ANFÖRANDE

DATUM: 2009-06-17

TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak

PLATS: Fastighetsägarna, 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

Fastighetsmarknaden och den finansiella krisen

Den amerikanske skådespelaren Danny Kaye sade en gång att *"Det krävs mer än pengar för att göra en människa lycklig. Man måste också ha aktier, guld och fastigheter."* Erfarenheterna från 1990-talet har lärt oss att förutsättningarna för lycka definierad på det sättet kan variera högst påtagligt.

Frågeställningen för mitt anförande är om den utveckling vi i dag ser på fastighetsmarknaden skulle kunna utvecklas till att bli en upprepning av den fastighetskris vi upplevde under början av 1990-talet. Mitt svar är att även om vi ser risker på fastighetsmarknaden finns det inga egentliga tecken på att den nuvarande lågkonjunkturen kommer att innebära en repris av fastighetskrisen under 1990-talet. Men innan jag förklarar varför, låt mig börja med att berätta varför Riksbanken ägnar sig åt att analysera fastighetsmarknaden. Därefter ska jag diskutera hur vi bedömer läget på marknaden i dag, både vad gäller bostadsmarknaden och den kommersiella fastighetsmarknaden. När det gäller den kommersiella fastighetsmarknaden kommer jag här också att göra några tillbakablickar och jämförelser med 1990-talets kris.

Riksbanken, finansiell stabilitet och fastighetsmarknaden

Riksbanken har ett väl rotat institutionellt minne av bankkrisen på 1990-talet som i mångt och mycket var en fastighetskris. Grova beräkningar visar att omkring två tredjedelar av bankernas kreditförluster på 1990-talet kom från fastighetssektorn.[1] Den svenska bankkrisen hade, till skillnad mot den nu aktuella krisen, sitt ursprung här hemma. Det var också mot bakgrund av den svenska bankkrisen som Riksbanken började analysera och bevaka stabiliteten i det svenska finansiella systemet på ett mer systematiskt och heltäckande sätt. De rapporter om finansiell stabilitet som vi sedermera började publicera har blivit ett värdefullt redskap för oss. I dem redogör vi för våra resultat och ringar in de risker som kan finnas när det gäller stabiliteten i det finansiella systemet.

En ansenlig del av bankernas utlåning i dag sker till svenska fastighetsbolag, närmare bestämt runt nio procent av deras totala utlåningsstock. Även om andelen sådana lån är mindre än under 1990-talet, då var andelen cirka en tredjedel, är den fortfarande av sådan storlek att den utgör en betydande potentiell kreditrisk för de svenska storbankerna. Låt mig därför börja med att säga något om nuläget

[1] Se Riksbanken (2009), "Global recession och finansiell stabilitet", Finansiell stabilitet 2009:1.

på bostads- respektive den kommersiella fastighetsmarknaden och vilken betydelse de har för den finansiella stabiliteten.

Låga räntor har stabiliserat bostadsmarknaden…

Mellan 1996 och 2008 steg huspriserna med nästan 160 procent. En god inkomstutveckling – hushållens disponibla inkomster ökade med nästan 65 procent under perioden – var en viktig bidragande faktor bakom prisuppgången. Men en annan starkt bidragande faktor var att bostadsräntorna generellt föll under perioden så att räntekvoten, det vill säga räntebetalningar i relation till diponibelinkomsten, sjönk. Dessutom ökade också konkurrensen mellan aktörerna på bolånemarknaden. Den ökade konkurrensen ledde till att räntemarginalerna pressades ner och lånevillkoren blev mer generösa, till exempel kunde hushållen få amorteringsfria lån och långivarna tillät högre belåningsgrader. Det innebar att den summa som låntagaren inte längre behövde amortera i stället kunde användas till att betala ränta på ett något större lån.

Ökningstakten i bostadspriserna började dämpas under senare delen av 2007. Riksbankens successiva räntehöjningar från början av 2006 och framåt bör ha bidragit till den utvecklingen. Mot slutet av förra året började bostadspriserna falla tillbaka bland annat till följd av ett ovanligt stort utbud av bostäder som inte möttes upp av ökad efterfrågan. Det senare var en naturlig följd av det allmänna förtroendetappet bland hushållen i krisens spår. Vid årsskiftet hade priserna på villor gått ner med två procent och priserna på bostadsrätter hade fallit nio procent jämfört med ett år tidigare.

