ANFÖRANDE

DATUM: 2005-12-19

TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg

PLATS: Evli Bank, 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

Husprisutvecklingen och penningpolitiken

Tack för inbjudan hit till Evli Bank.

Jag tänkte ägna huvuddelen av mitt anförande åt ett ämne som varit på tapeten ganska länge men som fördenskull inte blivit mindre aktuellt och angeläget, nämligen utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens ökade skuldsättning. Dessa faktorer har potentiellt viktiga implikationer för båda de uppgifter som har ålagts Riksbanken – såväl uppdraget att värna om den finansiella stabiliteten som det penningpolitiska målet om prisstabilitet. De har därigenom förstås också konsekvenser för strävandena att hålla realekonomin i god balans.

Jag tänkte därefter säga något om det aktuella penningpolitiska läget och det beslut som vi fattade för några veckor sedan om att hålla reporäntan oförändrad. Som bekant var direktionen denna gång – för övrigt för första gången på över ett och ett halvt år – inte enig i sitt beslut. Eftersom bland annat jag själv hade en avvikande uppfattning kan det vara på sin plats att jag utvecklar mina tankegångar något. Jag vill dock understryka att det rör sig om nyansskillnader i bedömningarna som det inte finns skäl att överdramatisera.

Huspriserna och den finansiella stabiliteten

Hushållen har under en ganska lång tid ökat sin upplåning i snabb takt. Den stigande skuldsättningen hos hushållen har gått hand i hand med en snabb prisökning på småhusmarknaden. Det finns än så länge inga tydliga tecken på att denna utveckling på allvar har börjat dämpas. Rimligen finns det en gräns för hur länge den kan fortgå. Riksbankens bedömning är också att ökningstakten kommer att avta under de närmaste åren i takt med att ränteläget stiger.

Utvecklingen på fastighetsmarknaden, främst kommersiella fastigheter men också bostäder, spelar en viktig roll i Riksbankens analys av faktorer som påverkar stabiliteten i det finansiella systemet. En central fråga vid en bedömning av om husprisutvecklingen skulle kunna utgöra ett potentiellt hot mot den finansiella stabiliteten är i vilken mån den kan förmodas vara driven av en överdriven optimism och spekulation. Om sådana drivkrafter skulle vara viktiga finns en risk, dels för att hushållen kan få svårigheter att klara av sina räntebetalningar när räntorna stiger, dels för att prisanpassningen nedåt kan bli mycket dramatisk när den bristande realismen i kalkylerna väl blir tydlig. Kombinationen av betalningssvå-

■ righeter hos hushållen och kraftigt fallande säkerhetsvärden kan potentiellt orsaka problem för bankerna.

Detta är dock ingen sannolik utveckling i Sverige av flera skäl. Ett är att husprisutvecklingen i landet som helhet – såsom indikeras av de analyser vi gjort i den stabilitetsrapport som presenterades för ungefär en månad sedan – ganska väl förefaller kunna förklaras av normala underliggande faktorer. Det handlar förstås dels om ränteläget som under förhållandevis lång tid varit lågt. I slutet av 1996, när huspriserna åter började stiga efter krisåren, var den genomsnittliga nominella bolåneräntan för hushållen ca 9 procent. Idag är den ungefär 4 procent. Det handlar också om att hushållens disponibla inkomster utvecklats väl under denna period. Till bilden hör förstås också utvecklingen på utbudssidan där nybyggnationen varit mycket blygsam. Den minskade dramatiskt i samband med 1990-talskrisen och har kommit igång först under senare år. Det tycks alltså vara så att husprisuppgången inte har drivits av en allmänt spridd överoptimism hos hushåll och långivare. Det kan i sammanhanget också vara värt att nämna att ett skäl till att inslagen av ren spekulation sannolikt är små är att de svenska hushållen, till skillnad från de i vissa andra länder, främst köper bostäder för att bo i och inte som ett "placeringsobjekt". Risken för spekulativ prisbildning ökar i länder där det är vanligt att man investerar i bostäder som sedan hyrs ut – s.k. "buy-to-let" – i väntan på att objektet ska stiga i värde och en kapitalvinst kan realiseras. Denna typ av spekulation har sannolikt pressat upp huspriserna i framförallt Australien, men förmodligen också i Storbritannien, USA och på Irland.

