

# **Bostadsbubbla?**

**Analys av argumenten för och emot att Sverige har en bostadsbubbla**

Januari 2013

evidens:

Evidens erbjuder kvalificerad analys och strategisk rådgivning åt privata och offentliga aktörer på den nordiska fastighetsmarknaden. Vi arbetar också med implementering av strategiska förändringar. All analys och rådgivning står på evidensbaserad och empirisk grund. Fakta förädlas och bearbetas med hjälp av våra unika databaser och prognosmodeller. Vi utgår ifrån ett marknadsperspektiv och ser alltid till helheten, sätter saker i sitt sammanhang och söker orsak/verkan-samband.

Se även [www.evidensgruppen.se](http://www.evidensgruppen.se)

Frågor angående denna rapport besvaras av Ted Lindqvist, vd Evidens  
070-579 12 33  
[ted.lindqvist@evidensgruppen.se](mailto:ted.lindqvist@evidensgruppen.se)

# Innehåll

Ingen bostadsbubbla och onyanserad debatt .....	4
Sammanfattning.....	5
Inledning.....	7
Vad är en "bubbla" och hur uppstår den? .....	9
Sveriges långsiktiga ekonomiska utveckling och bostadspriserna – fyra epoker i modern tid.....	15
En ny ekonomisk geografi och bostadspriserna.....	19
Fundamentala förklaringsmodeller för bostadsprisernas utveckling.....	23
Hushållens skuldutveckling .....	28

# Ingen bostadsbubbla och onyanserad debatt

**De svenska bostadsprisernas utveckling sedan mitten av 1990-talet kan i hög grad förklaras av befolkningsutvecklingen i storstadsregionerna, hushållens stigande disponibla inkomster och den fallande räntenivån.** Kan man förklara förändringar i prisnivån med sådana fundamentala faktorer föreligger ingen bubbla enligt vedertagna definitioner av bubbelbegreppet.

**Boendeutgiften för boende i bostadsrätt är ungefär lika stor som boendeutgiften i hyresrätt om man analyserar lokala bostadsmarknader med balans mellan efterfrågan och utbud, dvs. marknader som har korta kötider på hyresrättsmarknaden.** Förhållandet mellan boendeutgifter i ägda och hyrda bostäder är därför inget tecken på en svensk bostadsbubbla.

**Sverige har haft särskilt gynnsamma tillväxtvillkor de senaste femton åren samtidigt som bostadspolitik och byggandets förutsättningar har ändrats.** Detta har påverkat bostadsmarknaden påtagligt. Det är förklaringen till att bostadspriserna vuxit betydligt snabbare än långsiktig trend och väsentligt snabbare än under perioden 1970-1995.

**Prognoser för de närmaste åren visar stabila till svagt stigande priser.** Eftersom prisutvecklingen kan förklaras av fundamentala faktorer kan man göra prognoser för de närmaste åren baserade på antaganden om hur dessa faktorer utvecklas. Resultatet visar att priserna knappast kommer att falla eftersom hushållens inkomster stiger och räntorna förblir låga.

**En viktig förändring av tillväxtvillkoren rör utvecklingen av Sveriges ekonomiska geografi. Allt fler hushåll söker sig till storstadsregionerna.** Även med en svag prisutveckling på bostadsmarknaden betyder storstädernas snabba tillväxt att både genomsnittspriset på bostäder i Sverige och hushållens skulder växer eftersom både bostadsbyggandet koncentreras dit och omsättningen bland befintliga bostäder växer där. Dessutom är det främst unga som flyttar från låg- till högprismarknader, vilket innebär högre belåningsgrader.

**Förändrad bostadspolitik och den nya ekonomiska geografin påverkar hushållens skuldsättning.** Det är inte bara prisutvecklingen som påverkar hushållens skulder. Tidigare finansierades bostadsbyggandet i större utsträckning av staten och bostadsföretag som producerade hyresrätter – nu sker finansieringen i hög grad av hushållen själva eftersom ägande- och bostadsrätter dominerar nyproduktionen samtidigt som ombildningen från hyresrätt till bostadsrätt varit omfattande.

**Hushållen har stor motståndskraft om räntorna oväntat skulle stiga snabbt.** Hushållen har rekordlåga ränteutgifter i förhållande till sina inkomster. Finansinspektionen har analyserat hur hushållen påverkas av stigande räntor. Endast en mycket liten del av hushållen får svårt att betala räntan på sina lån.

**Hushåll med höga inkomster har störst skulder.** Den högsta skuldkvoten och de största skulderna finns hos hushåll med de högsta inkomsterna. Det är också den grupp som normalt är starkast vid en konjunkturedgång eftersom de i genomsnitt har hög utbildningsnivå och stor konkurrenskraft på arbetsmarknaden. Detta minskar risken för kreditförluster hos bankerna.

**Onyanserad debatt.** Om man från statsmakternas sida ska införa nya regler i syfte att begränsa prisbildning och skuldsättning med hänvisning till påstådda problem med nuvarande pris- och skuldnivåer är det rimligt att kräva en tydligare definition och precisering av problem och risker.

# Sammanfattning

Det förs en intensiv debatt om bostadspriserna i Sverige och hushållens skuldsättning. Flera debattörer menar att vi har en bostadsbubbla som inom kort riskerar att brista och medföra stora problem för både enskilda hushåll och samhällsekonomin i stort. I syfte att konstruktivt bidra till debatten om bostadspriserna och skuldutvecklingen har byggföretagen JM, HSB Bostad, NCC, Skanska och Veidekke tillsammans med Sveriges Arkitekter gett konsult- och analysföretaget Evidens i uppdrag att analysera argumenten för och emot att Sverige har en bostadsbubbla. Resultaten presenteras i denna rapport. Evidens har självständigt utarbetat rapporten och ansvarar självständigt för rapportens innehåll och slutsatser. Den grundläggande frågan i rapporten är följaktligen om bostadsmarknaden är övervärderad? Hotas den finansiella stabiliteten av hushållens bostadslån?

I rapporten används en internationellt vedertagen definition på begreppet bostadsbubbla som innebär att om prisnivån och prisutvecklingen på bostäder inte kan förklaras av fundamentala faktorer som exempelvis inkomster, räntenivåer, förmögenheter eller bostadsbyggande et cetera, finns en uppenbar risk att en bubbla byggs upp.

I rapporten analyseras argumenten som frekvent förs fram i debatten för att det föreligger en bostadsbubbla i Sverige systematiskt. De vanligaste argumenten är:

1. Bostadspriserna är på historiskt höga nivåer – därför bör de anpassas nedåt
2. Bostadspriserna har vuxit snabbare än hushållens inkomster – därför bör de anpassas nedåt
3. Bostadspriserna ger boendeutgifter i bostadsrätt som är högre än boendeutgiften i hyresrätt – därför kommer bostadsrättspriserna att anpassas nedåt
4. Sverige har låga realräntor – så snart räntenivåerna blir "normala" kommer priserna att falla
5. Hushållens skulder växer för snabbt, hushållen får svårt att betala ränteutgifterna och den finansiella stabiliteten hotas om priserna faller

Den övergripande slutsatsen i rapporten är att bostadspriserna väl kan förklaras av tillväxtvillkor, utvecklingen av Sveriges ekonomiska geografi och fundamentala faktorer. Därför finns definitionsmässigt inte något tydligt tecken på att en bostadsbubbla byggs eller har byggts upp i Sverige. Denna slutsats grundas på flera olika analyser och tester.

I rapporten har analyser av bostadsprisutveckling och tillväxtvillkor under olika perioder av den svenska moderna ekonomiska historien genomförts. Syftet har varit att förstå om den snabba tillväxttakten under senare år varit motiverad? Analyserna talar för att bostadspriserna bör ha vuxit snabbare än långsiktig trend de senaste 15 åren. Anledningen är att tillväxtvillkoren, inte minst utvecklingen av Sveriges ekonomiska geografi, och bostadspolitiken förändrats kraftigt särskilt jämfört med perioden 1970-1995. Det betyder att argument för att Sverige har en bostadsbubbla på grund av snabbare pristillväxt de senaste åren jämfört med den långsiktiga historiska tillväxttakten försvagas.

En annan viktig indikation på om bostadspriserna är övervärderade är om prisnivån under en längre period kan förklaras av förändringen av olika fundamentala faktorer som befolkningstillväxt, inkomster, räntenivåer etc. Beräkningar och modellskattningar rörande sambanden mellan fundamentala faktorer och prisutvecklingen i Stockholm, landets största lokala arbets- och bostadsmarknad, har genomförts. Resultaten visar att fundamentala faktorer kan förklara prisutvecklingen i Stockholm, med landets högsta och mest volatila bostadspriser. Befolkningsutveckling, inkomstutveckling och fallande räntenivåer förklarar i stor utsträckning förändringen av bostadspriserna sedan slutet av 1980-talet. Därmed försvagas argumenten för att det föreligger en bostadsbubbla ytterligare. Också prognoser för bostadsprisernas utveckling de närmaste åren, givet att bakomliggande prognoser över den ekonomiska utvecklingen är riktiga, baserade på utvecklade modeller visar stabila till måttligt ökande priser under den närmaste treårsperioden i Stockholm. Ytterligare ett argument mot föreställningen om en existerande bostadsbubbla i Sverige.

Faller då bostadspriserna om räntenivån stiger? Analyserna visar att det i praktiken är svårt att uttala sig om den framtida prisutvecklingen om man endast antar förändringar av räntenivån. I debatten om prisutvecklingen och föreställningen om en bostadsbubbla är det vanligt med denna typ av partiell analys, vilket ofta resulterar i felaktiga prognoser över prisutvecklingen. När inkomsterna stiger snabbt är det sannolikt att räntenivån höjs vilket motverkar prisutvecklingen. Omvänt leder en svagare konjunktur till

stagnerande eller fallande inkomster, särskilt kapitalinkomster, vilket på sikt motverkas av sjunkande räntor. Idén om snabbt stigande räntor som skulle få priserna att falla kraftigt i närtid är därför osannolik.

En tredje test av bostadsprisernas hållbarhet har genomförts. Boendeutgifter i bostadsrätt har jämförts med boendeutgifter i hyresrätt där man kan troliggöra att hyran någorlunda speglar hushållens betalningsvilja. Resultatet från testet visar att boendeutgifterna i de olika upplåtelseformerna är ungefär lika stora i bostads- och hyresrätt. Enda undantaget är små kommuner där hyresrätt har högre boendeutgift än bostadsrätt. Argument om att boendeutgifterna skulle vara högre i bostadsrätt än i hyresrätt och därmed långsiktigt anpassas nedåt stämmer helt enkelt inte med fakta och är därför inte något giltigt argument för föreställningar om en bostadsbubbla.

Hur hållbar är då hushållens skuldnivå? Om man menar att hushållens skulder bör betraktas som ett resultaträkningsproblem kan man analysera hushållens betalningsförmåga. Den mest omfattande studien av hushållens förmåga att klara betalningarna på sina bostadslån och som tar hänsyn till lånens fördelning bland olika hushållsgrupper genomfördes under 2012 av Finansinspektionen. Studien visade att de allra flesta hushåll som hade tagit ett nytt bolån hade en god återbetalningsförmåga och var motståndskraftiga mot ränteuppgångar. Även vid antaganden om stigande räntor och hög arbetslöshet påverkades endast en mycket begränsad andel av hushållen. Slutsatsen var därför att hushållens motståndskraft bedömdes som god och inte hotade den finansiella stabiliteten. Vidare publicerade SEB nyligen en analys av hur skulderna fördelar sig mellan olika inkomstgrupper. Analysen visade att det är de hushåll med de högsta inkomsterna som står för merparten av lånestocken och har de högsta skuldkvoterna. SEBs slutsats är därför att riskerna för kreditförluster bland dessa hushåll är små eftersom de har hög utbildningsnivå och är konkurrenskraftiga på arbetsmarknaden om konjunkturen allvarligt försämras.

Om man istället menar att hushållens skuldnivå är ett balansräkningsproblem måste man argumentera utifrån att hushållens tillgångar skulle vara för små i förhållande till skulderna. En analys visar istället att hushållen har totala tillgångar, exklusive kollektiva pensionsförsäkringar, som vuxit i takt med skulderna och de är ungefär 510 procent av den disponibla inkomsten, det vill säga tre gånger så stora som skulderna. Förhållandet mellan hushållens skulder och finansiella och reala tillgångar har varit tämligen stabilt och utan trend i flera decennier.

Sammantaget visar genomförda analyser i rapporten att det är svårt att på ett mer precist sätt argumentera för att hushållens skuldsättning på aggregerad nivå i nuläget skulle vara direkt problematisk oavsett om man ser det som ett resultat- eller balansräkningsproblem.

Rapporten visar sammanfattningsvis att debatten om bostadspriser och hushållens skulder behöver nyanseras. En del argument för att Sverige skulle ha en bostadsbubbla är helt enkelt felaktiga. Om man från statsmakternas sida ska införa nya regler i syfte att begränsa prisbildning och skuldsättning med hänvisning till påstådda problem med nuvarande pris- och skuldnivåer är det utifrån slutsatserna i rapporten rimligt att kräva en tydligare definition och precisering av problem och risker. Argumenten visar sig vid närmare granskning inte vara särskilt övertygande.

I en kunskapsbaserad ekonomi utgör välutbildade unga hushåll en av tillväxtens viktigaste källor. Åtgärder som vidtas för att medvetet bromsa prisutvecklingen på bostadsmarknaden eller motverka ökningen av hushållens bostadslån riskerar beroende på hur de utformas att försvåra dessa och andra hushålls möjligheter att flytta och etablera sig i stora regioner. Sådana åtgärder kommer då att minska storstadsregionernas attraktivitet och tillväxt, vilket påverkar landets tillväxt som helhet.

Det förefaller mer rimligt att statliga interventioner istället riktas mot att öka bostadsutbudet genom både en förbättring av hyresrättsmarknadens funktion och andra åtgärder som ökar rörligheten på bostadsmarknaden, exempelvis ett effektivare regelverk kring planering och byggande av nya bostäder.

# Inledning

Det förs en intensiv debatt om bostadspriserna i Sverige och hushållens skuldsättning. Flera debattörer menar att vi har en bostadsbubbla som inom kort riskerar att brista och medföra stora problem för både enskilda hushåll och samhällsekonomin i stort. Inte minst statliga Bostadskreditnämnden (numera en del av Boverket) har sedan år 2008 påstått att svenska bostadspriser är övervärderade med minst 20 procent. Men det är inte bara priserna som debatteras utan också hushållens bostadslån. Flera bedömare menar att den nuvarande nivån på hushållens skulder i förhållande till inkomsterna är ohållbart hög och riskerar att påverka den finansiella stabiliteten i landet. Diskussionen har bland annat lett fram till införandet av ett bolånetak, krav på ökade riskvikter för bostadslån och bankerna diskuterar införande av amorteringskrav. På den politiska nivån har bland annat förslag om minskad avdragsrätt för ränteutgifter diskuterats.

I syfte att konstruktivt bidra till debatten om bostadspriserna och skuldutvecklingen har byggföretagen JM, HSB, NCC, Skanska och Veidekke tillsammans med Sveriges Arkitekter gett konsult- och analysföretaget Evidens i uppdrag att analysera argumenten för och emot att Sverige har en bostadsbubbla. Den grundläggande frågan i rapporten är följaktligen om bostadsmarknaden är övervärderad? Hotas den finansiella stabiliteten av hushållens bostadslån? Utgångspunkten är att regleringar som införs i syfte att minska bostadsefterfrågan och efterfrågan på bostadslån måste vara baserade på en tydlig problembeskrivning och analys. Samtidigt som debatten är intensiv och högljudd har problembeskrivningen dessvärre varit tämligen diffus. Man kan därför ställa sig frågan: *mer exakt* varför anses bostadspriserna vara för höga och vad är i så fall rätt prisnivå? Och *mer exakt* varför är just den nuvarande skuldnivån ett stort problem?

Ett viktigt motiv till rapporten är att ogenomtänkta regleringar kan få allvarliga negativa effekter, inte minst på tillväxten i storstäderna. En redan ur ett internationellt perspektiv låg nyproduktionsvolym riskerar att bli ännu lägre. Åtgärder som vidtas för att medvetet bromsa prisutvecklingen på bostadsmarknaden eller motverka ökningen av hushållens bostadslån riskerar dessutom att försvåra hushållens möjligheter att flytta och etablera sig i storstadsregionerna. Sådana åtgärder kommer då att minska storstadsregionernas tillväxt och därmed också landets tillväxt som helhet. Det är därför viktigt att nya regler endast införs om man tydligt kan visa att bostadspriserna är uppblåsta bortom fundamenta eller att det kan göras troligt att hushållen inte kan hantera sina bostadslån utan negativa konsekvenser för tillväxten eller den finansiella stabiliteten. Och som sagt, argumenten i den riktningen har hittills inte varit övertygande.

Med denna bakgrund som inledning har rapporten delats in i ett antal olika avsnitt.