Efter årsskiftet verkar läget på bostadsmarknaden däremot ha stabiliserats. Bostadsköparna har blivit mer aktiva och försäljningstiderna har kommit ner. En spirande optimism bekräftas också i SBAB:s senaste mäklarbarometer. I den förväntas efterfrågan öka, försäljningstiderna komma ner ytterligare samtidigt som priserna förväntas öka något.

…men försämrad arbetsmarknad kan leda till prisfall längre fram

Den starkast bidragande faktorn till att bostadsmarknaden åter har repat mod är troligen att bolåneräntorna sjunkit kraftigt sedan december förra året till följd av Riksbankens sänkningar av reporäntan. Man skulle nästan kunna säga att bostadspriserna just nu är lite dopade av de låga räntorna men när varslen börjar omvandlas till faktiska uppsägningar kommer efterfrågan på bostäder att avta vilket bör få konsekvenser för prisbildningen. Man ska därför inte bli förvånad om priserna faller något lite längre fram. Något ras som skulle komma ens i närheten av det som noterades under 1990-talet, då de reala huspriserna föll med nära 30 procent från toppen till botten, blir det inte fråga om enligt våra bedömningar.

Även om erfarenheter visar att huspriser ofta samvarierar mellan länder finns det flera faktorer som talar för att huspriserna kommer att falla något mindre i Sverige än i andra länder. Bland annat har Sveriges bostadsinvesteringar i relation till BNP legat på en mycket lägre nivå jämfört med i till exempel Danmark, Spanien och USA. Det råder dessutom bostadsbrist i nära hälften av Sveriges kommuner. En annan faktor som talar för detta är att svenska hushåll köper sina bostäder för att bo i, inte för att hyra ut. I Storbritannien där huspriserna nu faller kraftigt, har det däremot funnits en stor marknad för så kallad "buy-to-let". Det innebär att ett hus eller en lägenhet kan köpas för att hyras ut i andra hand. Detta inslag finns i stort sett inte på den svenska bostadsmarknaden.

En viktig fråga när det gäller den finansiella stabiliteten är i vilken utsträckning fallande bostadspriser påverkar kreditförlusterna i bankerna. Vi tror inte att detta leder till någon nämnvärd ökning av kreditrisken i bankernas balansräkningar eftersom vi bedömer att hushållen fortfarande kommer att kunna betala på sina lån. Riksbanken har under de senaste åren lagt ner stort arbete på att analysera hur den svenska hushållssektorns betalningsförmåga påverkas av förändringar i räntor och arbetslöshet. Vår analys bygger på så kallade "mikrodata", alltså data på enskilda hushåll. Den analysen visar att de svenska hushållens förmåga att betala på sina bostadslån inte påverkas speciellt mycket av högre arbetslöshet. Detta beror på en kombination av ett överlag finmaskigt socialt skyddsnät, samt på att de största skulderna finns hos hushåll med två inkomsttagare. Givetvis finns det undantag, exempelvis låntagare som av ett eller annat skäl inte täcks av arbetslöshetsersättningen, eller hushåll där båda inkomsttagarna har samma arbetsgivare, vilket innebär att risken att båda inkomsttagarna samtidigt blir arbetslösa ökar. Men, dessa undantag till trots, har vi svårt att se att den pågående lågkonjunkturen skulle leda till att många hushåll inte längre kan betala på sina lån. Denna slutsats finner även stöd i Sveriges erfarenheter under 1990-talet då endast en högst begränsad del av bankernas kreditförluster kunde hänföras till hushållssektorn trots det stora fallet i huspriserna och snabbt stigande arbetslöshet.

Vi har i dag en extremt låg styrränta och i det sammanhanget vill jag också understryka för presumtiva bostadsköpare att ränteläget i dag är långt lägre än vad man i genomsnitt kan räkna med under en konjunkturcykel. Det är viktigt att komma ihåg att boräntorna kommer att gå upp när konjunkturen återhämtar sig. Det ska man ha med sig när man gör sin boendekalkyl.

