



**EKONOMIHÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

**Kandidatuppsats**  
Januari 2004

Derivatinstrument för prisriskfördelning på villafastigheter.  
- En undersökning av förutsättningarna på den svenska  
fastighetsmarknaden.

Handledare:  
Tore Eriksson  
Hossein Asgharian

Författare:  
Per Andersson  
Csongor David  
Mikael Nifelhelm

## **Sammanfattning**

- Titel:** Derivatinstrument för prisriskfördelning på villafastigheter.  
- En undersökning av förutsättningarna på den svenska fastighetsmarknaden.
- Seminariedatum:** 2004-01-13
- Uppsattstema:** Finansiering, kandidatuppsats 10p.
- Författare:** Per Andersson, Csongor David, Mikael Nifelhelm
- Handledare:** Tore Eriksson
- Nyckelord:** Derivatmarknad, terminsmarknad, villafastigheter, prissäkring
- Syfte:** Syftet med denna uppsats är att utöka kunskapsmassan om en terminsmarknad baserad på ickekommersiella villafastigheters prisutveckling samt vilka aktörer en marknad kan attrahera. Vårt mål är att grundligt undersöka möjligheterna till en derivatmarknad baserad på fastigheter och dess värde som grund. Ytterligare att även redogöra för förutsättningarna som finns i Sverige för en sådan marknad samt en derivatmarknads effekt på aktörer och i övrigt. Bland annat vissa politiska implikationer en terminsmarknad kan komma att innebära.
- Metod:** I denna uppsats utvecklade vi en modell för att kunna exemplifiera och skapa förståelse för funktionen som en derivatmarknad skulle tänkas kunna ha på fastighetsmarknaden. Vi undersökte detta genom en kvalitativ marknadsundersökning av flera nyckelaktörer.
- Slutsats:** Vi kan konstatera att det på den teoretiska nivån finns det ett klart intresse för en derivatmarknad baserad på villamarknaden. I teorin skulle en väl fungerande sådan marknad kunna ha många förtjänster. Villamarknaden skiljer sig väsentligt från övriga marknader där det idag finns en etablerad derivathandel. Vi konstaterar även att undersökningen visar att det är hos de potentiella husköparna som man förväntar sig att intresset är störst.

## **Abstract**

- Title:** A derivative instrument for price risk distribution on home real estate. –An investigation concerning the possibilities on the Swedish real estate market.
- Date:** 2004-01-13
- Course:** Bachelor thesis in Business Administration, Finance theme, 10 Swedish credits (15 ECTS)
- Authors:** Per Andersson, Csongor David, Mikael Nifelhelm
- Advisor:** Tore Eriksson,
- Key words:** Derivative market, futures market, home real estate, price hedging
- Purpose:** To expand the knowledge base regarding a derivative market based on the price development of non-commercial home real estate, additionally who such a market would attract. Our goal is to investigate the possibilities of a derivative market based the valuation of real estate. Furthermore, we strive to meticulously report the possibilities that exist for such a market in Sweden and account for probable effects a market might have.
- Methodology:** For this paper, we developed a model to be able to exemplify and create understanding for the function of such a market. We surveyed key experts through a qualitative market study.
- Conclusions:** We conclude that on the theoretical level the interest for a derivative market certainly exists. In theory, a well functioning market would have many advantages. The home real estate market is distinctly different from other derivative based markets. We also conclude that our key experts predict that potential homeowners would have most to gain from a derivative market.

<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrund .....	6
1.1.1 Derivatmarknaden .....	6
1.1.2 Fastighetsmarknaden .....	8
1.2 Problemformulering .....	9
1.3 Syfte/Mål .....	10
1.4 Avgränsning .....	10
1.5 Målgrupp .....	10
1.6 Motivering .....	11
1.7 Disposition .....	11
<b>2. METOD .....</b>	<b>13</b>
2.1 Metod .....	13
2.1.1 Kvalitativ .....	13
2.1.2 Induktiv .....	14
2.1.3 Normativ .....	14
2.1.4 Explorativ .....	14
2.1.5 Validitet .....	15
2.1.6 Reliabilitet .....	15
2.2 Metoddiskussion .....	15
2.2.1 Forskningsprocessen .....	16
2.3 Vetenskapligt angreppssätt .....	16
2.3.1 Intervjuteknik .....	17
2.3.2 Urval av experter .....	17
2.4 Metodkritik .....	17
2.5 Perspektiv .....	18
2.6 Källor .....	18
2.6.1 Källkritik .....	18
2.6.2 Undersökningens Validitet .....	19
2.6.3 Undersökningens Reliabilitet .....	19
<b>3. TEORETISK REFERENSRAM .....</b>	<b>21</b>
3.1 Riskhanteringsinstrument .....	21
3.2 Derivatmarknaden .....	22
3.2.1 Olika derivatmarknader .....	22
3.2.2 Alternativa finansieringsformer .....	25
3.2.3 Terminskontrakt .....	26
3.2.4 Terminsprisättning .....	26
3.2.5 Minskar derivatinstrument risk och volatilitet? .....	28
3.3 Fastighetsmarknaden .....	29
3.3.1 Historik .....	29
3.3.2 Samspelet mellan Fastighetsmarknaden och Samhällsekonomin .....	29
3.3.3 Fastighetsbeskattningen .....	31
<b>4. PRAKTISK REFERENSRAM .....</b>	<b>33</b>
4.1 Användare av derivatinstrument .....	33
<b>5. MODELL AV EN DERIVATMARKNAD UPPBYGGD PÅ FASTIGHETSMARKNADENS PRISUTVECKLING .....</b>	<b>36</b>
5.1 K/B-Index .....	36
5.2 Modellen .....	39
5.2.1 Indexberäkning .....	39
5.2.2 Slutindex och kontantavräkning .....	40
5.2.3 Löptider på terminskontrakten .....	40
5.2.4 För konkreta exempel av en husköparens användning av prissäkringsinstrumentet – termin .....	40
5.2.5 Nyttan av en terminsaffär .....	40
<b>6. EMPIRI .....</b>	<b>42</b>

