



# ANFÖRANDE

DATUM: 2006-11-06  
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg  
PLATS: Kristianstad

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

## ■ Riksbanken och fastighetsmarknaden

Till att börja med vill jag tacka för inbjudan att komma hit till Kristianstad för att tala om utvecklingen på fastighetsmarknaden. Det är ju ett ämne som verkligen engagerar, inte bara oss fackekonomer, utan även människor som vanligtvis inte är intresserade av nationalekonomi eller vad Riksbanken gör. Det stora intresset hänger säkert ihop med att ett bostadsköp är den enskilt största investeringen de flesta av oss gör under livet.

Riksbankens intresse för fastighetsmarknaden grundar sig på de två uppgifter som vi fått av riksdagen. Vi ska dels se till att inflationen håller sig på två procent per år, med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Den andra uppgiften är att "främja ett säkert och effektivt betalningssystem", som det heter i lagtexten. Vi vill undvika den typ av katastrofer som Sverige upplevde under bankkrisen i början av 1990-talet och vi brukar kalla det att värna om den finansiella stabiliteten. Som jag ska diskutera lite längre fram kan utvecklingen på fastighetsmarknaden ha betydelse för båda uppgifterna och det är bakgrunden till vårt intresse. Till att börja med skall jag tala om stabilitetsfrågorna, men på slutet får jag också anledning att komma in på frågor runt inflationsmålet.

Fastighetsmarknaden består av två marknader, dels en marknad för kommersiella fastigheter, dels en marknad för småhus och bostadsrätter. Jag tänkte börja med att diskutera den kommersiella fastighetsmarknaden.

### Kommersiella fastigheter

Den kommersiella fastighetsmarknaden har en viktig koppling till den finansiella stabiliteten. Skälet till det är att fastighetsföretagen utgör de enskilt största låntagarna hos bankerna, vilka i sin tur har en central roll i det finansiella systemet. Ungefär 20 procent av de fyra storbankernas utlåning till svensk allmänhet går till fastighetsförvaltande företag. Betalningssvårigheter hos fastighetsföretagen kan ge allvarliga effekter på banksystemet i form av kreditförluster, precis som vi upplevde i början av 1990-talet (diagram 1). Erfarenhetsmässigt har det visat sig att finansiella kriser ofta bottnar i högt belånade fastighetsföretag med kommersiella fastigheter i sitt bestånd. Den höga exponeringen och det faktum att fastigheter ofta utgör säkerhet för lån motiverar att Riksbanken löpande analyserar fastighetssektorn. Analysen fokuserar på marknaden för kommersiella fastigheter i

■ Stockholm, Göteborg och Malmö eftersom kontorsfastigheter i dessa storstäder dominerar i de svenska fastighetsbolagens fastighetsbestånd.

De senaste åren har omsättningen på fastigheter ökat kraftigt. Det är inte bara svenska placerare som köper, utan intresset från utländska investerare är också stort sedan några år tillbaka. Under första halvåret 2006 stod utländska investerare för drygt 40 procent av investeringarna i kommersiella fastigheter. Ur ett stabilitetsperspektiv finns det både för- och nackdelar med att utländska investerare är aktiva på den svenska fastighetsmarknaden. Till fördelarna hör att riskerna sprids bättre och att fastighetsmarknaden blir mer likvid. En nackdel med ett ökat utländskt ägande är dock att spridningsrisken från omvärlden till den svenska fastighetsmarknaden ökar. Exempelvis kan en internationell investerare sälja av svenska fastigheter för att täcka upp förluster som gjorts på någon annan plats i världen. På så sätt kan priserna på svenska kommersiella fastigheter förändras, utan att det skett någon egentligen förändring i den inhemska ekonomin.

Sedan 2005 har priserna på kontorslokaler stigit i samtliga storstadsområden (diagram 2). Däremot har inte konjunkturrelaterade faktorer som hyror och vakansgrader ändrats i motsvarande omfattning. Ända sedan fastighetskrisen i början av 1990-talet har priser och hyror i det närmaste gått hand i hand, men den trenden tycks nu ha brutits. De reala priserna – priserna med hänsyn till inflationen – ökade under tredje kvartalet med 36 procent på årsbasis i Stockholm, med 32 i Göteborg och med 11 procent i Malmö. Under samma period ökade hyrorna med endast mellan 1 till 1,5 procent i dessa tre storstäder och vakanstalen var i princip oförändrade.

