



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

# ANFÖRANDE

DATUM: 2003-09-02

TALARE: Lars Nyberg

PLATS: Malmö

## ■ Utvecklingen på fastighetsmarknaden

Till att börja med vill jag tacka för att jag fått komma hit till Malmö och berätta lite om hur vi på Riksbanken ser på fastighetsmarknaden. Utvecklingen på fastighetsmarknaden är ju inte bara intressant för er som sitter här och lyssnar. Den har betydelse för oss alla eftersom prisutvecklingen på fastigheter är viktig både för den realekonomiska och för den finansiella utvecklingen i Sverige. När fastighetspriserna stiger känner vi oss rikare och konsumerar mer och det ökar både sysselsättning och tillväxt. Kanske lånar vi också lite mer i banken om vi kan. Normalt sett är detta inte så farligt. Men någonstans finns givetvis en gräns för hur stora skulder hushållen kan bära utan att riskerna börjar bli oroande. Om skulderna i de kommersiella fastighetsföretagen också blir stora kan det innebära risker för stabiliteten i hela banksystemet, vilket med all önskvärd tydlighet illustrerades under krisen i början av 1990-talet.

Av dessa anledningar följer Riksbanken noga utvecklingen på fastighetsmarknaden. Vi brukar dela in den i två delar, som reser olika frågor och funderingar.

Den första delen är bostadsmarknaden. Priserna på bostäder har ökat med drygt 50 procent sedan 1997 mätt i löpande priser. Den kraftiga prisuppgången har fortsatt trots de senaste två årens allmänt svaga konjunkturutveckling. Detta är en ny erfarenhet som skiljer utvecklingen från tidigare konjunkturcykler, då priserna har tenderat att mattas i konjunkturedgångar. Samma sak har hänt i andra länder, t.ex. i USA, England och Holland. Utvecklingen kan tyckas oroväckande, inte minst eftersom prisuppgången på bostäder gått hand i hand med en ökad skuldsättning hos hushållen.

Den kraftiga prisökningen har lett till frågor om det sunda i denna utveckling. Är prisuppgången på den svenska bostadsmarknaden resultatet av en bubbla? Är hushållens nya högre skuldsättning hållbar? Riksbankens uppfattning är att prisutvecklingen på bostadsmarknaden inte speglar några spekulativa förväntningar om fortsatta prisstegringar, som skulle förtjäna beteckningen bubbla. Inte heller är hushållens skuldsättning ett större problem än vad som är normalt för denna period i konjunkturcykeln. Jag kommer strax att motivera detta.

Den andra delen är den kommersiella fastighetsmarknaden. Framförallt är det prisutvecklingen för kontorslokaler, som skiljer sig från prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Priserna för de kommersiella fastigheterna har anpassats till konjunkturavmattningen. I Sverige har priser och hyror sedan år 2000 fallit samtidigt som vakansgraderna har ökat. Jag anser inte att den här prisnedgången är bekymmersam ur ett samhällsekonomiskt perspektiv, vilket den i högsta grad var i samband med fastighetskrisen i början av 1990-talet. Även om det finns vissa likheter mellan då och nu, så överväger ändå skillnaderna, vilket jag kommer att återkomma till. Jag ska även blicka framåt, och kort resonera kring drivkrafterna bakom prisutvecklingen på fastighetsmarknaden.

### Utvecklingen på bostadsmarknaden

I princip finns det två olika sätt att förklara snabba prisförändringar. En första ansats tar sin utgångspunkt i de fundamentala drivkrafter som styr priserna och förklarar prisförändringar med förändringar i dessa variabler. Fundamentala faktorer är t.ex. ränteläget, hushållens inkomster och hur många nya bostäder som tillkommer i nybyggnad.

En annan förklaring till snabba prisökningar utgår istället ifrån att prisutvecklingen inte är styrd av dessa fundamentala drivkrafter, utan istället baserade på förväntningar om framtida prisstegringar. I dessa lägen talar man om s.k. "bubblor". Ett aktuellt exempel på detta är prisuppgången i IT-aktier under senare delen av 1990-talet. Den prisökningstakt som då observerades visade sig i efterhand inte vara kopplad till fundamentala drivkrafter utan snarare orealistiska förväntningar om en utveckling som aldrig kom att infrias. När detta så småningom blev uppenbart föll priserna snabbt och kraftigt.

I en bubbla speglar alltså prisuppgången inte fundamentala faktorer utan just bara förväntningar om fortsatta prisstegringar. Investerare spekulerar i en process där värderingar av framtida kassaflöden inte längre spelar någon roll utan prisstegringen istället antas vara trendmässig. Köper man bara idag kan man sälja till ett bättre pris imorgon.

