

Anförande

vice riksbankschef Lars Nyberg

ONSDAG DEN 15 DECEMBER 1999

Räntor, fastighetspriser och penningpolitik

Sveriges Trähusfabrikers Riksförbund

Inledning

Inledningsvis vill jag tacka för inbjudan till Sveriges Trähusfabrikers Riksförbund. Det känns särskilt intressant att få vara här och prata eftersom den låga takten i byggandet och de stigande fastighetspriserna - framförallt här i Stockholm - är något som fått stor uppmärksamhet den senaste tiden. Fastighetspriserna och andra tillgångspriser tänker jag återkomma till senare, liksom till vad Riksbanken kan göra om dessa priser tenderar att utvecklas alltför snabbt. Jag tänkte emellertid inleda med att tala om sambandet mellan inflation och boräntor.

Kommer räntan att stiga?

För en vecka sen publicerade Riksbanken årets fjärde inflationsrapport. I denna konstaterades bl. a. att såväl den inhemska som den utländska efterfrågan växer snabbt och att penningpolitiken under nästa år kan behöva justeras i en åtstramande riktning. Hur kan då en sådan åtstramning komma att påverka boräntorna?

Riksbanken kan, genom att ändra reporäntan, påverka de övriga svenska marknadsräntorna. Via dessa påverkas i sin tur den ekonomiska aktiviteten i ekonomin, t.ex. företagens investeringar och hushållens konsumtion och

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

därigenom i förlängningen också prisutvecklingen. Om Riksbanken höjer räntan dämpas den ekonomisk aktiviteten och inflationen hålls tillbaka.

Riksbankens agerande har dock inte samma inverkan på alla räntor. Räntorna med de kortaste löptiderna styrs mer eller mindre direkt via reporäntan, medan räntor med längre löptider i hög grad bestäms av faktorer som ligger utanför Riksbankens direkta kontroll.

De långa räntorna är i huvudsak internationellt bestämda och påverkas i första hand av vilken ersättning de stora internationella kapitalplaceringarna kräver för att köpa svenska statspapper. Kapitalet kommer till stor del från pensionsfonder i hela världen, där förvaltarna vill placera en del av fondförmögenheten i Europa. De söker sig ofta till tyska stats- och bostadspapper eftersom dessa anses säkra och eftersom de går lätt att köpa och sälja i stora kvantiteter på marknaden. Skall man investera i svenska statspapper vill man ha lite bättre ränta än man får i Tyskland. Om den svenska inflationen är hög vill man ha kompensation för risken att kronan faller i värde. Om statsfinanserna är svaga kan Sverige betraktas som en sämre kreditrisk och då vill man gärna ha kompensation för det. Därför påverkas även de långa räntorna av hur Riksbanken sköter penningpolitiken och hur regeringen sköter finanspolitik och statsskuldpolitik. Skillnaden mellan den tyska och den svenska femårsräntan är idag ca 0,6 procentenheter. I mitten av 1990-talet låg skillnaden på närmare 5 procentenheter.

Bolåneinstitutet får betala något högre ränta än staten om de skall kunna sälja sina obligationer. Påslaget på statsobligationsräntan – den s.k. bospreaden – beror på flera faktorer, bl.a. att bolåneinstitutet naturligt nog anses ha högre kreditrisk än staten och att likviditeten i marknaden vanligtvis är sämre för bostadsobligationer än för statspapper. Bolånespreaden har liksom skillnaden mellan den tyska och svenska räntan varierat högst avsevärt över tiden.

En förändrad reporänta får ett snabbt genomslag på de rörliga bolånen samt lån med kort löptid. Bolån med längre löptider påverkas visserligen av en förändrad reporänta men inte i samma utsträckning som de rörliga lånen. I detta sammanhang kan det vara värt att uppmärksamma att en allt större del av nyutlåningen sker till rörlig ränta, vilket gör att en förändring i reporäntan snabbare får effekt på hushållens ekonomi idag än för ett par år sedan (**OH**).

Den höjning av reporäntan med 0.35 procentenheter som Riksbanken genomförde den 11 november var den första på lång tid. Med ett undantag så har reporäntan sänkts sedan juli 1995, totalt med 5.7 procentenheter. Penningpolitiken har länge verkat stimulerande på den ekonomiska aktiviteten, vilket har varit naturligt mot bakgrund av den höga arbetslösheten och den svaga efterfrågeutvecklingen. När nu konjunkturen har vänt och penningpolitiken åter börjar stramas åt är det från en historiskt sett mycket låg räntenivå. Förhoppningsvis skall en successiv anpassning av penningpolitiken kunna medverka till att vi får en period av god tillväxt och växande sysselsättning. Om anpassningen sker gradvis kan vi undvika att, som så många gånger tidigare, få en överhettad ekonomi som kräver större

åtstramningar av penning- och finanspolitiken än vad som varit nödvändigt om åtstramningen skett i ett tidigare skede.

