

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

ONSDAG DEN 9 MAJ 2001

Fastighetsmarknaden och konjunkturutvecklingen i Sverige

SABO Byggnadsförsäkrings AB

Inledning

Till att börja med vill jag tacka för inbjudan och möjligheten att tala om den svenska fastighetsmarknaden. För Riksbankens del finns det anledning att följa utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden både ur ett penningpolitiskt perspektiv och ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv.

Ur penningpolitiskt perspektiv är fastighetsmarknaden intressant bland annat därför att huspriser och värdet av hushållens fastighetsinnehav påverkar hushållens konsumtion och sparande. Drygt 1/3 av hushållens förmögenhet utgörs av småhusfastigheter. För hushållen är sparande i fastigheter det enskilt största tillgångslaget. Fastigheter tjänar dessutom som pant till lån, varför t ex stigande fastighetspriser ökar låneutrymmet för hushållen och därmed påverkas efterfrågan i landet. En fungerande bostadsmarknad är dessutom viktig för rörligheten på både bostads- och arbetsmarknaden vilket i sin tur är viktigt för att inte hämma den ekonomiska tillväxten.

Ur finansiell stabilitetsperspektiv är utvecklingen på fastighetsmarknaden viktig därför att bankerna, som har en central roll i betalningssystemet, är exponerade mot fastighetssektorn dels genom utlåning med fastigheter som säkerhet och dels genom utlåning direkt till fastighetsförvaltningsföretagen.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Av den redovisning som de stora svenska bankkoncernerna lämnar beträffande sina kreditstockar framgår att ca 20 procent av utlåningen till allmänheten består av utlåning till fastighetsförvaltningsföretag och byggnadsindustri. Läger man därtill bolån så utgör utlåningen till fastighetssektorn nästan hälften av de stora bankkoncernernas utlåning till allmänheten. Dessa omständigheter samt att bankkriser runt om i världen ofta föregåtts av snabbt stigande fastighetspriser i kombination med kraftig kreditexpansion motiverar en särskild analys av fastighetssektorn.

Fastighetsmarknaden består som bekant av flera delmarknader. Förutom småhusmarknaden har vi marknaden för flerbostadshus som består av bostadsrätter eller hyresrätter samt marknaden för kommersiella fastigheter som består av butiks- och kontorslokaler. Även om flerbostadshus och kommersiella fastigheter har helt olika typer av hyresgäster kan pris- och hyresutvecklingen på dessa två marknader tjäna som exempel för att illustrera skillnaden mellan en marknad med marknadsbestämda hyror och en marknad med reglerade hyror.

Hyror på bostadsmarknaden är reglerade genom bruksvärdesbestämda hyror och hyresförhandlingslagen. Bruksvärdesbestämda bostadshyror och stora subventioner till bostadsbyggandet har varit de främsta medlen i den statliga bostadspolitikens mål att alla skall få tillgång till en bostad av en viss önskvärd minimistandard.

Eftersom den regionala tillväxten i storstadsregionerna utgör en dominerande del av hela ekonomins tillväxt och eftersom pris- och hyresutvecklingen på fastighetsmarknaden fluktuerat kraftigast i dessa regioner fokuseras framställningen fortsättningsvis på dessa regioner.

Pris- och hyresutvecklingen

Priset på en fastighet återspeglar nuvärdet av fastighetens förväntade avkastning bestående av ett driftnetto och en förväntad framtida värdeförändring som diskonteras med ett nominellt avkastningskrav. Driftnettot består av skillnaden mellan hyresintäkter och driftskostnader. En ökning av fastighetspriset idag kan således orsakas av ökat driftnetto, ökad förväntad framtida fastighetsprisnivå eller minskat nominellt avkastningskrav. Även om hyresnivåerna utvecklas i takt med fastighetspriserna så kan förväntningar om framtida fastighetsprisförändringar eller ändrade nominella avkastningskrav utlösa korrigeringar i fastighetspriserna.