För bostadsmarknaden finns det dock skäl att ifrågasätta huruvida uppkomsten av en bubbla överhuvudtaget är möjlig. Detta eftersom ett köp av bostad för de allra flesta inte i första hand är en investering utan snarare handlar om nyttjande. En husköpare varken tänker eller betar sig därför som en investerare, som spekulerar i en snabb fortsatt prisuppgång. Att köpa bostad enkom för att man förväntar sig att huspriserna kommer att gå upp, och att man därigenom kan göra en god affär, är det knappast någon som gör. Ifall spekulation i framtida prisökningar inte existerar borde därför en bubbla helt enkelt inte kunna uppstå. Nu invänder kanske någon att det här endast är akademiskt ordvrängeri. Vi har ju sett snabba prisuppgångar och ännu snabbare prisfall på bostadsmarknaden, t.ex. på bostadsrätter i storstäderna under krisen i början av 1990-talet. Jag skulle i princip kunna vara beredd att hålla med, ifall det inte skulle vara möjligt att motivera prisuppgången med fundamentala faktorer.

■ För att se ifall det finns fundamentala faktorer som kan motivera den senaste tidens prisuppgång är det rimligt att undersöka de drivkrafter som kan tänkas ha haft betydelse för huspriserna, dvs. räntan, i första hand realräntan efter skatt, hushållens disponibla inkomster, utbudet av bostäder och den efterfrågan som kommer av inflyttning till framför allt storstäderna.

När det gäller räntorna, såväl de reala som de nominella, har dessa sedan mitten av 1990-talet kontinuerligt sjunkit. För hushållen har detta inneburit väsentligt lägre lånekostnader. I slutet av 1992 var bankernas genomsnittliga nominella utlåningsränta till hushåll drygt 15 procent och inflationen drygt 2 procent. Nu ligger den genomsnittliga utlåningsräntan på cirka 6 procent, medan inflationen är kvar på ungefär samma nivå. Hushållen kan alltså ha mer än dubbelt så höga lån idag och ändå betala en lägre räntekostnad till banken.

Den fördelaktiga konjunkturutvecklingen sedan mitten av 1990-talet har vidare bidragit till att å ena sidan arbetslösheten har sjunkit, å andra sidan att lönerna har ökat. Sammantaget har detta lett till att de disponibla inkomsterna i hushållssektorn har ökat. De disponibla inkomsterna har dessutom fortsatt att öka under den relativt svaga konjunkturutvecklingen de senaste åren. Inte minst är detta ett resultat av att arbetslösheten har förblivit låg, konjunkturavmattningen till trots.

Hög tillväxt i hushållens disponibla inkomster och låga räntor är således två fundamentala faktorer som skulle kunna motivera de prisökningar som skett på bostadsmarknaden.

Vidare finns inget utbudsöverskott på bostadsmarknaden motsvarande vad som var fallet under 1990-talets början då bostadsbyggande premierades genom olika typer av bidrag och skattesubventioner. I dagsläget är bostadsbyggandet istället mycket lågt och den diskussion som förs rör snarare hur detta skall öka. Parallellt med det låga bostadsbyggandet har efterfrågan på bostäder kommit att öka framförallt i storstadsområdena genom den ökade inflyttning som har skett under 1990-talets senare del. Att ett förhållandevis konstant, lågt utbud, och en hög efterfrågan bidragit till de höga prisökningarna är inte förvånande.

Låg ränta, ökade disponibla inkomster och ett lågt nyutbud i kombination med hög efterfrågan är således de fundamentala faktorer som jag tror drivit prisökningstakten från mitten av 1990-talet. Det räcker för att prisutvecklingen inte ska behöva betecknas som en förväntningsdriven "bubbla". Motsvarande analys kan göras för flera andra länder med motsvarande utveckling på bostadsmarknaden, inte minst USA.

Hade vi då en bubbla på bostadsmarknaden under krisen i början av 1990-talet? Jag tror egentligen inte det, i alla fall inte i meningen att bostäder köptes i spekulativt för att säljas när priserna stigit ytterligare. Visst steg priserna kraftigt, särskilt i storstadsregionerna, men det fanns goda skäl till det av fundamental art. Hushållens betalningsvilja ökade med inkomsterna i konjunkturuppgången, avregleringen av kreditmarknaden minskade de tidigare finansieringshindren och utbudet av bostäder var på kort sikt mycket oflexibelt. Det räcker för en kraftig prisuppgång. När sedan efterfrågan minskade till följd av att hushållens finanser försämrades samtidigt som realräntorna steg och utbudet av bostäder – både ny-

■ producerade och äldre - kom igång, så föll priserna igen. Även stora prisrörelser kan ha naturliga förklaringar och behöver inte bygga på orealistiska förväntningar som först byggs upp och sedan punkteras.

