



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-05-14
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Fastighetsdagen 2008, 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

■ Riksbanken och fastighetsmarknaden

Bostadslån som erbjudits låntagare i USA med låga inkomster, så kallade subprimelån, blev upprinnelsen till djupgående spänningar på de internationella finansiella marknaderna som efter snart ett år ännu inte släppt sitt grepp. Problemen på subprimelånemarknaden är en viktig orsak till raset i bostadsbyggandet och de fallande bostadspriserna som satt djupa avtryck i den reala ekonomin i USA. Även i en del andra länder har tidigare kraftiga prisstegringar på fastigheter dämpats och ersatts med fallande priser. Här hemma har vi hittills varit förskonade från en sådan utveckling. Hur ser Riksbanken på fastighetsmarknaden framöver och vilket förhållningssätt har Riksbanken till penningpolitiken i relation till tillgångspriser? Dessa frågor avser jag att tala om idag. Jag kommenterar även kort den senaste tidens utveckling på de finansiella marknaderna.

Flera länder har uppvisat en snabb prisutveckling på bostäder, exempelvis USA och Storbritannien men även Danmark, Irland och Spanien. Under senare tid har en inbromsning av ökningstakten skett och i några av dessa länder faller nu priserna. I USA har bostadspriserna sjunkit med omkring 10 procent sedan toppnoteringen 2006. (se diagram 1)

Även i Sverige har bostadspriserna som bekant stigit snabbt och till och med snabbare än i USA. Sedan 1995 har de svenska småhuspriserna stigit med mer än 150 procent, motsvarande siffra i USA är ca 115 procent. Samtidigt som huspriserna rakat i höjden har den svenska inflationstakten varit måttlig och konsumentpriserna har stigit med endast 14 procent sedan 1995. (se diagram 2)

Det finns flera faktorer som kan förklara de svenska bostadsprisernas uppgång; de svenska hushållens realinkomster har utvecklats positivt, deras finansiella förmögenhet har ökat och dessutom har realräntorna varit låga. Fler bostäder har visserligen byggts men inte i den utsträckning som behövts för att möta efterfrågan. Andelen av Sveriges kommuner som anger att det råder brist på bostäder fördubblades till 42 procent mellan 2002 och 2007 enligt Boverkets statistik. Mer än hälften, eller 60 procent, av befolkningen bor nu i kommuner som har bostadsbrist.

Hushållens skuldkvot, skulden i förhållande till disponibel inkomst, har stigit snabbt under senare år och ligger nu på cirka 150 procent. Det är svårt att jämföra den nuvarande skuldkvoten med tidigare perioder då dessa präglades av de då rådande förutsättningarna. Exempelvis var den skuldkvot som föregick låneboo-

men i slutet av 1980-talet präglad av den reglerade kreditmarknaden och avspeglade vare sig hushållens vilja eller förmåga att bära skulder. Perioden därefter påverkades av den ekonomiska krisen och institutionella förändringar med åtföljande snabb neddragning av skulderna. De senaste åren skulduppbyggnad har, till skillnad från den under 1980-talet, skett i en miljö med låg inflation och låga räntor. Räntekvoten, det vill säga räntekostnadernas andel av de disponibla inkomsterna, är mycket lägre nu än då.

Även om nivån på hushållens skuldkvot inte behöver vara oroande är det ändå så att en upplåning som fortsätter att växa med över 10 procent per år inte är långsiktigt hållbar. På sikt bör den komma ner och öka mer i linje med de nominella disponibla inkomsterna. Riksbanken räknar med att hushållens upplåning fortsätter att öka men i långsammare takt än tidigare. Att räntorna höjts bidrar till detta liksom det faktum att konjunkturen går in i en lugnare fas. Räntekvoten har nyligen börjat stiga men ligger fortfarande på en historiskt låg nivå. Den dämpning av hushållens upplåning som väntas innebär att även räntekvoten ökar i en långsammare takt framöver. (se diagram 3)

Det finns goda förutsättningar för att hushållens upplåning och huspriserna går en mjuk inbromsning till mötes. Även om upplåningen fortfarande ökar i hög takt har det ändå skett en viss dämpning och den beräknas fortsätta. Småhuspriserna sjönk svagt första kvartalet i år jämfört med sista kvartalet förra året. På årsbasis ökade de dock med drygt sju procent. Även priserna på bostadsrätter gick ned under hösten men har stabiliserats därefter.

Sysselsättningen och hushållens inkomster är av yttersta betydelse när det gäller utvecklingen på bostadsmarknaden. Enligt Riksbankens senaste prognos beräknas sysselsättningen fortsätta uppåt i år även om det sker i en lugnare takt än förra året. Efter en stark uppgång förra året, cirka 4 procent, beräknas hushållens reala disponibla inkomster öka med goda 2 procent de närmaste åren. Med en sådan utveckling är risken liten för husprisfall på det sätt som vi nu ser i bland annat USA. I Sverige är också sparandet högt i utgångsläget till skillnad från USA där det fallit till historiskt låga nivåer .