6.1 Undersökningsteman .....	42
6.1.1 Hur uppfattades idén med en derivathandel baserad på marknadsutvecklingen av villafastigheter? ..	42
6.1.2 Vad skulle en derivatmarknad kunna tillföra? .....	43
6.1.3 Möjliga effekter för befintliga villaägare? .....	43
6.1.4 Möjliga effekter för potentiella villaägare?.....	43
6.1.5 Eventuella effekter på samhällsekonomin p.g.a. en derivatmarknad? .....	44
6.1.6 Påverkan på villkoren för fastighetsförsäljningar? .....	44
6.1.7 Hur bedöms förutsättningarna vara för att etablera en derivatmarknad baserad på villafastigheter? 44	
6.1.8 Vidare kommentarer .....	44
6.1.9 Sammanfattning.....	45
<b>7. ANALYS.....</b>	<b>46</b>
7.1 Analys.....	46
<b>8. SLUTSATSER.....</b>	<b>51</b>
8.1 Intresset finns, trots komplikationerna.....	51
8.1.1 Initiativtagare .....	51
8.1.2 Förberedelser för en derivatmarknad.....	52
8.2 Vidare forskning.....	53
<b>BILAGOR.....</b>	<b>54</b>
Bilaga 1 .....	54
Bilaga 2 .....	55
Bilaga 3 .....	55
Bilaga 4 .....	56
Bilaga 5 .....	62
<b>Referenser.....</b>	<b>72</b>

# 1. Inledning

---

*I detta inledande kapitel behandlar vi bakgrunden till vårt ämne samt problemformulering, syfte och mål, vår målgrupp, och uppsatsens disposition.*

---

## 1.1 Bakgrund

### Köp ditt drömhus med mindre risk!

För många personer är ett villaköp<sup>1</sup> den enskilt största affären i livet samt den största kapitalplaceringen. Detta innebär också att den är förenad med en förhållandevis stor finansiell osäkerhet. Med fastighetsbubblan i början av 90- talet i minnet och den nuvarande kraftiga uppgången som ägt rum i kölvattnet av historiskt låga räntenivåer, börjar vissa aktörer känna en ökad oro för marknadsläget.

*"Blir du sjuk av dina lån?"*

Ny rapport: Stressen av bostadslånen kan skada din hälsa. Att äga sitt eget hem är en dröm för många. Men nu går forskare från British Medical Association ut med en varning. Stressen avbetalningarna för med sig kan göra dig sjuk, menar de."

*Källa: Aftonbladet 2003-05-07*

Vad sägs om ett finansiellt instrument som erbjuder husägare och andra aktörer i fastighetsmarknaden en möjlighet till att sänka den generella marknadsrisken som finns på deras fastighetsinnehav?

#### 1.1.1 Derivatmarknaden

Handel med avtal om framtida prestationspunkt är inget nytt. Sådan handel nämns redan i Första Mosebok och den första organiserade optionshandeln fanns redan på 1600-talet.<sup>2</sup> I Sverige har handel med s.k. optionsrätt pågått sedan 1850-talet. Optionsrätt innebär en rätt att i framtiden ingå avtal.<sup>3</sup> Option kommer från latinets *optio* som betyder valfrihet. Enligt Sveriges Rikes lag definieras en option som en rätt, dock ej en skyldighet, att till ett bestämt

---

<sup>1</sup> Med villafastighet eller egna hem avser vi fortsättningsvis; småhus, villahus, helårsbostad för en/två familjer typkod 220 enligt SCB:s klassificering.