Priserna faller på kommersiella fastigheter

Flyttar vi vårt fokus vidare till den kommersiella fastighetsmarknaden, kan vi först konstatera att priserna fallit. Mer exakt föll priserna på kommersiella fastigheter under 2008 med åtta procent jämfört med 2007.[2] Det är inte bara i Sverige som priserna fallit och historiskt sett finns det en hög grad av samvariation i priserna på fastighetsmarknaderna länder emellan. Exempel på kommersiella fastighetsmarknader där priserna har fallit mer än de har i Sverige är den irländska, brittiska och norska. Här föll priserna med mellan 10 och 30 procent. Även i de baltiska staterna har priserna på kommersiella fastigheter sjunkit drastiskt.

Den kategori av kommersiella fastigheter som drabbades hårdast under krisen på 1990-talet var kontorsmarknaden. Därför är det intressant att jämföra hur denna marknad utvecklat sig under den rådande lågkonjunkturen jämfört med krisen på 1990-talet. De reala priserna för kontorslokaler i Stockholms cityläge föll med närmare 70 procent från högsta nivån 1989 till lägsta nivån 1993. Om vi jämför med den senaste tidens utveckling ser vi att motsvarande priser har fallit med närmare 15 procent mellan sista kvartalet 2007, när det högsta priset noterades, och första kvartalet 2009.[3] Så även om vi i nuläget kan konstatera kraftiga prisfall så är de, så här långt, betydligt mer modesta jämfört med de fall som uppmättes under 1990-talskrisen. Och även om det är rimligt att tro att priserna kan fortsätta falla framöver så är det, enligt vår bedömning, inte frågan om prisras som kan liknas vid nämnda kris.

[2] Data från Svenskt Fastighetsindex/Investment Property Databank.
[3] Data från Newsec. Det reala priset är definierat som det nominella priset dividerat med konsumentprisindex.

Stora skillnader jämfört med 1990-talskrisen

I dessa dagar är det vanligt att man försöker jämföra den nuvarande situationen med 1990-talskrisen. Låt oss därför titta lite närmare på likheterna och skillnaderna mellan utvecklingen på fastighetsmarknaden nu och under fastighetscykeln på 1980-talet fram till det att fastighetskrisen bröt ut. En viktig förutsättning för att priserna kunde stiga så mycket under andra hälften av 1980-talet var avregleringen av kreditmarknaden. Eftersom det fanns en stor uppdämd efterfrågan på krediter medförde avregleringen en snabb kredittillväxt. En stor del av de nya krediterna var just fastighetsrelaterade. Utlåningen till fastigheter representerade 1992 närmare en tredjedel av storbankernas totala utestående lån. Under slutet av 1980-talet ökade också nybyggnationen snabbt och när krisen satte in steg vakansgraderna kraftigt.

Om vi jämför med läget i dag ser vi att även om utlåningen till fastighetsbolagen ökade i början av 2000-talet ökade den inte alls i samma utsträckning som innan fastighetskrisen. Inte heller har nybyggnationen ökat i samma utsträckning som den gjorde i slutet på 1980-talet. Visserligen steg vakansgraden åren efter millennieskiftet och IT-krisen men den kunde inte alls mäta sig med nivåerna vid 1990-talskrisen. Som andel av de svenska storbankernas totala utlåning utgör de svenska fastighetsbolagen i nuläget också en mindre andel än då, även om de representerar den största företagssektorn som de svenska storbankerna lånar ut till.

Men den viktigaste skillnaden jämfört med fastighetskrisen under 1990-talet är räntenivåerna som nu är mycket lägre till följd av att den nuvarande penningpolitiken är inriktad på att försvara ett inflationsmål och inte en fast växelkurs. Under fastighetskrisen fick vi se höga nominella räntor som i kombination med snabbt fallande inflation innebar höga realräntor. Många fastighetsbolag klämdes mellan fallande intäkter och de snabbt stigande räntorna. Kostnaderna för fastighetsbolagens lån ökade markant och innebar i slutändan att flera, framför allt högbelånade, fastighetsbolag fick svårt att betala räntor och amorteringar på sina lån. Detta ledde i sin tur till ökade kreditförluster för bankerna. I dag är de räntor som fastighetsbolagen behöver betala för sina lån betydligt lägre än de var på 1990-talet. Samtidigt är fastighetsbolagen i allmänhet mindre belånade än vad som var fallet på 1990-talet och deras finansiella ställning är över lag bättre i dag än den var då.