Priserna förefaller alltså inte ha drivits av fundamentala faktorer som hyror och vakanser, utan istället av att investerarna sänkt sina avkastningskrav. Hur stora dessa krav är beror delvis på nivån på de långa räntorna, men också på hur mycket risk investerarna vill ta på sig – vilken riskpremie de vill ha. Eftersom långräntorna inte har fallit utan snarast stigit under perioden, indikerar det att det är fallande riskpremier som pressat upp priserna. Detta är i och för sig ingen större överraskning – riskpremierna på allehanda riskfyllda tillgångar världen över har fallit de senaste åren, och det hade varit märkligt om svenska kommersiella fastigheter varit undantagna från den trenden. Men det finns skäl att ifrågasätta hur rimligt det är att riskpremierna är så låga som de är idag. Om de skulle justeras uppåt till tidigare mer normala nivåer skulle detta pressa ned priset på kommersiella fastigheter. Riksbanken har därmed anledning att fortsätta att noggrant följa utvecklingen på det här området.

Denna invändning till trots är intjäningen och betalningsförmågan i fastighetsföretagen god. Till skillnad från i början av 1990-talet finns det idag tillräckligt med eget kapital i fastighetsföretagen överlag för att de ska kunna klara rimliga fall i fastighetspriserna. Därför bedömer jag att den kommersiella fastighetssektorn inte utgör något hot mot stabiliteten i det finansiella systemet i dagsläget.

## Bostadsmarknaden

Låt mig nu övergå till bostadsmarknaden. Ungefär 40 procent av kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet består av lån till svenska hushåll med bostaden som säkerhet. Om hushållen av någon anledning skulle få svårt att klara sina räntor och amorteringar skulle det påverka bankernas förmåga att fullgöra sin centrala roll i det finansiella systemet. Nu tror vi att sannolikheten för ett sådant scenario är liten, tack och lov. Jag återkommer till detta om en stund.

De senaste 10 årens uppgång i bostadspriserna har varit spektakulär i ett historiskt perspektiv. Sedan 1996 har priserna på småhus ökat med runt 130 procent (diagram 3), medan medelkvadratpriset på en bostadsrätt stigit med ungefär 250 procent<sup>1</sup>. I takt med att huspriserna skjutit i höjden har även hushållens skuldsättning ökat hastigt. Detta är inte ett uteslutande svenskt fenomen. Över hela den utvecklade världen går mönstret igen, med ett fåtal undantag. Jämfört med en del andra länder är den svenska utvecklingen nästan blygsam. En bidragande orsak till det är att vi i Sverige nästan uteslutande köper bostäder för att bo i. I många andra länder, främst de anglosaxiska länderna, är det förhållandevis vanligt att privatpersoner köper bostäder för att sedan hyra ut. Man köper extra bostäder i förhoppningen att de ska öka i värde ungefär som man köper aktier eller andra finansiella tillgångar. Men detta ökar risken för prisfall, eftersom man lättare säljer ett hus man hyr ut än ett hus man själv bor i.

### Varför har bostäder blivit så dyra?

I samband med att bostadsmarknaden diskuteras dyker det ofta upp påståenden om att marknaden skulle vara övervärderad i bemärkelsen att priserna inte längre går att förklara rationellt. Jag tror att huspriserna och hushållens skuldsättning i huvudsak kan förklaras med fyra bakomliggande faktorer: låga räntor, ökade inkomster för hushållen, ett begränsat utbud av bostäder och strukturella förändringar på bolånemarknaden<sup>2</sup>.

En viktig förklaring till att räntorna är låga är att Sverige gått från att vara ett land med hög och volatil inflation till ett land med låg och stabil inflation. De reala räntorna (räntor korrigerade för inflation) har sjunkit, vilket har gjort det billigare att låna för att köpa sin bostad. Därtill, i en ekonomi med höga nominella räntor, koncentreras betalningsbördan för ett lån i hög utsträckning till det första året. Om exempelvis ett hushåll lånar ett belopp motsvarande 5 årsinkomster när den nominella räntan är 20 procent kommer hushållet att lägga hela sin årsinkomst i ränteutgifter det första året, vilket är en börda som inget hushåll kan bära. Sen spelar det ingen roll om inflationen är hög och på sikt urholkar lånets värde, eftersom hushållet kommer att råka i betalningssvårigheter redan första året. Denna vridning av betalningsbördan mot perioden direkt efter lånet fungerar därmed som en likviditetsrestriktion. Nu när de nominella räntorna blivit avsevärt lägre har betalningsbördan blivit jämnare fördelad över tiden, vilket innebär att denna likviditetsrestriktion inte är lika hårt bindande, och det är därför möjligt för hushåll att ta större lån som kan användas för att finansiera bostadsköp. Det driver i sin tur upp priserna.