<sup>2</sup> Johansson, s.25

pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande.<sup>4</sup>

Derivat och derivatinstrument kommer från engelskans derived vilket innebär att instrumentet baseras på utfallet på någon överenskommen benchmark. Derivata utfärdas eller baseras vanligtvis på valutor, råvaror, statliga eller enskilda bolags skuldväxlar, aktier, räntor men också en uppsjö av andra applikationer finns. Två typer av derivata är vanliga idag, optioner och terminer.<sup>5</sup>

Terminer skiljer sig från optioner genom att utställaren och innehavaren är skyldiga att fullfölja transaktionen. Terminer kan ytterligare uppdelas i futures och forwards. Med futures sker en daglig avräkning av förluster eller vinster. För forwards sker detta endast vid slutdagen.<sup>6</sup>

Den svenska derivatmarknaden kom till år 1984 på initiativ av Olof Stenhammar i och med derivatbörsen Stockholms Optionsmarknad OM fondkommission AB:s tillkomst. OM är idag den enda aktören på derivatmarknaden som agerar clearinghus med hantering av derivatinstrument som aktieoptioner, aktieterminer, indexoptioner, indexterminer och diverse andra ränteprodukter. Derivatmarknadens genomslagskraft övergick all förväntan trots att kritik framfördes om att derivatmarknaden endast skulle vara en ytterligare skådeplats för spekulativ handel. Skepticismen kring derivatmarknaden förstärktes ytterligare då stora förluster gjordes på derivathandel. Dock bör tilläggas att dessa förluster ofta var resultat av bristande kontroll- och styrsystem av riskexponering.<sup>7</sup> Den allmänna responsen på derivatmarknadens tillkomst kan anses vara ett bättre mått på dess popularitet och kan mätas i dess tillväxttakt de senaste tio åren. År 1993 uppgick det genomsnittliga antalet omsatta derivatkontrakt per dag till ca 95 000 st. och år 2002 uppgick den samma till 244 000 st.<sup>8</sup>

Anledningen till att marknaden i Sverige välkomnat dessa riskreducerande instrument är bl.a. att man med dessa instrument kan försäkra sig mot värdeminskning eller värdeökning i den underliggande värdetillgången, exempelvis en råvara. Enligt Peter Norberg var en stor

---

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Ibid.

<sup>5</sup> Johansson, s. 25

<sup>6</sup> Ibid. s.79

<sup>7</sup> Optioner och Terminer, s.11-12

framgångsfaktor för derivatmarknaden den oförutsägbara finanspolitiken som drevs under 80- och 90-talet med devalveringar, finanskriser, högvolatil ränta, osv.<sup>9</sup> Svenska företag hade därmed ett större intresse i att minska riskexponeringen än företag i länder där finansmarknaden varit mindre volatil.

### 1.1.2 Fastighetsmarknaden

Den svenska fastighetsmarknaden tyngdes i slutet av 1980-talet av en kris som till viss del utlöstes av kreditmarknadens avreglering 1985. Detta genomfördes i ett ekonomiskt klimat med hög inflation och ett skattesystem som stimulerade låntagande. Det påbjöd spekulering på fastighetsmarknaden. Fastighetspriserna tappade efter hand all kontakt med den faktiska avkastningen, vilket innebar att en spekulationsbubbla hade växt fram. Då bubblan sprack sjönk fastighetspriserna dramatiskt, ofta mer än 50 procent, vilket i sin tur ledde till att många låntagare gjorde stora kreditförluster i form av fastigheter hos finansbolag. Dessa kunde då inte fullfölja sina förpliktelser gentemot bankerna, vilkas egna kapital urholkades. Följderna blev att en del krediter bestående av fastigheter som säkerhet sades upp. För att försöka dämpa priset på fastigheter slopades fastighetsskatten på kommersiella lokaler. Man undvek på så sätt snabba försäljningar av de fastigheter som tagits i anspråk när bankkunder inte kunde infria sina åtaganden och man tillät bankerna att inneha fastigheter längre än de maximalt tre år som tidigare gällde.<sup>10</sup>

*"Exekutiva Auktioner: Nio av Tio villor täcker inte lånen*

Av de villor som såldes på exekutiv auktion under första halvåret i år räckte försäljningspriset i 90 procent av fallen inte till att täcka skulderna."

"Jämfört med Storbritannien är dock de svenska villaägarna fortfarande lindrigt drabbade. Enligt beräkningar från Bank of England är det nu över nära 900 000 egnahem vars marknadsvärde har sjunkit under belåningen. Det motsvarar vart tionde hus."

"Stadshypotek har till och med hjälpt till att flytta hus till attraktivare områden för att kunna sälja det", berättar Johan Larson, marknadschef på Stadshypotek."

Källa: Veckans Affärer 1992-09-02

---

<sup>8</sup> OM:s Årsredovisning 2002, s.32

<sup>9</sup> Därför behöver vi derivathandeln, Peter Norberg

<sup>10</sup> Vi räddade bankerna ur krisen, Bo Lundgren, Aftonbladet - 26 augusti 2000



Även marknaden för ickekommersiella fastigheter påverkades, vilket avspeglades i att ett stort antal bostadsrättsföreningar gick i konkurs i början av 1990-talet. Närmare bestämt 492 konkurser under perioden år 1991 t.o.m. år 1998. Krisen på marknaden för ickekommersiella fastigheter påverkade i huvudsak föreningar som var relativt nybildade, främst bestod av småhus, parhus eller radhus samt relativt små föreningar. Dessa var utsatta, då avtrappningen av räntebidrag ökade, fastighetspriserna sjönk, låg inflation och att subventionssystemet byggde på en fortsatt hög inflation. När inflationen istället sjönk samtidigt som det beslutades om avtrappningar av räntebidragen kunde inte dessa små föreningar överleva.<sup>11</sup>