Riksbankens uttalade mål är att hålla inflationen inom intervallet 1-3 procent med 2 procent som riktvärde. Reporäntan kommer att anpassas med detta mål för ögonen. Genom att hålla inflationen på en låg nivå bidrar Riksbanken till att skapa förtroende för den ekonomiska politiken och i ett längre perspektiv till att hålla räntorna nere.

Stigande fastighetspriser

Jag tänker nu lämna räntorna och övergå till att diskutera prisutvecklingen på fastighetsmarknaden. Efter lågkonjunkturen i början av 1990-talet har det som bekant skett en kraftig uppgång i priserna på denna marknad. Priserna på flerbostadshus i storstadsområdena steg med över 20 procent bara under det första halvåret i år och priserna på egnahem ligger nu på en högre nivå än före fallet i början av 1990-talet (**OH**). Det bör dock betonas att utvecklingen 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.

En av orsakerna till att fastighetspriserna stigit den senaste tiden är säkerligen de historiskt låga nominella räntorna. En annan orsak är den låga takten i byggandet. I detta sammanhang brukar man följa kvoten mellan vad ett befintligt hus kostar och vad det kostar att bygga ett nytt. I ekonomisk litteratur kallas den kvoten för "Tobins q" efter nobelpristagaren James Tobin, som studerade bl. a. fastighetspriserna. Om Tobins q är lika med ett innebär det att kostnaden för att köpa ett befintligt hus och att bygga ett nytt är lika stor. Om huspriserna stiger så att marknadsvärdet blir högre än återanskaffningsvärdet kommer det löna sig att bygga nytt, eftersom varje investerad krona värderas till mer än en krona av marknaden.

Studerar man Tobins q i dagsläget ser man att det är en markant skillnad mellan storstäder och övriga landet (**OH**). I storstadsregionerna har vi ett Tobins q som klart överstiger ett, dvs. det är billigare att bygga nytt än att köpa en befintlig fastighet. Detta skiljer sig från övriga regioner där det är billigare att köpa en befintlig fastighet. Trots att det alltså enligt detta mått skulle löna sig att bygga nytt i storstadsregionerna befinner sig bostadsbyggandet ännu på en mycket låg nivå. En förklaring till detta kan vara att prisökningen skett snabbt och det tar vis tid att samla resurser för ett mer omfattande byggande. Bristen på byggnadsarbetare i storstäderna pekar i den riktningen.

Den låga takten i byggandet i kombination med ökad efterfrågan och låga räntor har alltså lett till att fastighetspriserna har stigit markant i storstadsregionerna. Denna utveckling för tankarna till utvecklingen under slutet av 1980-talet. Vi minns alla hur det slutade den gången, när prisstegringarna resulterade i en bubbla som så småningom sprack med en allvarlig bankkris som följd. Hur ser då dagens

situation ut? Har vi anledning att befara att samma sak kan inträffa igen? Låt mig först göra en kort historisk återblick och sedan beskriva dagens situation.

En av de bidragande orsakerna till de stigande fastighetspriserna under 1980-talet var *avregleringarna* på kreditmarknaden. Det fanns ett stort uppdämt lånebehov och utlåningen ökade mycket kraftigt. *Hög inflation* i kölvattnet av en expansiv finanspolitik och *skatteregler* som möjliggjorde höga avdrag för räntebetalningar gjorde det lönsamt att låna. Amorteringarna blev snabba i reala termer. Tog man hänsyn till skatteeffekter var realräntan till och med negativ under långa perioder(OH). I denna miljö, med expansiv finanspolitik och en penningpolitik som var inriktad på att upprätthålla den fasta växelkursen drevs fastighetspriserna och kreditgivningen upp. När så inriktningen på politiken lades om till låg inflation 1991 samtidigt som skattereformen minskade avdragsmöjligheterna för räntebetalningar steg realräntan på lånen kraftigt, vilket i sin tur ledde till att priserna föll. Priserna på kommersiella fastigheter i storstadsregionerna halverades under en period på 4 år och finanskrisen var ett faktum.