Ett andra skäl till att bostadspriserna stigit är den goda realekonomiska utvecklingen i Sverige efter krisen i början av 1990-talet. Trots att arbetslösheten bitit sig fast på en med svenska mått mätt hög nivå, har hushållens disponibla inkomster ökat rejält. Detta har givetvis ökat hushållens betalningsförmåga och efterfrågan på boende.

Ett tredje skäl är det begränsade byggandet av nya bostäder. Det är i sin tur delvis en svit av bank- och fastighetskrisen, men har framför allt att göra med att bostadspolitikerna lades om under 1990-talet. Fram till dess hade bostadsbyggandet varit kraftigt subventionerat via främst räntebidrag. Räntebidragen innebar

<sup>1</sup> Skälet till att jag använder 1996 som utgångspunkt är att det är först fr.om. 1996 som det finns prisuppgifter tillgängliga för bostadsrätter. Prisstatistiken på bostadsrätter bygger på uppgifter från [www.maklarstatistik.se](http://www.maklarstatistik.se). Priset på småhus mäts med SCB:s fastighetsprisindex för permanenta småhus.

<sup>2</sup> Se även Finansiell Stabilitet 2005:2 för en utförlig diskussion om den svenska bostadsmarknaden.

att staten garanterade en låg ränta. Under 1980-talet var dessutom inflationen hög. Det innebar att det inte bara var billigt att låna, utan att lånet i princip amorterade sig själv. Skulle investeringskalkylen ändå slå slint hade kommunerna ofta ställt upp med generösa borgensåtaganden. Den risk som en bostadsinvestering innebär hade därmed i praktiken flyttats *från* dem som byggde *till* skattebetalarna<sup>3</sup>. I samband med krisen i början av 1990-talet minskades räntebidragen och den offentliga sektorn upphörde att gå i borgen för bostadsinvesteringarna. Därmed blev det inte längre lika attraktivt att bygga (diagram 4). Sedan 2000 har byggandet åter skjutit fart i takt med att bostadspriserna stigit. Men nybyggnationen har ändå reagerat överraskande svagt på de stigande priserna. En orsak till det kan vara att det faktiskt bara är lönsamt att bygga i storstadsregionerna och där kan det vara ont om plats att bygga nytt<sup>4</sup>. Dessutom är det inte osannolikt att hyresregleringen minskat intresset för att bygga nya hyresrätter, vilket kanaliserar hushållssektorns betalningsvilja för bostäder mot just villor och bostadsrätter.

Vi har alltså en situation där hushållen har haft bra inkomstökningar, i kombination med att det varit billigt att låna, samtidigt som utbudet varit litet. Även om bostadsmarknaden kan ha sina egenheter, fungerar den i grund och botten som vilken annan marknad som helst – hög efterfrågan och litet utbud innebär höga priser.

## Bolånemarknaden

De betydande förändringar som skett på bolånemarknaden har också de bidragit till att bostadspriserna stigit så mycket som de gjort. Dessa förändringar har sin bakgrund i den kreditavreglering som skedde redan under 1980-talets andra hälft, men det är inte förrän de under de allra senaste åren som de fullt ut gjort sig gällande. Krisen i början av 1990-talet försenade utvecklingen även här. En viktig förändring på bolånemarknaden är att konkurrensen har skärpts och bolåneinstitutens marginaler pressats, vilket sänkt bolåneräntorna utöver det allmänna fallet i ränteläget. Bolåneinstituten har dessutom blivit mer flexibla med avseende på belåningsgrader och erbjuder nu ett bredare spektrum av produkter.

En förändring som jag tycker förtjänar lite extra uppmärksamhet är att bolåneinstituten blivit mindre strikta med sina amorteringskrav. Man kan fråga sig varför amorteringstiderna stigit så mycket som de har gjort och varför allt färre hushåll väljer att amortera. Som nybliven bostadsägare, med tämligen ordinära inkomster, känns det kanske meningslöst att amortera 1000 kronor i månaden på ett lån på exempelvis 1,5 miljoner kronor. Visst kan det vara bra att amortera ner en del av sitt bolån, eftersom det gör hushållets balansräkning mindre känslig för förändringar i bostadspriset, men det finns inget egenvärde i att ett belånat hushåll till varje pris skall amortera ner hela lånet. Amortering är ett sparande och att ha amorterat ner hela sitt lån, utan att ha sparat något annat, innebär att man har placerat hela sitt sparkapital i sin bostad. Det kan diskuteras om det är ett optimalt val för ett hushåll att sätta hela sitt sparande i det egna boendet.