Egnahemsmarknaden drabbades också, antalet exekutiva auktioner åren 1987 till 1999 uppgick till drygt 10 000. Av dessa genomfördes cirka 6 200, åren 1993 till 1996. Flertalet av de egna hem som såldes exekutivt hade köpts åren 1989 och 1990. För många egnahemsägare som varit tvungna att sälja sina fastigheter har problemen varit stora. Omständigheten där låntagarna har personligt betalningsansvar för fastighetslånen gör att ägarna inte kan bli fria från sina skulder om man säljer fastigheten exekutivt eller under hand. Egnahemsägarna behåller oftast sin fastighet även om den är belånad över marknadsvärdet. Det är bara om en exekutiv fastighetsförsäljning framtvings av personliga förhållanden, såsom skilsmässa eller arbetslöshet, som det kan uppstå förluster för långivarna. Då kvarstår emellertid en regressrätt från långivaren mot ägaren. Det blir då ofta fråga om skuldsanering enligt lag eller ackord under hand med långivaren. Man lägger upp en avbetalningsplan för att avveckla den skuld som är möjlig att betala.<sup>12</sup>

Fastighetsmarknaden har alltså de senaste femton åren varit väldigt volatil i den bemärkelsen att värden på fastigheter, varierat mycket. Spekulationsmarknader utvecklades där bubblor blåstes upp med fastighetspriser som översteg sin motsvarande avkastning långa vägar. Bubblan brast med resultatet att både kommersiella och ickekommersiella fastigheter tappade väldigt mycket i värde.

## 1.2 Problemformulering

I Sverige har handeln med derivatinstrument införts med framgång på flera olika områden. Tillgången till olika derivatinstrument har inneburit att användningsområden och motiven till handeln av dessa har kommit att bli många. Man kan betrakta en väl fungerande

---

<sup>11</sup> Regeringens proposition: 2002/03:12, s.28-29

<sup>12</sup> SOU 1999:72, Boendesociala effekter av konkurser och rekonstruktioner s. 78

derivatmarknad som en mötesplats, där aktörer med behov av att minska sin risk kostnadseffektivt kan finna motparter som är beredda att ta på sig denna risk. Standardiserade derivatkontrakt är en förutsättning för en likvid och kostnadseffektiv marknadsplats. För att uppnå en tillräckligt likvid marknad krävs det att det är frågan om stora systematiska risker för ett stort antal aktörer.<sup>13</sup> Är det möjligt att skapa en standardiserad derivatmarknad baserad på småhus och dess värdeutveckling? Vilka effekter kan denna derivatmarknad komma att ha på fastighetsmarknaden och i övrigt? Vad skulle en derivatmarknad tillföra? Vad kan dessa aktörer ha för avsikter med handeln av derivatinstrument?

### 1.3 Syfte/Mål

Syftet med denna uppsats är att utöka kunskapsmassan om en terminsmarknad baserad på ickekommersiella villafastigheters prisutveckling samt vilka aktörer en marknad kan attrahera. Vårt mål är att undersöka möjligheterna till en derivatmarknad baserad på fastigheter och dess värde som grund. Ytterligare att även grundligt redogöra för förutsättningarna som finns i Sverige för en sådan marknad samt en derivatmarknads effekt på aktörer och i övrigt. Bland annat vissa politiska implikationer en terminsmarknad kan komma att innebära.

### 1.4 Avgränsning

Vi avser avgränsa oss till att undersöka vilka effekter en derivatmarknad på den ickekommersiella fastighetsmarknaden vad främst avser villafastigheter kan tänkas ha, vilka som kan komma att handla på denna marknad och med vilka intentioner man handlar med dessa instrument. Vi avser vidare avgränsa oss till derivatinstrumentet termin då vi anser det vara mest passande och lämpligt för den marknad vi avser. Vi kommer ej heller behandla den djupare teorin av prissättningen av terminer.

### 1.5 Målgrupp

Vi vänder oss till studenter i företagsekonomi som deltar i kandidatseminariet hösten 2003 vid Lunds Universitet samt andra intressenter av ämnet.

---

<sup>13</sup> Henrik Palmén SHH/Finansiell ekonomi september 2003

## 1.6 Motivering

I Sverige idag, existerar inte något instrument som gör det möjligt att prisskydda sin villabostad. Heller inte något annat instrument som möjliggör för dem som idag inte äger en villa/småhus att delta i prisutvecklingen på villafastigheter. Vi finner det intressant att undersöka möjligheterna till en sådan marknad och ett sådant instrument. Då ämnet är utforskat och instrumentet inte finns på marknaden har vi undersökt olika typer av riskhanteringsinstrument för att uppnå bästa möjliga funktionalitet. Eftersom instrumentet inte finns har vi byggt upp en teoretisk modell baserad på andra derivatinstrument. Vi har valt att undersöka denna teoretiska modell genom att genomföra en marknadsundersökning av nyckelaktörer med expertis i närliggande områden. Vår teoretiska spekulering av hur en terminsmarknad baserad på villafastigheter skulle kunna fungera ligger till grund för mycket av uppsatsen.