Dessutom har bankernas kreditprövning under början av 2000-talet följt en annan filosofi än innan fastighetskrisen på 1990-talet. Då fokuserade bankerna i stor utsträckning på panternas värde, värden som snabbt gröptes ur i takt med att priserna sedermera föll. Numera lägger bankerna större fokus på kundernas kassaflöden och därmed deras förmåga att betala på sina lån.

I sammanhanget är det också värt att säga att inslaget av såväl utländska investerare som finansiärer framstår som större under 2000-talet än under 1990-talet. När vi i dag talar om ökade svårigheter att hitta finansiering till följd av den finansiella krisen tycks det också först och främst vara de utländska investerarna och de utländska finansiärerna som har dragit sig tillbaka. De utländska investerarna är också de som har haft störst andel lånat kapital i sina köp, varför det också är de som har drabbats relativt sett hårdast i den finansiella krisen och av svårigheterna att hitta finansiering.

…men också vissa likheter

Även om det finns stora skillnader mellan då och nu finns det också en del likheter. Förenklat kan man säga att priset på en fastighet avgörs av två faktorer, nämligen det förväntade driftsöverskottet på fastigheten och vilket förräntningskrav som investeraren har. Att investerare är beredda att betala mer för en fastighet kan därför vara en följd antingen av att de förväntar sig att hyresintäkterna kommer att öka eller att de inte kräver att det kapital de investerar ska generera lika mycket i avkastning. Från mitten av 1980-talet till 1990 steg priserna betydligt mer än hyrorna. Samma mönster gick igen under prisuppgången från 2005 till 2007. Vad vi därmed kan säga är att prisutvecklingen under de två perioderna inte har drivits av det vi brukar kalla fundamentala faktorer. Det vill säga priserna har inte ökat på grund av en ökad efterfrågan på kontorslokaler, lägre vakanser och ökade hyror. Istället har prisuppgången berott på att investerarna inte längre har krävt lika hög avkastning på sina investeringar och vid slutet av 2007 var riskpremien närmare noll. Utvecklingen mellan åren 2005 och 2007 var dock alls inte lika dramatisk som på 1980-talet, då fastighetsbubblan byggdes upp. Avkastningskravet på 1980-talet var stundtals till och med lägre än avkastningen på en statsobligation, vilket innebär att de som investerade i kommersiella fastigheter inte krävde någon kompensation för den risk de tog för att placera i fastigheter.

En annan likhet mellan då och nu är hur skeenden på de finansiella marknaderna kan påverka den kommersiella fastighetsmarknaden. Lite tillspetsat kan man säga att krisen på fastighetsmarknaden inleddes hösten 1990 när finansbolaget Nyckeln inte kunde refinansiera sina lån. När Nyckeln och de övriga finansbolagen inte längre kunde fortsätta med sin utlåning till fastighetsbolagen blev det början till slutet för den kreditdrivna prisuppgången. Som under 1990-talet har den nuvarande finansiella krisen inneburit att det blivit svårare för fastighetsbolagen att hitta finansiering.

Det kan slutligen nämnas att bankerna på det totala planet, alltså inte bara när det gäller fastighetsrelaterade lån, står inför betydande kreditförluster. Riksbankens bedömning i den senaste stabilitetsrapporten är att kreditförlusterna i huvudscenariot uppgår till drygt två procent av bankernas utlåning 2009 och 2010. I ett stresscenario, med en betydligt sämre realekonomisk utveckling, beräknas de uppgå till 4,3 procent av utlåningen under samma period. Det är stora förluster men ändå betydligt mer begränsade än under 1990-talskrisen. Då uppgick kreditförlusterna 1991-1994 till 13 procent av den genomsnittliga utlåningen under samma period och, som redan nämnts, hänförde sig två tredjedelar av förlusterna till fastighetsrelaterade lån. Denna gång är den enskilt största förlustkällan lån till de baltiska staterna och övriga Östeuropa. I både huvudscenariot och stresscenariot beräknas kreditförlusterna i den utlåningen stå för cirka 40 procent av de totala förlusterna.