**Vad är en "bubbla" och hur uppstår den?** Det första avsnittet diskuterar definitionen av en bubbla. Kanske är debatten lite vildvuxen för att man menar olika saker med bubbelbegreppet? I detta avsnitt sammanfattas också ett antal olika faktorer och förutsättningar som historiskt har utgjort grogrund för uppbyggnaden av bubblor i olika länder. Präglas Sverige av sådana förutsättningar? Är de allmänna villkoren i Sverige sådana att en bostadsbubbla troligen byggs upp?

## **Sveriges långsiktiga ekonomiska utveckling och bostadspriserna – fyra epoker i modern tid.**

Förespråkare för föreställningen om att det finns en svensk bostadsbubbla lyfter ofta fram det faktum att bostadspriserna ligger över sin långsiktiga historiska trend. I detta avsnitt analyseras tillväxtvillkor och prisutveckling på bostadsmarknaden på lång sikt. Finns goda argument för att bostadspriserna borde vuxit snabbare under de senaste femton åren än under tidigare perioder? Eller motiverar tillväxtvillkoren under senare tid en lugnare prisutvecklingstakt än tidigare?

**En ny ekonomisk geografi och bostadspriserna.** Det tredje avsnittet är en slags fördjupning av det andra. En analys av utvecklingen av Sveriges ekonomiska geografi under 1990-talet och fram till idag visar att Sverige genomgår en snabb förändring i tillväxtens geografi. Detta tillsammans med förändringar av bostadspolitik som genomförts påverkar tydligt villkoren på bostadsmarknaden och hushållens behov av bostadsfinansiering. Avsnittet har fått ett relativt stort utrymme i rapporten eftersom dessa insikter sällan lyfts fram i debatten.

**Fundamentala förklaringsmodeller för bostadsprisernas utveckling.** En viktig indikation på om det finns risk för att en bostadsbubbla ska uppstå är om man kan förklara prisutvecklingen sedan en längre tid tillbaka med hjälp av fundamentala faktorer såsom befolkningstillväxt, hushållens inkomster, räntenivåer och byggande etc. I detta avsnitt redovisas resultaten från sådana statistiska beräkningar baserade på ekonometriska modeller. Ytterligare en indikation på riskerna att en bubbla byggs upp är om prognoser

baserade på de ekonometriska modellerna visar fallande priser de närmaste åren. Också reslutet från sådana prognoser redovisas och diskuteras.

En annan fundamental test på bostadsprisernas hållbarhet är relationen mellan boendeutgift i bostadsrätt och hyresrätt. På längre sikt bör skillnaderna enligt teorin vara små – om boendeutgiften i bostadsrätt systematiskt överstiger boendeutgift i hyresrätt är det ännu en indikation på att en bubbla byggs upp. I avsnittet jämförs därför boendeutgiften i bostadsrätt med boendeutgiften i hyresrätt på olika marknader. För att analysen ska bli rättvisande måste jämförelser göras på marknader där kötiden på hyresrättsmarknaden är relativt kort, dvs. marknader med viss vakans eller närmiljön runt nyproducerade hyresrätter i starkare marknader, där kötiderna är kortare än till äldre hyresrätter med hyror som väsentligen understiger hushållens betalningsvilja.

**Hushållens skuldutveckling.** Rapporten avslutas med en diskussion om hushållens skulder. I debatten framhålls tillväxttakten i hushållens skulder som ett allvarligt hot med den finansiella stabiliteten i landet. För att ett sådant argument ska vara trovärdigt måste man kunna visa att många hushåll får svårt att betala räntan på sina bostadslån vid en högre räntenivå eller att hushållens tillgångar är för små för att utgöra en rimlig buffert om bostadspriserna skulle falla kraftigt. I avsnittet diskuteras hur hushållens betalningsförmåga utvecklats, hur lånen är fördelade i olika inkomstgrupper och relaterar till de finansiella tillgångarna. Verkar den nuvarande skuldnivån utgöra ett stort problem ur dessa olika perspektiv?



# Vad är en "bubbla" och hur uppstår den?

De flesta debattörer är överens om att bostadspriser kan gå upp eller falla beroende på konjunkturförändringar. Prisvariationer uppstår som en naturlig följd av mer kortsiktiga förändringar av efterfrågan på bostäder. Så sent som under år 2008 föll bostadspriserna mätt som genomsnittspris för småhus i Sverige med ca 15 procent inom loppet av knappt ett år. Två år senare, år 2010, hade priserna återhämtat sig och prisnivån var åter på samma nivå som före år 2008. Lehmankonkursen utlöste under motsvarande period ett börsfall på ca 50 procent. Men var priset i Sverige under 2008 ett uttryck för en bristande bubbla? Eller var priset en naturlig följd av att hushållen under en period drabbades av minskande inkomster och krympande finansiellt kapital? Dessa frågor sätter fingret på behovet av definitioner. När kan man tala om att det finns en bubbla? När är det konjunkturrellt drivna prisfluktuationer? Vad är skillnaden? En tydlig definition av begreppet bostadsbubbla är en förutsättning för en meningsfull diskussion om huruvida det existerar en prisbubbla på den svenska bostadsmarknaden eller inte.

## Stiglitz: bubbla om priset inte kan förklaras av fundamenta

Den mest frekvent använda definitionen av en bubbla i ekonomin myntades av den amerikanske nationalekonomen och nobelpristagaren<sup>1</sup> Joseph Stiglitz år 1990:

*"The basic intuition is straightforward: if the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when fundamental factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists."*

Stiglitz definition sätter fokus på begreppet "fundamenta". Om priset inte kan förklaras med att fundamentala faktorer såsom inkomster eller räntor förändrats, samtidigt som priset stigit snabbt, då föreligger tydliga risker för att en bubbla ska uppstå. Om, å andra sidan, prisuppgången i hög grad kan förklaras av att fundamentala prispåverkande faktorer också förändrats, föreligger följaktligen ingen prisbubbla enligt Stiglitz.

I ett arbete från år 2008 av Hans Lind, professor i fastighetsekonomi på KTH i Stockholm, kommenteras Stiglitz definition<sup>2</sup>. Lind menar att Stiglitz definition bland annat begränsar sig till fundamenta som förklarar (den historiska) prisuppgången vilket definitionsmässigt inte omfattar orealistiska förväntningar om *framtida* räntor eller inkomster etc. Om man ska förutse en bubbla måste man därför avgöra vilka förväntningar som är rationella, vilket sällan är möjligt enligt Lind. Lind föreslår därför en alternativ definition där han tar fasta på att klassiska bubblor kännetecknas av snabba prisstegringar som direkt följs av nästan lika stora prisfall – som exempelvis IT-aktier kring år 2000 eller huspriser i USA under de senaste åren.

*"There is a bubble if the price of an asset first increase dramatically and then almost immediately falls dramatically."* (Lind 2008)

Med Linds definition kan man avfärda idén om att Sverige har en bostadsbubbla eftersom huspriserna nu legat i stort sett stilla i tre år, dvs. den snabba prisuppgången har inte följts av ett snabbt prisfall. I ett uttalande under år 2011 kommenterar Hans Lind också sannolikheten för ett snabbt prisfall i närtid<sup>3</sup>:

*"Den centrala frågan i debatten idag är egentligen "Finns det starka skäl att tro på relativt kraftigt fallande priser inom två år?" Med stark ekonomisk tillväxt i Sverige och ett fortsatt stort utbud av kapital på de globala marknaderna som håller nere räntorna, har jag svårt att se några sådana starka skäl. Att priserna faller någon gång i framtiden är väl tämligen självklart, men kan vi inte säga något mer om när och hur mycket så är det ett tämligen intetsägande påstående – en rationell aktör räknar alltid med att fastighetspriser kan gå både upp och ner."*

I den fortsatta analysen i rapporten används emellertid Stiglitz definition eftersom den är etablerad och vedertagen av många analytiker och andra aktörer både nationellt och internationellt.

---

<sup>1</sup> Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne, i dagligt tal ofta kallat "Nobelpriset i ekonomi" eller Ekonomipriset, instiftades av Sveriges Riksbank 1968 i samband med bankens 300-årsjubileum. Joseph E. Stiglitz tilldelades priset 2001 tillsammans med George Akerlof och Michael Spence.

<sup>2</sup> Hans Lind, Price bubbles in housing markets - Concept, theory and indicators. International Journal of Housing Markets and Analysis, ISSN: 1753-8270, Vol. 2, No. 1, pp. 78-90.

<sup>3</sup> Hans Lind. SNS blogg 25 mars 2011.

## Vilka faktorer bidrar till att bubblor kan uppstå?

Vid sidan av analyser av fundamentala faktorer utveckling (se kommande kapitel) finns forskning om under vilka förutsättningar och i vilken miljö som bubblor har uppstått genom historien. I Hans Linds arbete från år 2008 sammanfattas ett antal förutsättningar som bidragit till att prisbubblor byggts upp<sup>4</sup>. Sammanfattningen bygger på en genomgång av internationell forskning inom området. Den övergripande frågan är i vilken utsträckning sådana förutsättningar kan sägas präglade situationen i Sverige?

### *Makroekonomisk situation och politik*

Den första förutsättningen som identifierats rör landets makroekonomiska situation och därtill kopplad makroekonomisk policy. Man har kunnat konstatera att bubblor i många fall har börjat byggas upp under en boomperiod samtidigt som politiska beslutsfattare eller myndigheter med ansvar för finans- och penningpolitiken fört en slapp makropolitik. Man kan knappast säga att Sverige präglats av någon direkt slapphet inom stabiliseringspolitiken sedan mitten av 1990-talet. Till skillnad från många andra länder har den svenska finanspolitiken tvärtom inriktats på budgetbalans och överskottsmål. Samtidigt har Riksbanken fått kritik för att räntorna varit för höga vilket bidragit till att det tvåprocentiga inflationsmålet inte nåts. Man kan inte heller påstå att perioden sedan mitten av 1990-talet utgjorts av någon oavbruten boomperiod. Både under "IT- och telecomkraschen" åren 2001-2003 och under finanskrisen åren 2007-2009 har Sverige haft lågkonjunktur med svag eller negativ BNP-tillväxt.

### *Strukturförändringar i ekonomin*

En annan förutsättning som historiskt bidragit till att bubblor uppstått är förekomsten av strukturella förändringar i ekonomin. Det har visat sig att bubblor byggts upp under perioder med snabba förändringar i förutsättningarna för näringslivet. Exempel på sådana förändringar är snabb eller banbrytande teknisk utveckling. Under slutet av 1990-talet fanns föreställningar om att "den nya ekonomin" i form av internet och webbt teknologi erbjöd särskilda genvägar till ekonomisk tillväxt, vilket bidrog till upplåsta värderingar av bland andra IT-företag, den så kallade IT-bubblan år 2000. Det är svårt att tänka sig någon konkret teknisk landvinning som påverkat bostadspriserna i Sverige på något avgörande sätt sedan 1990-talet. Förändrade förutsättningar i form av nya tekniksprång eller liknande kan därför knappast ha bidragit till uppbyggnad av en bostadsbubbla i Sverige.

### *Kapital- och kreditmarknaden*

En tredje förutsättning rör hur kapital- och kreditmarknaden fungerar. Denna förutsättning för uppbyggnaden av bubblor har orsakat omfattande debatt under de senaste åren. Stigande bostadspriser ställer allt högre krav på att bostadskonsumenter kan betala allt högre priser vilket gör tillgång till krediter nödvändigt och ökar efterfrågan på lån med hög belåningsgrad. När bubblan på den kommersiella fastighetsmarknaden brast år 1990 fanns argument för att kreditavregleringen under slutet av 1980-talet starkt bidrog till alltför höga fastighetspriser.

Den centrala frågan här är om bostadsinstitutens kreditgivning är sund eller inte. En sund kreditgivning bygger på att bolåneinstituten genomför en noggrann kreditprövning av låntagarna genom att inhämta kreditupplysningar, upprätta kvar-att-leva-på-kalkyler samt bedöma återbetalningsförmågan och därvid ta höjd för räntesatser på nivån 6-8 procent<sup>5</sup>. I kreditprövningen ingår också värdering av bostaden som säkerhet.

Finansinspektionen som verkar för ett väl fungerande finansiellt system och ansvarar för tillsyn och regelgivning som rör finansiella företag granskar löpande bolåneverksamheten i Sverige. Slutsatsen från Finansinspektionens senaste granskning (2012) visade bland annat att hushållens belåningsgrad för nya lån minskade under 2011, för första gången sedan 2002<sup>6</sup>. Knappt nio procent av hushållen i granskningens stickprov av nya bolån har en belåningsgrad över 85 procent. Det var en halvering jämfört med motsvarande stickprov 2009. Stresstesterna på stickprovet visade samtidigt att de allra flesta hushåll som hade tagit ett nytt bolån hade en god återbetalningsförmåga och var motståndskraftiga mot ränteuppgångar. Även vid

<sup>4</sup> Hans Lind, 2008. Price Bubbles on the housing market: concept, theory and indicators. Working paper no 58.

<sup>5</sup> Räntesatsen från Svenska bankföreningen 2010. Ur Remiss: Förslag till allmänna råd om begränsning av lån mot säkerhet i bostad. (s2)

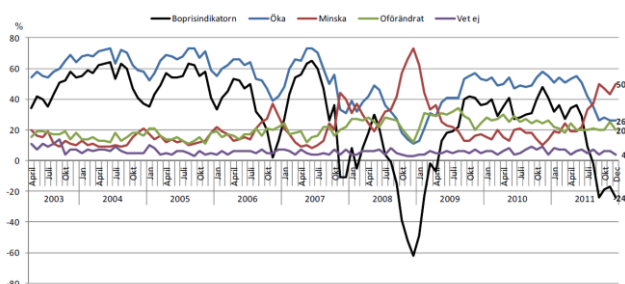
<sup>6</sup> Finansinspektionen. Den svenska bolånemarknaden 2012-03-13.

antaganden om kraftiga prisfall och hög arbetslöshet påverkades endast en begränsad andel av hushållen. Det tyder på att de svenska bolånen i dagsläget inte hotar den finansiella stabiliteten. Därmed är det också svårt att hävda att förutsättningarna på kreditmarknaden i nuläget bidrar till en uppbyggnad av en bostadsbubbla. Diskussionen om hushållens skulder vidareutvecklas i rapportens avslutande kapitel.

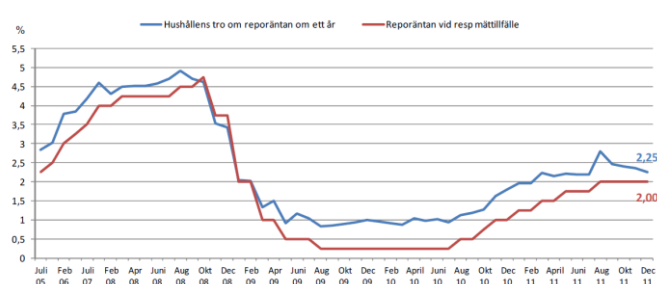
### Aktörernas förväntningar om framtiden

En fjärde förutsättning för att bubbler ska byggas upp enligt forskningen är aktörernas tro, förväntningar och planer. Den centrala frågan är hur hushåll som köpt till högt pris tänker? I vilken grad utgör tanken att snabbt kunna sälja till ett ännu högre pris en viktig del av köpbeslutet? Hur heterogena är tro, förväntningar och planer? Den kanske viktigaste indikatorn på i vilken utsträckning hushållen gör kortsiktiga och spekulativa bostadsaffärer är om innehavsperioderna faller och i vilken utsträckning motiven för att köpa bostad är baserade på ett tänkande som: "Om jag inte köper nu blir det ännu dyrare i framtiden".

Det finns inga kända och aktuella studier av förändringar av innehavsperioder eller värderingsstudier som fokuserar hushållens uppfattning om hur viktiga fortsatta prisuppgångar är för beslut att köpa bostad. Däremot finns löpande redovisning av hushållens uppfattning av den framtida prisutvecklingen på bostäder. Demoskop genomför varje månad sedan mars 2003 på uppdrag av SEB undersökningen Boprisindikatorn. En genomgång av resultaten av Boprisindikatorn visar att de tillfrågade hushållens uppfattning om den framtida prisutvecklingen varierar med konjunkturen. Hushållen tror inte systematiskt på högre bostadspriser över tid. Därmed finns inga starka argument för att påstå att hushållens agerande i stor utsträckning styrs av ett axiom om ständigt stigande priser. Tvärtom visar resultaten att människornas förväntningar om framtiden hittills varit rationella och realistiska. Detta intryck stärks också av svaren på andra frågor i indikatorn som exempelvis vad hushållen tror om den framtida räntenivån. Här visar det sig att hushållen dels varit mycket träffsäkra i sina prognoser som uppvisar en hög korrelation med det senare verkliga utfallet och dels trott på en något högre räntesats än det faktiska utfallet<sup>7</sup>.