Hushållen har fortsatt att låna i banker och bostadsinstitut under hela konjunktursvackan, vilket avviker från normala mönster, men naturligtvis hänger samman med de låga räntorna. Skuldbördan har vuxit och rest frågor om vi åter är på väg mot en obalans som för eller senare måste korrigeras. Jag tycker emellertid inte att hushållens skulder i sig utgör någon omedelbar källa till oro. Hushållens skuldkvot, dvs. skuldernas andel av inkomsterna, är drygt 110 procent. Hushållens ränteutgifter är dock till följd av den historiskt sett låga räntan till synes fortsatt hanterbara. Räntekvoten, dvs. hushållens ränteutgifter i förhållande till deras disponibla inkomster, är idag knappt 5 procent.

Situationen för de svenska hushållen är därmed betydligt gynnsammare än i slutet av 1980- och början av 1990-talet. Skuldkvoten var då, till följd av den kreditexpansion som bland annat föranleddes av avregleringen av kreditmarknaden, cirka 130 procent samtidigt som räntekvoten under ett par år snabbt ökade från cirka 6 till nästan 10 procent.

Den senaste periodens ökande skuldsättning innebär dock utan tvekan att hushållen blivit alltmer känsliga för förändringar i ränteläget. Hushållen tenderar att se till sina kassaflöden och känner sig tillfreds så länge räntekostnaden är hanterbar i månadsbudgeten. Men en räntehöjning på några procentenheter slår väsentligt hårdare på kassaflödet i dagsläget än när räntenivån låg kring 15 procent. Om räntan stiger från fyra till sex procent innebär detta att månadskostnaden stiger med 50 procent. Högre bostadsräntor kan därför tvinga hushållen att öka sitt sparande och minska sin konsumtion mer än förväntat och avsett. Förhoppningsvis kan vi i penningpolitiken undvika stora och snabba räntehöjningar, men bostadsräntorna influeras också av vad som händer utanför Sveriges gränser. Till en del kan dock effekten av en eventuell ränteuppgång mildras av att hushållen under senare tid i ökad utsträckning bundit sina lån.

### **Utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden**

På den kommersiella fastighetsmarknaden är det delvis andra drivkrafter som påverkar prisbilden än på bostadsmarknaden. Utvecklingen har också tydligare följt konjunkturutvecklingen med fallande priser de senaste tre åren. Prisfallet i Malmö [9 procent] har dock varit betydligt lägre än i Stockholm [24 procent] och Göteborg [18 procent]. Prisfallen är huvudsakligen drivna av lägre hyror, vilket i allt väsentligt är ett resultat av den lägre efterfrågan på kontorslokaler som den dämpade konjunkturutvecklingen har inneburit. Att Malmö drabbats i mindre utsträckning än övriga storstäder är också rimligt med tanke på att konjunkturavmattningen inte varit lika kraftig här.

Den snabba prisuppgången och det påföljande snabba prisfallet visar på en utveckling som inte är helt olik den vi upplevde i samband med fastighetskrisen i början 1990-talet. Ändå är det mycket som skiljer dagens situation från situatio-

nen då. Då hade vi utan tvekan en bubbla, där priserna i stor utsträckning tappat relationen till fundamentala förklaringsfaktorer och i stället byggdes under av förväntningar om fortsatta prisstegringar. Under en tid låg direktavkastningen på fastigheter 8 procentenheter under avkastningen på en säker statsobligation. Den förväntade prisstegringen måste då ha varit en bra bit över 8 procent för att kompensera för risken att placera i fastigheter snarare än i en obligation. Då kan man tala om att förväntningarna på stigande priser var höga! Så ser det inte ut idag.

Spekulationen i byggandet har också varit mindre omfattande under uppgångsfasen i slutet av 1990-talet än under uppgången ett decennium tidigare. Produktionen av fastigheter har varit förhållandevis låg och pågående projekt har i större utsträckning haft på förhand kontrakterade hyresgäster. För fastighetskrisen i början av 1990-talet spelade vidare de strukturella förändringar som skedde under perioden en stor roll. Avregleringen av kreditmarknaden i kombination med den omläggning som skedde av den ekonomiska politiken ledde till stora anpassningsbehov på marknaden.

Dagens situation är således inte oroväckande på samma sätt som situationen i början av 1990-talet.