Av den reala pris- och hyresutvecklingen för flerbostadshus och kommersiella fastigheter mellan 1987 och år 2000 framgår att fastighetspriserna för såväl flerbostadshus som kommersiella fastigheter kraftigt översteg hyresutvecklingen fram till dess fastighetskrisen inträffade 1990. Omfattande subventioner till fastighetsmarknaden i form av bostadsbidrag, räntebidrag, generösa avdragsmöjligheter för nominella räntekostnader och lägre byggmoms i kombination med en stark tillväxt ledde till kraftigt stigande fastighetspriser och ökade förväntningar om framtida fastighetsprisstegringar. Något som kan liknas vid en prisbubbla hade uppstått på fastighetsmarknaden.

Mellan 1990 och 1993 sker en kraftig anpassning av fastighetspriserna. Samtidigt som den svenska ekonomin träder in i en lågkonjunktur så genomförs en omfattande skattereform som bland annat medför minskade subventioner till fastighetsmarknaden. Under denna period minskar BNP-tillväxten med mellan -1,1 till -1,8 procent per år samtidigt som subventionerna till bostadsbyggandet minskar och byggmomsen ökar från 13 till 25 procent.

Detta leder till att det blir dyrare att bygga och nyttja fastigheterna och att efterfrågan på både bostäder och kommersiella fastigheter minskar. Priserna på såväl flerbostadshus som kommersiella fastigheter faller. De marknadsbestämda hyrorna i kommersiella fastigheter faller likaså medan de bruksvärdesreglerade hyrorna i flerbostadshusen ökar. Till följd av bruksvärdesregleringen slår kostnadsökningen igenom fullt ut på bostadshyrorna samtidigt som efterfrågeminskningen inte får något genomslag alls. Fastighetspriserna och de marknadsbestämda hyrorna i kommersiella fastigheter korrigeras dock omedelbart.

Från och med 1993 börjar ekonomin långsamt återhämta sig och BNP-tillväxten uppvisar återigen positiva tillväxttal. Efterfrågan stiger och fastighetspriserna på såväl flerbostadshus som kommersiella fastigheter ökar igen liksom de marknadsbestämda hyrorna i kommersiella fastigheter. De bruksvärdesbestämda hyrorna i flerbostadshus däremot reagerar inte på efterfrågeökningen utan utvecklas i oförändrad takt. Detta återspeglar att bruksvärdeshyrorna håller en jämn långsiktig utveckling över konjunkturcykeln medan de marknadsbestämda hyrorna uppvisar tillfälliga avvikelser från den långsiktiga nivån till följd av störningar på efterfråge- eller kostnadssidan.

Bruksvärdesprincipen har visserligen bidragit till att hyresnivån jämnats ut över konjunkturcykeln men den har också bidragit till att flerbostadshus med hyreslägenheter i allt högre utsträckning överläts till bostadsrättsföreningar i samband med ombildning av hyresrätter till bostadsrätter. Eftersom bruksvärdesystemet begränsar de inkomster som en hyresfastighet kan generera begränsas även marknadsvärdet för hyresfastigheter och både ägaren av hyresfastigheten och de blivande bostadsrättsägarna tjänar på att fastigheten överläts till ett pris någonstans mellan marknadsvärdet för hyresfastigheter och marknadsvärdet för bostadsrätterna.

Värdet på bostadsrättsfastigheter kan betraktas som summan av överlåtelsepriserna för de bostadsrätter som ingår i fastigheten. Dessa överlåtelsepriser är marknadsbestämda och återspeglar nuvärdet av förväntad framtida värdeförändring för bostadsrätten och nuvärdet av nettot mellan värdet av att nyttja bostadsrätten och de kostnader den enskilde bostadsrättsägaren har förknippad med ägandet av bostadsrätten. Kostnaden för bostadsrätten består dels av den enskilde bostadsrättsägarens andel av bostadsrättsföreningens gemensamma kostnader för förvaltningen av bostadsrättsfastigheten som täcks av avgiften till föreningen, dels av kostnader som är individuella för den enskilde bostadsrättsägaren. Till de kostnader som är gemensamma för bostadsrättsföreningen hör exempelvis fastighetsskatten samt drifts- och underhållskostnader för fastigheten. Räntekostnader efter skatt för att finansiera bostadsrättsköpet bärs av den enskilde bostadsrättsägaren liksom vissa drifts- och underhållskostnader knutna till bostadsrätten.