Ett annat skäl till varför utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens höga skulder knappast utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten är att hushållens betalningsförmåga är god. De bedöms överlag ha marginaler att klara av stigande räntor eller tillfälliga inkomstbortfall utan att hamna i betalningssvårigheter. Därtill kommer att bankernas intjäning är god. Av historien att döma är det också ovanligt att just hushållssektorn orsakar bankerna särskilt omfattande kreditförluster. Detta är på ett sätt ganska naturligt. Beslutet att investera i en bostad är ett av de viktigaste ett hushåll fattar och när det väl tagits är hushållet oftast berett till rätt stora uppoffringar för att klara sina åtaganden. Det är värt att notera att under krisåren i början av 1990-talet stod förluster på lån till hushållssektorn för endast 7 procent av bankernas totala kreditförluster.

Istället var det marknaden för kommersiella fastigheter som stod för de stora förlusterna i banksystemet under fastighetskrisen. Även detta har ganska naturliga förklaringar. En kontorsfastighet skiljer sig från ett hushålls bostad genom att ränteutgifterna är tänkta att täckas av hyresintäkter, dvs. inkomster som genereras av investeringen själv. Om kontorslokalerna inte kan hyras ut faller dessa intäkter bort och företaget som gjort investeringen kan tvingas i konkurs. Ett hushåll betalar istället sina räntor med inkomster som det får från annat håll.

I början av 1990-talet hade priserna på kommersiella fastigheter dessutom under lång tid pressats upp utan någon motsvarande uppgång i hyresintäkterna. Prisökningarna drevs uppenbarligen av förväntningar om fortsatt starka prisökningar framöver. När det så småningom stod klart att dessa förväntningar inte skulle komma att infrias och det blev allt svårare att hyra ut lokalerna i takt med att konjunkturen försvagades, föll priserna dramatiskt.

Idag är dock situationen på den kommersiella fastighetsmarknaden väsentligt annorlunda. Det har inte skett någon ihållande prisuppgång motsvarande den på bostadsmarknaden. I samband med börsfallet år 2000 vek efterfrågan på kontorslokaler återigen och hyrorna och priserna på kontorsfastigheter började falla.

Prisfallet förefaller visserligen idag ha dämpats och i vissa regioner har priserna på kontorsfastigheter stigit. Vakansnivåerna är dock fortfarande höga, vilket bidragit till att hålla tillbaka en mer allmän uppgång av hyror och priser. Intjäningen och betalningsförmågan hos fastighetsföretagen är samtidigt god. Vi gör därför bedömningen att inte heller den kommersiella fastighetsmarknaden utgör något hot mot stabiliteten i det finansiella systemet.

Att vi idag inte kan se någon allmän övervärdering på bostadsmarknaden utesluter dock inte att vissa hushåll kan ha baserat sina beslut på alltför optimistiska kalkyler. Det kan t.ex. handla om att man tolkat det nuvarande mycket låga ränteläget som ett mer eller mindre permanent tillstånd, snarare än som ett undantag. Dessa hushåll kan naturligtvis hamna i problem när räntan normaliseras. En fråga som åtminstone kan vara värd att reflektera över i detta sammanhang är om en sådan överoptimism hos vissa hushåll skulle kunna vara en oönskad "bieffekt" – om än en övergående sådan – av den framgångsrika låginflationspolitiken i många länder. Vad som har skett under de senaste tio åren är att räntorna kommit ner ganska dramatiskt samtidigt som den realekonomiska utvecklingen på många håll varit påfallande god jämfört med tidigare perioder. Det kan förmodligen inte uteslutas att denna utveckling medfört att vissa hushåll invaggats i en falsk säkerhet som gjort att de fattat alltför optimistiska investeringsbeslut som i efterskott visar sig vara mindre välavvägda. I den mån sådan överoptimism förekommer bör den dock, som sagt, vara ett övergående fenomen som försvinner i takt med att hushållen får allt större erfarenhet av hur ekonomin fungerar i en låginflationsregim.

Att hushåll – och långivare – måste bemöda sig om att basera sina beslut på realistiska kalkyler är en uppmaning som vi fört fram många gånger under senare tid, men den tål att upprepas. Det handlar alltså inte om att vi ser problem för det finansiella systemet eller ekonomin som helhet utan om att enskilda individer och hushåll kan råka illa ut. Detta är förstås nog så beklagligt.