**Fig. 1.** Hushållens förväntningar om framtida bostadspriser. Källa: SEB och Demoskop.



**Fig. 2.** Hushållens förväntningar om räntenivån om ett år. Källa: SEB och Demoskop.

### Individernas incitament

En femte förutsättning som enligt forskningen bidrar till uppbyggnaden av bubbler handlar om individernas incitament, en klassisk principal - agentproblematik. En viktig faktor som bidrog till sub-prime krisen och det omfattande prisfallet på bostadsmarknaden i USA är amerikanska hushålls möjligheter att slippa betala både räntor och amorteringar på sitt bostadslån genom att helt enkelt lämna tillbaks bostaden till banken. På detta område är incitamentet att sköta sitt bostadslån mycket tydligt i Sverige. Ytterst handlar det om att individer som inte kan hantera sitt bostadslån kan tvingas gå i personlig konkurs. Även om det numera finns regler om skuldsanering för hushåll förutsätter det normalt flera års tillvaro på existensminimum – en mycket svår och problematisk situation för hushållet. Inom detta område är därför riskerna betydligt mindre i ett land som Sverige för att en bostadsbubbla ska byggas upp än i exempelvis USA.

Sammanfattningsvis visar genomgången av forskningsresultat om förutsättningar i den allmänna miljön att det saknas starka argument för att det i Sverige för närvarande finns stora risker för uppbyggnad av en bostadsbubbla. Sverige förefaller istället präglas av:

- Stabil makropolitik

<sup>7</sup> Boprisindikatorn Juni 2012 SEB och Demoskop

- Sund kreditgivning och hushåll med stark återbetalningsförmåga
- Hushåll med realistiska förväntningar om framtiden
- Tydliga incitament för hushållen att ta ansvar för sina bostadslån

### Tre typfall av bubblor

Olika bubblor har under historiens lopp varit sprungna ur olika förutsättningar och blåsts upp med stöd av olika mekanismer enligt ovan. Ett sätt att fördjupa bedömningen av riskerna för att det föreligger en bostadsbubbla i Sverige är att också analysera olika typer av bubblor och de olika typernas särskilda karaktäristik. Hur sannolikt är det att en bostadsbubbla ska uppstå med en viss särskild karaktär? Forskningen har identifierat tre olika typer av bubblor:

- Renodlade spekulationsbubblor
- Bubblor orsakade av irrationella förväntningar
- Bubblor orsakade av irrationella institutioner

#### *Renodlad spekulationsbubbla*

De renodlade spekulationsbubblorna kännetecknas av att aktörerna varit medvetna om att priset varit högt, men tror att det kommer att fortsätta stiga under ytterligare en tid och att det därför är möjligt att sälja med vinst före priset faller.

Det finns två viktiga argument mot att en påstådd svensk bostadsbubbla skulle uppstå av rena spekulationsskäl. För det första är bostadsmarknaden generellt behäftad med höga transaktionskostnader, både finansiellt och socialt. Det betyder att denna mekanism knappast dominerar på marknaden under uppgångsperioder. För det andra är förutsättningarna i Sverige – till skillnad från i många andra länder - för uthyrning av bostäder begränsade, dels beroende på utformningen av regelverket för bostadsrättsföreningar och dels beroende på begränsade möjligheter att ta ut hyra som motsvarar investeringens kostnad vid uthyrning. Sammantaget betyder det att riskerna för uppbyggnad av en renodlad spekulationsbubbla i Sverige är relativt små.

#### *Bubbla orsakad av irrationella förväntningar*

Denna typ av bubbla karaktäriseras av att överoptimistiska hushåll tror på långsiktig prisuppgång som förväntas överträffa långsiktiga historiska genomsnitt, därför är det rationellt att betala ett högt pris idag. Hushållet planerar att bo under lång tid i sin bostad men optimismen grundas inte på historiska mönster eller annan stark fundamenta som exempelvis inkomst- eller ränteutveckling.

En sådan bubbla skulle i princip kunna uppstå i Sverige, precis som i andra länder. Men bland annat Boprisindikatorn visar att hushållen hittills visat prov på hög grad av rationalitet och realism i sina förväntningar om framtida ränte- och prisnivåer.

#### *Bubbla orsakad av irrationella institutioner*

En bubbla som orsakats av irrationella institutioner bygger på ett antagande om att man kan överföra eventuella förluster på någon annan – principal agentproblemet. I debatten hävdas ofta att svenska banker lånar ut för mycket pengar till hushållen och att utlåningen är ett stort problem. Paralleller dras ofta till andra länder som exempelvis USA. Som tidigare konstaterats är det personliga incitamentet mycket starkt i Sverige vilket gör att jämförelsen med USA haltar. Samtidigt visar Finansinspektionens analyser enligt ovan att hushållen är väl rustade att bära den lånebörda som finns idag. Varken Riksbanken eller Finansinspektionen har heller uttalat att bolåneinstitutet ägnar sig åt en osund kreditgivning.

En analys av både förutsättningar för en uppbyggnad av bubblor på bostadsmarknaden i Sverige och en kort genomgång av typiska bubblors karaktär leder till slutsatsen att de nuvarande villkoren knappast utgör en typisk grogrund för uppbyggnaden av en svensk bostadsbubbla.

## Riksbankens analys av riskerna på den svenska bostadsmarknaden

År 2010 beslutade Riksbanken att genomföra en utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden. Utredningens syfte var att belysa relationen mellan bostadsmarknaden och Riksbankens uppgifter och mål. I uppdraget ingick att undersöka vilka risker som finns på den svenska bostadsmarknaden.

Riksbanken konstaterar att vad som egentligen menas med att en bostad är övervärderad inte är en enkel fråga att besvara, bland annat eftersom det inte finns någon entydig definition av begreppet. I Riksbankens utredning fastnade man trots det för tre kriterier som kan bidra till att besvara frågan om svenska bostäder är övervärderade: Dessa var<sup>8</sup>:

1. om bostadspriserna ligger över sin långsiktiga trend
2. om bostadspriserna inte kan förklaras med fundamentala faktorer
3. om prognoser från modellskattningar indikerar sjunkande bostadspriser

### *Bostadspriser över den långsiktiga trenden*

I Riksbankens utredning konstaterar man att en viktig faktor vid beräkningen av trenden är den tidsperiod man utgår ifrån. Riksbankens utredning har bland annat analyserat utvecklingen av de reala bostadspriserna för perioden 1952 till 2010. Analysen visade att den genomsnittliga ökningstakten per år var runt 1,5 procent under hela perioden, vilket kan jämföras med de 6 procent som varit tillväxttakten de senaste 15 åren. Utredningen konstaterar därför att den kraftiga tillväxten i bostadspriserna från 1996 och framåt varit exceptionell. Utredningens slutsats var därför att mycket tyder på att bostadspriserna ligger över sin långsiktiga trend och att de därmed skulle vara övervärderade enligt det första kriteriet.

### *Bostadspriser och förklaring med fundamenta*

I utredningen utvecklades också olika ekonometriska förklaringsmodeller för att förstå hur prisutvecklingen sett ut i förhållande till utvecklingen av fundamentala faktorer som inkomster och räntor. Resultatet av modellanalysen var att de ekonometriska modellerna i hög grad kunde förklara de stigande bostadspriserna med att hushållens inkomster och finansiella förmögenhet har ökat samt att realräntorna har varit ovanligt låga. Riksbankens utredare skriver:

*"En slutsats från den estimerade modellen är att bostadsprisernas utveckling, inklusive den kraftiga ökningen efter 1996, mycket väl kan förklaras med utvecklingen i hushållens reala disponibla inkomst, realräntan och hushållens finansiella förmögenhet."*

Sammantaget konstaterade utredningen att de stigande bostadspriserna i stor utsträckning kunde förklaras med fundamentala ekonomiska faktorer. Kombinationen av reallt stigande hushållsinkomster och finansiella förmögenheter samt fallande real räntenivå har lett till stigande bostadspriser. Bostäderna skulle därmed inte vara övervärderade enligt det andra kriteriet.

### *Prognoser över prisutvecklingen*

För att utvärdera det tredje kriteriet utvecklade utredningen prognoser för bostadspriserna de närmaste åren. Resultatet från den ekonometriska modellen tydde på relativt stabila bostadspriser framöver. Det krävdes en mycket ("*orealistisk*") hög ränta och mycket låg tillväxt i inkomsterna framöver för att bostadspriserna skulle falla enligt modellprognoserna. Utredningens slutsats var därför att bostäderna var rimligt värderade enligt det tredje kriteriet givet att Riksbankens makroscenarier för de kommande åren var riktiga.

Utredningen konstaterade sammanfattningsvis:

*"enkla beräkningar av historiska genomsnitt från 1950-talet och framåt indikerar att bostadspriserna ligger över trend. Enligt modellerna kan de höga bostadspriserna förklaras med bland annat högre inkomster och låga realräntor. Prognoser från BVAR-modellen och den ekonometriska modellen ger inte heller några belägg för att bostadspriserna skulle komma att falla framöver. Att bedöma om bostäderna är rimligt*

---

<sup>8</sup> Riksbanken 2010. En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige, Carl Andreas Claussen, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall.

*värderade är dock svårt och slutsatserna beror i stor utsträckning på vilken definition, metod och tidsperiod som man utgår ifrån”.*

Utredningen visade alltså att två av de tre kriterierna som borde vara uppfyllda för att bostadspriserna skulle vara resultatet av en bubbla inte stödjer idén om att det föreligger en bostadsbubbla i Sverige. För ett av de tre kriterierna – bostadsprisernas långsiktiga trend – visade dock utredningen att prisnivån är hög. Frågan är då om det finns någon rimlig förklaring till att bostadspriserna vuxit snabbare under de senaste 15 åren än under föregående längre tidsperioder?

# Sveriges långsiktiga ekonomiska utveckling och bostadspriserna – fyra epoker i modern tid

Ett vanligt argument i debatten om bostadspriserna i Sverige rör det faktum att priserna ökat betydligt snabbare under de senaste 15 åren än tidigare. Riksbankens utredning visade bland annat att bostadspriserna i genomsnitt vuxit med ca 6 procent per år sedan mitten av 1990-talet men att tillväxttakten under 1952 till 1995 varit betydligt långsammare, ca 1,5 procent per år. I detta avsnitt ställs frågan om det verkar finnas argument för en snabbare pristillväxt under de senaste 15 åren än tidigare? En rimlig utgångspunkt är att bostadspriserna i hög grad speglar Sveriges tillväxtvillkor och de svenska hushållens inkomster och förmögenhetsutveckling – har i så fall sådana fundamentala faktorer utvecklats mer positivt sedan mitten av 1990-talet än tidigare?

För att försöka besvara denna övergripande fråga har Sveriges ekonomiska utveckling under de senaste dryga 100 åren studerats. Assar Lindbeck, pensionerad professor i nationalekonomi, men fortfarande verksam, har i en nyligen publicerad bok försökt sammanfatta Sveriges ekonomiska utveckling och definierat ett antal olika perioder i svensk ekonomisk historia<sup>9</sup>. Lindbeck identifierar fem olika perioder:

1. Den marknadsdominerande perioden 1870 – 1940
2. Välfärds kapitalism 1945 – 1970
3. Den interventionistiska perioden 1970 – 1995
4. Den partiella liberaliseringsperioden 1995 – (2015?)

Frågan är om – och så fall hur – den senaste perioden, den ”partiella liberaliseringsperioden”, avviker i termer av exempelvis tillväxt och räntor jämfört med andra perioder i historien?

## *Den marknadsdominerande perioden 1870 – 1940*

Den första perioden från slutet av 1800-talet fram till andra världskriget kallar Lindbeck den marknadsdominerande perioden. Perioden präglades av att offentliga ingripanden i samhällsekonomin var marginella. Som exempel kan nämnas att offentliga utgifter och skatter var mellan 5-10 procent av BNP vid periodens början och ca 20 procent vid periodens slut. Under större delen av perioden koncentrerades statens ingripanden till att upprätthålla en rättsstat och ta huvudansvaret för infrastrukturen.

De offentliga skyddsnetten för enskilda individer gällde framför allt ersättning i samband med olycksfall i arbetet och en modest folkpension. De offentligt finansierade tjänsterna bestod i huvudsak av obligatorisk sjukvård, sexårig folkskola och bastjänster inom sjukvården.

I samband med 1930-talets djupa depression tillkom statligt stöd till jordbruket och visst stöd till bostadsbyggandet.

Under perioden växte BNP bland de snabbaste i världen och den privata konsumtionen steg snabbt.

## *Välfärds kapitalism 1945 – 1970*

Nästa tydliga period i Sveriges ekonomiska historia benämner Lindbeck ”Välfärds kapitalismen”. Perioden såg ett flertal stora reformer som syftade till att öka levnadsstandarden för många hushåll och skapa ett ”Folkhem”. Under denna period tillkom sjukförsäkringen, en utbyggd arbetslöshetsförsäkring, kraftigt höjda folkpensioner, samt en kraftig expansion av statligt finansierad utbildning och sjukvård.

Samtidigt fanns det många exempel på andra länder med liknande utveckling vilket innebar att Sverige inte avvek från andra länder vid exempelvis jämförelser av storleken på de offentliga utgifterna, skattetrycket och statens allmänna roll i näringslivet med en bland annat mycket aktiv konjunkturpolitik. De offentliga utgifternas andel av BNP, drygt 40 procent, var ungefär som i andra västeuropeiska länder.

Lindbeck konstaterar att den ekonomiska tillväxten var snabbare än tidigare, om än inte lika snabb som i de västeuropeiska länder som återhämtade sig efter kriget. Massfattigdom ersattes med massvälstånd.

---

<sup>9</sup> Assar Lindbeck, *Ekonomi är att välja*, Albert Bonniers Förlag, Stockholm (2012).

Perioden inleddes och avslutades med stora politiska motsättningar med en lugn period däremellan, metallstrejken och den tillspetsade striden om regeringsmakten i 1948 års valrörelse (planhushållningsdebatten). Perioden avslutades med ungdomsrevolt och revolutionsromantik bland stora grupper.

### *Den interventionistiska perioden 1970 – 1995*

Perioden mellan år 1970 och 1995 kallar Lindbeck den interventionistiska perioden. Under 1960- och 1970-talen ökade de fackliga organisationernas ambition att jämna ut fördelningen av arbetsinkomster. Det resulterade bland annat i att statsmakternas ingripanden i samhällsekonomin ökade högst påtagligt efter omkring år 1970. Staten ökade sina ambitioner att jämna ut fördelningen av disponibla inkomster genom 1971 års skattereform med kraftigt höjda marginalsatser på arbetsinkomster och den reala kapitalbeskattningen för småföretag skärptes.

Ungefär samtidigt pressades företagsvinsterna samman mellan en fast växlingskurs och stigande lönekostnader. De ekonomiska incitamenten fick därmed minskad betydelse för både hushåll och företag.

De offentliga utgifternas andel av BNP ökade från drygt 40 procent 1970 till drygt 60 procent under perioden 1980-1995. Dessutom ökade det offentliga ägandet av realkapital genom kommunala hyresbostäder och de statliga pensionsfonderna inom ramen för ATP. Därtill introducerades MBL och LAS. Det fanns också under perioden en allt större oklarhet om framtiden för privat ägande generellt genom LO:s krav på löntagarfonder. Lindbeck skriver att utrymmet för marknader, ekonomiska incitament och privata initiativ krympte under hela perioden.

Jämfört med andra länder inom OECD var perioden 1979 till 1990 svag rörande BNP-utveckling per capita, som ökade med 12 procent 1970-1995. På OECDs lista över länder med utgångspunkt i BNP per capita föll Sverige från plats 4 1970 till plats 7 1990 och plats 13 under krisåret 1995.

### *Den partiella liberaliseringsperioden 1995 –*

Den senaste perioden från ca 1995 karaktäriseras enligt Lindbeck av decentralisering, ökade marknadsinslag, ökat privat ägande, starkare ekonomiska incitament, ökad konkurrens och ökad valfrihet för medborgarna särskilt gällande sociala tjänster. Samhällsekonomin internationaliseras.

Perioden startade under andra hälften av 80-talet med avveckling av valutaregleringen och avreglering av inhemska kredit- och kapitalmarknader. Ett flertal avregleringar och förändringar har genomförts under perioden:

- Avreglering av telemarknaden och trafikmarknaden
- Riksbanken blir självständig med ett uttalat mål om låg inflation
- Reformerade budgetregler med utgiftstak för statens budget och lagstadgade krav på ekonomisk balans för kommuner och landsting
- Offentliga producenter av sociala och andra tjänster har utsatts för privat konkurrens.

En kraftig budgetsanering av både statens och kommunernas ekonomi genomfördes under mitten av 1990-talet. De offentliga utgifternas andel minskade från 60 procent 1980 till cirka 50 procent 2012. Skatternas andel av BNP minskade under samma period från ca 53 procent till 46 procent. Beskattningen av hushållens inkomster har minskat bland annat genom skattereformen 1991 som resulterade i minskade marginalsatser med drygt 10 procentenheter.