## 1.7 Disposition

Kapitel två innehåller vår metod samt vår motivering till metodval för hur vi ska kunna genomföra studien och producera resultat. Här beskriver vi även vår undersökningsmetod, undersökningens utformning och kritik av metodval.

Kapitel tre innehåller vår teoretiska referensram. I detta kapitel behandlar vi de olika riskhanteringsinstrument som finns och har legat till grund för vår modell. Det innehåller även en beskrivning av de olika derivatmarknader som finns idag samt vilka underliggande varor det handlas med på dessa. Här behandlar vi även teorin bakom terminer och dess prissättning. Slutligen i kapitel tre diskuterar vi fastighetsmarknaden, dess historik, samspel med ekonomin i övrigt samt fastighetsbeskattningen.

Kapitel fyra innehåller vår praktiska referensram. Detta kapitel beskriver de olika användarna av derivatmarknader.

I kapitel fem behandlar vi vår modell av en derivatmarknad applicerat på villafastigheter och deras prisutveckling. Här behandlar vi K/B – indexet och hur modellen konkret är tänkt att fungera.

Kapitel sex behandlar resultaten från vår undersökning. Detta kapitel är indelat i olika undersökningsteman för att underlätta redovisningen av empirin samt analysen.

Kapitel sju innehåller vår analys av insamlade data.

Kapitel åtta behandlar slutsatserna samt förslag till vidare forskning.

## 2. Metod

---

*Metod är allt som bidrar till att lösa problem samt utveckla ny kunskap.<sup>14</sup> Metodvalet är viktigt ur relevans- och tillförlitlighetssynpunkt. Metodvalet är till stor del beroende av problemet man syftar att undersöka.*

---

### 2.1 Metod

I detta kapitel behandlar vi tillvägagångssättet av vår undersökning. I grunden innehåller vår uppsats två delar. Del ett är den teoretiska modellen av en terminsmarknad baserad på villafastigheter som vi har kommit fram till. Denna modell baseras i stor del på andra existerande derivatmarknader och terminsinstrument. Detta är en ganska så självklar väg att gå, vi valde ett instrument som redan används till ett liknande syfte med en annan underliggande vara och försöker applicera instrumentet på villamarknaden. Del två är själva marknadsundersökningen där vi presenterar vår modell av marknaden för några nyckelaktörer och får deras feedback på modellen.

#### 2.1.1 Kvalitativ

Kvalitativ metod och data visar en helhetsbild som bidrar till att öka förståelsen och detta kan sägas vara metodens största fördel. Förutsättningarna för att genomföra en kvalitativ undersökning är enligt Strauss och Corbins Basics of Qualitative Research, att kunna ta ett steg tillbaka och kritiskt analysera situationer, att känna igen och undvika fördomar, att erhålla valida och reliabla data, samt att kunna tänka abstrakt. Detta innebär att med några få undersökningspersoner har vi försökt bilda oss en uppfattning om förutsättningarna för vår modell av en terminsmarknad baserad på fastighetsmarknaden i Sverige. Ytterligare medför detta att det inte är relevant att undersökningspersonerna är representativa i urvalssynpunkt utan att de innehar en viss expertis samt insikt om vår problemställning. Då vårt ämne är något som ännu är relativt outforskat har detta bidragit till svårigheter i urvalsprocessen. Främst när det gäller att hitta respondenter med tillräcklig kunskap om hur en derivatmarknad fungerar såväl har insikt i fastighetsmarknadens villkor. De fastighetsmäklare vi kontaktade ansåg sig inte vara tillräckligt kunniga inom derivatområdet för att kunna besvara våra frågor och hade krävt en alltför stor insats för att erhålla goda svar

---

<sup>14</sup> Holme och Solvang s. 13

### **2.1.2 Induktiv**

Det induktiva, vilket betyder upptäckstens väg, sättet att dra slutsatser på kommer från den positivistiska traditionen.<sup>15</sup> Positivism myntades av franske sociologen Auguste Comte och syftar på att kunskap bygger på positiv vilket innebär säker kunskap.<sup>16</sup> Det induktiva synsättet grundar sig på empiriska data vilket samtidigt är till dess nackdel eftersom den inte kan observera samtliga möjliga observationer. Induktiv metod betyder att man exogent observerar en population eller data och drar slutsatser utifrån det. Dessa observationer bidrar till generaliseringar och skapandet av nya teorier. Det induktiva sättet att forska är enligt oss det lämpligaste sättet att genomföra vår undersökning då vi bygger våra slutsatser på empiriska data.

### **2.1.3 Normativ**

Normativ betyder enligt Svenska Akademiens Ordbok något som tjänar till mönster, eller rättesnöre. ”All vetenskap är normativ.”<sup>17</sup> Detta innebär att inom vetenskaplig forskning är det en fin linje mellan vad som betraktas som fakta och värderingar. Vi som forskare och människor har ibland svårt att skilja dessa åt. Målen som forskare strävar mot är att vara objektiv, neutral samt värderingsfri. Tyvärr är detta något av en utopi, dock innebär detta inte att vi ska sluta sträva mot dessa mål. Så länge vi är medvetna om våra värderingar och våra eventuella fördomar och tar hänsyn till dessa i vår uppsats kan vi bidra till att öka kunskapsmassan.