Att det inte tycks finnas någon allmän övervärdering på bostadsmarknaden utesluter inte heller på något sätt framtida prisfall. Av åtminstone viss mediarapportering i samband med stabilitetsrapporten kunde man få intrycket av att Riksbanken närmast garanterade att framtida prisfall inte skulle komma att inträffa. Detta är naturligtvis inget som låter sig göras. I vårt huvudscenario räknar vi visserligen med att ökningstakten i huspriserna i landet som helhet dämpas gradvis – men alltjämt förblir positiv – när ränteläget normaliseras, men det hindrar inte att priserna kan komma att falla i delar av landet där de är högt upptrissade. Det utesluter inte heller ett mer allmänt prisfall kan komma att inträffa framöver, även om ett eventuellt sådant rimligen blir mindre drastiskt än om priserna skulle ha skenat i väg på ett sätt som inte hade kunnat förklaras med utvecklingen i underliggande faktorer. Det skulle kunna blir fallet om t.ex. inkomsterna faller på ett sätt som vi idag inte förutser. Självfallet kan det också inträffa saker bortom prognoshorisonten som gör att huspriserna faller.

Låt mig återkomma till detta strax och här bara konstatera att inte heller vid ett sådant mer allmänt prisfall bedömer vi att det finns någon överhängande risk för problem med den finansiella stabiliteten. Skälen är återigen de som jag anförde tidigare, främst att hushållen överlag har råd med sitt boende och att hushållssektorn erfarenhetsmässigt sällan orsakar några mer betydande problem för bankerna. Riksbanken ser således inte utvecklingen av bostadspriserna och hushållens upplåning som en fara för stabiliteten i betalningssystemet.

Huspriserna, efterfrågan och inflationen

Som jag antydde inledningsvis är utvecklingen av huspriserna viktig att följa även, och kanske t.o.m. *främst*, därför att den har potentiella implikationer för det andra av Riksbankens mål – prisstabiliteten. Om huspriserna faller minskar hushållens vilja att konsumera varor och tjänster – deras efterfrågan. Om priserna faller i lugn takt över en längre period behöver detta inte vara något problem. Om prisfallet sker snabbt finns det anledning till större vaksamhet.

Hur påverkar då huspriserna aktivitetsnivån i ekonomin? Detta kan ske genom olika kanaler. En sådan kanal – som jag bara tänkte beröra i förbigående – är *bostadsbyggandet*. Ju högre priserna på bostäder är, desto lönsammare är det att bygga dem, allt annat lika. Rimligen har de snabba prisökningarna bidragit till att bostadsbyggandet nu tycks ha kommit igång på allvar, även om det låga räntenläget som hållit nere finansieringskostnaderna sannolikt också spelat en viktig roll.

Förändringar i huspriserna påverkar också *hushållens konsumtion* genom att de ändrar storleken på hushållens förmögenhet. Eftersom hushållens konsumtion utgör ungefär hälften av den totala efterfrågan kan effekterna på inflationen potentiellt sett bli betydande. Effekten på konsumtionen av en förmögenhetsökning kan uppkomma på olika sätt. Det handlar dels om att hushållet känner sig rikare och därigenom blir mer benäget att konsumera. Det kan också handla om att storleken på förmögenheten kan påverka möjligheterna att få lån. Ju större säkerheter ett hushåll kan erbjuda för sina lån, desto större blir möjligheterna att låna och därmed att konsumera. När värdet på den bostad som hushållet äger stiger, ger det också möjlighet att belåna bostaden ytterligare, t.ex. för att bygga till eller renovera och ytterligare höja värdet på bostaden eller för att konsumera andra varor. En annan effekt är att en högre värdering ger möjlighet att lägga om topplån till bottenlån och på så sätt sänka räntekostnaderna för lånen.

Historiskt sett har det funnits ett närmast förvånande starkt samband mellan förändringar i värdet på hushållens reala förmögenhet – småhus och bostadsrätter – och hur stor del av sin inkomst som hushållen väljer att konsumera, den s.k. konsumtionskvoten. När förmögenheten ökat har också konsumtionen gjort det. Under 2000-talet har dock detta samband varit svagare än under de föregående decennierna. Exakt vad detta skulle kunna bero på är inte helt klart. Det finns några olika hypoteser.[1] En är att det kraftiga börsfallet som började år 2000 kan ha spelat in. Hushållens *finansiella* tillgångar minskade då kraftigt i värde. Detta kan ha föranlett många hushåll att ha ett högt sparande i finansiella tillgångar för att återställa sina förmögenheter. Detta har i sin tur motverkat den positiva effekten på konsumtionen av stigande huspriser.