Sysselsättningen i den privata sektorn ökade med ca 377 000 från mitten av 1980-talet till 2010 samtidigt som sysselsättningen i den offentliga sektorn minskade med ungefär 210 000. I viktiga avseenden gick liberaliseringsvägen längre i Sverige än i andra länder.

Framtiden får visa i vilken utsträckning den relativa eftersläpningen 1970 till 1990 kan hämtas in av Sverige. En del ha redan inhämtats och 2010 ligger Sverige på en elfte plats tillsammans med ett antal länder med ungefär samma värde uttryckt som BNP per capita.

Lindbeck skriver inte uttryckligen om förändringen av bostadspolitiken under denna period. Men en viktig effekt av budgetsaneringen och skattesänkningarna var att det tidigare statliga bostadsfinansieringssystemet avvecklades. Detta fick i kombination med lågkonjunkturen i början av 1990-talet dramatiska effekter för



bostadsbyggandet i Sverige. Det var framförallt de gynnsamma finansieringsvillkoren som drev på byggandet före 1995. Detta ledde inte bara till ett mycket omfattande byggande utan också till en förskjutning av byggandet mot hyresrätter. Produktionen av hyresbostäder tredubblades från 1985 till 1991 eftersom staten ställde upp med nästan 100 procent av finansieringen vid byggandet av hyresbostäder. Samtidigt var egnahemsbyggandet i stort sett oförändrat. Det statliga toplånet var ytterst riskvilligt kapital som inte krävde någon särskild riskersättning. En ytterligare effekt av systemet var att byggandet koncentrerades till kommuner utanför storstadsregionerna. Det statliga finansieringssystemet bidrog till ett högt bostadsbyggande men medförde samtidigt mycket stora samhällsekonomiska och statsfinansiella förluster, uppemot 100 miljarder kronor realiserades i förluster förenade med bostadsbyggande i början av 1990-talet<sup>10</sup>. När staten i början av nittio-talet förändrade finansieringsvillkoren för bostadsbyggande medförde detta att statens årliga nettokostnader för bostadssektorn successivt reducerades från ca 40 miljarder kronor per år och i stället vändes till ett positivt nettobidrag till statens finanser.

## Bostadspriser och tillväxt på lång sikt

Frågan är då om den årliga tillväxten i bostadspriser på något rimligt sätt speglas av tillväxtvillkoren under de olika tidsperioderna? Har tillväxten mätt som BNP, hushållsinkomster, bostadsbyggande och räntenivåer mm varit mer gynnsam under de senaste femton åren än tidigare? Särskilt intressant är jämförelsen med perioden 1970 till 1995 eftersom många hushåll (och debattörer) har direkta minnen och egna erfarenheter från utvecklingen under dessa år.

Variabel procent/år	Den marknads- dominerande perioden 1870 – 1940	Välfärdskapitalism 1945 - 1970	Den interventionistiska perioden 1970 - 1995	Den partiella liberaliseringsperioden 1995 -
BNP	2,6	4,8	1,7	2,7 <sup>2</sup>
Inkomster arbetare	-	-	0,6	1,7 <sup>2</sup>
Inkomster tjänstemän	-	-	0,3	2,8 <sup>2</sup>
Styrränta	-	-	10,7 <sup>3</sup>	3,1 <sup>4</sup>
Inflation	1,5	3,8	7,6	1,3 <sup>2</sup>
Befolkningstillväxt i orststäderna <sup>1</sup>	1,2	1,4	0,5	1,0 <sup>2</sup>
Bostadsbyggande, lägenheter per år	-	69 000	54 000	20 000
Småhuspriser	-	1,0	-1,0	5,7 <sup>2</sup>

**Tabell 1.** Bostadspriser och tillväxt på lång sikt. Källa: SCB och Evidens beräkningar.

<sup>1</sup>Stockholms län, Göteborgs och Bohus län och Malmöhus län.

<sup>2</sup>Tillväxttal för perioden 1995-2011.

<sup>3</sup>Styrränta 1987-1995.

<sup>4</sup>Styrränta 1996-2011.

En sammanställning och jämförelse av tillväxt och prisutveckling för småhus visar att prisutveckling och tillväxtvillkor har skiljt sig åt mellan de olika perioderna. Särskilt tydliga är de skilda pris- och tillväxtvillkoren mellan den interventionistiska perioden 1970 till 1995 och den nuvarande.

Riksbankens utredning om riskerna på den svenska bostadsmarknaden visade att inte minst inkomst- och ränteutvecklingen har stor betydelse för prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Många bedömare menar också att den nuvarande låga nyproduktionen av bostäder har bidragit till stigande priser. Sambanden mellan inkomst- och ränteutvecklingen var enligt utredningen lika starka under perioden från mitten av 1980-talet till mitten av 1990-talet som under 2000-talet. BNP-tillväxten var blygsam mellan 1970 och 1995 oavsett vilken annan tidsperiod man jämför med. Detta fick tydliga konsekvenser för hushållens inkomstutveckling.

<sup>10</sup> Den före detta generaldirektören för Statens bostadskreditnämnd, Mats Rönnberg, har i en ESO-rapport sökt summerna förlusterna förenade med bostadsbyggandet 1985-1993 och kommer då fram till att totalt har förluster på närmare 100 miljarder kronor realiserats inom bostadssektorn.

Vid en jämförelse av tillväxttakten i hushållens inkomster mellan de två senaste perioderna framgår att tillväxttakten i tjänstemännens inkomster under perioden 1995 till 2011 var nästan 10 gånger (!) snabbare än under perioden 1970 till 1995 och tillväxttakten i inkomstutvecklingen för arbetare nästan tre gånger så snabb.

Saneringen av statsfinanserna och en ny stabiliseringspolitik med en självständig Riksbank och uttalat inflationsmål har bidragit till fallande inflation och lägre räntor under den senaste 15-årsperioden. Den genomsnittliga inflationstakten under åren 1970 till 1995 var 7,6 procent som sedan föll till ett genomsnitt på 1,3 procent per år mellan åren 1995 och 2011. Styrräntenivån visar stor följsamhet mot inflationen och föll från en genomsnittlig nivå på 10,7 procent åren 1987 till 1995 till i genomsnitt 3,1 procent under perioden 1995 till 2011.

Bostadsbyggandet har mer än halverats om man jämför den genomsnittliga produktionstakten under åren 1970 till 1995 med byggandet sedan år 1995. Bostadsbyggandet under perioden 1945 till 1970 var än mer omfattande än under 1970 och 80-talen.

Sammantaget föll bostadspriserna med 1 procent per år under åren 1970 till 1995, medan priserna steg 5,7 procent per år från 1995 och framåt. Vid en studie av de långsiktiga tillväxtvillkoren förefaller det fullt rimligt att prisutvecklingen var snabbare under den senare perioden jämfört med den förra. Att bostadspriserna därmed avviker från sin långsiktiga trend kan knappast betecknas som särskilt uppseendeväckande, utan verkar istället vara en anpassning till nya tillväxtvillkor i form av ökande hushållsinkomster, sjunkande räntenivåer och lågt bostadsbyggande.

Samtidigt som hushållen fått högre inkomster och lägre lånekostnader visar analysen att efterfrågan på bostäder i miljöer med relativt sett högre priser, dvs. storstadsmarknaderna, ökat. Befolkningstillväxten i storstadsregionerna har varit dubbelt så snabb de senaste 15 åren jämfört med perioden 1970 till 1995. Också under perioden efter andra världskriget fram till år 1970 växte storstäderna snabbt samtidigt som BNP-tillväxten var historiskt hög medan inflation och räntor uppvisade lägre nivåer än under 1970- och 1980-talen. Sammantaget talar dessa tillväxtvillkor för en relativt sett bättre prisutveckling på bostäder åren 1945 till 1970 än under perioden 1970 till 1995, trots det omfattande byggandet efter andra världskriget fram till år 1970. Statistiken bekräftar denna observation – bostadspriserna steg snabbare under 1950- och 1960-talen, i genomsnitt med 1 procent per år, än under de följande 25 åren då de, som sagt, föll med i genomsnitt 1 procent per år.

Sammanfattningsvis tycks kombinationen av kraftigt stigande inkomster, väsentligt lägre inflationstakt och lägre räntenivåer samt lågt bostadsbyggande under den nuvarande partiella liberaliseringsperioden tala för att prisutvecklingen på bostäder borde vara högre sedan mitten av 1990-talet än under de föregående 25 åren. Genomgången av bostadsprisutveckling och tillväxtvillkor under olika perioder av den svenska moderna ekonomiska historien talar alltså för att bostadspriserna bör ha vuxit snabbare än långsiktig trend de senaste 15 åren. Det betyder att argument för att Sverige har en bostadsbubbla på grund av snabbare pristillväxt de senaste åren jämfört med den långsiktiga historiska tillväxttakten försvagas. Hur *mycket* högre tillväxttakt som kan motiveras av dessa förändrade tillväxtvillkor är svårt att entydigt uttala sig om. Men i likhet med vad Riksbanken konstaterar kan man med hjälp av ekonomiska modeller öka förståelsen av vilket bidrag till prisutvecklingen ökade inkomster respektive fallande räntor ger (se kommande avsnitt).

# En ny ekonomisk geografi och bostadspriserna

Det är inte bara Sveriges tillväxtvillkor som ändrats under den senaste 15-årsperioden. Sveriges ekonomiska utveckling har under denna period också präglats av en förändring i landets ekonomiska geografi. Mer än fyra miljoner svenskar bor numer i de tre storstadsregionerna med omland. Den största delen av Sveriges sysselsättnings- och befolkningstillväxt återfinns i de största regionerna. Både födelse- och positiva flyttnetton är höga i de största regionerna. Den starka tillväxten i de största regionerna innebär en ökad koncentration av bostadsbyggandet till dessa regioner och allt mindre byggvolym i övriga Sverige. Ett minskat hyresrättsbyggande som konsekvens av det förändrade bostadsfinansieringssystemet, låg rörlighet och långa köer på hyresrättsmarknaderna i stora regioner som funktion av hyressättningsreglerna, innebär samtidigt att en allt större andel av hushållen efterfrågar ett ägt boende i form av småhus och bostadsrätt. Och eftersom stora regioner med hög inflyttning av unga hushåll präglas av högre bostadspriser än små regioner är det alltför många hushåll som måste finansiera ett dyrare boende. Det är lätt att inse att den snabba regionaliseringen i Sverige, vid sidan av nationella tillväxtvillkor, har betydelse för utvecklingen på bostadsmarknaden, även om denna utveckling sällan diskuteras i debatten om en påstådd bostadsbubbla och hushållens skuldsättning. Frågan är om den snabba regionaliseringen och förändringen av Sveriges ekonomiska geografi kommer att fortsätta och hur den påverkar prisbildning och skuldsättning på bostadsmarknaden?

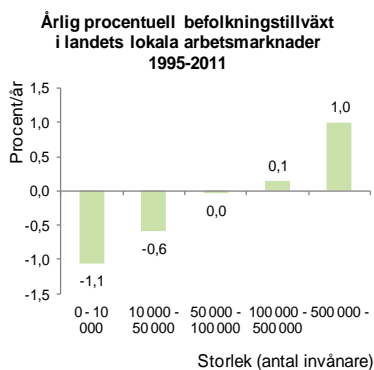
## Den nya ekonomiska geografins drivkrafter

Modern teori och forskning talar för fortsatt geografisk koncentration av boende, företag och arbetsplatser. Forskningsområdet brukar benämnas *Den nya ekonomiska geografin* (NEG). NEG:s huvudbudskap är att stora stadsregioner blir större och global konkurrens i växande utsträckning handlar om konkurrens mellan stora och allt större stadsregioner. Fenomenet är inte unikt svenskt utan tydligt i hela Västeuropa. Företag attraheras i första hand till stora marknadsplatser, vilket är liktydigt med stadsregioner med stor och tät efterfrågan, och då företag söker sig dit växer den lokala marknaden och ger en ännu större potential för förnyelse och tillväxt. Samma förhållande gäller också hushåll som attraheras till stora lokala marknader för arbete, utbildning, vård och omsorg, kommersiell service och kultur. Och då hushållen attraheras till sådana marknader växer de också. Den avgörande förklaringen till att både hushållen och företagen attraheras till större geografiska marknader är mångfalden i tillgången på resurser, utbildning och tjänster.

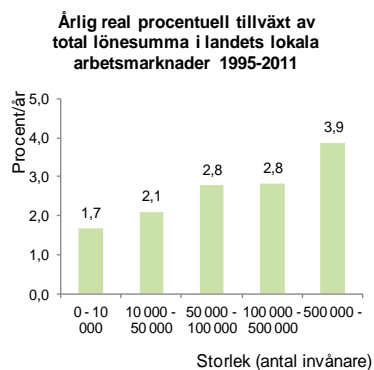
NEG har flera avgörande budskap. Det finns särskilt två som är mer grundläggande. Det ena är att ekonomisk tillväxt och förnyelse inte kan förstås som en allmän nationell process. Huvudrollen spelas i stället av urbana ekonomier, som skapar lokala marknader (pendlingsregioner) för hushåll, företag, boende och arbete. Det andra huvudbudskapet är att lokala marknaders storlek och täthet spelar en helt annan roll för konkurrensförmågan och tillväxt än vad som tidigare var den dominerande föreställningen. Det senare budskapet innebär att ju större regioner desto större lokala hemmarknader. Större regioner kan hysa särskilda lokala resurser och en mångfald av specialiserade verksamheter, som ger konkurrensfördelar och ekonomisk välfärd. Förklaringen är att fasta kostnader för specialiserade resurser och verksamheter kan fördelas på fler. Storlek och mångfald ökar i växelverkan vilket gör att tillväxten i befolkning och sysselsättning i större regioner till stor del blir självgenererad.

När en region växer i storlek växer också dess mångfald – vilket innebär fler näringar och större variation i konsumtion, fritid och arbete. Det finns helt enkelt mycket att välja på.

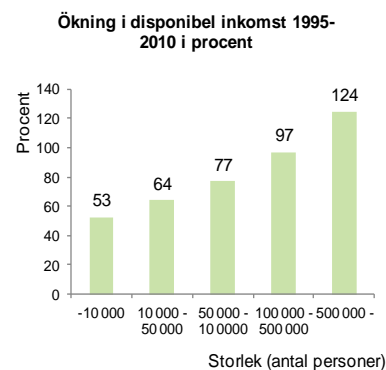
I takt med avregleringar, sänkt skattetryck och minskade statliga utgifter sedan mitten av 1990-talet har utrymmet för NEG:s drivkrafter ökat. Tidigare motverkades de bland annat av inkomstutjämning, regionalpolitik och offentlig omfördelning. Inte minst det tidigare systemet för bostadsfinansiering omfördelade stora ekonomiska resurser till mindre regioner.



**Fig. 3.** Årlig befolkningstillväxt i landets lokala arbetsmarknader 1995-2011. Källa: SCB och Evidens.



**Fig. 4.** Årlig tillväxt i total lönesumma i landets lokala arbetsmarknader 1995-2011. Källa: SCB och Evidens.



**Fig. 5.** Total tillväxt i disponibel inkomst i landets lokala arbetsmarknader 1995-2011. Källa: SCB och Evidens.

Hur har då Sverige konkret påverkats av NEG:s krafter sedan mitten av 1990-talet? Vidstående figur redovisar utvecklingen för lokala arbets- och bostadsmarknader i olika storleksgrupper. Resultatet är entydigt: både befolkningstillväxt, regional ekonomisk tillväxt och tillväxt i hushållens disponibla inkomster är störst i de stora regionerna medan utvecklingen i de små regionerna är betydligt svagare. Sveriges samlade ekonomiska tillväxt blir därför allt mer beroende av tillväxtvillkoren i storstadsregionerna. I de minsta regionerna minskar befolkningen och tillväxten i lönesumma och disponibla inkomster halkar efter.

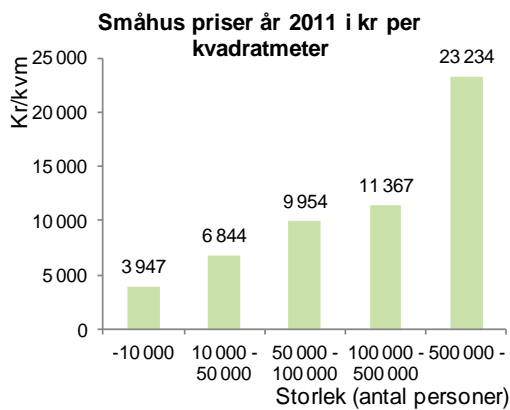
## Den nya ekonomiska geografin och bostadsmarknaden

Tillväxtens geografi sätter också djupa spår i bostadsmarknaderna. Spåren yttrar sig mest tydligt i prisbildningen på bostäder. Eftersom utbudet av bostäder i de flesta lokala bostadsmarknader är givet på både fem och tio års sikt blir betalningsviljan och priserna på bostäder en direkt återspeglning av hushållens efterfrågan. Detta påverkar i sin tur bostadsbyggandet.