Det finns alltid en risk att priser på bostäder, men även på andra tillgångar såsom aktier, som har drivits upp av en överdriven optimism eller spekulation kan komma att falla kraftigt. Som framgått går den svenska prisutvecklingen att förklara med fundamentala faktorer och köp av flera bostäder i placeringssyfte har inte förekommit.

Eftersom fastigheter ofta fungerar som säkerheter för lån skulle kraftiga prisfall påverka bankerna. Dessutom påverkar utvecklingen på fastighetsmarknaden efterfrågan i ekonomin. Stigande bostadspriser gör att hushållen kan ta nya lån för att öka konsumtionen. På motsvarande sätt kan fallande bostadspriser bidra till att dämpa efterfrågan i ekonomin. En IMF-studie av tjugo fastighetskriser i olika länder visar att dessa i genomsnitt omfattade ett prisfall på 30 procent. Ländernas BNP var i genomsnitt fyra procent lägre tre år efter att en fastighetskris startat än vad den skulle ha varit utan prisfallet.¹ Ärrn i den reala ekonomin kan alltså bli nog så kännbara och mot den bakgrunden är det intressant att diskutera hur en centralbank kan förhålla sig till förändringar i tillgångspriserna.

I den internationella debatt som förts om tillgångspriserna och penningpolitik finns flera olika synsätt. En vanlig uppfattning är att penningpolitiken endast ska

¹ World Economic Outlook April 2003, IMF.

reagera på förändringar av tillgångspriser i den utsträckning som dessa påverkar centralbankens inflations- och tillväxtprognoser. Man ska därmed inte ha en separat strategi för att bemöta förändringar av fastighetspriser.

Andra menar att en centralbank kan förbättra utfallet för inflation och produktion genom att reagera på förändringar i tillgångspriser utöver deras konsekvenser för inflationsprognosen. Två huvudargument har framförts. För det första; penningpolitiken kan mildra effekten av prisförändringen på den reala ekonomin. För det andra; själva vetskapen om att centralbanken kommer att reagera bör minska sannolikheten för att överdrivna prisförändringar uppstår. Svårigheten är att avgöra om priserna ökar i en överdriven takt eller inte. Det är inte givet att en centralbank är bättre på att göra en sådan bedömning än aktörerna på marknaden. Dessutom råder osäkerhet om hur penningpolitiken påverkar tillgångspriser.

Riksbanken bedriver en så kallad flexibel inflationsmålsstyrning. Målet är att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent men vi lägger också viss vikt vid att produktion och sysselsättning utvecklas balanserat. Utvecklingen av tillgångspriser ryms normalt inom ramen för flexibel inflationsmålsstyrning. Vi väger in förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler när vi gör prognoser. Däremot har Riksbanken inget mål för fastighetspriserna.

Riksbankens syn ligger nära resonemanget att förändringar av tillgångspriserna endast ska tillåtas påverka penningpolitiken i den mån de påverkar prognoserna. Men ett sådant synsätt utgår från att de prognosmodeller som används på ett korrekt sätt förmår inkludera bostadsprisernas fulla effekt på den totala efterfrågan i ekonomin. Så är inte fallet vare sig för Riksbanken eller andra centralbanker; det saknas prognosverktyg för att helt kunna fånga effekterna av ändrade fastighetspriser. Därför kompletteras prognoserna med kvalitativa bedömningar.

Hur har Riksbankens förhållningssätt påverkat penningpolitiken i praktiken? När Riksbanken höjde reporäntan i januari 2006 hade upplåning och huspriser en mer uttalad påverkan på beslutet. Riksbanken räknade med att en räntehöjning ganska snart skulle bli nödvändig men om det bara hade handlat om inflationen hade beslutet kunnat vänta något. Nu tidigarelades räntehöjningen för att motverka risken att en korrigerande av bostadsmarknaden skulle orsaka ett kraftigt efterfrågebortfall och en inflation långt under målet när perspektivet sträcktes ut bortom den normala prognoshorisonten. Påverkan på räntepolitiken var alltså marginell men däremot uppmärksammades hushållens upplåningsexpansion och husprisernas utveckling frekvent i olika tal och intervjuer.

På den tiden var jag utanför banken men jag kan föreställa mig att det inte var något lätt beslut. Riksbanken kritiserades för att inte få upp inflationen mot målet 2 procent, alltså borde inte reporäntan höjas. Men kunde man stillasittande bevittna de risker som hotade i det längre perspektivet? Det var en målkonflikt som snart ebbade ut. De räntehöjningar som vidtagits därefter har kunnat gå hand i hand med inte bara en stark konjunktur utan också ett stigande inflationstryck som krävt höjd ränta.