Nyckelaktörerna i vår undersökning representerar olika intressen och kan tänkas svara utifrån dessa intressen. Denna brist på objektivitet är viktig att komma ihåg vid analysen av empirin.

### **2.1.4 Explorativ**

Explorativa undersökningar används oftast när kunskapen inom området är begränsat som i det här fallet och om problemen är svåra att avgränsa. Undersökaren kommer ofta fram till nya problem under undersökningens gång så som det stora informationsproblem som kan tänkas uppstå vid en lansering av en terminsmarknad på villafastigheter. I explorativa undersökningar används främst kvalitativa data, men även kvantitativa data kan användas. Eftersom området vi har valt att studera är relativt outforskat är det lämpligt att använda den explorativa undersökningsmetoden.

---

<sup>15</sup> Holme och Solvang, s. 51

<sup>16</sup> Eriksson och Wiedersheim, s. 200

<sup>17</sup> Holme och Solvang, s. 30

### **2.1.5 Validitet**

God validitet innebär att undersökningen mäter vad den är avsedd att mäta.<sup>18</sup> Validitet kan ytterligare delas in i inre samt yttre. Inre validitet visar hur väl begrepp överensstämmer med mätbara definitioner av dem. Yttre validitet avser överensstämmelsen mellan mätvärde enligt definitionen och verkligheten.

### **2.1.6 Reliabilitet**

Reliabilitet syftar på tillförlitligheten samt att undersökningen ger stabila utslag som kan replikeras av andra undersökare med samma angreppssätt.

## **2.2 Metoddiskussion**

Denna uppsats inleds med att ge en bakgrund till derivat- och fastighetsmarknaden i Sverige, vilka senare söks förenas genom att derivatinstrument skall kunna handlas på ett prisindex som byggs på fastighetsmarknadens utveckling. I och med ett försök att bygga upp en derivatmarknad uppkommer problem som har att göra med standardisering och administrationen av derivatinstrumenten. Till en början sågs detta som ett problem som eventuellt skulle kunna undersökas. Men i och med att vi försökte förstå hur dessa marknader fungerade, främst derivatmarknaden, kom vi till insikt att vi behövde en modell för kunna exemplifiera och skapa förståelse för funktionen som en derivatmarknad skulle tänkas kunna ha på fastighetsmarknaden. Under arbetet med framtagandet av denna modell insåg vi att på detta stadium och med det faktum att ämnet är outforskat, kändes det mer logiskt och välja att undersöka om det fanns något intresse för en marknad. Istället för att mer fördjupa oss i teknikaliteter som uppbyggnad av en marknadsplats kräver. Nästa steg i problematiseringen var vilka motiv skulle aktörerna på denna derivatmarknad ha, vilka effekter skulle den få på fastighetsmarknaden (och i sin tur på samhällsekonomin)? Vilka skulle komma att använda den och vad skulle derivatinstrumenten användas till (spekulation eller prissäkring)?

Med denna problematisering följer naturligt att vi söker göra en explorativ undersökning, vilket innebär att vi genom kvalitativa undersökningar skall samla in data på ett område som det finns väldigt begränsat med kunskap, för att på så sätt beskriva och förstå marknaden. På det område vi berör (derivatmarknad byggt på fastighetsmarknadens prisutveckling), finns väldigt lite behandlat. Det innebär att man måste rikta sig till sådana respondenter som utifrån

---

<sup>18</sup> Eriksson och Wiedersheim, s. 38

sin expertis kan besvara frågor som berör fastighetsmarknaden och dess samspel med samhällsekonomin samt de finansiella marknaderna. Därutöver är det av intresse undersöka om derivatmarknaden skulle kunna uppskattas av viktiga aktörer på villafastighetsmarknaden, som bolåneinstitut, villaproducenter och fastighetsmäklare. Dessa skall efter att man ingående beskrivit vår modell av derivatmarknaden byggt på ett prisutvecklingsindex för fastighetsmarknaden, kunna uttala sig om dess effekter, syfte, m.m.

### **2.2.1 Forskningsprocessen**

Vi använder oss av två olika insamlingsmetoder av fakta för att belysa och förstå problemet- dokumentstudier samt intervjuer.

#### *Dokumentstudier*

Dokumentstudier innebär att sådan litteratur som finns i tryck alternativt nedskrivna på papper studeras. Detta omfattar även Internetresurser. De flesta dokument som vi har tagit del av behandlar inte vår specifika frågeställning, då detta är ett relativt outforskat område, utan har varit mera upplysande i fråga om aktuell statistik och övrig relevant information.