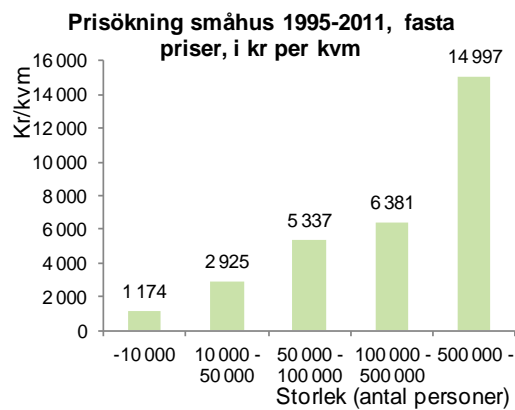
I normalfallet bestäms efterfrågan på bostäder av hushållens förväntningar om framtida värden – nyttor – förenade med att bo och leva i olika delar av landet, lokala marknader, kommuner och platser. Och dessa förväntningar avgörs i hög grad av hushållens föreställningar om de sociala och ekonomiska villkoren av att bo i en viss kommun eller lokal marknad. Det gäller arbetsmarknadens utveckling, villkoren för pendling, framtida inkomstvillkor, stadskvaliteter, mångfalden i tillgången på kommersiell och offentlig service, utbildning och kultur m.fl. lokala förhållanden.

I hushållens sammansatta bedömningar ingår också överväganden om olika risker i den lokala bostads- och arbetsmarknadens utveckling. Det kan gälla den allmänna tillväxten och stabiliteten i den lokala ekonomins utveckling, delar av arbetsmarknadens utveckling och naturligtvis ekonomiska risker förenade med att låna och använda besparingar för att bo och behålla en bostad.

NEG talar således för att det finns ett starkt samband mellan å ena sidan efterfrågan och betalningsvilja respektive priser på bostäder och å andra sidan lokala arbets- och bostadsmarknaders storlek. Detta samband kan tydligast illustreras med priserna på marknaderna för egna hem. Eftersom sådana marknader finns i alla landets lokala arbets- och bostadsmarknader ger de också den mest rättvisande geografiska bilden av den allmänna bostadsefterfrågan.



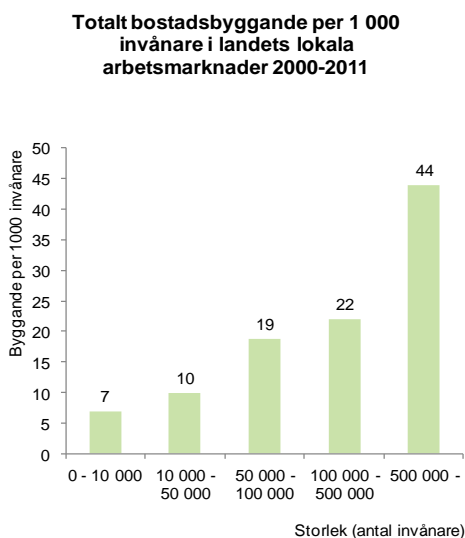
**Fig. 6.** Genomsnittligt småhuspris i stora och små regioner. Källa: SCB och Evidens.



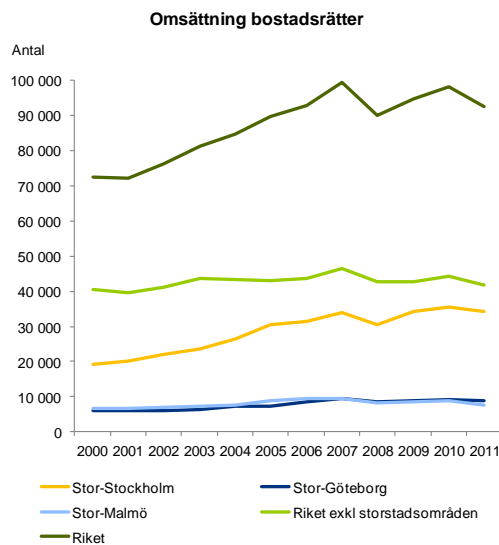
**Fig. 7.** Prisutveckling i stora och små regioner under perioden 1995-2011. Källa: SCB och Evidens.

I de tre storstadsmarknaderna var genomsnittspriset för egna hem år 2011 drygt 23 000 kronor per kvadratmeter – mer än fyra gånger högre än i de minsta marknaderna. I de minsta marknaderna kostade ett småhus i genomsnitt ca 4 000 kr per kvadratmeter år 2011. Det blir totalt ca 450 000 kr för ett normalstort småhus, vilket är långt under genomsnittliga nyproduktionskostnader. Också i marknader med mer än 100 000 invånare var genomsnittspriset lågt i förhållande till vad det kostar att bygga nya småhus. Om Sverige som helhet antas ha en bostadsbubbla kan man fråga sig hur låga priserna i stora delar av landet då skall vara, efter ett kraftigt prisfall?

I de små lokala arbets- och bostadsmarknaderna har prisutvecklingen varit måttlig mätt i absoluta tal, medan priserna i genomsnitt har vuxit med nästan 15 000 kr per kvadratmeter i de tre storstadsregionerna. Det betyder att ett normalstort småhus (130 kvm) blivit ca 150 000 kr dyrare i de minsta marknaderna under de senaste dryga 15 åren medan motsvarande småhus i de största bostadsmarknaderna blivit nästan 2 miljoner kr dyrare. Prisanalysen visar alltså att bostadsefterfrågan och därmed bostadspriserna ökat kraftigt i de största marknaderna medan priserna är låga och prisutvecklingen svag i små lokala marknader. Sammantaget talar hushållens efterfrågan alltså för att betalningsviljan och prisbildningen på bostäder blir starkt beroende av hur NEG:s drivkrafter yttrar sig. I lokala marknader med svag eller negativ tillväxt, höga risker, en starkt begränsad lokal mångfald i tillgången på arbete och service blir efterfrågan på bostäder och åtföljande priser låga. Medan stora lokala marknader som regel präglas av högre och mer tillförlitlig tillväxt, en flerfald större mångfald i tillgången på arbete, service, utbildning och kultur. Och av detta följer också en högre och mer intensiv bostadsefterfrågan.



**Fig. 8.** Genomsnittligt bostadsbyggande per tusen invånare i regioner med olika storlek under år 2000 till 2011



**Fig. 9.** Total omsättning av bostadsrätter i riket, storstadsregionerna samt hela landet exklusive storstäderna år 2000-2011.

I debatten om den påstådda bostadsbubblan är det därför viktigt att lyfta fram NEG:s betydelse för hur bostadsefterfrågan utvecklas i Sverige. När allt fler hushåll väljer att bosätta sig i större marknader ökar

bostadsefterfrågan i dessa marknader vilket i sin tur innebär att nyproduktionen koncentreras dit och att den totala omsättningen av bostäder växer där. En successivt större andel av omsättningen på både småhus- och bostadsrättsmarknaderna sker därför i stora lokala marknader med relativt sett hög prisnivå.

En effekt av NEG:s krafter som sällan förs fram i debatten är att genomsnittspriset i riket för småhus och bostadsrätter därmed ökar även om prisutvecklingen mellan olika år är noll. Det beror på att omsättningen i de största marknaderna med höga priser växer stadigt medan omsättningen i övriga landet med lägre priser är relativt konstant. På samma sätt påverkas hushållens skuldsättning av en ökad omsättning i de största marknaderna med högst priser. Genom att "lämna" en mindre marknad med lägre priser och istället etablera sig på bostadsmarknaden i en större region måste hushållet finansiera en dyrare bostad även om priserna står still över tid – hushållets bostadslån växer. Denna effekt förstärks av det faktum att hushållens flyttbenägenhet både mellan och inom regioner är som störst i unga år – mellan 20 och 35 års ålder. På grund av stor inflyttning har storstadsmarknaderna en relativt stor andel ung befolkning. Unga hushåll har normalt ett litet sparkapital vilket kräver högre belåningsgrader samtidigt som större bostäder bebos av äldre hushåll som dels amorterat sina bostadslån och dels förvärvat bostaden i ett annat prisläge. När ett ungt hushåll förvärvar en bostad av ett äldre hushåll stiger därför behovet av lånat kapital även om bostadspriserna inte stiger.

I en kunskapsbaserad ekonomi utgör välutbildade unga hushåll en av tillväxtens viktigaste källor. Åtgärder som vidtas för att medvetet bromsa prisutvecklingen på bostadsmarknaden eller motverka ökningen av hushållens bostadslån riskerar beroende på hur de utformas att försvåra hushållens möjligheter att flytta och etablera sig i stora regioner. Sådana åtgärder kommer då att minska storstadsregionernas tillväxt och därmed också landets tillväxt som helhet. Det är därför viktigt att begränsande åtgärder endast genomförs om man tydligt kan visa att bostadspriserna är uppblåsta bortom fundamenta eller att det kan göras troligt att hushållen inte kan hantera sina bostadslån utan negativa konsekvenser för tillväxten eller den finansiella stabiliteten. Argumenten i den riktningen har hittills inte varit övertygande. Det förefaller mer rimligt att statliga interventioner istället riktas mot att öka bostadsutbudet genom både en förbättring av hyresrättsmarknadens funktion och andra åtgärder som ökar rörligheten på bostadsmarknaden, exempelvis ett effektivare regelverk kring planering och byggande av nya bostäder.

# Fundamentala förklaringsmodeller för bostadsprisernas utveckling

För att närmare förstå och förklara prisutvecklingen på bostäder kan man använda så kallade ekonometriska modeller. Begreppet ekonometri används normalt för att beskriva hur man kan mäta eller kvantifiera olika typer av ekonomiska fenomen – i detta fall vilka faktorer som förklarar prisutvecklingen på bostäder. Metoden innebär att man antar att vissa faktorer som exempelvis befolkningsutveckling, hushållens inkomster, räntenivåer, bostadsbyggande etc. påverkar priserna över tid och testar dessa antaganden. Är sambanden tydliga? Hur stor del av prisvariationen över tid kan dessa faktorer förklara? Om priserna i stor utsträckning kan förklaras av faktorer som mäter hushållens ekonomiska styrka försvagas argumenten om en bubbla betydligt. Enligt Stiglitz definition föreligger ingen bubbla om prisnivån kan förklaras av sådana "fundamenta".

Riksbanken har som redovisats tidigare skattat en enkel ekonometrisk modell för prisutvecklingen för småhus i riket. I det arbetet testades för ett stort antal variabler. De flesta av dessa visade sig dock fungera dåligt. Exempelvis uppvisade arbetslöshet, demografi, penningpolitiska förväntningar och bostadsinvesteringar fel tecken utifrån vad ekonomisk teori skulle säga eller var statistiskt icke-signifikanta. I stället fastnade Riksbankens utredning för en modell med relativt få variabler: hushållens reala disponibla inkomst, en genomsnittlig real bolåneränta efter skatteavdrag, och hushållens finansiella förmögenhet. Med dessa variabler kunde en mycket stor del av prisutvecklingen förklaras och slutsatsen i utredningen var därför att priserna kan motiveras av fundamentala faktorer – vilket starkt talar emot föreställningen om en existerande bostadsbubbla.

## Analys av bostadsprisernas utveckling i Stockholm – befolkningstillväxt, inkomstutveckling och räntor

Riksbankens utredning testade prisutvecklingen för småhus i riket. För att ytterligare pröva och komplettera slutsatserna om att prisutvecklingen i hög grad kan motiveras av fundamentala faktorer kan man pröva prisutvecklingen mot sådana faktorer i Stockholm, landets största lokala arbets- och bostadsmarknad. Om fundamentala faktorer kan förklara prisutvecklingen i Stockholm, med landets högsta och mest volatila bostadspriser, försvagas argumenten för att det föreligger en bostadsbubbla ytterligare. Följande delmarknader har analyserats:

- Småhus i Stockholms närförort, dvs. Stockholms stad utanför tullarna samt kommunerna Nacka, Solna, Sundbyberg och Lidingö
- Bostadsrätter i närförort
- Bostadsrätter i Stockholms innerstad

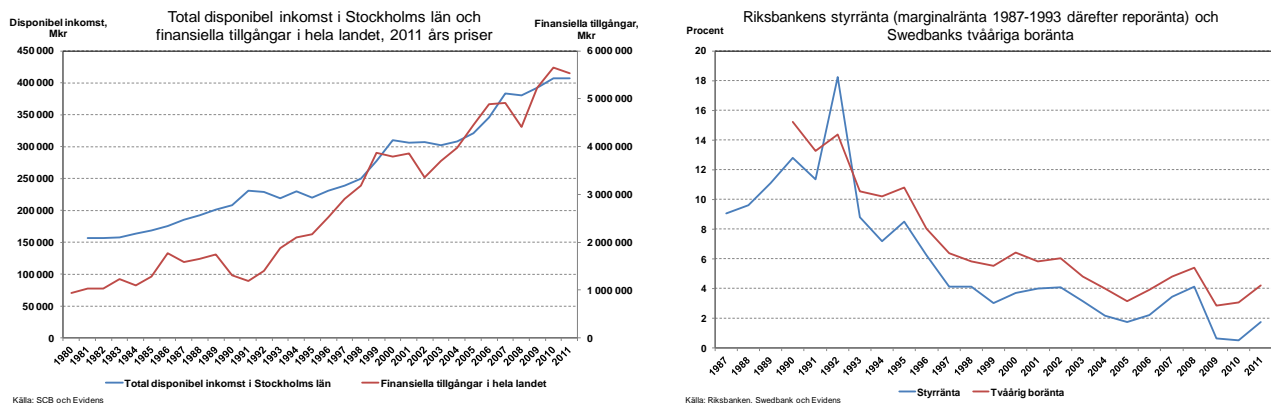
Resultatet visar att prisutvecklingen i Stockholm i hög grad kan förklaras av fundamentala faktorer. De tidsseriemodeller för prisutvecklingen i Stockholm som redovisar högst förklaringsgrad (förklaringsgrader på 97, 96 samt 95 procent) och i övrigt har bästa prestanda ur ett statistiskt perspektiv omfattar två centrala variabler:

- Total disponibel inkomst i Stockholms län
- Realränta (2-årigt bostadslån) efter skatteavdrag

Den totala disponibla inkomsten i länet mäter både utvecklingen av hushållens disponibla inkomster, inklusive kapitalinkomster, och befolkningstillväxten. Denna variabel innehåller därmed två tydliga regionalekonomiska aspekter i form av inkomstnivå och inkomstutveckling i landets största lokala arbetsmarknad men också som sagt den snabba befolkningstillväxten. Analysen visar att denna sammansatta variabel ger en bättre förklaring till prisutvecklingen än om endast den genomsnittliga inkomstutvecklingen testas. En slutsats av detta är att NEGs drivkrafter enligt föregående avsnitt påtagligt påverkar prisutvecklingen.

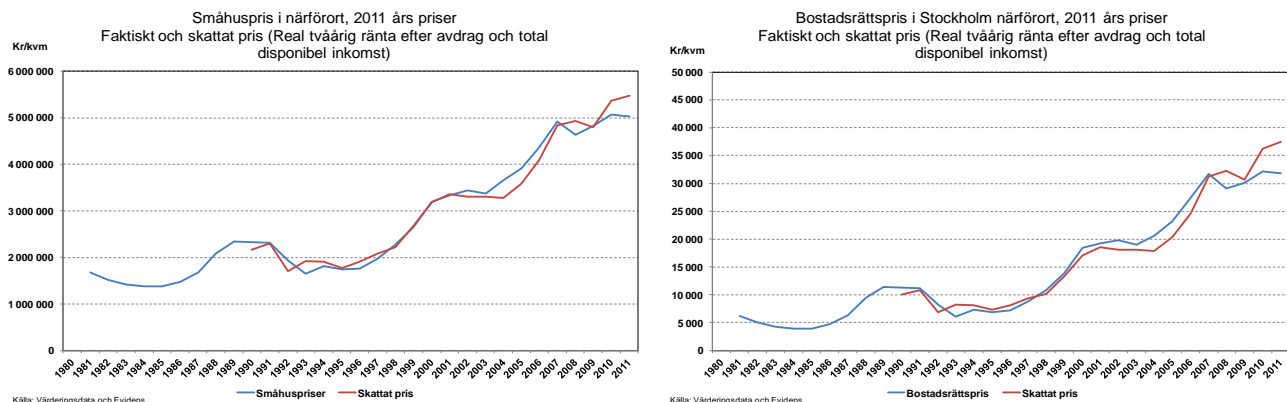
Analys av utvecklingen av de totala disponibla inkomsterna visar tydligt att den totala inkomstutvecklingen varit mycket snabb de senaste 15 åren. År 1980 var de samlade disponibla inkomsterna ungefär 150 miljarder kronor i länet medan de år 2011 hade vuxit till ca 400 miljarder kr. Om man jämför förändringen av inkomsterna över tid med utvecklingen av hushållens samlade finansiella tillgångar ser man också att

inkomstutvecklingen är särskilt snabb under perioder med stark tillväxt i ekonomin. Under sådana perioder ökar inte minst hushållens kapitalinkomster snabbt vilket driver på prisutvecklingen. Hushållen i storstadsregionerna svarar för en mycket stor andel av de totala finansiella förmögenheterna vilket i sin tur gör dessa bostadsmarknader mer känsliga för förändringar i konjunkturer.



