus bild av konjunkturläget i de flesta branscher som ingår i undersökningen. Den så kallade konfidensindikatorn har stigit för såväl tillverknings- och byggindustri som handel och tjänstenäringsbranscher. Orderingången i tillverkningsindustrin har stigit, främst på exportmarknaden men även för hemmamarknaden har en klar förbättring skett. Månadsstatistik för utrikeshandeln med varor ger också stöd för att det ser allt bättre ut för exporten. I likhet med utvecklingen på andra håll i världen visade även det svenska inköpschefsindexet för oktober en positiv utveckling. Ny statistik för omsättningen inom detaljhandeln visar på fortsatt relativt starka ökningar. Hushållens inköpsplaner för oktober ger samtidigt lite blandade signaler. Hushåll-

len har blivit något mindre optimistiska om svensk ekonomi och arbetslösheten, samtidigt som förväntningarna om den egna ekonomin har förbättrats.

När det gäller arbetsmarknaden konstaterade vi i inflationsrapporten i oktober att det fanns tecken på en förbättring av situationen. Förstärkningen av den inhemska efterfrågan tillsammans med de åtgärder som aviserades i budgetpropositionen bedömdes lägga grunden för en ökning av sysselsättningen framöver. Metodomläggningen i arbetskraftsundersökningarna (AKU) bidrar emellertid till att utvecklingen på arbetsmarknaden för närvarande är extra svårtolkad. Sysselsättningen ser möjligen ut att ha utvecklats något starkare än vi räknade med i oktober. Utvecklingen av antalet nyanmälda lediga platser och varsel talar också för att det har skett en vändning uppåt på arbetsmarknaden. I den senaste kvartalsbarometern fanns dessutom en del positiva signaler om företagens anställningsplaner.

Sammantaget talar även den nya information vi fått tillgång till om den svenska ekonomin för en utveckling väl i linje med vår prognos i inflationsrapporten i oktober.

### ***Inflationen och penningpolitiken***

Inflationen i den svenska ekonomin har varit låg sedan slutet av 2003. Enligt den senaste statistiken som avser september månad, uppgick den årliga prisstegringstakten mätt med KPI och UND1X till 0,6 respektive 1,0 procent. Som vi redovisade i inflationsrapporten kan den låga inflationen till stor del förklaras av gynnsamma utbudsförhållanden - stark konkurrens och snabb produktivitetstillväxt - och ett relativt lågt resursutnyttjande. Den importerade inflationen har samtidigt hållits nere av att andelen av importen som kommer från lågkostnadsländer har ökat. Den importerade inflationen har också hållits tillbaka av att kronan tidigare stärkts.

Utvecklingen av kronkursen är en av alla de faktorer som vi måste ta ställning till när vi gör vår inflationsprognos. Det är också ett av de få områden där utvecklingen sedan oktober avvikit väsentligt från vad vi då väntade oss. Låt mig därför kort kommentera kronkursen. Under en följd av år har Riksbanken räknat med att kronan skall stärkas. Denna prognos har slagit in mycket väl fram till det senaste årsskiftet även om det förekommit betydande avvikelser kortsiktigt på vägen (se diagram 2). Under innevarande år har kronan däremot försvagats relativt kraftigt. På marknaden tycks fokus för närvarande i hög grad riktas mot ränteskillnaderna mot omvärlden. Jag finner för min del kronförsvagningen något förvånande med hänsyn till att underliggande faktorer som t.ex. realekonomi, relativ inflationstakt, m.m. talar för motsatsen. Följaktligen räknade vi även i oktober med att det skulle ske en förstärkning framöver. Jag har svårt att se att det finns skäl för oss att nu ändra denna bedömning i vårt huvudscenario. Men en svagare kronkurs är en risk vi måste beakta. Skulle kronkursen förbli svag skulle det naturligtvis få konsekvenser för inflationsprognosen.

I oktober gjorde vi, precis som tidigare, bedömningen att inflationen skulle komma att stiga gradvis framöver. Resursutnyttjandet väntades stiga både i Sverige och omvärlden. Vi räknade med att produktivitetstillväxten skulle dämpas något och kostnadstrycket gradvis bli högre. Substitutionen mot billigare importerade varor väntades fortsätta, men det stigande globala resursutnyttjandet beräknades leda till att det globala pristrycket ändå skulle öka något sammantaget. Vår be-

- dömning var mot denna bakgrund att inflationen mätt med UND1X skulle komma att stiga från dagens låga nivå för att på ett par års sikt vara nära målet. Den information som inkommit sedan oktober tyder enligt min mening på att den bedömning vi då gjorde av inflationsutsikterna står sig väl så här långt. Nästa penningpolitiska möte samlas vi till i direktionen i början av december. Då måste vi också väga in den information som tillkommit fram till dess.