

Anförande

vice riksbankschef Lars Nyberg

TORS DAGEN DEN 17 FEBRUARI 2000

Byggandet och penningpolitiken

Fastighetsforum 2000

Till att börja med vill jag tacka för inbjudan att komma hit idag och diskutera ett så viktigt ämne som byggandet och penningpolitiken. Byggandet är ju till sin natur sådant att det ofta får rollen som dragspel i konjunkturförloppet. I högkonjunkturerna förefaller efterfrågan omätligt, kunderna vill ha snabb leverans trots att byggande ofrånkomligen fordrar tid, flaskhalsar uppkommer i produktionen, det är svårt att finna arbetskraft och priserna stiger. I lågkonjunkturerna är det precis tvärtom. Efterfrågan på nya byggnader avtar snabbt när lediga lokaler dyker upp på marknaden och bristen på arbetskraft förbyts i arbetslöshet. Byggande är utan tvekan en verksamhet som har mycket att vinna på en lugn och stabil tillväxt i ekonomin.

Penningpolitik för stabil och långsiktig tillväxt

Riksdagens uppdrag till Riksbanken är ju att upprätthålla ett fast penningvärde. Men det är svårt att hålla penningvärdet fast om ekonomin går mellan perioder av stark överhettning med brist på både varor och arbetskraft, då inflationstrycket är högt, och perioder av svag efterfrågan, stor arbetslöshet och lågt inflationstryck. Därför är det viktigt att föra penningpolitiken på ett sådant sätt utvecklingen av produktion och sysselsättning störs så lite som möjligt.

Penningpolitiken har emellertid den egenheten att den inte påverkar ekonomin omedelbart. När Riksbanken ändrar reporäntan får detta effekt på produktion och sysselsättning med betydande eftersläpning. Det är säkert lätt att inse för den som sysslar med byggande, där ju planeringstiderna av naturliga skäl är långa. Effekter

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

på inflationen kan man inte förvänta sig förrän efter ett till två år. För att kunna medverka till att stabilisera den ekonomiska aktiviteten måste därför Riksbanken agera i mycket god tid; väntar man till dess en överhettning är ett faktum så är det redan för sent.

Nu är det som bekant svårt att exakt veta hur verkligheten kommer att se ut om två år. Alla beslut måste grundas på prognoser över den ekonomiska utvecklingen, och prognoser kan slå fel. Dessutom kommer en ständig ström av nya data som gör att prognoserna ändras. Gradvisa anpassningar av reporäntan som följd av att ny information blivit tillgänglig är därför en naturlig del av en penningpolitik som i grunden syftar till en stabil utveckling av produktion och sysselsättning.

Sverige genomlevde ju under 1970- och 1980-talen ett antal konjunkturförlopp där utvecklingen var allt annat än lugn och stabil. Efter krisen i början av 1990-talet och övergången från fast växelkurs till inflationsmål har emellertid en tillväxt på runt tre procent per år och en stigande sysselsättning kunnat förenas med en låg inflation. Under denna tid har räntan anpassats både uppåt och neråt.

När Riksbanken i steg höjer räntan på det sätt som skett under de senaste månaderna är det alltså ingalunda i syfte att bryta en positiv ekonomisk utveckling. Syftet är att bidra till att perioden av god tillväxt kan förlängas utan att vi hamnar i en överhettad situation, som kan fordra långt kraftigare åtgärder för att komma till rätta med. Inte minst för byggandet borde detta vara ett starkt intresse.

Byggandets utveckling

Efter krisen på fastighetsmarknaden i början av 1990-talet drabbades byggandet som bekant av en mycket kraftig nedgång. Lediga lokaler fanns tillgängliga på de flesta håll i landet och fastighetspriserna i stort sett halverades. Att köpa existerande fastigheter blev på de flesta håll betydligt billigare än att bygga nytt.

Under förra året skedde emellertid en tydlig vändning. Priserna på flerbostadshus i storstadsområdena steg med över 20 procent bara under det första halvåret. Priserna på egnahem ligger nu på en högre nivå än före fallet i början av 1990-talet. I Stockholm har priserna på småhus stigit med 33 procent under de senaste två åren och med 15 procent bara under tiden november 1999 till januari i år. Det bör dock betonas att prishöjningarna främst gäller storstadsregionerna. Prisutvecklingen i övriga landet är dämpad. Detta är en viktig skillnad mot 1980-talet då vi såg kraftiga prisuppgångar över hela landet.