**Fig. 10 och fig. 11.** Utveckling av hushållens inkomster i Stockholm län, finansiella tillgångar i hela landet samt styrränta och bolåneränta. Källa: SCB, Riksbanken, Swedbank samt Evidens.

Analysen visar också tydligt, precis som Riksbankens analys visade, att fallande räntenivåer till stor del bidrar till prisutvecklingen. I början av 1990-talet var den tvååriga bolåneräntan ungefär 14 procent och har sedan fallit till en genomsnittlig nivå på ungefär tre till fyra procent de senaste åren. Hushållens finansieringskostnader har därmed fallit kraftigt vilket påverkar prisutvecklingen positivt.



**Fig. 12 och Fig. 13.** Modellsättning av prisutveckling för småhus och bostadsrätter i Stockholm. Källa SCB samt Evidens.

Kombinationen av reellt kraftigt stigande totala disponibla inkomster och sjunkande räntor kan förklara nästan hela förändringen av prisnivån för både småhus och bostadsrätter i Stockholm sedan slutet av 1980-talet. Modellanalysen indikerar också att fundamenta snarare talar för en något högre prisnivå de senaste åren än vad som varit det faktiska utfallet. Samtidigt är modellen skattad på en relativt kort tidsserie vilket innebär att man ska tolka resultaten med viss försiktighet.

Med hjälp av modellen kan man genomföra känslighetsanalyser. Hur påverkas priserna av förändringar i befolkning, disponibla inkomster per capita samt räntan enligt modellen? Sådana analyser visar att småhuspriserna i Stockholms närförort minskar med 3,6 procent om den reala tvåårsräntan ökar med en procentenhet – allt annat lika. Om de totala disponibla inkomsterna i Stockholms län ökar med en procentenhet så ökar småhuspriserna i Stockholms närförort med 1,6 procent. Bostadsrättspriserna är något mer volatila och svarar snabbare på förändringar av inkomster och räntor. Om realräntan ökar med en procentenhet minskar priset med 5,6 procent. Om totala disponibla inkomster i Stockholms län ökar med en procentenhet, ökar priset på bostadsrätter i Stockholms närförort med 2,2 procent. Känsligheten i innerstadspriserna ligger nära närförort, 5,2 respektive 1,8 procent.

I praktiken är det svårt att uttala sig om den framtida prisutvecklingen om man endast antar förändringar av en av variablerna. I debatten om prisutvecklingen och föreställningen om en bostadsbubbla är det vanligt med denna typ av partiell analys, vilket ofta resulterar i felaktiga prognoser över prisutvecklingen. När inkomsterna stiger snabbt är det sannolikt att räntenivån höjs vilket motverkar prisutvecklingen. Omvänt



leder en svagare konjunktur till stagnerande eller fallande inkomster, särskilt kapitalinkomster, vilket på sikt motverkas av sjunkande räntor.

## Prognos för de närmaste tre åren

Riksbanken fastslog i sin utredning att ytterligare en indikation på om det föreligger en bostadsbubbla, förutom analysen av vad fundamentala faktorer kan förklara, är om priserna förväntas falla när man gör prognoser för prisutvecklingen de närmaste åren. Med hjälp av den ekonometriska modellen är det möjligt att utveckla sådana prognoser baserade på antaganden om hur befolkning, inkomster och räntor utvecklas.

Två scenarier baserade på Konjunkturinstitutets och Riksbankens bedömning av utvecklingen fram till och med år 2015 (november 2012) har formulerats i enlighet med vidstående tabell.

Variabel	Scenario	2012	2013	2014	2015
Total disponibel inkomst	Pessimistiskt	2	1	1	1
	Optimistiskt	3,5	3,5	3,5	3,5
Realränta	Pessimistiskt	1,1	1,3	0,8	0,6
	Optimistiskt	1,3	1,8	1,7	1,8

**Tabell 2.** Antaganden om utvecklingen av prispåverkande faktorer. Källa: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Tillämpas den ekonometriska modellen visar prognosen för bostadspriserna stabila till måttligt ökande priser under den närmaste treårsperioden i Stockholm. Detta gäller för alla tre delmarknaderna. Fortsatt befolkningstillväxt, stigande hushållsinkomster och en låg räntenivå under prognosperioden bidrar sammantaget till stabila eller fortsatt stigande priser. Riksbankens tredje kriterium för identifiering av en potentiell bostadsbubbla är således inte uppfyllt på den marknad som har högst bostadspriser och störst volatilitet – ytterligare ett argument mot föreställningen om en existerande bostadsbubbla i Sverige.

## Jämförelser mellan boendeutgift i bostadsrätt och hyresrätt – är det dyrare att bo i bostadsrätt än i hyresrätt?

I rapporter från Statens bostadskreditnämnd (BKN) och utländska analytiker, exempelvis i form av den ansedda tidskriften *the Economist*, hävdas att svenska bostadspriser är övervärderade eftersom boendeutgiften i av hushållen ägda bostäder på lång sikt måste närma sig kostnaden att hyra en bostad. Och med denna utgångspunkt har både BKN och *the Economist* jämfört genomsnittliga boendekostnader i bostadsrätter med genomsnittshyror på den svenska hyresrättsmarknaden. Det finns emellertid ett uppenbart problem med denna analysmetod, nämligen det faktum att priser och därmed boendeutgifter i småhus och bostadsrätter sätts på en fri marknad där efterfrågan spelar stor roll för prisbildningen medan hyror sätts i ett förhandlingssystem där byggår och historiska produktionskostnader i praktiken spelar en avgörande roll för hyresnivån istället för hushållens efterfrågan och betalningsvilja.

Skall man göra en mer rättvisande jämförelse mellan boendekostnader i bostadsrätter och hyresrätter kan man istället göra tre olika tester. Utgångspunkten är alltså att hushållens långsiktiga betalningsvilja i grunden inte skiljer sig åt mellan upplåtelseformerna. Denna utgångspunkt har både god teoretisk förankring och stöd från resultat från ett flertal studier.

För det första måste man studera hur stora boendeutgifterna är, både i absoluta tal och i förhållande till hushållens disponibla inkomster i olika upplåtelseformer och i olika lokala marknader. Om boendeutgiften är högre i bostadsrätter än i hyresrätter och om boendeutgiftsandelens andelen är högre för hushåll som bor med ägande- eller bostadsrätt stärks argumenten från BKN och *the Economist*. Högre boendeutgifter och högre utgiftssandel i förhållande till disponibel inkomst gör dessa hushåll mindre motståndskraftiga vid ett fall i bostadspriser eller minskade inkomster till följd av exempelvis ökad arbetslöshet eller stigande räntor.

För det andra bör slutsatser av jämförelser mellan hyror och boendeutgifter i bostadsrätt göras i lokala marknader där bruksvärdeshyran speglar en slags marknadshyra, dvs. där hyresmarknaden över tid har en stabil vakansgrad på ungefär 4-7 procent.

För det tredje kan man jämföra hyror i nyproducerade hyresrätter med kort kötid med boendeutgiften vid förvärv av bostadsrätter i de nyproducerade hyresrätternas närmiljö eftersom den korta kötiden indikerar marknadsliknande hyresnivåer.

Om testerna visar att boendeutgiften i hyresrätt och bostadsrätt ligger på ungefär samma nivå uttryckt i kronor per kvadratmeter och år kan man svårligen påstå att det föreligger en bostadsbubbla. Kan man få tillbaks investerat kapital genom att hyra ut en tillgång med rimlig ränta föreligger knappast någon prisbubbla. Om däremot boendeutgiften i bostadsrätterna systematiskt överstiger hyresnivåerna stärks argumenten för en potentiell bostadsbubbla, priserna för bostadsrätter måste då långsiktigt anpassas nedåt.

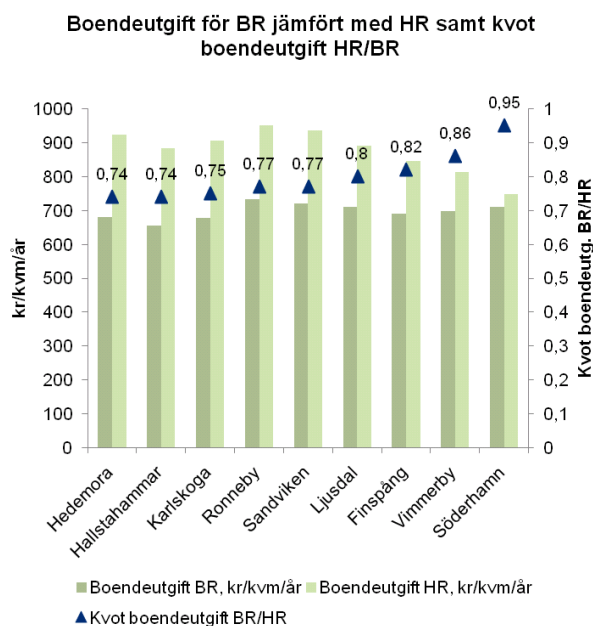
Vad blir då utfallet av de olika jämförelserna? En första viktig observation rör boendeutgiften och bostadsutgiftsandelen för olika upplåtelseformer.

Region	Upplåtelseform	Antal hushåll, tusental	Boendeutgift, tkr	Boendeutgiftsprocent
Stor-Stockholm	Hyresrätt	289	73	28,1
	Bostadsrätt	273	74	19,1
	Äganderätt	194	101	17,7
Stor-Göteborg	Hyresrätt	170	64	27,1
	Bostadsrätt	80	64	20,4
	Äganderätt	112	92	17,9
Kommuner med > 75 000 inv (exkl Stor-Stockholm och Stor-Göteborg)	Hyresrätt	458	63	29,7
	Bostadsrätt	231	63	21,9
	Äganderätt	262	77	16,1
Kommuner med < 75 000 inv (exkl Stor-Stockholm och Stor-Göteborg)	Hyresrätt	682	60	28,9
	Bostadsrätt	208	54	21
	Äganderätt	773	71	16,8

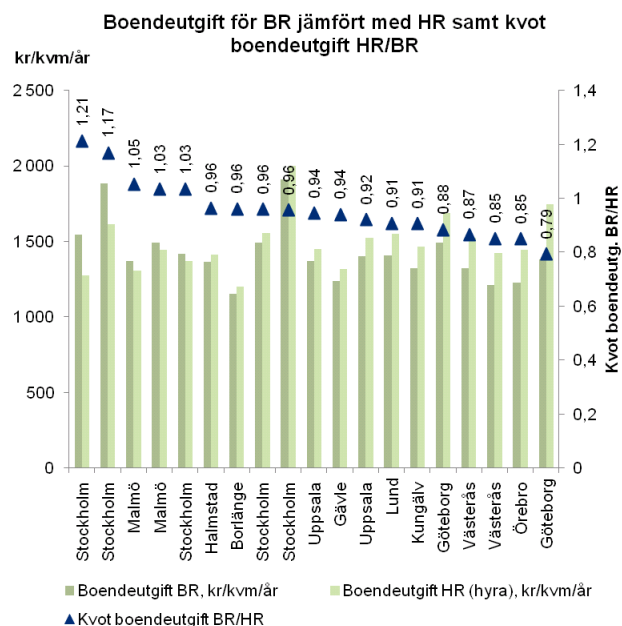
**Tabell. 3.** Boendeutgift samt andel av disponibel inkomst i olika upplåtelseformer och regioner. Källa SCB.

En analys av data från SCB visar att boendeutgifterna i de olika upplåtelseformerna tvärtemot vad BKN och the Economist påstår är ungefär lika stora i bostads- och hyresrätt. Enda undantaget är små kommuner där hyresrätt har högre boendeutgift än bostadsrätt. Däremot är boendeutgiftsandelen för hushåll som bor med hyresrätt genomgående *högre* än för hushåll som bor med ägande- eller bostadsrätt. Bostadsutgiftsandelen för hushåll i hyresrätt uppgår till knappt 30 procent i samtliga regioner. Motsvarande utgiftsandelar i ägande- och bostadsrätt är mellan sju och nio procentenheter lägre – runt 20 procent av disponibel inkomst. Den grundläggande förklaringen är att hushållen i hyresrätt i genomsnitt har lägre disponibla inkomster vilket gör dessa hushåll mer känsliga för försämringar av konjunkturen. Hushållen i äganderätt och bostadsrätt har större marginaler och kan lättare minska annan konsumtion om konjunkturen viker och arbetslösheten ökar. Om bostadspriserna skulle falla kraftigt som följd av att "bostadsbubblan" spricker kommer därför skillnaderna mellan upplåtelseformerna öka ännu mer. En lätt polemisk fråga till förespråkare för idén om att Sverige har en bostadsbubbla är hur stora skillnaderna i boendekostnader och boendeutgiftsandelar ska vara? Ska de alltså öka ytterligare till hyresrättens nackdel? En enkel kontroll av lätt tillgänglig statistik hos SCB visar att generella påståenden om att boendekostnaderna är höga i ägande- och bostadsrätt i Sverige jämfört med hyresrätt helt enkelt är dåligt underbyggda.

Nästa fråga är hur höga boendeutgifterna i bostadsrätt är jämfört med utgifterna för hyresrätt på orter med balans på bostadsmarknaden? För att svara på den frågan har boendeutgifter vid genomförda förvärv av bostadsrätter år 2012 beräknats i ett slumpvis urval av kommuner med vakans på hyresrättsmarknaden och lättillgänglig information om genomsnittlig bruksvärdesnivå i det kommunägda hyresrättsbeståndet.



**Fig. 14.** Boendeutgift i bostads- och hyresrätt på marknader med viss vakans. Priset avser 2011. Avgift till förening har antagits till 600 kr/kvm/år. Boendeutgiften är baserad på lån till hela insatsen med aktuell fast tvåårig ränta om 3,4 %. Medelhyra för hyresrätt på orten enligt årsredovisning för respektive bostadsbolag



**Fig. 15.** Boendeutgift i bostads- och hyresrätt i starkare marknader med nyproducerade hyresrätter. Boendeutgiften är baserad på lån till hela insatsen med aktuell fast tvåårig ränta om 3,4 % samt antagen avgift till föreningen om 600 kr/kvm/år.

Resultatet av jämförelserna visar att boendeutgiften i kronor per kvadratmeter och år i bostadsrätt inte i någon av de studerade kommunerna med vakanser på runt 4-7 procent överstiger genomsnittshyran i det kommunägda bostadsföretaget. Boendeutgifterna i bostadsrätt är ca 25 till 5 procent lägre än boendeutgiften i hyresrätt. Inte heller detta test ger därför något belägg för påståendet om att bostadspriserna är för höga jämfört med kostnaden för att hyra en bostad. Argumenten för en bostadsbubbla försvagas ytterligare.

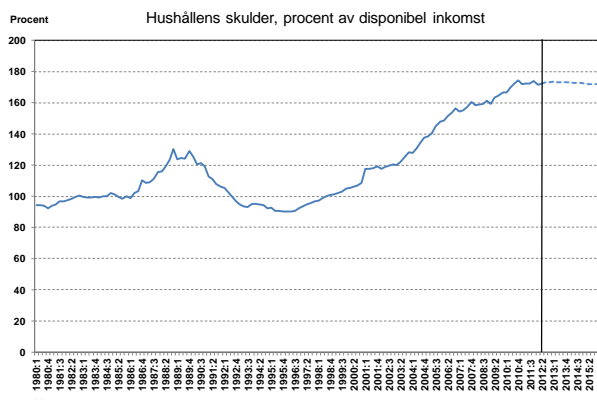
I kommuner med vakansnivåer runt 4-7 procent kan man möjligen argumentera för att bostadsmarknaden skulle vara svag och därför ge låga bostadsrättspriser. Problemet är, som nämnts ovan, att hyresnivån i kommuner med stark bostadsefterfrågan inte ger någon rättvisande bild av hushållens betalningsvilja för hyresrätt.

För att undvika detta problem kan man studera hyresnivån i nyproduktionsprojekt i starkare marknader eftersom nyproduktionen har kortare kötider än äldre hyresrätter. Förklaringen är att hyresnivåerna i nyproduktionen ligger närmare hushållens faktiska betalningsvilja. Genom att beräkna boendeutgiften för successionsbostäder upplåtna med bostadsrätt i nyproduktionens närmiljö kan man jämföra utgiftsnivån i de båda upplåtelseformerna. En analys av boendeutgifter för bostadsrätter på andrahandsmarknaden i närmiljön under 2012 och hyresnivån för de nyproducerade hyresrätterna 2012 i 19 olika nyproduktionsprojekt visar att den beräknade boendeutgiften i bostadsrätt i stort sett var på samma nivå som hyrorna för hyresrätterna. I två fall var boendeutgiften i bostadsrätterna mer än 10 procent högre än hyresnivån i hyresrätterna och i fyra fall var den mer än 10 procent lägre. I övriga fall var skillnaderna mindre. Testet visar tydligt att bostadspriserna också i starkare marknader är på en nivå som i princip möjliggör uthyrning till nivåer där kapitalet kan återvinnas med rimlig ränta. Även detta test är därför ett starkt argument mot påståendet om en existerande bostadsbubbla.