#### *Intervjuer*

Syftet med kvalitativa intervjuer är att öka kunskapsmassan och skapa en god grund för mer fullständiga uppfattningar om det problem vi studerar.<sup>19</sup> Eftersom statistiska generaliseringar och representativitet inte är syften associerade med den kvalitativa metoden innebär detta att urvalet inte är slumpmässigt. Snarare sker urvalet av intervjupersoner baserat på ”som på goda grunder kan antas ha rikligt med kunskap om de företeelser vi undersöker.”<sup>20</sup> Intervjuer kan vidare delas in i informant- samt respondentintervju. I detta arbete används båda former. Informantintervju innebär att man intervjuar en person som står utanför den företeelse som undersöks men som kan tänkas ha mycket att tillföra om ämnet. I respondentintervjun är personen delaktig i företeelsen som undersöks.

## **2.3 Vetenskapligt angreppssätt**

Vi har valt att använda oss av den kvalitativa forskningsmetoden vilket innebär att vi har undersökt kring ett problem, bristen på prissäkringsinstrument baserade på villafastigheter på marknaden, på djupet. Med hjälp av få undersökningsenheter (intervjuer) för att på så sätt

---

<sup>19</sup> Holme och Solvang, s. 101

<sup>20</sup> Ibid. s.104



erhålla rikligt med expertis och information. Våra intervjuer genomfördes på följande vis; På plats, via telefon alternativt e-post.

### **2.3.1 Intervjuteknik**

Vid tillfälle har vi haft personlig kontakt (möte alternativt telefon) med respondenterna och upplyst dem om vår uppsats och dess syfte. Inkluderat vid dessa kontakter är förklaringen av vår modell och bakomliggande teorier. Detta tillhandahölls antingen via fysisk kopia alternativt e-post. Vi har sedan följt upp med ett formellt utskick bestående av konkreta exempel på transaktioner samt öppna frågor.(formulär finns i bilaga 4)

### **2.3.2 Urval av experter**

Urvalet av områdes- och ämnesexperter har gjorts med hänsyn till deras expertis samt geografiska närhet. Södra Sverige har varit prioriterat och använts som geografisk ram. Respondenternas expertis omfattar flera områden bl. a. Fastighetsmarknaden, derivatmarknaden, lånemarknaden, m.fl.

Respondenterna har varit:

- Ulf Alsterlind, SBAB, Private Market Division
- Christian Lindh, Handlare Finansiell Handel, Sydkraft Energy Trading AB
- Andreas Meyer, Investment Manager, Vasakronan AB
- Carl-Magnus Willert, Lektor Fastighetsmäklarprogrammet, Malmö Högskola
- Stefan Toll, Doktorand i nationalekonomi, Institutet för bostads- och urbanforskning, Uppsala Universitet
- Leif Vindevåg, utredningschef vid Stockholmsbörsen

Urvalet skedde med utgångspunkt av deras kunskapsområde. Rent praktiskt gick det till så att vi uppsökte organisationer där någon typ av ämnesanknytning var uppenbar. Efter en inledande pilotundersökning av berörda branschpraktiker, kom vi fram till att problematiseringen var alltför teoretisk och abstrakt för vissa grupper såsom fastighetsmäklare. För att kunna delta i undersökningen krävdes av respondenterna en viss grundkunskap om derivatinstrument.

## **2.4 Metodkritik**

Vårt metodval baseras mycket utifrån uppsatsgruppens värderingar samt referensramar. Då det är vedertaget att ett utredningsarbete inte kan vara objektiva, har vi i största mån strävat

efter ”begränsad objektivitet”. Detta beskrivs i Ericsson och Wiedersheims Att Utreda Forska och Rapportera som ett försök att uppnå 1, Relevans i studievalet, 2 slutsatsernas trolighet, 3, analysneutralitet i förhållande till undersökningsmaterialet samt 4, balans mellan intressen. Relevansen uppnås genom vårt val av det sammanhang vi anser vara betydelsefullt för oss samt andra grupper i samhället. Trolighet i slutsatserna baseras på rimlighet och att de är väl underbyggda med vedertagna metoder. Neutraliteten innebär att vi som uppsats- och forskargrupp inte medvetet bortser från fakta eller omständigheter som skiljer sig ifrån våra egna uppfattningar. Balans i utredningen är viktigt, den uppnås genom att inse andra individers perspektiv och deras motivation till dessa samt de olika problemuppfattningar som finns och dess lösningar.

## 2.5 Perspektiv

Perspektiv är den lins vi väljer att se verkligheten igenom. Som regel är valet av perspektiv medvetet och bestäms eller definieras av olika ämnestraditioner.<sup>21</sup> I denna uppsats finns både mikro samt makroinriktade perspektiv. Mikroinriktning innebär att vi har lagt fokus på individer samt enskilda företag medan i makroinriktningen har vi studerat effekter på samhället i stort och andra strukturella förhållanden.

## 2.6 Källor

En källa definieras enligt Rolf Torstendahl i hans Introduktion till historieforskningen som ”en skrift som åberopas för en viss uppgift och som utgör grunden för denna uppgifts auktoritet”. En källa är också ett historiskt dokument som beskriver de uppfattningar och den kunskap som fanns vid dess ursprungstidpunkt.<sup>22</sup> Det finns två typer av källor, normativa och kognitiva.<sup>23</sup> Renodlade normativa eller kognitiva källor är svåra att hitta utan oftast är det en av dessa två som dominerar. I detta arbete används båda typer av källor. Normativ i den aspekten att våra respondenter till stor del är värderande av de problem vi försöker förstå medan den offentliga statistik vi använder oss av är berättande, dvs. kognitiv och ska vara fri från värderingar.