En annan hypotes är att det svagare sambandet mellan förmögenhetsutveckling och konsumtion hänger samman med att arbetsmarknaden utvecklats relativt svagt trots att BNP-tillväxten varit förhållandevis hög. Detta kan ha skapat en större osäkerhet om det framtida arbetsmarknadsläget och de framtida inkomsterna, vilket kan ha föranlett hushållen att spara mycket av försiktighetsskäl.

I den bedömning vi gör i vårt huvudscenario, med en fortsatt konjunkturuppgång, kommer aktiepriserna att fortsätta att stiga samtidigt som arbetsmarknadsläget till sist börjar förbättras på ett mer påtagligt sätt. Detta väntas bidra till att hushållen drar ner på sitt sparande och att konsumtionskvoten stiger. Samtidigt räknar vi med, som jag tidigare konstaterade, att ökningstakten i huspriserna

[1] Se fördjupningsrutan "Hushållens konsumtion, lån och sparande" i Inflationsrapport 2005:3.

dämpas gradvis i takt med att ränteläget normaliseras. Men det går ändå inte att komma ifrån att husprisutvecklingen och dess effekter på konsumtionen utgör en osäkerhetsfaktor vid bedömningen av den framtida ekonomiska utvecklingen.

Debatten om tillgångsprisernas roll i penningpolitiken

Låt mig innan jag kommer in på det aktuella penningpolitiska läget kort säga något om en debatt som under de senaste åren förts både på det akademiska planet och i centralbanksvärlden och som har en del beröringspunkter med det jag hittills talat om. Den handlar om vilken roll tillgångspriser mer allmänt bör spela vid utformningen av penningpolitiken.

Från en del håll har hävdats att en penningpolitik som fokuserar på att hålla inflationen låg och stabil inte är tillräcklig för att garantera ett gynnsamt makroekonomisk utfall. Till grund för detta påstående ligger observationen att även under regimen med låg och stabil inflation har det förekommit ganska kraftiga svängningar i tillgångspriserna. Det handlar t.ex. om uppbyggnaden av IT-bubblan på aktiemarknaden och den påföljande dramatiska börsnedgången. Vissa har t.o.m. hävdat att risken för finansiell instabilitet ökar i en låginflationsregim. En del ekonomer har mot den bakgrunden förespråkat att centralbanker som bedriver inflationsmålspolitik inte bara bör justera räntan på basis av prognoser för inflationen och realekonomin utan även reagera "separat" på förändringar i tillgångspriser.

Den debatt som förts kring detta har inte varit alldeles lätt att följa, inte minst därför att de skilda slutsatser som dragits baserar sig på olika modeller med sina specifika antaganden.[2] Jag tror dock att man kan säga att den syn som dominerar idag, åtminstone i centralbanksvärlden men – som jag har uppfattat det – också i akademiska kretsar, kan beskrivas på följande sätt. En flexibel inflationsmålspolitik *är* ett tillräckligt bra "verktyg" för att hantera problem som kan uppkomma via prisutvecklingen på tillgångsmarknaderna. En framåtblickande centralbank bör visserligen ha de långsiktiga konsekvenserna av t.ex. en ihållande ökning av tillgångspriserna i åtanke vid sina räntebeslut, men det finns ingen anledning att ta hänsyn till tillgångspriser utöver deras konsekvenser för de slutliga målen – prisstabilitet och real stabilitet. Däremot kan det i vissa lägen krävas att centralbanken försöker att se längre in i framtiden än vad de normalt gör för att "täcka in" de effekter på inflationen och realekonomi som tillgångsprisutvecklingen på sikt kan ge upphov till. Däri ligger en viktig dimension av flexibiliteten i den flexibla inflationsmålspolitiken.

Skälet till att jag tar upp den här problematiken är att den, som jag ser det, har åtminstone viss bäring på de penningpolitiska överväganden vi står inför idag. Jag återkommer till detta strax.

Det aktuella penningpolitiska läget

Låt mig så komma över på det aktuella ekonomiska och penningpolitiska läget. Den bild som tecknades i senaste inflationsrapporten kan i korthet sammanfattas på följande sätt. På det hela taget ser läget ljust ut för svensk ekonomi. Den information som inkommit de senaste månaderna har minskat osäkerheten kring

[2] För en mer utförlig översikt av debatten; se Bean, C. (2003), "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?", speech at a BIS conference on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", 28-29 March 2003, Basel, Schweiz (http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2003/speech200.pdf).

konjunkturutvecklingen, både i Sverige och internationellt. Tillväxten väntas bli god de närmaste åren bl.a. till följd av en expansiv ekonomisk politik och en god exportmarknadstillväxt. Mycket tyder också på att efterfrågan på arbetskraft nu till sist börjar komma igång mer märkbart.