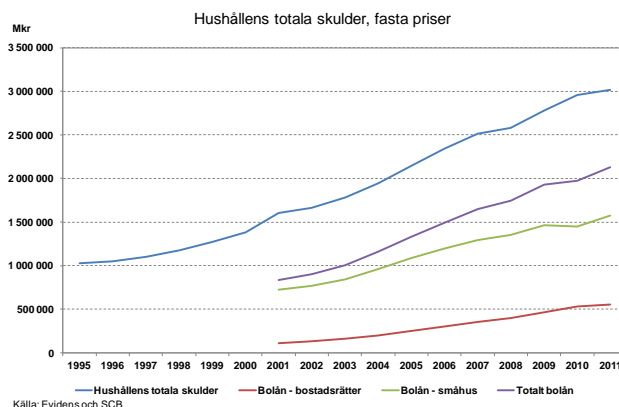
# Hushållens skuldutveckling

Under det senaste året har utvecklingen av hushållens skulder uppmärksammats alltmer. Under hösten 2012 förekommer detta tema så gott som dagligen i media. Och redan år 2010 infördes ett så kallat bolånetak på rekommendation till bankerna från statliga Finansinspektionen för att bromsa tillväxten i hushållens skulder. Sedan dess har både ett utökat lånetak, amorteringskrav och slopade ränteavdrag diskuterats som möjliga verktyg för att bromsa utvecklingen. I Riksbankens ledning har dessutom argument för en högre styrränta lyfts fram för att förhindra ytterligare skuldsättning bland hushållen. Samtidigt visar Riksbankens egen utredning om riskerna på den svenska bostadsmarknaden att en högre räntenivå är ett mycket kostsamt sätt att motverka lånetillväxten eftersom både inflation och sysselsättning påverkas negativt. En procentenhets högre styrränta ger bara ungefär 3 procent lägre småhuspriser inom 2-3 år. Det innebär att man måste ta i mycket med räntan för att kunna påverka bostadspriserna och därmed indirekt hushållens skuldsättning.

En viktig del av bakgrunden till diskussionen om hushållens skuldsättning är naturligtvis den globala finanskrisen som satt skuldsättningen i fokus. Internationellt har alltför skuldsatta hushåll och hela nationer fått stora problem. Det är emellertid få som argumenterar för att skuldnivån i sig är ett tydligt tecken på att Sverige skulle ha en bostadsbubbla. Det starkaste argumentet mot hög skuldsättning handlar istället om konsekvenserna av eventuellt fallande bostadspriser, oavsett om priset skulle utlösas av en sprucken bostadsbubbla eller en kraftig konjunkturedgång. Vid ett kraftigt prisfall måste högt skuldsatta hushåll amortera ned sina bostadslån. Det betyder i sin tur att hushållen inte kan konsumera vilket påverkar tillväxten negativt och i värsta fall kan skapa instabilitet i banksektorn med svåra spridningseffekter. Det finns flera exempel på länder där detta nyligen inträffat, exempelvis USA, Spanien, Irland och Danmark. Principiellt finns det därför starka skäl för bland annat Riksbanken och Finansinspektionen att bevaka skuldsättningen så att Sverige inte drabbas av sådana problem.



**Fig. 16.** Hushållens skulder, procent av disponibel inkomst. Källa: SCB och Riksbanken.



**Fig. 17.** Hushållens totala skulder samt bostadslån uppdelat på lån till småhus och bostadsrätter. Källa: SCB.

En analys av hushållens skuldsättning visar att de totala skulderna har vuxit kraftigt från mitten av 1990-talet. Hushållens totala bostadslån uppgick under 2011 till drygt 2 000 miljarder kr. De samlade hushållsskulderna motsvarar drygt 170 procent av hushållens samlade disponibla inkomst medan bostadslånen motsvarar drygt 120 procent av de samlade disponibla inkomsterna. Den största delen av bostadslånen utgörs av lån till småhus, drygt 1 500 miljarder kronor, medan lån till köp av bostadsrätt uppgår till drygt 500 miljarder kronor. Lånen till bostadsrätter har dock ökat särskilt snabbt, från ca 100 miljarder kr år 2001 till drygt 500 miljarder år 2011 – en ökning med 500 procent. Också lån till småhus har ökat, den totala lånestocken för småhus har dubblats under motsvarande period.

## Varför ökar skulderna?

Det finns flera bidragande förklaringar till varför hushållens skulder i form av bostadslån har vuxit snabbt. Snabbt ökande inkomster och fallande räntor har som tidigare visats drivit upp bostadspriserna. Under perioder med stigande priser ökar lånebehoven hos hushållen eftersom hushållen måste finansiera stigande bostadspriser för att kunna etablera sig på marknaden för ägande- eller bostadsrätt.

Särskilt unga hushåll är starkt representerade bland debutanterna på bostadsmarknaden och dessa hushåll efterfrågar normalt höga belåningsgrader vilket ytterligare ökar efterfrågan på bostadslån – de totala skulderna stiger. Den reglerade hyresrättsmarknaden förstärker denna effekt eftersom unga hushåll per definition inte kan konkurrera med långa kötider. Men det är inte endast debutanterna på ägar- eller bostadsrättsmarknaderna som efterfrågar större bostadslån under perioder med stigande priser. Redan etablerade hushåll som inträtt på marknaden för flera år sedan får under sådana perioder möjligheter att göra bostadskarriär, dvs. flytta till ett attraktivare, ofta större och dyrare boende. Förklaringen är att hela pristillväxten på bostaden tillfaller hushållens egna kapital. Med ett större eget kapital kan hushållet förvärva en större bostad utan att belåningsgraden behöver öka särskilt mycket. Sådana hävstångseffekter möjliggör en ökad efterfrågan på större och dyrare bostäder vilket i sin tur driver upp de totala skulderna.

### *Skuld tillväxt utan stigande priser*

Det är uppenbart att stigande bostadspriser leder till ökande skulder. Men det finns också andra mekanismer som till delar kan förklara varför skulderna ökat snabbt de senaste 15 åren. Sådana mekanismer driver efterfrågan på nya bostadslån utan att direkt vara kopplade till prisutvecklingen i närtid.

Det tidigare bostadsfinansieringssystemet gynnade nyproduktion av hyresrätt och innebar ett omfattande byggande av nya hyresrätter. Sedan systemet avskaffades utgör istället ägande- och bostadsrätt den dominerande delen av all nyproduktion. Det betyder att en större andel av finansieringen av nya bostäder sker via hushållen istället för genom bostadsföretagen. Detta bidrar till att skulderna i hushållssektorn växer snabbare nu än under perioder där bostadsfinansieringen antingen skedde med statliga medel eller genom upplåning i hyresbostadsföretag.

Ytterligare en effekt av att bostadsbyggandet numer sker på rena marknadsvillkor är att bostadsbyggandet har koncentrerats till de största tillväxtregionerna med högst bostadspriser. Att nyproduktionen som normalt betingar högre priser än bostäder på successionsmarknaden koncentreras till miljöer med de högsta priserna bidrar också till att hushållens finansieringsbehov ökar. NEGs drivkrafter med en ökad koncentration av tillväxten till storstadsregionerna bidrar på så sätt till en högre skulduppbyggnad än om tillväxten varit mer spridd över hela landet.

Under den senaste tioårsperioden har ombildningen från hyresrätt till bostadsrätt varit omfattande. Hushåll och fastighetsägare har kunnat dela på det arbitrage som uppstår när man flyttar en hyresfastighet från marknaden för hyresfastigheter till bostadsrättsmarknaden. Totalt har ca 170 000 hyresrätter ombildats till bostadsrätt sedan mitten av 1990-talet varav mer än 90 000 i Stockholm som har landets högsta bostadspriser. Särskilt omfattande var ombildningen under åren 2000 till 2001 samt 2008-2010 då det årligen ombildades mellan 7 000 och 9 000 bostäder i Stockholm. Ombildningen betyder att hushåll som inte tidigare hade några bostadslån alls fått möjligheter att låna relativt stora belopp eftersom säkerhetsmarginalen för bankerna varit god. Enkla överslagsberäkningar visar att enbart den direkta effekten av ombildning i Stockholm resulterat i ökande bostadslån till hushåll om minst 100 till 150 miljarder kronor<sup>11</sup>. Samtidigt finns också indirekta effekter på hushållens skuldsättning av ombildningen. Ombildning innebär att hushållen över en natt får ett betydande andel eget kapital i sin bostad. Med detta nya egna kapital kan hushållen förbättra sin boendesituation genom ett utökat bostadslån som medger förvärv av en bättre bostad både på småhus- och bostadsrättsmarknaderna, utan att belåningsgraden blir för hög. På så sätt bidrar ombildningen till att hushållens totala skuldbelopp stiger ytterligare.

På landets största och dyraste bostadsmarknad, Stockholm, har den samlade effekten av både en ökad andel ägande- och bostadsrätt i nyproduktionen och ombildning till bostadsrätt varit mycket stor. År 1990 var andelen bostadsrätter i Stockholms stad 24,5 procent, en andel som vuxit till 54 procent år 2011. En sådan omfattande strukturförändring på Stockholms bostadsmarknad hade inte kunnat ske utan stigande skuldsättning hos hushållen.

Vid sidan av att nyproduktionen koncentrerats till storstäder och bostadsrätter samt ombildning till bostadsrätt varit omfattande påverkas också hushållens samlade bostadslån av demografiska faktorer. NEGs effekter resulterar bland annat i att unga söker sig till storstadsregionerna. Och när unga hushåll etablerar sig i bostadsrätt och successivt gör bostadskarriär förvärvar de sina bostäder av äldre hushåll. Unga hushåll, med relativt sett lägre disponibla inkomster och mindre finansiella förmögenheter än äldre, behöver högre belåningsgrad än de äldre hushållen som ofta köpt bostaden i ett lägre prisläge och

---

<sup>11</sup> Vid ett antagande om genomsnittslån på ca 1-1,5 miljoner kronor per hushåll.

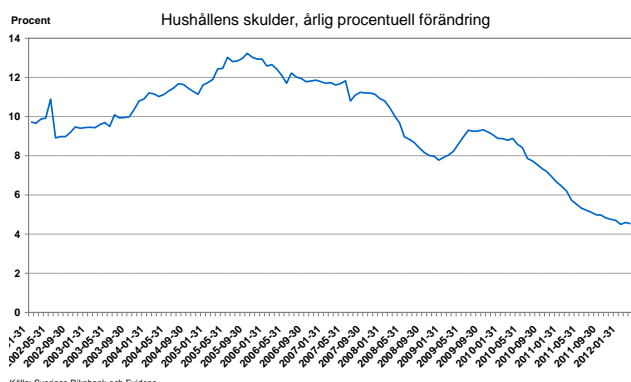
dessutom hunnit amortera sina bostadslån. När ett stort antal unga hushåll gör boendekarriär blir därför resultatet att de samlade bostadslånen stiger.

Med denna redovisning av olika effekter som påverkar skuldutvecklingen hos hushållen kan man sammanfattningsvis konstatera att hushållens skuldutveckling har påverkats av flera olika faktorer. Självfallet är prisutvecklingen en grundläggande orsak till att hushållens skulder i form av bostadslån har ökat. Men det finns också faktorer som successivt och med olika kraft bidragit till skuldutväxten och som inte på kort sikt kan kopplas till prisutvecklingen. Stigande skulder i form av bostadslån innebär därför inte med automatik att hushållen har ägnat sig åt någon "bolånefest" utan är istället en konsekvens av den ekonomiska och demografiska utvecklingen samt politiska beslut.

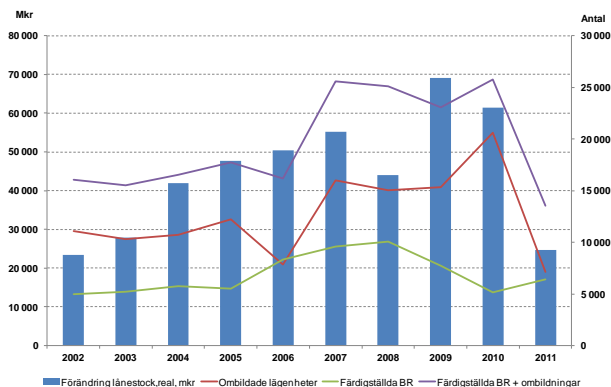
Frågan är om situationen i Sverige i nuläget innebär stora risker för finansiell instabilitet eller tydligt negativa tillväxteffekter om bostadspriserna skulle falla kraftigt?

## Hushållens bostadslån – ett resultat- eller balansräkningsproblem?

Hushållens skulder uppgår som nämnts till ca 170 procent av disponibel inkomst. Det är också den siffran som oftast nämns i debatten om hushållens bostadslån, samtidigt som flera bedömare har uttalat att det är en alltför hög skuldnivå utan att närmare precisera varför. Som framgår av diagrammet nådde skulderna nivån på 170 procent under år 2010. Sedan dess har skulderna stabiliserats och prognoser som Riksbanken gjort visar att skulderna bedöms ligga kvar på denna nivå de närmaste åren beroende på stigande disponibla inkomster och fallande tillväxttakt för bostadslånen. Tillväxten i hushållens skulder uppgick i oktober 2012 till drygt 4 procent på årsbasis vilket var den lägsta tillväxttaket sedan mätningarna började publiceras år 2002. Flera bedömare har dragit slutsatsen att en viktig bidragande orsak har varit införandet av bolånetaket. Samtidigt har sannolikt en svagare prisutveckling som följd av svagare konjunktur, fallande nyproduktionsnivåer och minskad ombildningstakt också bidragit till en långsammare ökning av de totala bostadslånen.



**Fig. 18.** Hushållens skulder, årlig procentuell förändring. Källa: SCB.

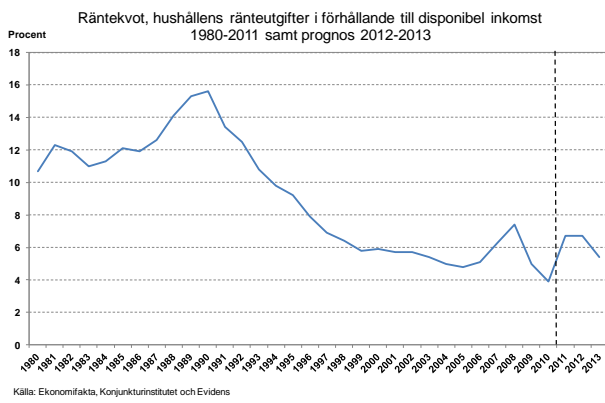


**Fig. 19.** Tillväxt i hushållens skulder, nyproduktion av bostadsrätter samt ombildning till bostadsrätt. Källa: SCB.

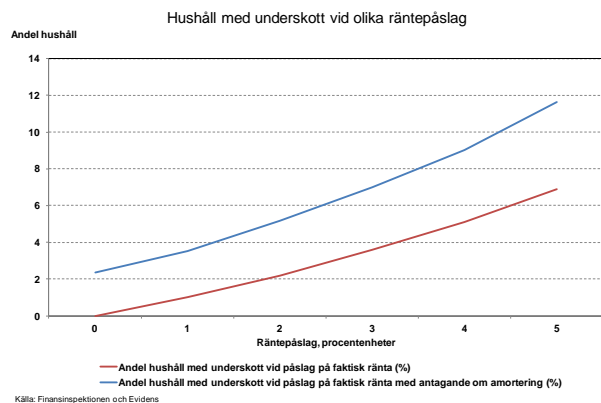
För att kunna diskutera i vilken utsträckning hushållens skuldsättning är ett stort problem som motiverar en omfattande debatt kan man se på frågan utifrån två olika perspektiv:

- 1) Är skuldsättningen i huvudsak ett resultaträkningsproblem? Med andra ord: är risken stor att hushållen inte kan betala räntan på sina bostadslån om räntorna stiger eller konjunkturen försvagas?
- 2) Eller är skuldsättningen ett balansräkningsproblem – riskerar hushållens skulder bli större än tillgångarna om priserna skulle falla? Om så är fallet tvingas hushållen skuldsanera genom ökad amortering vilket får betydande och negativa effekter för konsumtion och tillväxt.