Ingen ny 1990-talskris men ändå ett osäkert läge

Det finns alltså flera skäl till bedömningen att vi kommer att undgå en ny fastighetskris av 1990-talssnitt; ränteläget är i dag mer förmånligt, dagens situation har inte föregåtts av den typ av byggboom som föregick 1990-talskrisen, bankernas långivning fokuserar i dag mer på fastighetsbolagens betalningsförmåga än värdet på deras tillgångar och belåningsgraderna är i dag över lag lägre jämfört med

1990-talet. Men osäkerheten på marknaden är ändå stor och det är värt att lyfta fram de risker vi ser framöver.

För det första befinner vi oss i en djup lågkonjunktur och exakt hur mycket den kommer att påverka efterfrågan på lokaler är svårt att sia om. Av stor betydelse för efterfrågan på kontorslokaler är sysselsättningen inom tjänstesektorn. Likt sysselsättningen överlag, har vi kunnat se att sysselsättningen inom tjänstesektorn har dämpats. Däremot har dämpningen kommit senare inom tjänstesektorn än vad den har gjort inom industrisektorerna. Bedömningen är dock att sysselsättningen inom tjänstesektorn kommer att dämpas ytterligare. Mot den bakgrunden är det rimligt att vänta sig att vi kommer att få se en svagare hyresutveckling och ökade vakanser. Fastighetsbolagens intjäning och förmåga att betala räntor och amorteringar kommer därmed att försämras och vi riskerar att få se fler betalningsinställelser, även bland fastighetsbolagen.

För det andra kan de fallande priserna på fastigheter bli ett problem för fastighetsbolagen när de ska sätta om sina lån hos bankerna om de inte lever upp till bankernas krav på maximalt tillåten belåningsgrad.

För det tredje utgör de senaste årens ökade inslag av utländska banker på den svenska fastighetsmarknaden ett visst orosmoment. Detta på grund av att dessa banker nu till följd av den finansiella krisen drar sig tillbaka och inte sätter om lån på den svenska marknaden. De svenska börsnoterade fastighetsbolagen förefaller visserligen överlag vara mindre beroende av finansiering från utländska banker. Men inte desto mindre skulle de andra typer av aktörer som är beroende av denna typ av finansiering kunna få svårigheter att refinansiera sina lån eller få finansiering hos svenska banker. Att utländska finansiärer drar sig tillbaka skulle därtill kunna innebära ytterligare ett osäkerhetsmoment på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden över lag och få den att framstå som mindre attraktiv.

För det fjärde finns det en risk att fastighetsbolagens räntekostnader kan öka mer än deras intjäning när konjunkturen tar fart och räntorna därmed stiger. Detta skulle kunna leda till att de får svårare att betala av sina lån.

Slutord

För ett par veckor sedan publicerade vi en ny stabilitetsrapport. Jämfört med vår bedömning i novemberrapporten, ser vi nu inte längre att likviditetsrisken är den största risken för bankerna. Ett viktigt skäl till att likviditetsrisken har minskat är Riksbankens likviditetsfrämjande åtgärder och det statliga garantiprogrammet. Nu när konjunkturen snabbt försämrats, och med de utsikterna för bankernas låntagare, har kreditrisken istället tagit över som den mest framträdande risken.

Vår bedömning är att bankerna står inför betydande kreditförluster men att de klarar sina kapitalkrav även när de testas mot ett mycket hårt stresscenario.

Den som är intresserad av vår övergripande analys, stresstesterna och hur vi bedömer riskerna för olika låntagarkategorier hänvisar jag till rapporten. Jag ska bara upprepa det jag redan sagt, nämligen att det inte finns mycket som tyder på att den svenska hushållssektorn i sin helhet kommer att orsaka några större kreditförluster. Däremot innebär den stora osäkerheten om konjunkturutsikterna att kreditrisken för företagssektorn ökat över lag. Och det gäller även den bransch som ni är verksamma i.

Vi genomlever nu en kris som både till sitt djup och till sin geografiska spridning är exceptionell. Detta väcker en mängd frågor: När kommer normaliseringen på finansmarknaderna att vara återställd? När får vi se en återhämtning av våra ekonomier och blir den bestående? Och om uppgången kommer; hur kraftfull blir den? Så småningom kommer frågetecknen att rätas ut och då får vi se, för att återanknyta till Danny Kaye, om lyckobägaren fylls på för fastighetsägarna.