Hur ser det då ut i dagsläget? För att få en uppfattning om prisförväntningarna på fastighetsmarknaden kan man jämföra direktavkastningen med avkastningen på en riskfri placering, t.ex. en statsobligation (OH). Under slutet av 1980-talet låg obligationsräntan långt över direktavkastningen, vilket speglade starka förväntningar om uppgång i fastighetspriserna. Direktavkastningen för bostadsfastigheter har under senare år fallit och det går inte att utesluta att detta kan spegla förväntningar om stigande priser. Ombildning till bostadsrätter och förväntningar om en uppluckring av bruksvärdessystemet gör emellertid situationen svårbedömd. När det gäller kommersiella fastigheter är prisutvecklingen mer dämpad och man kan inte urskilja samma förväntningsbild som för bostadsfastigheter.

Klarar hushåll och företag fallande fastighetspriser?

Om dagens relativt höga fastighetspriser är spekulationsdrivna kommer detta rimligen så småningom att korrigeras mer eller mindre häftigt. En viktig fråga är hur hushållen och företagen skulle klara en sådan situation.

Om man jämför dagens läge med det som rådde på 1980-talet finns stora skillnader. Målet för penningpolitiken är inte längre en fast växelkurs utan ett stabilt penningvärde och en låg nivå har också etablerats för både inflation och inflationsförväntningar. Realräntan är stabil och positiv vilket minskat incitamenten att låna. Samtidigt är anpassningsprocesserna efter valuta- och kreditmarknadsavregleringarna samt efter skattereformen till allra största delen avslutade. Banker och andra finansinstitut har dessutom lärt sig av erfarenheterna från början av 1990-talet och förhoppningsvis blivit bättre på att bedöma risker i kreditgivningen.

Vissa likheter finns dock med situationen på 1980-talet. Skuldsättningen har ökat, men vi ser inte samma dramatiska utveckling som i slutet av 1980-talet då skulderna

som mest uppgick till 135 procent av den disponibla inkomsten. Nysparandet är lågt. Hushållens disponibla inkomster kan dock förväntas öka de närmaste åren, dels till följd av en mer expansiv finanspolitik, dels beroende på lägre arbetslöshet när konjunkturen nu har vänt.

I företagssektorn är utlåningsutvecklingen lugnare. Den årliga ökningen i utlåningen till företag från banker och bostadsinstitut var i oktober 1,4 procent (exkl. repor), något som måste betecknas som ganska lågt under en konjunkturuppgång. Skuldsättningen är också låg för närvarande. En stor del av utlåningen till företag går till fastighetssektorn. Situationen i fastighetsbolagen är idag tillfredsställande, med låg skuldsättningsgrad och hög räntetäckningsgrad för sektorn som helhet.

Det finns således knappast någon anledning till oro för att en korrigering av priserna på fastighetsmarknaden skulle åstadkomma några allvarliga störningar i ekonomin. De kraftiga prisökningarna på fastigheter är koncentrerade till storstadsområdena, främst Stockholm. Belåningen är inte besvärande hög, särskilt inte bland företagen. Det kan vara värt att påminna om att det var företagen som svarade för ca 95 % av kreditförlusterna under bankkrisen.

Den tillgångsmarknad där priserna under de senaste åren stigit mest är inte fastighetsmarknaden utan aktiemarknaden. Index på aktiemarknaden har stigit med över 50 procent bara i år. Här kan det naturligtvis komma en priskorrigering. De svenska hushållens aktieinnehav är emellertid lågt belånade, varför ett fall i aktiepriserna inte behöver utgöra något omedelbart hot mot den finansiella stabiliteten.

Annorlunda ser det ut i USA. Den långvariga högkonjunkturen med kraftigt stigande tillgångspriser har medfört att de amerikanska hushållen ökat sin konsumtion betydligt snabbare än vad deras inkomster har stigit. Till följd av detta har de amerikanska hushållens sparkvot fallit till historiskt låga nivåer (OH). Skuldsättningen har ökat de senaste åren. Stora aktieinnehav och hög skuldsättning gör de amerikanska hushållen sårbara för fall i tillgångspriserna och ett amerikanskt börsras skulle därför kunna få allvarliga konsekvenser för den amerikanska ekonomin – och därmed för världsekonomin. Till skillnad från i Sverige så har även skuldsättningen i den amerikanska företagssektorn ökat.

Vad gör Riksbanken om tillgångspriserna stiger?