### **Några tankar om framtiden**

Att situationen inte är oroande betyder inte att jag förutspår en kraftig återhämtning i fastighetspriserna. Visst kommer en ökad aktivitet i ekonomin att stimulera efterfrågan och därmed förr eller senare att ge en press uppåt på priserna. Men samtidigt ser jag flera faktorer som kan hålla tillbaka en prisstegring på fastighetsmarknaden, och då särskilt när det gäller kontorslokaler.

För det första riskerar efterfrågan på kontorslokaler att utvecklas svagare än den allmänna efterfrågan i ekonomin. Från mitten av 1990-talet förbättrades den ekonomiska utvecklingen successivt i Sverige, vilket ledde till högre sysselsättning generellt, men i synnerhet inom kontorsintensiva näringsgrenar som t.ex. IT- och telekom. Att efterfrågan på kontorslokaler ökade var således ett resultat delvis av den generella konjunkturutvecklingen, men även av extra gynnsam utveckling inom framförallt kontorsintensiva näringsgrenar. Konjunkturavmattningen som följde slog också hårdast mot vissa av dessa näringsgrenar, vilket påverkade efterfrågan på kontorslokaler. En återhämtning av efterfrågan på kontorslokaler är således förknippad med en återhämtning inte bara av den generella konjunkturutvecklingen utan även av utvecklingen inom dessa kontorsintensiva branscher.

Oavsett näringsgren förefaller det också som om företagen idag, till skillnad från slutet av 1990-talet då tillväxt- och expansionsförväntningarna var högt ställda, vill minska behovet av kontorsyta per anställd. Det är ett sätt att anpassa sina kostnader efter nya, mer ansträngda, ekonomiska förutsättningar.

Dessa aspekter talar sammantaget för att efterfrågan på kontorsyta kanske inte återhämtar sig i samma takt som den generella konjunkturen.

■ För det andra, och till skillnad från t.ex. småhus, är kommersiella fastigheter en investeringsform. Därför påverkas priset på kommersiella fastigheter i högre utsträckning än småhus av avkastningen på andra investeringsformer.

I tider av osäkerhet har fastigheter ofta framstått som ett attraktivt alternativ till framförallt aktier, och investerare tenderar att öka andelen fastigheter i sina portföljer, vilket leder till ett tryck uppåt på priserna. I Sverige har, enligt Svenskt Fastighetsindex, avkastningen på fastigheter de senaste tre åren överstigit avkastningen på aktier. År 2000 och 2001 slog avkastningen på fastigheter till och med samtliga alternativa placeringsslag. Förra året överträffades detta dock av avkastningen på obligationer och statsskuldväxlar.

I ett mer optimistiskt konjunkturläge riskerar följaktligen investeringar i fastigheter att framstå som mindre attraktivt än t.ex. investeringar i aktier. I samband med att investerare i ett sådant läge minskar andelen fastigheter i portföljen, riskerar prispuppgången att bli lägre än vad som är motiverat utifrån det bättre efterfrågeläget i sig själv. Detta skulle således vara en faktor som håller tillbaka priset på fastigheter i en uppgångsfas.

### **Sammanfattning och slutsatser**

Bostadsmarknaden och den kommersiella fastighetsmarknaden skiljer sig åt när det gäller såväl utvecklingen de senaste åren som utmaningarna framöver.

På bostadsmarknaden har priserna fortsatt att öka trots den senaste tidens konjunkturavmattning. På den kommersiella fastighetsmarknaden har istället en anpassning mot lägre priser och hyror skett sedan år 2000.

Prisökningarna på bostadsmarknaden är av allt att döma resultatet av förändringar i de fundamentala faktorer som har betydelse för huspriserna. Att tala om en bubbla på bostadsmarknaden är därför inte så meningsfullt. Fortsatt låg ränta, hög tillväxt i de disponibla inkomsterna samt en låg tillväxt av bostadsbeståndet motiverar det nuvarande prisläget, den svaga konjunkturen till trots. Går vi mot en ökad aktivitet och högre inkomster, vilket vi hoppas och tror, finns det ingen anledning att förvänta sig något allmänt prisfall på bostäder. Lokalt kan naturligtvis t.ex. skillnader i nyproduktion ge effekter på priserna.

På den kommersiella fastighetsmarknaden, där hyror och priser redan anpassats till ett annat efterfrågeläge, kan de prishöjningar som naturligt följer av ökad ekonomisk aktivitet dröja, särskilt som utbudsöverskottet på kontorsyta här och var förefaller vara betydande. Dessutom brukar fastigheter som placeringsslag få stå tillbaka när konjunkturen vänder på allvar.