Det viktigaste är emellertid att ett hushåll har någon form av sparande som kan användas för att möta oförutsedda negativa inkomstchocker, renoveringsbehov, eller för att eventuellt dryga ut pensionen. Sett till sin helhet finns det ingen risk att den svenska hushållssektorn sparar för lite. Hushållens sparande som andel av

<sup>3</sup> För en grundlig genomgång av finansieringen av bostadsbyggandet före 1990-tals krisen, se Mats Rönnberg, "Staten fick Svarte Petter - en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985-1999", Ds 2002:9.

<sup>4</sup> Se Finansiell Stabilitet 2006:1, sid. 35. Enligt "Tobins Q", som räknas fram av Institutet för bostads och urbanforskning var det 2005 nätt och jämnt lönsamt att bygga nytt i Kristianstad.

den disponibla inkomsten uppgår nu till ungefär 8 procent. Det är dock oklart vilka hushåll det är som sparar mycket. Det finns en risk att unga hushåll som nu gör sin debut på bostadsmarknaden tappat kontakten med historien och vant sig vid årliga procentuella ökningarna i bostadspriserna på runt tio procent eller mer. Givetvis kan inte ett hushåll grunda sina privatekonomiska kalkyler på att fastighetspriserna kommer att fortsätta att stiga kraftigt. Den som köpte en bostad för 10 år sedan har sannolikt gjort en bra affär, men sett i ett längre perspektiv har bostäder inte varit någon spektakulär investeringsform.

En annan förändring på bolånemarknaden som kan få, framför allt, realekonomiska konsekvenser är att en allt större andel av utlåningen till hushåll sker till rörlig ränta. Detta, kombinerat med den höga skuldsättningen, har gjort att förändringar i det allmänna ränteläget har fått större inverkan på hushållens privatekonomi. Hushållens ökade aptit på rörliga lån har hittills sammanfallit med fallande räntor, vilket inneburit att många hushåll snabbt sett sina räntekostnader falla. Skulle räntorna stiga kommer dessa kostnader att öka lika snabbt, och för högt belånade hushåll med en stor andel rörliga lån kan det handla om betydande belopp.

Givet att huspriserna ökat så snabbt de senaste åren är det naturligt att fråga hur länge denna utveckling kan fortgå. De allra senaste månaderna har det dykt upp indikationer att bostadsmarknaden kan vara på väg in i en lugnare fas. Ökningstakten i såväl hushållens upplåning som huspriserna är lägre nu än i våras<sup>5</sup>, samtidigt som framåtblickande indikatorer som SEB:s boindikator och SBAB:s mäklarbarometer pekar på lägre ökningstal framöver. Dock är statistikunderlaget ännu ganska skakigt och det är för tidigt att prata om trenderbrott. Våra och internationella erfarenheter visar också att det är svårt, för att inte säga mycket svårt, att göra träffsäkra prognoser på bostadspriserna. Vad som dock är klart är att den nuvarande utvecklingen, med ökningstal på drygt 10 procent per år, inte kan anses vara en långsiktigt hållbar utveckling. Däremot tror jag inte att ett fall i bostadspriserna på bred front är ett speciellt troligt scenario, även om det givetvis kan ske här och var inom vissa regioner. Det troligaste scenariot är att huspriserna fortsätter att öka, om än långsammare än de gjort de senaste åren.

## Finns det några risker med utvecklingen?

I samband med att hushållens skulder ökat har frågan rests om hushållssektorn håller på att överbelåna sig och vilka effekterna skulle bli på bankernas kreditförluster om makroekonomin utvecklades på ett ogynnsamt sätt. Givet att den svenska hushållssektorns samlade skulder idag uppgår till närmare 140 procent av de disponibla inkomsterna, vilket är några procentenheter högre än precis före bankkrisen, är detta en befogad fråga (diagram 5). Riksbanken har sedan flera år tillbaka hämtat in data från Statistiska Centralbyrån på ekonomin för tusentals enskilda hushåll. Vad denna statistik visar är att de hushåll som har de största skulderna även har de högsta inkomsterna och innehar de största förmögenheterna. Vi har även undersökt vad som skulle hända med hushållens betalningsförmåga om arbetslösheten eller räntorna skulle stiga. Den samlade bedömningen är att hushållen i nuläget inte kan orsaka kreditförluster i en sådan omfattning att stabiliteten i banksystemet hotas. Men även om hushållssektorns betalningsförmåga i sin helhet är god, finns det givetvis en risk att enskilda hushåll överbelånar sig och kan hamna i betalningssvårigheter.

<sup>5</sup> Uppmätt som årlig procentuell förändring i den månatliga köpeskillingskoefficienten i SCB:s småhusbarometer.