Kvoten mellan vad ett befintligt hus kostar och vad det kostar att bygga ett nytt brukar vara en användbar indikator på vad som kan komma att hända med byggandet. Om kvoten är lika med ett är kostnaden för att bygga ett nytt hus lika stor som att köpa ett befintligt. Ju högre kvot desto mer lönsamt blir det att bygga nytt. Enligt färsk statistik är kvoten nu i alla storstadsområden en bit över ett, i de hetaste kommunerna i Stockholmsområdet som Lidingö, Danderyd och Sundbyberg närmare två. Malmö och Göteborg visar värden på cirka 1.2. I alla dessa områden kan vi alltså vänta oss en stark efterfrågan på nybyggnad. I orter som Gullspång, Hagfors och Kramfors ligger däremot kvoten kvar kring 0.3. Där kostar alltså ett befintligt hus bara 30 procent av vad det kostar att bygga ett nytt.

En av orsakerna till att fastighetspriserna stigit den senaste tiden är säkerligen de historiskt låga nominella räntorna. Räntekostnaderna har inte känts så avskräckande som i tidigare konjunkturuppgångar för byggherrar eller för hushåll som skall bereda plats i månadsbudgeten. Mer än 70 procent av nyutlåningen från hypoteksinstitutet sker idag dessutom till rörlig ränta, vilket kanske kan tolkas som att låntagarna fått ett ökat förtroende för att Riksbankens inflationsmål kommer att infrias. En annan orsak till de stigande priserna är säkerligen att efterfrågan i storstadsområdena ökat mycket snabbt och att det är svårt att på kort tid anpassa byggandet till en önskad nivå. Bristen på byggnadsarbetare i storstäderna pekar i den riktningen.

Ur branschens synvinkel är det naturligtvis positivt att efterfrågan och priser stiger även om utvecklingen kunde vara jämnare i både tid och rum. Ur Riksbankens synvinkel finns ett element av oro. Kommer bristen på byggnadsarbetare i storstäderna att driva fram kraftiga lönestegringar och kommer dessa i så fall att få spridningseffekter inom andra sektorer av ekonomin? Och kommer den snabba efterfrågeökningen att åstadkomma bristsituationer inom andra delar av byggindustrin? Det är frågor som det finns anledning att nära följa under det närmaste året.

Fortfarande en expansiv penningpolitik

Riksbanken beslutade den tredje februari att höja reporäntan från 3,25 till 3,75 procent, dvs med en halv procentenhet. Beslutet presenterades och motiverades på vanligt sätt i ett pressmeddelande den fjärde februari. Hur direktionen närmare resonerade vid sitt möte kommer att framgå av protokollet, som publiceras den 22 februari, och jag skall inte föregripa vad som där sägs. Låt mig i stället beröra några faktorer som har betydelse för den framtida utvecklingen.

Det finns till att börja med anledning att påminna om att Riksbanken genom det senaste räntebeslutet knappast trampade på bromsen utan snarare lättade på gasen. Penningpolitiken är fortfarande i allt väsentligt expansiv. Även med en nivå på 3,75 procent är den reala räntenivån så låg att den rimligen medverkar till en expansion av aktiviteten i ekonomin. Om man ser på reporäntan minskad med hushållens inflationsförväntningar ligger denna under två procent, vilket är lågt i en historisk jämförelse. Realräntan mätt på detta sätt har dessutom varit fallande under en längre period fram till det senaste räntebeslutet.

I både Tyskland och USA har de korta realräntorna sedan början av 1980-talet i genomsnitt legat runt 3,5 procent. Med inflationsförväntningar på två procent skulle detta innebära nominella räntor på cirka 5,5 procent. Den amerikanska styrräntan har också sedan 1994 pendlat mellan 4,5 och 6 procent. Under den perioden har USA upplevt den längsta högkonjunkturen under efterkrigstiden utan att inflationen skjutit fart. Jämförelser med andra länder bör dock göras med viss försiktighet. Efterfrågetrycket i relation till produktionskapaciteten har varit högt i den amerikanska ekonomin, medan vi i Sverige under 1990-talet haft betydande ledig kapacitet.

Det finns också anledning att påminna om att reporäntan faktiskt sänkts från 4,40 procent till som lägst 2,90 procent under de senaste två åren, dvs med en och en

halv procentenhet. Sänkningarna skedde mot bakgrund av kriserna i Asien och Ryssland men också mot bakgrund av en oro för att den europeiska konjunkturutvecklingen var svag. Så sent som i april förra året talade man allmänt om risken för en deflation i världsekonomin. Om den positiva amerikanska tillväxttrenden brutits i detta läge kunde det – som man då bedömde - lett till en alltför svag internationell efterfrågeutveckling.

Nu blev det inte så. Den amerikanska ekonomin fortsatte att växa och utvecklingen i Europa blev väsentligt bättre än de flesta väntat. Därför konstaterade Riksbanken i förra årets sista inflationsrapport att den internationella utvecklingen var fortsatt stark och dessutom synkroniserad i den meningen att de flesta viktiga länder i världsekonomin visar ökande tillväxt.

