



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-05-12
TALARE: vice riksbankschef Villy Bergström
PLATS: Fastighetsvärlden, Vinterträdgården, Grand Hotel, Sthlm

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

■ Penningpolitik och samhällsekonomisk stabilitet

Tack för inbjudan att delta i Fastighetsdagen 2004 här på Grand Hotel. Fastighetssektorn är en räntekänslig del av ekonomin, och därför är det intressant för mig i egenskap av direktionsmedlem i Riksbanken att få komma hit och samtala med er och diskutera hur Riksbanken ser på det nuvarande ekonomiska läget.

Det aktuella ekonomiska läget

I samband med att årets första inflationsrapport publicerades den 1 april sänkte Riksbanken sin styrränta, den s.k. reporäntan, med en halv procentenhet. Anledningen var att direktionen bedömde att inflationen kommer att ligga under målet på 2 procents inflation de kommande två åren. Det senaste året har inflationen varit låg, i genomsnitt 1,3 procent. Det beror i hög grad på en anpassning av energipriserna till mer normala nivåer. Men nedgången i inflationen har under senare tid blivit större än väntat och Riksbanken har gradvis förändrat sin syn på inflationstrycket. Det hänger bl.a. samman med oväntat låga importpriser. Arbetsmarknaden har också utvecklats svagare än prognostiserat och produktiviteten har ökat snabbare, vilket har lett till ett lägre inhemskt löne- och pristryck.

Inflationstrycket väntas även vara lågt framöver trots att den internationella konjunkturuppgången verkar ha fått ordentligt fäste i stort sett överallt med undantag för euroområdet. Den internationella konjunkturuppgången ger draghjälp till den svenska återhämtningen och under de närmaste tre åren räknar Riksbanken med att tillväxten i genomsnitt uppgår till drygt 2 ½ procent per år. Den relativt goda tillväxttakten gör att ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjande under våren 2006, enligt våra prognoser i inflationsrapporten.

Vid det penningpolitiska sammanträdet den 31 mars beslutade en majoritet av Riksbankens direktion att sänka styrräntan med en halv procentenhet. Jag gjorde en något annan bedömning, vilket ledde till att jag reserverade mig. Jag ansåg att det fanns i huvudsak tre skäl för att begränsa sänkningen till 0,25 procentenheter. För det första kommer den allmänna konjunkturuppgången i såväl Sverige som utomlands att leda till stigande inflationstryck. För det andra ger den expan-

■ siva ekonomiska politiken på flera håll i världen anledning till försiktighet. Tillgångspriser, riskvillighet och råvarupriser har stigit kraftigt det senaste året. Den tredje anledningen var att fastighetspriserna riskerar stiga ytterligare och med det hushållens skuldsättning. Att uppmuntra till ytterligare ökad skuldsättning genom en sänkning om 0,5 procentenheter kan leda till problem när räntorna stiger, ansåg jag.

En mild lågkonjunktur

Mycket tyder nu på att svensk och internationell ekonomi har gått in i en stabil uppgångsfas. Det innebär att den senaste konjunkturedgången varit mild i ett historiskt perspektiv. 2001 växte svensk ekonomi med 0,9 procent, 2002 med 2,1. Förra året kom återhämtningen av sig lite och ekonomin växte med 1,6 procent. Under dessa tre år minskade produktionen endast ett kvartal. För att vara en lågkonjunktur var tillväxttakten mellan 2001 till 2003 hög. Det återspeglas även på arbetsmarknaden, där sysselsättningen hölls uppe under hela perioden 2001 till 2003.

Makroekonomiska förändringar

Den milda konjunkturedgången är sannolikt ett resultat av institutionella förändringar som bidragit till att öka stabiliteten i ekonomin. Till skillnad från situationen i början av 1990-talet är statsfinanserna goda och penningpolitiken tydlig och förutsägbar. Det här är en utveckling inte bara i Sverige utan i stora delar av vår omvärld. Stabilitet har blivit ett ledord i den ekonomiska politiken i bl.a. OECD-länderna och har inneburit en ökad fokusering på sunda statsfinanser och stabila priser.¹ Processen har fått hjälp av att det inte förekommit externa kostnadschocker under 1990- och början av 2000-talet motsvarande 1970- och 1980-talets oljekriser.