■ När det gäller den finansiella stabiliteten ser jag alltså inga allvarliga risker med hushållens växande skuldsättning och de stigande fastighetspriserna. Finns det några risker när det gäller inflationsmålet? Den frågan är lite svårare att besvara. Hur utvecklingen på tillgångsmarknader, som exempelvis bostadsmarknaden, ska påverka penningpolitiken för en centralbank med inflationsmål är ett ämne som debatteras världen över bland akademiker och ekonomiska beslutsfattare.

Problemet kan formuleras ungefär så här: De ökningarna som vi har sett i hushållens skulder är inte hållbara på lång sikt; hushållens skulder kan inte växa dubbelt så fort som inkomsterna under långa perioder. Alltså måste det framöver ske en korrigerande nedåt i ökningstakten i hushållens skuldsättning jämfört med idag. Det är oklart hur denna anpassning kommer att ske. Normalt sker den i lugn takt när fler och fler hushåll känner att de lånat så mycket som deras ekonomi tål. Men anpassningen kan också bli mer abrupt, och ju högre skuldkvoten blir och ju mer fastighetspriserna ökar, desto mer sannolikt blir det att anpassningen tar oordnade former. Vad vi minns från början av 1990-talet är att en sådan utveckling kan få högst påtagliga realekonomiska effekter. Som jag ser det är det självklart att vi i Riksbanken måste ta hänsyn till risken för sådana bakslag längre fram. Till viss del kan man ju säga att vi genom en lyckad inflationsmålpolitik och låga räntor själva bidragit till utvecklingen.

Vad man från centralbankshåll kan göra för att hantera den här sortens risker är att ständigt i tal och skrift påminna om deras existens. Vi kan också i de penningpolitiska besluten tidigarelägga förändringar i styrräntan som *ändå* är motiverade ur inflationsmålsynpunkt. Vi har gjort bådadera. Förhoppningen är att penningpolitiken och Riksbankens argumentation kan bidra till att minska risken för en alltför snabb och långtgående skulduppbyggnad, och därmed också minska risken för en mer abrupt anpassning av hushållens skuldsättning längre fram i tiden.

Det har ibland framförts att dessa överväganden inneburit att Riksbanken prioriterat ned inflationsmålet och börjat betrakta även bostadspriserna och hushållsutlåningen som målvariabler. Så är inte fallet. Syftet med att beakta hushållens skuldsättning och bostadspriserna är att värna inflationsmålet och en stabil realekonomisk utveckling, även på lite längre sikt. Sådana överväganden kan och bör enligt min mening rymmas inom ramen för den flexibla inflationsmålpolitik som Riksbanken, likt andra centralbanker med inflationsmål, bedriver. Riksbanken är långt ifrån den enda centralbank som fått göra sådana här överväganden. Hushållens skuldsättning och fastighetspriserna har, som jag påpekat tidigare, ökat än snabbare i andra länder.

Jag tycker emellertid att frågan om bostadspriser och hushållens skuldsättning har fått betydligt mer uppmärksamhet i den penningpolitiska debatten än den förtjänar om man ser till vad den betyder för de penningpolitiska besluten. I mediernas rapportering har räntehöjningarna ibland kopplats direkt till utvecklingen på bostadsmarknaden. Den bilden är felaktig. När vi steg för steg höjt reporäntan under detta år med sammanlagt en och en kvarts procentenhet är det för att vi i våra inflationsprognoser bedömt att inflationen annars, i slutet av vår prognosperiod, skulle hamna över vårt mål på två procent. Det beror i sin tur i första hand på att konjunkturen utvecklats starkt, både i Sverige och i omvärlden. Om inte reporäntan höjs för att motverka den utvecklingen kommer detta på sikt att påverka resursutnyttjandet i ekonomin och driva fram en högre inflation. God produktivitetstillväxt och låg importerad inflation har gjort att inflationstrycket är lägre än det brukar vara i motsvarande konjunkturfaser, vilket också gjort att räntehöjningarna kunnat ske i en lugn takt.

- Jag är alltså i dagsläget inte särskilt orolig för att fastighetsmarknaden, vare sig den kommersiella eller bostadsmarknaden, skulle kunna åstadkomma problem för den finansiella stabiliteten. För den som vill fördjupa sig ytterligare i detta kan jag rekommendera Riksbankens kommande stabilitetsrapport, som släpps i början av nästa månad. Jag är inte heller särskilt orolig för att bostadspriser och hushållens skuldsättning i dagsläget skulle ha ökat till sådana nivåer, att en rekyl skulle ge allvarliga problem för den reala ekonomin och för inflationsmålpolitiken. Men vi är vaksamma, för vi vill inte se det hända.

Tack för ordet.