En faktor som kommer att stå i centrum för intresset under de närmaste månaderna är naturligtvis utvecklingen på arbetsmarknaden. Det gäller inte bara inom byggnadssektorn. I vår skall avtal för 280 000 löntagare inom vården och skolan förhandlas om. Förhandlingarna sker i en ekonomi i stark tillväxt där flaskhalsar börjar uppträda inom vissa områden och förhandlingsstyrkan hos dem som vill ha mer betalt stiger. Samtidigt sker förhandlingarna i en miljö där förståelsen för inflationsmålet har ökat och där inflationsförväntningarna är låga. Under de senaste fyra åren har reallönerna kunnat stiga med nästan fyra procent per år trots små nominella löneökningar. Om denna erfarenhet räcker för att avtalen skall kunna slutas på en nivå som är förenlig med ett stabilt penningvärde återstår att se.

Stigande tillgångspriser

Den svenska ekonomiska utvecklingen under slutet av förra året karaktäriserades bl a av snabbt stigande tillgångspriser. Jag har redan nämnt fastighetspriserna, men än mer påfallande är naturligtvis utvecklingen på aktiemarknaden. Under andra halvåret 1999 steg aktieindex med drygt 40 procent och från årsskiftet fram till mitten av februari i år har kurserna ökat med cirka 15 procent. Stockholmsbörsen är nu den högst värderade i Europa med ett P/e-tal på cirka 40. I allt väsentligt är utvecklingen som bekant styrd av internet- och telekomföretagen. Eriksson har ett P/e-tal på 80. Utvecklingen på den svenska (och den finska) börsen har nära följt den amerikanska IT dominerade NASDAQ-börsen. Börserna i det övriga Europa har visat en betydligt lugnare utveckling.

Det är inte bara kurserna som stigit utan även handelsvolymerna. Banker och fondkommissionärer gjorde rekordvinster under förra årets sista kvartal. Intressant är också att privatpersoner kraftigt höjde sin del av omsättningen. Hushållen sålde svenska börsaktier för 2 miljarder kronor under andra kvartalet förra året och köpte för närmare 13 miljarder under det tredje. Siffran för det fjärde kvartalet är ännu inte publicerad, men den lär bli väsentligt högre. Det genomsnittliga antalet avslut per dag på O-listan, där de flesta IT-företagen finns noterade, steg från cirka 6000 under det första kvartalet 1999 till 24000 i december. I januari år i år gjordes mer än 29000 avslut per dag.

Det finns naturligtvis all anledning att fundera över vad denna utveckling kan få för konsekvenser på lite sikt. Erfarenhetsmässigt brukar en förmögenhetstillväxt

bidra till att öka konsumtionen, men vi har aldrig tidigare kunnat studera effekterna av en så stor ökning på så kort tid. I vilken utsträckning kommer hushållen att realisera aktievinsterna och använda dem för konsumtionsändamål? Att följa konsumtionsutvecklingen under de närmaste månaderna blir sålunda av stort intresse. Det förefaller emellertid inte orimligt att anta att en del av den ökade efterfrågan på bostadsfastigheter som vi sett i storstadsområden – och de efterföljande prisstegringarna – skulle kunna härledas till börsuppgången.

Ökningen i de finansiella tillgångsvärdena förefaller inte ha använts till att betala av på lån. Tvärtom, bankernas utlåning till hushållen ökade med drygt 9 procent under 1999 och ökningen var särskilt hög under det sista kvartalet. Dessutom ökade likviditeten i form av sedlar och mynt med hela 12 procent från december 1998 till december 1999. Båda dessa förhållanden kan ge underlag för en stigande privat konsumtion och därmed höja efterfrågetrycket i ekonomin.

Naturligtvis finns också en riskfaktor i den snabba börsutvecklingen. Fler och fler analytiker pekar på att kurserna på många av IT företagen är mycket svåra att motivera för den som räknar på företagets förväntade resultatutveckling. Det är lätt att känna förståelse för ett sådant synsätt. "Förhoppningar och framtidstro är trevligt, men sans och balans kan behövas också" stod det i en ledare häromdagen. Det finns dessutom anledning att fråga sig om den ökande mängd privata placerare som kommit in på marknaden verkligen har full förståelse för de risker som finns. Det är värt att notera att ett antal större ägare under den senaste tiden passat på att ta hem en del av sina vinster.

En korrigerig av kurserna på Stockholmsbörsen under sk "ordnade former" skulle knappast få några allvarliga effekter på den ekonomiska utvecklingen. Inte heller det finansiella systemets funktion torde påverkas. Vi är långt ifrån den situation som rådde när fastighetspriserna föll i början av 1990-talet. En stor del av kursvinsterna torde ännu vara orealiserade och aktieinnehavaren är endast i ringa grad belånade. Banker och fondkommissionärer har av allt att döma varit försiktiga i sin kreditgivning med aktier som säkerhet. Möjligen har aktier under de senaste månaderna i ökande utsträckning köpts med säkerhet i fastigheter, men detta är knappast ett problem för bankerna så länge inte fastighetspriserna faller drastiskt.