Penningpolitiken har också kunnat dra fördel av att den statsfinansiella situationen ser bättre ut nu jämfört med för 10-20 år sedan då skuldkvoterna, dvs. statskulden som andel av BNP, trendmässigt ökade i de flesta OECD-länderna. Sunda statsfinanser bidrar till en gynnsammare makroekonomisk utveckling. Lägre lånebehov i den offentliga sektorn bidrar för det första till lägre realräntor, något som stimulerar investeringar och tillväxt. För det andra ökar stabila statsfinanser trovärdigheten för penningpolitiken. Under perioder av stora underskott och växande statskulden finns det alltid en risk ur långivarens synvinkel att staten kommer att försöka minska den reala bördan av skulden genom att gräpa ur dess reala värde genom ökad inflation. De höga räntenivåerna Sverige hade alldeles efter krisåren 1991-93, när de nominella långräntorna låg på 12 procent, var ett resultat av hög riskpremie på svenska obligationer på grund av långivarnas oro efter en period när statskulden ökat dramatiskt. För det tredje tillåter balanserade statsfinanser de s.k. automatiska stabilisatorerna att verka fullt ut. Det innebär att efterfrågan kan hållas uppe i ekonomin tack vare arbetslöshetsunderstöd och annat

¹ Se t ex OECD working paper No 353: Macroeconomic policy and economic performance, 2003.

■ när konjunkturen viker om statsfinanserna är i sådant skick att det finns tillräckligt med ekonomiskt utrymme för att finansiera de automatiska stabilisatorerna.

Överlag gynnar ett stabilare klimat samhällsekonomin på många sätt. Lägre inflation för med sig lägre *volatilitet* i inflationen. På så sätt minskar osäkerheten och därigenom även riskpremierna på räntemarknaden, vilket leder till att effektiviteten i ekonomin förbättras. Ekonomer talar också om att prismekanismen fungerar bättre vid låg inflation. Innebörden är att förändringar i relativpriser framträder tydligare ju stabilare den allmänna prisnivån är.

Det har också skett en påtaglig förstärkning av konkurrensen i så måtto att många marknader i många länder blivit av- eller omreglerade just i syfte att sänka inträdeshinder och öka priskonkurrensen.

Ytterligare en faktor som bidragit är den produktivetsökning som allt mer framstår som ett trendbrott. I USA och en del europeiska länder, däribland Sverige, har arbetsproduktiviteten ökat påtagligt snabbare sedan mitten av 1990-talet. I Sverige var den genomsnittliga produktivetsstillväxten i näringslivet 2,7 procent under perioden 1995-2001. Därefter har den stigit ytterligare, men i det ligger antagligen konjunkturella effekter. Bättre besked om hållbarheten i produktivetsuppgången får vi när konjunkturen mognar och sysselsättningen tar fart.

Det är värt att notera att lägre inflation i världsekonomin inte skett till priset av högre volatilitet i den reala ekonomin. Istället har även BNP-utvecklingen stabiliserats under 1990- och 2000-talen, vilket den senaste, milda lågkonjunkturen är ett tecken på.

Priset på kommersiella fastigheter följer konjunkturen

Lägre inflation och lägre volatilitet i inflationsnivån har dock inte lett till lägre volatilitet vad gäller prissättningen på tillgångsmarknaderna. Börsutvecklingen har sedan 1995 som alla vet varit ovanligt dramatisk, med en kraftig uppgång fram till våren 2000 och sedan tre år av börsfall. På fastighetsmarknaden har prisutvecklingen varit något lugnare, och mindre dramatisk än den var i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet.

När Riksbanken diskuterar utvecklingen på fastighetsmarknaden, vilket främst sker i Riksbankens finansiella stabilitetsrapport som publiceras två gånger per år, brukar vi dela in den i två delar; den kommersiella fastighetsmarknaden och bostadsmarknaden. Kommersiella fastigheter definieras som sådana som hyrs ut kommersiellt, t.ex. kontorsfastigheter, butiker och industrifastigheter.