Det är svårt att besvara frågorna genom att studera utvecklingen av skuldkvoten på aggregerad nivå, dvs. de totala bostadslånen andel av de totala disponibla inkomsterna. Denna typ av aggregerade mått säger ytterst lite om hur skulder och inkomster är fördelade bland hushållen. Även nivån i sig är svår att förhålla sig till som ett aggregat. På individnivå har det sannolikt varit vardagsmat för banktjänstemän och kreditkommittéer att bevilja ett hushåll ett bostadslån som är 20 till 70 procent högre än hushållets årsinkomst och som ska amorteras på kanske mer än 50 år.



**Fig. 20.** Hushållens räntekvot, dvs. ränteutgifter i förhållande till disponibel inkomst 1980 till 2013. Källa: Ekonomifakta, Konjunkturinstitutet och Evidens egna beräkningar.



**Fig. 21.** Andel hushåll med underskott vid olika räntepåslag. Källa: Finansinspektionen.

Ur ett resultaträkningsperspektiv är den avgörande frågan om hushållen med någon större sannolikhet får svårt att klara räntebetalningarna på sina bostadslån. För att besvara frågan kan i ett första steg hushållens räntekvot studeras på aggregerad nivå, dvs. hur stor andel av hushållens samlade disponibla inkomster som tas i anspråk för att betala räntorna på hushållens samlade låneskulder. En analys av räntekvotens utveckling sedan år 1980 visar att räntekvoten är rekordlåg. De senaste åren har räntekvoten varierat mellan fyra och sex procent av disponibel inkomst att jämföra med mellan tio och fjorton procent under 1980-talet. På aggregerad nivå tycks därmed räntebetalningarna inte vara något problem för hushållen. Prognoser visar att räntenivåerna inte heller de närmaste åren tycks erbjuda hushållen några större problem med räntebetalningarna. Samtidigt säger sådana aggregat som konstaterats ovan lite om fördelningen mellan olika hushåll. För att förstå hur räntebördan påverkar olika grupper av hushåll måste man därför i ett andra steg göra ytterligare analyser av olika grupper av hushåll.

Den mest omfattande studien av hushållens förmåga att klara betalningarna på sina bostadslån och som tar hänsyn till lånens fördelning bland olika hushållsgrupper genomfördes under 2012 av Finansinspektionen. I Finansinspektionens studie genomfördes stresstester av hushållens betalningsförmåga genom simuleringar av ränteutveckling, arbetslöshet och antaganden om amorteringar. Simuleringarna tillämpades på ett stickprov i bolånestocken som representerade hushåll med olika inkomster och ålder. Stresstesterna på stickprovet visade att de allra flesta hushåll som hade tagit ett nytt bolån hade en god återbetalningsförmåga och var motståndskraftiga mot ränteuppgångar. Även vid antaganden om kraftiga räntehöjningar och hög arbetslöshet påverkades endast en mycket begränsad andel av hushållen. Slutsatsen var därför att hushållens motståndskraft bedömdes som god och inte hotade den finansiella stabiliteten.

SEB publicerade nyligen en analys av hur skulderna fördelar sig mellan olika inkomstgrupper<sup>12</sup>. Analysen visade att de 20 procent av hushållen med högst inkomster tillsammans innehar hela 57 procent av den samlade skulden medan de 20 procent som har lägst inkomster tillsammans bara har 2 procent av den totala skuldstocken. Resultatet är en tydlig indikation på att ränte- och återbetalningsförmågan verkar hög bland hushållen.

Också vice Riksbankschefen Lars E O Svensson konstaterar i ett tal i november 2012 att hushållens skulder är hållbara vid nuvarande nivåer<sup>13</sup>. Svensson säger:

*"Hushållens räntekostnader för skuldstocken är inte hög i ett historiskt perspektiv. För närvarande är de drygt 4 procent av disponibel inkomst. Med en hög bolåneränta på 7 procent före skatt blir bolåneränta efter skatt ungefär 5 procent. Med en ränta efter skatt på 5 procent blir räntebetalningen 5 procent av 170 procent, det vill säga 8,5 procent av disponibel inkomst. Det är inte särskilt högt, i synnerhet inte jämfört med kostnaden för att hyra en bostad, som kan vara i genomsnitt 20 procent av disponibel inkomst. Vid bedömningen av om hushållens skuldkvot på 170 procent i förhållande till disponibel inkomst är långsiktigt hållbar är dock det relevanta en beräkning av hushållens nettoräntebetalningar, det vill säga de räntebetalningar som hushållen måste fullgöra för att hålla skuldkvoten konstant. Då gäller det att ta hänsyn till att disponibel inkomst växer över tiden. Med en disponibel inkomst som kan antas växa med 4 procent på lång sikt skall således 4 procent dras från bolåneräntan före skatt på 5 procent. Då återstår bara 1 procent av skulden på 170*

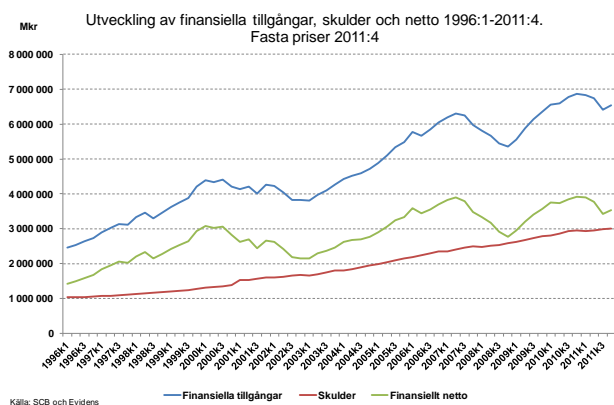
<sup>12</sup> Hög skuldsättning – bara ett problem för de rikaste, SEB 20121127.

<sup>13</sup> Penningpolitik, skulder och arbetslöshet, Anförande SNS 20121114.

procent, det vill säga nettoräntebetalningen på lång sikt för att hålla skuldkvoten konstant blir bara 1,7 procent av disponibel inkomst. Enligt detta resonemang är en skuld på 170 procent hållbar med avsevärd marginal.”

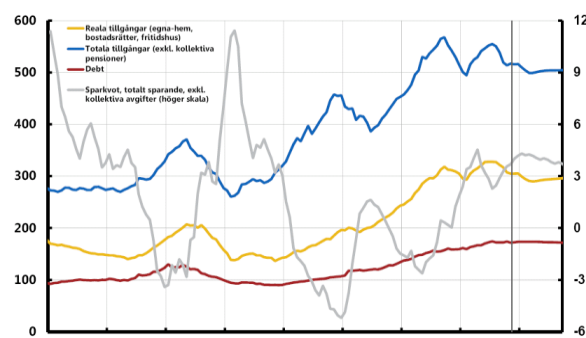
Mot bakgrund av dessa analyser och tester är det svårt att hävda att hushållens bostadslån i nuläget utgör ett problem ur ett resultaträkningsperspektiv.

Ur ett balansräkningsperspektiv är den avgörande frågan hur hushållens skulder förhåller sig till hushållens tillgångar. Om tillgångarna överstiger skulderna med marginal minskar riskerna för att hushållen tvingas till en besvärlig skuldanpassning vid ett större prisfall på bostäder.



**Fig. 22.** Hushållens finansiella tillgångar och totala skulder. Källa SCB och Evidens.

**Diagram 2.** Hushållens tillgångar och skulder i förhållande till disponibel inkomst  
Procent



**Fig. 23.** Hushållens skulder och sparande i förhållande till inkomst och förmögenhet. Källa SCB och Riksbanken.

Hur ser då förhållandet mellan tillgångar och skulder ut? Hushållen har totala tillgångar, exklusive kollektiva pensionsförsäkringar, som vuxit i takt med skulderna och de är ungefär 510 procent av den disponibla inkomsten, det vill säga tre gånger så stora som skulderna. Hushållens nettotillgångar ( eget kapital) i förhållande till totala tillgångar, är således nästan 70 procent. Förhållandet mellan hushållens skulder och finansiella och reala tillgångar (de senare bestående av egna hem, fritidshus och bostadsrätter) har varit tämligen stabilt och utan trend i flera decennier.

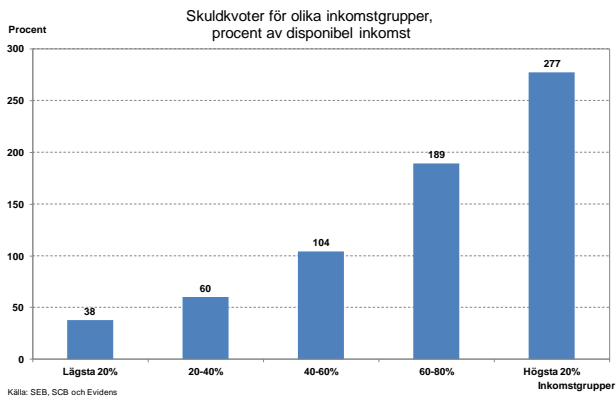
Om man istället endast studerar de finansiella tillgångarna i relation till skulderna framgår att nettot mellan tillgångar och skulder är positivt och trendmässigt stigande sedan mitten av 1990-talet. Under perioder av lågkonjunktur och fallande börser minskar dock de finansiella tillgångarna. Nettot ligger nu på ungefär samma nivå som före finanskrisen men betydligt över de nivåer som hushållen hade under 1990-talet och början av 2000-talet.

I sitt tal säger Lars E O Svensson vidare:

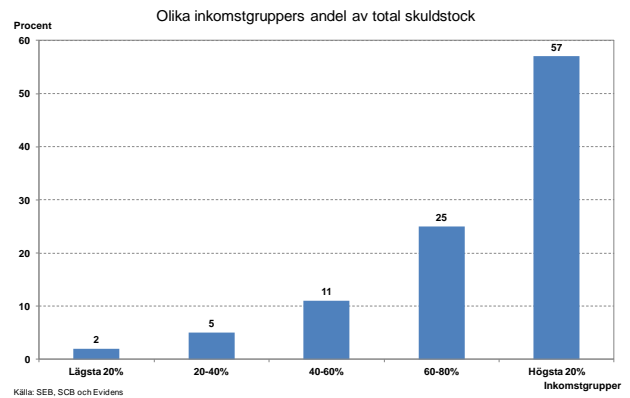
*”Hushållens bruttosoliditet kan jämföras med förhållandet mellan eget kapital och totala tillgångar i bankerna och några stora svenska börsbolag 2011. Hushållen har således en soliditet jämförbar med de mest solida börsbolagen och långt större än bankernas mycket små kvoter mellan kapital och tillgångar. Svenska hushåll har dessutom en god soliditet i ett internationellt perspektiv.”*

Vidstående analyser och slutsatser baseras på aggregerade nivåer och säger lite om fördelningen mellan skulder och tillgångar för olika hushållsgrupper. En naturlig invändning är då att man inte vet hur skevheten ser ut. Finns stora grupper hushåll med små tillgångar men med stora lån? Sådana grupper skulle i så fall kunna få problem vid ett kraftigt prisfall. I SEBs analys som refererades ovan redovisas skuldkvoter för olika grupper av hushåll. Resultatet visar att de 20 procent hushåll med högst inkomster har en genomsnittlig skuldkvot, dvs. skulder i förhållande till disponibla inkomster på 277 procent medan de 20 procent av hushållen som har de 60 till 80 procent högsta inkomsterna har en skuldkvot på 189 procent. De 20 procent hushåll med lägst inkomster har en skuldkvot på blygsamma 38 procent.





**Fig. 24.** Skuldkvoter för olika inkomstgrupper. Källa: SEB.



**Fig. 25.** Olika inkomstgruppers andel av totala hushållsskulder. Källa: SEB.

SEB drar slutsatsen att majoriteten, eller hela 60 procent av de svenska hushållen, inte har några problem med för hög skuldsättning i förhållande till sina inkomster. Höga skuldkvoter är istället koncentrerat till hushåll med högre inkomster. Banken menar att skevheten av att merparten av utlåningen gjorts till hushåll med högst inkomster i sig ger ett starkt skydd mot kreditförluster för bankerna. Eftersom hushåll med höga inkomster i allmänhet också är högutbildade och i de flesta avseenden attraktiva på arbetsmarknaden lyckas de också i stor utsträckning behålla sina jobb även under en lågkonjunktur. Därmed kan de också fortsätta betala räntor och amorteringar på sina lån även i ett läge då arbetslösheten i resten av ekonomin stiger och priserna på fastigheter faller.

Mot bakgrund av tillgänglig data och genomförda analyser är det svårt att på ett mer precist sätt argumentera för att hushållens skuldsättning på aggregerad nivå i nuläget skulle vara direkt problematisk oavsett om man ser det som ett resultat- eller ett balansräkningsproblem. Om man från statsmakternas sida ska införa nya regler i syfte att begränsa prisbildning och skuldsättning med hänvisning till påstådda problem med nuvarande pris- och skuldnivåer är det därför rimligt att kräva en tydligare definition och precisering av problem och risker.

<p><b>Fundamenta förklarar prisutvecklingen</b></p> <p>De svenska bostadsprisernas utveckling sedan mitten av 1990-talet kan i hög grad förklaras av befolkningsutvecklingen i storstadsregionerna, hushållens stigande disponibla inkomster och den fallande räntenivån</p> <p>Kan man förklara förändringar i prisnivån med sådana fundamentala faktorer? Förtaligen bubbla enligt vederlagarna de finlitter av bubbelbegreppet</p>	<p><b>BR och HR kostar lika mycket</b></p> <p>Boendeavgiften för boende i bostadsrätt är ungefär lika stor som boendeavgiften i hyresrätt om man analyserar lokala bostadsmarknader med balans mellan efterfrågan och utbud, dvs marknader som har korta kölder på hyresrättsmarknaden</p> <p>Förhållandet mellan boendeavgifter i ägda och hyrda bostäder är därför inget tecken på en svensk bostadsbubbla</p>	<p><b>Godta tillväxvillkor senast 15 åren</b></p> <p>Sverige har haft särskilt gynnsamma tillväxvillkor de senaste femton åren samtidigt som bostadspolitiken och byggandets förutsättningar har ändrats</p> <p>Delta har påverkat bostadsmarknaden påtagligt. Det är förklaringen till att bostadspriserna vuxit betydligt snabbare än långsiktig trend och väsentligt snabbare än under perioden 1970-1995</p>	<p><b>Prognoser visar stabila priser</b></p> <p>Prognoser för de närmaste åren visar stabila till svagt stigande priser</p> <p>Eftersom prisutvecklingen kan förklaras av fundamentala faktorer kan man göra prognoser för de närmaste åren baserade på antaganden om hur dessa faktorer utvecklas. Resultatet visar att priserna knappast kommer att falla eftersom hushållens inkomster stiger och räntorna förblir låga.</p>	<p><b>Växande storstadsregioner</b></p> <p>En viktig förändring av tillväxvillkoren för utvecklingen av Sveriges ekonomiska geografi. Allt fler hushåll söker sig till storstadsregionerna</p> <p>Även med en svag prisutveckling på bostadsmarknaden betyder storstäders snabba tillväxt att både genomsnittspriset på bostäder i Sverige och hushållens skulder växer eftersom både bostadsbyggandet och koncentrationen bland omsättningen bland befintliga bostäder växer där. Dessutom är det främst unga som flyttar från låg- till högpriismarknader, vilket beläningsgrader.</p>	<p><b>Skuldtilväxt beror inte bara på högre priser</b></p> <p>Förändrad bostadspolitik och den nya ekonomiska geografin påverkar hushållens skuldsättning</p> <p>Det är inte bara prisutvecklingen som påverkar hushållens skulder. Tidigare finansierades bostadsbyggandet i större utsträckning av staten och bostadsföretag som producerade hyresrätter – nu sker finansieringen i hög grad av hushållen själva eftersom ägande- och bostadsrätter dominerar nyproduktionen samtidigt som utbildningen från hyresrätt till bostadsrätt varit omvärtande.</p>	<p><b>Hushållen starka 1</b></p> <p>Hushållen har stor motståndskraft om räntorna oväntat skulle stiga snabbt</p> <p>Hushållen har rekordlåga ränteutgifter i förhållande till sina inkomster. Finansinspektionen har analyserat hur hushållen påverkas av stigande räntor. Endast en mycket liten del av hushållen får svårt att betala räntan på sina lån.</p>	<p><b>Hushållen starka 2</b></p> <p>Hushåll med höga inkomster har störst skulder</p> <p>Den högsta skuldkvoten och de största skulderna finns hos hushåll med de högsta inkomsterna. Det är också den grupp som normalt är starkast vid en konjunkturdgång</p> <p>Eftersom de i genomsnitt har hög utbildningsnivå och stor konkurrenskraft på arbetsmarknaden, Detta minskar risken för kreditförluster hos bankerna.</p>	<p><b>Onyanserad debatt</b></p> <p>I debatten utelämnas grundläggande förklaringsfaktorer till prisbildning på bostadsmarknaderna i Sverige</p> <p>Om man från statsmakternas sida ska införa nya regler i syfte att begränsa prisbildning och skuldsättning med hänvisning till påstådda problem med nuvarande pris- och skuldnivåer är det rimligt att kräva en tydligare definition och precisering av problem och risker.</p>
---	--	--	---	--	---	--	---	---