Ser man till prisutvecklingen kan man konstatera att inflationen fortfarande är låg, vilket till stor del har att göra med att olika utbudsfaktorer bidrar till ett lågt kostnadstryck. Inflationen väntas dock stiga framöver när resursutnyttjandet ökar i Sverige och i omvärlden, om än i relativt långsam takt. Prognosen i inflationsrapportens huvudscenario innebär att inflationen på ett par års sikt beräknas vara ungefär i linje med målet på två procent. Riskerna för en högre inflationstakt, vilka främst är kopplade till osäkerheten kring oljepriset och kronans utveckling, bedöms dock i nuläget vara större än riskerna för en lägre inflationstakt.

Som bekant valde vi i direktionen att lämna reporäntan oförändrad vid vårt senaste penningpolitiska möte. Vi var dock samtidigt överens om att den svenska konjunkturen är ganska nära det läge där det är rimligt att penningpolitiken får en mindre expansiv inriktning. Även om vi alla ställde oss bakom den inflations- och konjunkturbild som tecknades i inflationsrapporten menade några av oss att den gav utrymme för något olika tolkningar av exakt när räntan behöver höjas. Jag själv och två andra ledamöter tolkade analysen på så sätt att vi ansåg att en höjning med 0,25 procentenheter hade varit motiverad redan i samband med det penningpolitiska mötet.

Låt mig säga något om de skäl som enligt min mening talar för att det hade varit lämpligt att redan i början av december ta ett första steg mot en mindre expansiv penningpolitik. Ett skäl är att det nu knappast råder något tvivel om att vi befinner oss i en stark och stabil konjunkturuppgång. Det ekonomiska läget har förbättrats i USA och Asien och den svenska arbetsmarknaden visar tydliga tecken på en återhämtning – inte minst statistiken från bemanningsföretagen pekar på en uppgång i efterfrågan på arbetskraft. Ett annat skäl är att en räntehöjning skulle minska risken för att kronan försvagas ytterligare i takt med att penningpolitiken i andra länder blir gradvis allt mindre expansiv. Ränteskillnaden gentemot euroområdet och USA tycks under senare tid ha haft stor betydelse för kronkursens utveckling.

Ett tredje skäl – det kanske viktigaste – hänger samman med det som jag talat om här idag. Min bedömning är att huspriserna och hushållens skuldsättning mycket väl kan ha nått nivåer där det finns en risk för att det uppstår en självförstärkande negativ spiral med fallande huspriser och svag efterfrågeutveckling när konjunkturen så småningom väl vänder nedåt. Även om det inte – som jag redan framhållit – skulle handla om en korrigering av en övervärderad marknad, kan ett sådant anpassningsförlopp bli förhållandevis abrupt. En tidigare inledd och mer gradvis höjning av räntan skulle enligt min mening öka möjligheterna för lugnare avmattning av prisökningstakten, på ungefär det sätt som skett i Storbritannien och Australien.

Om jag får ta mig friheten att göra en egen, måhända lite partisk och välvillig, tolkning av detta argument så skulle man kunna säga att det är ganska väl i linje med vad som jag tidigare hävdade förefaller vara den gängse uppfattningen om tillgångsprisernas principiella roll i en flexibel inflationsmålsregim – att utvecklingen av tillgångspriserna i vissa lägen kan göra att centralbanken kan behöva försöka ta hänsyn till vad som kan hända bortom den normala prognoshorisonten. I det här läget skulle alltså, menar jag, en tidigare inledd omläggning av politiken bidra till att minska risken för en negativ självförstärkande spiral i den konjunktur-

avmattning som förr eller senare kommer. Sett i ett längre perspektiv skulle alltså en sådan åtgärd kunna främja stabiliteten i den reala ekonomin och inflationen.

Jag vill understryka att jag förstås med detta inte menar att mina kollegor i direktionen inte tagit den här typen av överväganden i beaktande, utan enbart att vi gjort något olika bedömningar av vilka risker som föreligger och vad som i nuläget kan vara ett lämpligt agerande. Det handlar alltså – som jag konstaterade inledningsvis – om nyansskillnader i uppfattningarna snarare än om att vi har helt olika bilder av hur ekonomin kommer att utvecklas och vad som i grunden behöver göras. När direktionen samlas i januari har vi emellertid två nya ledamöter och hur de tänker i denna fråga återstår att se.

Tack!