Prisutvecklingen på kommersiella fastigheter, och då framförallt kontorslokaler, har följt konjunkturförloppet relativt väl de senaste åren. Prisutvecklingen på kommersiella fastigheter bestäms till stor del av hyresutvecklingen som i sin tur beror på efterfrågeläget. Den svaga ekonomiska utvecklingen under de senaste åren har bidragit till att dämpa efterfrågan på framförallt kontorslokaler. Det syns bl.a. i antalet vakanser som fortsätter att öka, med undantag för Stockholmsregionen. Den dämpade efterfrågan har medfört fallande kontorshyror på nyteckna-

de hyreskontrakt. Därmed har priserna fallit på kontorsmarknaden. Sedan år 2000 har de reala priserna fallit med 35 procent i Stockholm och med 21 respektive 11 procent i Göteborg och Malmö. Sedan årsskiftet har dock både öknings- takten i antalet vakanser och fallet i kontorshyror dämpats, vilket bidragit till att prisfallen har avstannat och stabiliserats i storstadsregionerna.

Den framtida pris- och hyresutvecklingen är beroende av ekonomins utveckling i allmänhet, och kontorsintensiva sektors utveckling i synnerhet. Det låga nyttillskottet av kontor, tillsammans med att sysselsättningen väntas öka i storstadsregionerna under 2004, bidrar sannolikt till att antalet vakanser på kontorsmarknaden på sikt kommer att minska. Givet Riksbankens bedömning att den svenska ekonomin ska återhämta sig under 2004 samt en positiv bild av den svenska företagssektorn med förbättrad resultatutveckling och lägre eller oförändrad konkursrisk finns förutsättningar för att priser och hyresnivåer på kommersiella fastigheter stabiliseras under året.

Det är dock sannolikt att prishöjningarna kan komma att dröja till något längre in i konjunkturuppgången. De senaste årens konjunktursvacka drabbade i stor utsträckning kontorsintensiva näringsgrenar, vilket har medfört att många lokaler står tomma idag. Således finns idag ett utbudsöverskott på kontorsyta. Dessutom verkar företagen idag anpassa sina kostnader efter mer ansträngda ekonomiska förutsättningar med bl.a. mindre kontorsyta per anställd som följd.

En bubbla på bostadsmarknaden?

Utvecklingen på bostadsmarknaden skiljer sig markant från den övriga fastighetsmarknaden. Bostadspriserna har ökat med knappt 60 procent sedan 1992. Under samma tid har den allmänna prisnivån stigit med ungefär 20 procent. Den kraftiga prisuppgången har fortsatt trots de senaste årens konjunkturavmattning. Detta är en ny erfarenhet som skiljer utvecklingen från tidigare konjunkturcykler.

En viktig drivkraft bakom den här prisutvecklingen är den lägre räntenivån. Lägre ränta innebär att hushåll och företag kan finansiera dyrare fastigheter, allt annat lika. Den låginflationsekonomi som etablerats i Sverige sedan krisen i början på 1990-talet har således också fört med sig högre skuldkvoter hos hushållen. Skuld som andel av disponibel inkomst har i genomsnitt stigit från 90 procent vid mitten av 1990-talet till omkring 120 i slutet av förra året.² Trots det har hushållens räntekvot, dvs andelen av den disponibla inkomsten som går till att betala räntor, fallit från 7 till under 5 procent. Som jämförelse kan nämnas att under krisen var räntekvoten uppe i 11 procent.

En aktuell fråga för Riksbanken är om det finns en risk för att de senaste årens prisuppgång på villor och framför allt bostadsrätter har varit alltför kraftig och att det följaktligen finns risker för en priskorrigerig nedåt. Vår uppfattning så här långt är att det går att förklara prisuppgången med fundamentala faktorer. Låg ränta, ökade disponibla inkomster och ett lågt nyutbud av bostäder i kombination

² Finansiell stabilitet 2003:2, diagram 2:20.

med hög efterfrågan har drivit upp priserna. Antalet påbörjade bostäder, som kring 1990 låg på 70 000 per år, ligger idag på 21 000. Det är dock en återhämtning jämfört med mitten av 1990-talet när volymerna var nere i 11 000. Bakgrunden till denna markanta nedväxling jämfört med för 15 år sedan är regelförändringar snarare än konjunkturella faktorer. Minskade räntesubventioner samt avreglering och förenkling av det statliga stödsystemet i syfte att göra systemet mer efterfrågestyrt har lett till att konsumenterna bär en större del av både kapital- och produktionskostnaderna.