Låt mig nu också beröra den kommersiella fastighetsmarknaden. Priserna på dessa steg snabbt under andra halvan av 1990-talet och nådde en topp år 2000. Under de följande fyra åren föll priserna. År 2005 började de öka igen och har fram till nu stigit med 60 procent i Stockholm.

Under slutet av 1990-talet förefaller prisökningarna i stor omfattning ha drivits av att efterfrågan på kontorslokaler steg, vakanserna pressades ner och hyrorna ökade. Under de senaste årens uppgång, från 2005, har det varit annorlunda.

■ Hyrorna har inte följt prisuppgången i samma utsträckning som tidigare och priserna förefaller till största del ha drivits av att investerarnas krav på avkastning har sjunkit. Investerarna har krävt allt lägre kompensation för den risk de tar för att placera i fastigheter. Investerarna förefaller ha haft högt ställda förväntningar på framtida intäkter, d.v.s. hyror. (se diagram 4)

Liksom på bostadsmarknaden mattades prisökningen på kontorsfastigheter något 2007 och trenden har fortsatt under första kvartalet 2008. Samma tendens finns i flera europeiska länder. Den finansiella oron har drivit upp priset på risk över lag och det har också gällt fastighetsmarknaden. I Storbritannien steg avkastningskravet snabbt och där har priserna på fastigheter fallit.

Det finns vissa indikationer på att svenska investerare i fastigheter börjat höja priset på risk. Än så länge verkar det främst gälla fastigheter i sämre lägen och i mindre städer. I centrala Stockholm krävs fortfarande ingen högre avkastning än vad en riskfri femårig statsobligation ger. Det kan vara så att avkastningskraven börjat stiga mer generellt men att det ännu inte fångats av statistiken. (se diagram 5)

Det är svårt att avgöra hur priserna på kontorsfastigheter kommer att utvecklas. Stigande riskpremier indikerar att priserna borde pressas ned. Samtidigt är dock hyresmarknaden i nuläget förhållandevis stark. Eftersom tjänstesektorn är kontorsintensiv påverkar aktiviteten i denna sektor möjligheterna att hyra ut. Men känsligheten för en sämre utveckling i konjunkturen är stor.

I höstens Stabilitetsrapport såg Riksbanken en risk för att förväntningarna på framtida intäktsökningar på fastighetsmarknaden var för högt ställda. Därmed såg vi en risk för prisfall. Sedan dess har avkastningskraven stigit på kommersiella fastigheter runt om i världen samtidigt som konjunkturen är mer osäker. Det borde rimligtvis påverka prisbilden på den svenska fastighetsmarknaden. (se diagram 6)

Fastighetsmarknaden fortsätter att vara högst aktuell och den intresserade kan läsa mer om både bostadsmarknaden och kommersiella fastigheter i Riksbankens nästa stabilitetsrapport som publiceras den 3 juni.

Låt mig så avsluta med några ord om finansmarknaderna. Som jag tidigare nämnde fick subprimeproblemen i USA vittförgrenade och djupgående effekter på de internationella finansmarknaderna. Dessa lån hade packats ihop med andra värdepapper i så kallade strukturerade produkter och sålts till placerare världen över. Osäkerheten om var de potentiella förlusterna fanns skapade en allmän misstro bankerna emellan och en generellt ökad riskaversion.

Det förra tog sig uttryck i att skillnaderna mellan interbankräntor och riskfria statspapper; de så kallade Ted-spreadarna, steg. Det senare tog sig uttryck i bland annat stigande kreditspreadar. (se diagram 7 och 8)

Sedan några veckor har vi sett tecken på att spänningarna på kreditmarknaden lättat. Kreditspreadarna har kommit ner och kostnaderna för att försäkra sig mot förluster har fallit. (se diagram 9)

Andra tecken är att banker kunnat sälja av lån från sina balansräkningar. De har också kunnat stärka sitt egna kapital även om en stor del av den processen ännu återstår. Även börserna har repat sig.

På interbankmarknaden har osäkerheten dröjt sig kvar längre; Ted-spreadarna har varit fortsatt höga men har de senaste dagarna vänt ner. I Sverige har Ted-

- spreadarna också stigit men till skillnad från i andra länder har marknaderna fungerat utan ingrepp från Riksbanken.

Trots att det finns positiva tecken är det ännu för tidigt att ropa faran över. Det kan fortfarande finnas kreditförluster som, när de kommer fram, kan rubba tilltron och förtroendet i marknaden. Det gäller såväl USA som Europa.