Pris- och hyresutvecklingen för storstadsområdena indikerar således att prisökningen för kommersiella fastigheter från och med 1993 utvecklats i takt med hyresökningarna medan prisuppgången på flerbostadshus däremot överstiger hyresutvecklingen enligt bruksvärdet. Prisutvecklingen för flerbostadshus återspeglar inte förändringar i inkomstströmmar från uthyrning av lägenheter eftersom försäljningarna av flerbostadshus huvudsakligen utgörs av försäljningar i samband med ombildning av hyresfastigheter till bostadsrättsföreningar.

Dagens prisnivå för kommersiella fastigheter är i reala termer omkring 25 procent lägre än den gällande prisnivån 1990 vilket var året närmast före fastighetskrisen. Samtidigt ligger dagens hyresnivå för kommersiella fastigheter i reala termer ca 14 procent över toppnivån för hyrorna som också noterades 1990. Detta indikerar att den starka prisökningen för kommersiella fastigheter från och med 1994 förefaller vara motiverad utifrån fundamentala faktorer och att prisnivån har utvecklats i balans med hyresökningarna. Detta är en avsevärd skillnad jämfört med de fyra år som föregick fastighetskrisen 1990 då prisnivån för kommersiella fastigheter fördubblades samtidigt som hyrorna endast steg med ca 20 procent.

Uppdelat på de tre storstäderna Stockholm, Göteborg och Malmö uppvisar Stockholm den starkaste fluktuationen i reala priser för kommersiella fastigheter. Dagens prisnivåer utgör ca 70 procent av toppnivån innan fastighetskrisen 1990. Motsvarande siffror för Göteborg och Malmö är 80 respektive 90 procent.

En bild av huruvida prisutvecklingen på fastighetsmarknaden är långsiktigt hållbar kan erhållas genom att studera hur investerarnas nominella avkastningskrav förhåller sig till fastigheternas direktavkastning.

En fastighets direktavkastning anger hur stora driftsöverskott - skillnaden mellan hyresintäkter och driftskostnader - som en fastighet förväntas generera i förhållande till fastighetens värde. Skillnaden mellan en investerings totalavkastning och direktavkastning kan antas utgöras av den kompensande värdeökning som en investerare kräver för att genomföra en fastighetsinvestering till ett givet marknadspris. Genom att jämföra fastighetens direktavkastning med investerarnas avkastningskrav kan man därmed erhålla ett grovt mått på investerarnas förväntningar om fastigheternas framtida värdeökning.

En titt på hur direktavkastningen för kommersiella fastigheter utvecklats över tiden i storstadsområdena visar att direktavkastningen sjönk relativt kraftigt inför fastighetskrisen 1990 till följd av, som vi tidigare har sett, kraftigt stigande fastighetspriser och i stort sett oförändrade hyresnivåer. Därefter stiger direktavkastningen under fastighetskrisen i takt med fallande fastighetspriser.

Under senare år har fastighetsmarknaden återhämtat sig igen och direktavkastningen har också uppvisat en svag minskning under denna period - fastighetspriserna har uppvisat en högre tillväxttakt än driftnettot.

Direktavkastningen för kommersiella fastigheter baserat på Svenskt fastighetsindex var under år 2000 i genomsnitt 5,8 procent. Direktavkastningen för kommersiella fastigheter, beräknade av SVEFA, uppgick under januari 2001 till mellan 6,25 och 7 procent i Stockholm, mellan 6,5 och 9,5 procent i Göteborg och mellan 6 och 8,5 procent i Malmö beroende på läge. Bättre läge medför lägre direktavkastning vilket indikerar högre prisnivå i förhållande till hyresnivå för fastigheterna i de mer attraktiva lägena.