Tillväxt och inflation

En fråga som kommit starkt i fokus under det senaste året är sambandet mellan tillväxt och inflation. En vanlig uppfattning är ju att den svenska ekonomin tål en långsiktig tillväxt på mellan 2 och 2,5 procent utan att detta leder till en överhettning och därmed tendenser till stigande inflation, som Riksbanken måste parera med höjningar av reporäntan. I USA har motsvarande siffra uppskattats till mellan 3 och 3,5 procent. Hur kommer det sig att den amerikanska ekonomin kan växa snabbare än den svenska utan att detta driver upp inflationen? Och kan inte denna "nya ekonomi" också komma till Sverige?

På dessa frågor finns ännu inga entydiga svar. Vad man kan konstatera är att produktivitetens utvecklingen i USA varit hög under en stor del av 1990-talet. Det har i sin tur medverkat till att efterfrågan kunnat växa och tillfredsställas utan att flaskhalsar i produktionen och brist på arbetskraft lett till stigande priser. Men

bakom produktivitetstegringen ligger en kraftig investeringsökning, framför allt inom högteknologiska områden. De amerikanska företagen har i det närmaste fördubblat sina investeringar under 1990-talet. Kapitalet per anställd i industrin har också ökat högst väsentligt.

I Sverige har vi, IT-boomen på börserna till trots, ännu inte sett mycket av denna utveckling. Produktiviteten har visserligen vuxit en halv procentenhet snabbare under 1990-talet än under 1980-talet enligt tillgänglig statistik, men investeringarna ligger ännu en bra bit under amerikansk nivå. Efter den djupa krisen i Sverige i början av 1990-talet var det dock långt till fullt kapacitetsutnyttjande, vilket inte bör glömmas vid en jämförelse.

Kanske kommer vi att följa den amerikanska utvecklingen under den konjunkturuppgång vi nu ser framför oss. Det vore inte onaturligt eftersom teknologin finns tillgänglig också för svenska företag och Sverige utan tvekan har en hög IT mognad. Den höga aktiviteten och de många nybildade företagen inom högteknologiska områden kan vara tecken på att något håller på att hända. Men det tar tid att öka kapitalstocken i industrin och på detta sätt ge upphov till en stigande produktivitet och ännu syns mycket lite i investeringssiffrorna för ekonomin som helhet. Möjligen döljer dock aggregeringen av investeringssiffrorna en del av sanningen.

Nu är vi inte ensamma om att ivrigt spana efter tecken på en "ny ekonomi". Vi har sällskap av de flesta länderna i Europa och de har inte kommit längre. Möjligen har vi i Europa mindre flexibilitet än i USA, framför allt på arbetsmarknaden, och därmed svårare att dra nytta av den nya teknologin. Det kan i så fall försena, men knappast i längden hindra, en höjning av nivån på investeringar och produktivitet.

Avslutning

Det förefaller som om byggandet är på väg ut ur en lång period av låg aktivitet och in i en väsentligt bättre byggkonjunktur. För byggnadsindustrin är detta naturligtvis en positiv utveckling. En fara ligger dock i de obalanser som förefaller uppkomma mellan storstadsregionerna och det övriga landet. En annan fara ligger i de flaskhalsar som lätt uppträder när efterfrågan snabbt ökar utan att resurserna hinner skapas i motsvarande takt. Till en del speglar detta byggandets eviga dilemma eftersom byggandet skall anpassa stocken av fastigheter till den i samhället efterfrågade. Det blir lätt så att stocken är för stor och då behövs inget byggande eller också är stocken för liten och då blir efterfrågan på byggande större än de tillgängliga resurserna. Ord som lagom och balans är ofta svårare att tillämpa på byggandet än på andra aktiviteter i ekonomin. Byggandets speciella förutsättningar gör emellertid att en stabil ekonomisk utveckling är extra värdefull.

I sin strävan att hålla penningvärdet konstant arbetar Riksbanken också för en stabil ekonomisk tillväxt där perioder av stark acceleration eller stark uppbromsning kan undvikas. Om konjunkturen fortsätter att utvecklas som förväntat betyder detta sannolikt stigande räntor under en tid framöver. Samtidigt ansåg vi efter höjningen i början av februari att vi gjort vad som då behövdes för att säkra en inflation i linje med målet på ett till två års sikt. Nu får vi utvärdera den

nya information som kommer. Nästa gång direktionen tar ställning till reporäntan är i samband med publicerandet av inflationsrapporten den 23 mars.