Således verkar prisutvecklingen inte vara en förväntningsdriven "bubbla", dvs. en prissättning som är en följd av att privatpersoner och hushåll köper bostäder som investeringsobjekt med primärt syfte att göra en kapitalvinst. Den situationen verkar däremot finnas i andra länder där företeelsen att köpa hus för att sedan hyra ut dem har blivit allt vanligare. Exempel på det är Storbritannien och Australien, två länder där den penningpolitiska åtstramningen under senaste halvåret uttryckligen refererar till prisutvecklingen på fastighetsmarknaderna.

Penningpolitik och tillgångspriser

Jag skulle vilja avrunda med några tankar kring en intressant diskussion som har förts bland forskare under en tid. Den handlar om huruvida centralbanker skall försöka påverka tillgångspriser. Det allmänt låga ränteläget i många länder, och inte minst historiskt låga styrräntor, har tillsammans med börsbubblan under andra halvan av 1990-talet bidragit till att föra fram en diskussion om penningpolitiken och tillgångspriser.³ För närvarande leder det låga inflationstrycket tillsammans med de låga räntorna till att det finns stora volymer likviditet i världsekonomin. Det finns helt enkelt mycket pengar i omlopp. De här pengarna skall placeras någonstans, och de stora mottagarna är världens tillgångsmarknader såsom aktie- och obligationsmarknader samt fastighetsmarknader. I kombination med förbättrade vinster för företagen och en ökande tilltro på att konjunkturuppgången har fått fäste har det lett till kraftiga uppgångar det senaste året på dessa marknader, inte minst aktiemarknaderna.

Diskussionen gäller om centralbanker kan och bör försöka stabilisera tillgångspriserna, som ju inte ingår i KPI. Fördelen med att göra det, givet att centralbankerna lyckas, är att den reala utvecklingen blir stabilare tack vare att hushållens konsumtion och företagens investeringar blir stabilare om bubblor på aktie- och fastighetsmarknaderna kan undvikas. Eftersom stabilitet är ett viktigt mål för alla centralbanker är det en attraktiv tanke att försöka begränsa uppkomsten av prissättningar på dessa marknader som kraftigt avviker från vad fundamentala ekonomiska faktorer motiverar.

³ Tex finns det ett antal uppsatser från Center for Economic Policy Research i London, CEPR, som tar upp frågan. Bl a Monetary Policy Rules, Asset Prices and Exchange Rates (Discussion Paper 4114, november 2003), Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy, Discussion Paper 3398, maj 2002, och Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence, Discussion Paper 1751, november 1997.



- Problemet är som i så många andra sammanhang att detta är lättare sagt än gjort. För det första måste centralbankerna identifiera när en bubbla uppstår. Dvs. kunna göra en skillnad mellan vad som är motiverat av fundamentala faktorer och vad som är ett uttryck för orimliga förväntningar om fortstätt prisutveckling.

För det andra skall centralbanker, när väl en bubbla är identifierad, kunna "pricka hål" på den. Tillgångsmarknaderna är visserligen känsliga för ränteläget, men det är möjligt att det skulle krävas så stora räntejusteringar från centralbankens sida för att neutralisera en bubbla att de negativa effekterna på den övriga ekonomin skulle bli alltför höga. T.ex. ger kraften i den senaste börsbubblan intryck av att penningpolitiken hade behövt vara kraftigt åtstramande för att kunna bromsa den uppgång på nästan 150 procent som skedde på stockholmsbörsen mellan oktober 1998 och mars 2000.

Få centralbanker säger sig idag aktivt motverka bubblor. Men bara det faktum att diskussionen pågår är ett intressant och hälsosamt tecken.

Tack för ordet.