Den förväntade framtida värdeförändring för kommersiella fastigheter som krävs för att fastighetens totala avkastning skall vara i nivå med investerarnas avkastningskrav är i dag förhållandevis låg, vilket indikerar att investerarna inte baserar sina investeringsbeslut på överdrivna förväntningar om framtida fastighetsprisstegringar.

Nyproduktionen av fastigheter

En titt på investeringar i fastigheter i förhållande till BNP, bruttoinvesteringkvoten i fastigheter, indikerar att investeringar i fastighetssektorn eftersläpar utvecklingen i den övriga ekonomin. Bruttoinvesteringkvoten för såväl bostäder som övriga fastigheter ligger kvar på oförändrat låga nivåer sedan 1994 trots att ekonomin som helhet har växt.

Efter fastighetskrisen 1990 minskade investeringar i fastigheter kraftigt och då framförallt investeringar i bostäder. Sedan dess har byggandet legat på en oförändrat låg nivå. Byggandet av hyresbostäder i tillväxtregioner som Stockholm har i stort sett avstannat helt. Den nyproduktion av bostäder som ändock kommer till stånd utgörs i stort sett av bostadsrätter.

Situationen belyses väl i Bengt Turners artikel i andra numret av Ekonomisk Debatt detta år. Efterfrågeöverskottet på bostäder i Stockholm återspeglas bland annat av de stigande bostadsrättspriserna. Genomsnittspriset för bostadsrättslägenheter i Stockholms innerstad låg under år 2000 på omkring 32 000 kronor kvadratmetern vilket är 33 procent högre än året innan, trots att nya bostadsrätter tillkommit genom att omkring 4 000 hyresbostäder omvandlats till bostadsrättsföreningsägda lägenheter. Med en befolkningsökning på ca 20 000 individer år 2000 i Stockholm (nettoinflyttning cirka 14 000 individer) ökar efterfrågan på bostäder. Trots stigande bostadspriser färdigställdes i Stockholms kommun endast 1 074 bostäder i flerbostadshus, varav 185 uppläts med hyresrätt under 1999.

Kostnads- och efterfrågeförändringar tillåts, som vi tidigare har sagt, slå igenom på de marknadsbestämda hyrorna för kommersiella fastigheter. Ökad tillväxt och ökad efterfrågan har lett till stigande hyresnivåer för denna kategori fastigheter och nyproduktionen av kommersiella fastigheter ökar i hela riket och framförallt i Stockholm.

Samtidigt ökar antalet beviljade bygglov vilket är en indikator på att nyproduktionen sannolikt kommer att fortsätta öka. Här kommer dock troligtvis de nedreviderade prognoserna beträffande den ekonomiska tillväxten att ha en viss dämpande effekt på nyproduktionen. Beviljade byggprojekt kommer i viss utsträckning inte att genomföras eller skjutas på framtiden till dess osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen minskat.

Investeringsnivån för kommersiella fastigheter ligger fortfarande långt under de nivåer som rådde i slutet av 1980-talet och i början av 1990-talet. Då producerades som mest omkring 1,2 miljoner kvadratmeter kommersiell yta per år i hela riket mot strax under 600 000 kvadratmeter under år 2000. En indikation på att fastighetsmarknaden är sundare idag än vad den var inför fastighetskrisen 1990 är att byggprojekt idag i Stockholmsområdet påbörjas först när mellan 50 till 75 procent av ytorna är kontrakterade med hyresgäster.

Avslutning

Avslutningsvis vill jag bara säga att det här var ett smakprov på vår analys av fastighetsmarknaden. Den som vill läsa om fastighetsmarknaden ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv kan läsa i vår rapport om finansiell stabilitet som kommer om ett par veckor.