Innebörden av det jag sagt hittills är att vi inte kan utesluta att det kan finnas begynnande "bubbeltendenser" på de svenska tillgångsmarknaderna. Bör då Riksbanken agera om tillgångspriserna förändras? Svaret på den frågan beror på om utvecklingen av tillgångspriserna hotar inflationsmålet, som Riksbanken formulerat det, eller den finansiella stabiliteten, som Riksbanken också har ett ansvar för.

Låt mig börja med hur utvecklingen av tillgångspriserna kan påverka den finansiella stabiliteten. Måttliga fluktuationer i tillgångspriserna kommer alltid att förekomma. Ny information och förändringar i den underliggande makroekonomiska miljön leder naturligt till förändringar i tillgångspriserna och detta är inget en centralbank bör bekymra sig om.

Om däremot tillgångspriserna stigit till sådana nivåer att man kan misstänka att det rör sig om en bubbla kan situationen hamna i ett annat läge. En bubbla som spricker kan orsaka stor förödelse på de finansiella marknaderna och därmed hota stabiliteten i det finansiella systemet. Man kan inte utesluta att en sådan situation kan och bör framkalla en anpassning av penningpolitiken.

Att identifiera en bubbla är dessvärre en svår, för att inte säga omöjlig uppgift. Som den amerikanska centralbankschefen Alan Greenspan påpekat finns här ett fundamentalt problem: "Man måste känna till något som marknaden inte vet".

Om man nu ändå lyckas med konststycket att identifiera en bubbla riskerar man att ställa till mer skada än nytta om man försöker sticka hål på den. Den dominerande strategin hos centralbanker är därför att inte direkt försöka påverka tillgångspriserna utan att i stället snabbt försöka återskapa stabilitet vid de ganska fåtaliga tillfällen när tillgångsmarknader väl kollapsar. Så handlade t.ex. den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, under hösten 1998 för att mildra effekterna av Asienkrisen och för att hantera den akuta kris som uppkom då Long Term Capital Management fick problem.

Låt mig här åter göra en kort historisk återblick. I oktober 1929 kraschade New York-börsen, vilket blev upptakten till kris som forplantade sig över världens finansmarknader och utlöste en världsdepression. I stället för att i en sådan situation lätta på penningpolitiken stramade man åt. Detta gjorde man av rädsla för att spekulationsattackerna skulle ta fart igen samt för att försvara guldmyntfoten. Denna åtstramning fick förödande effekter på hela den reala ekonomin. En våg av konkurser svepte över landet, inte minst i banksektorn, arbetslösheten sköt i höjden och en stor osäkerhet spred sig bland hushållen. Aktiviteten i ekonomin avstannade nästan helt. Under perioden 1929-33 sjönk BNP med över 30 procent.

Även Sverige drabbades av depressionen, men klarade sig bättre än många andra länder och kunde snabbt ta sig ur krisen. En orsak som har lyfts fram för att förklara detta är att Sverige övergav guldmyntfoten, införde ett prisstabilitetsmål och lät kronans värde bestämmas av marknaden, vilket innebar att kronan deprecierades och konkurrenskraften stärktes.

Nästa börskrasch av betydelse inföll 1987. Måndagen den 19 oktober 1987 föll Dow Jones index med över 20 procent på en dag. Vis av erfarenheten från 1929 lättade man denna gång på penningpolitiken på bred front i världen. FED ökade likviditeten i det finansiella systemet, vilket gjorde att de korta räntorna föll, och man klargjorde att man skulle agera som "lender of last resort" om så krävdes. I Sverige, övriga Västeuropa och Japan vidtogs liknande åtgärder. Sammantaget var effekterna av börskraschen 1987 små på tillväxt, inflation och arbetslöshet. De lägre

räntor som den penningpolitiska lättningen innebar tycktes alltså till viss del kompensera för aktieprisfallet.

Tillgångspriserna och inflationsmålet

Hur påverkas då Riksbankens andra mål, inflationsmålet, av förändringar i tillgångspriserna? Man brukar tala om att det sker på tre vägar; genom att förmögenheterna påverkas, genom kreditgivningen och genom förändringar i kvoten mellan nytt och gammalt kapital – dvs. genom Tobins q . Låt oss denna gång anta att tillgångspriserna faller.

Förmögenhetseffekten innebär att när värdet på bostaden/aktieinnehavet faller känner sig hushållen fattigare och konsumerar mindre. Ett hushåll kanske har sparat i aktier och när tillgångarna plötsligt minskar i värde, ser man sitt sparande försvinna och måste börja spara mer. Hur sårbar en ekonomi är för fallande tillgångs priser beror naturligtvis på hur stor exponeringen mot tillgångsmarknaderna är.

Ett hushåll eller företag som har en stor del av sina tillgångar placerade i aktier eller fastigheter är rimligen mer känslig för fallande tillgångs priser än de som har sina tillgångar placerade på banken. Om dessutom tillgångarna till stor del är lånefinansierade blir konsekvenserna av ett prisfall ännu allvarligare. Förmögenhetseffekten har rimligen fått ökad betydelse i Sverige under senare år till följd av börsens utveckling, men aktieinnehaven är som påpekats endast i begränsad utsträckning belånade.

Krediteffekten innebär att när en säkerhet (t.ex. en fastighet) sjunker i värde kan den inte belånas lika högt och till samma låga ränta som tidigare. En nedgång i tillgångsvärdena reducerar säkerheternas värde och hindrar potentiella låntagares tillgång till kredit. När krediterna uteblir minskar investeringar eller konsumtion, vilket påverkar aktiviteten i ekonomin negativt.

Den tredje effekten uppstår om tillgångspriserna faller så att marknadsvärdet blir lägre än återanskaffningsvärdet, dvs. om Tobins q som jag tidigare talat om, är mindre än ett. Då kommer det löna sig att köpa existerande kapital snarare än att bygga nytt, vilket innebär att aktiviteten i ekonomin minskar. Vid en bedömning av effekterna på inflationen måste man dock beakta att fallande investeringar i realkapital inte bara minskar efterfrågan i ekonomin utan också minskar den samlade produktionskapaciteten.

Förändringar i tillgångspriserna påverkar således inflationen genom effekter på produktionskapacitet och efterfrågan i samhället. I detta avseende är de inte unika. Om tillgångspriserna jämte övriga faktorer som påverkar inflationsbedömningen pekar på att inflationen faller under målet kan Riksbanken sänka räntan. Om de pekar åt motsatt håll så kan räntan höjas.

Avslutning

Låt mig avslutningsvis sammanfatta Riksbankens syn när det gäller prisbubblor på tillgångsmarknaderna och stabiliteten i det finansiella systemet.

Om det finns anledning att misstänka att en bubbla håller på att byggas upp bör Riksbanken normalt sett inte ingripa med direkta policyåtgärder, annat än om utvecklingen av tillgångspriserna hotar inflationsmålet. Detta eftersom det ofta är svårt att först identifiera och sedan punktera en bubbla. Man måste dock hålla öppet för att riskerna för en störning av den finansiella stabiliteten blir så stora att Riksbanken trots allt väljer att agera.

Riksbanken lägger emellertid ned ett stort arbete på att regelbundet redovisa sin bedömning av riskerna i det finansiella systemet. Det sker i första hand i rapporten *Finansiell Stabilitet* som publiceras två gånger per år, den senaste i oktober. En viktig tanke bakom stabilitetsrapporterna är att bidra till att riskerna med t.ex. stigande tillgångspriser och ökande belåning diskuteras öppet. En öppen diskussion kan i sin tur medverka till att marknadsaktörerna blir mer försiktiga i sitt risktagande.

Förväntningarna om Riksbankens agerande är också viktiga i sammanhanget. En transparent centralbank med en tydlig och trovärdig utfästelse att nå inflationsmålet gör att de finansiella aktörerna förväntar sig höjda räntor om stigande tillgångspriser hotar att överhettas ekonomin. Medvetandet om att Riksbanken kommer att agera kan på detta sätt minska sannolikheten för att bubblor bildas.

Om tillgångsmarknader utsätts för kraftiga chocker i form av stora och plötsliga prisfall och detta utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten kan Riksbankens penningpolitik anpassas med syfte att försöka återskapa stabilitet. En penningpolitisk lättnad under en period med drastiskt fallande tillgångspriser innebär att man underlättar för aktörerna att betala de skulder som uppkommit, vilket reducerar ekonomins sårbarhet för ytterligare chocker. Detta skall dock inte tolkas som att det är Riksbanken som ansvarar för att reda ut alla kriser när de väl uppkommit. Riksbanken kan, liksom Federal Reserve under hösten 1998, medverka till att begränsa spridningen av en kris i det finansiella systemet. Ansvar och kostnader faller alltid till största delen på marknadens aktörer, som bidragit till att en prisbubbla byggts upp.