### 2.6.1 Källkritik

I de flesta vetenskapliga arbeten används källor flitigt och som vid all informationssökande bör vi förhålla oss kritiska till källmaterialet. Källmaterialet kan i många fall skilja sig i

---

<sup>21</sup> Halvorsen s. 37

<sup>22</sup> Holme och Solvang, s. 138

kvalitet och innehåll. Problemet vilka källor som ska användas uppstår då. Vi har till största delen använt oss av offentliga rapporter hämtade från erkända institut. Vidare har vi strävat efter att använda den mest aktuella information som finns tillgänglig och har då använt oss till större delen av elektroniska källor. Det är viktigt att vara medveten samt kritisk till dessa källors ursprung och syfte. I denna uppsats används även respondenter som representerar intresseorganisationer och har olika politiska åskådningar. Detta kan tänkas färga deras svar och leda till en brist på objektivitet. Det är viktigt för oss att vara medvetna om denna subjektivitet och analysera svaren utifrån den vetenskapen.

### **2.6.2 Undersökningens Validitet**

Huruvida den insamlade informationen mäter det som avsetts mätas, om data är representativ, har inte en lika central betydelse i kvalitativa studier som i kvantitativa. Eftersom man i kvalitativa studier har en närhet till studieobjekten och väljer ut objekten med syfte att få en mer nyanserad bild av företeelsen som undersöks, minskar problemet med giltighet i informationen.<sup>24</sup> Avsikten med undersökningen är alltså inte att med ledande frågor inrikta undersökningen åt ett visst håll, utan tillåta respondenterna att utifrån sin expertis ge sin vy av temat. Validiteten i detta arbete uppnås genom att en modell över en derivatmarknad på fastighetsmarknaden utvecklas, vilken presenteras för respondenterna innan de besvarar frågorna. I och med detta kan man till en viss grad försäkra sig om att respondenternas svar kommer att hamna inom det avsedda området.

### **2.6.3 Undersökningens Reliabilitet**

Reliabilitet har att göra med tillförlitligheten i undersökningen. Reliabilitet syftar på tillförlitligheten samt att undersökningen ger stabila utslag som kan replikeras av andra undersökare med samma angreppssätt. Ett reliabilitetsproblem i och med undersökningen är om respondenterna verkligen kan klassas som experter inom områdena, derivatmarknader och fastighetsmarknader. Helst skall respondenterna ha förståelse för derivatinstrument och marknaderna där dessa återfinns. Vi anser att tillförlitligheten ökas genom att vi tar kontakt med respondenterna innan vi skickar ut frågeformulären, för att försäkra oss om att respondenterna verkligen har förståelse för derivatmarknaderna. Ett annat reliabilitetsproblem är att respondenterna eventuellt besvarar frågorna utifrån litteratur av olika slag, snarare än att de spontant utifrån sina erfarenheter och samlade kunskap skulle ge sina åsikter om ämnet.

---

<sup>23</sup> Holme och Solvang, s. 126

<sup>24</sup> Ibid. s.102

Avsikten med undersökningen är att komma åt respondenternas expertis, inte sekundärdata indirekt genom respondenterna.

### 3. Teoretisk Referensram

---

*Teori innebär en abstraktion av konkreta förhållanden.<sup>25</sup> I detta kapitel diskuterar vi vår teoretiska referensram samt andra derivatmarknader.*

---

#### 3.1 Riskhanteringsinstrument

Här är de huvudsakliga redskapen som finns på olika finansmarknader för omfördelning av risk.

##### *Derivat*

Riskhandel med optioner, terminer, futurer och swappar är en av de viktigaste finansiella innovationerna i modern tid. Expansionen av derivatinstrumenten förklaras av den ökande andelen kontinuerligt prissatta tillgångar i ekonomin (värdepapperiseringen av ekonomin). Fördelen med derivat är att de är väldigt effektivt prissatta, åtminstone i teorin, som en del av finansmarknaden, och som en följd fördelas riskerna effektivt. Derivat finns både standardiserade och i OTC-form.

##### *OTC-derivat*

Är bättre skräddarsydda enligt en individuell situation, men är därför inte speciellt likvid. Standardiserade kontrakt däremot är likvida, men detta innebär också en högre basiskrisk. Derivat passar för stora systematiska risker, som är centrala för ett så stort antal aktörer att en likvid marknad för underlaget uppstår. En djup och bred marknad för underlaget är nödvändigt, men ej tillräckligt, för en fungerande derivativmarknad.

##### *Försäkring*

Försäkring passar till att hantera unika, individspecifika, risker, till skillnad från de systematiska för vilka derivat är effektivare. Dessa kan inte vara marknadsnoterade, och riskkalkylen (prissättningen) bygger således på statistik över tidigare försäkringsfall och deras kostnader.

##### *Riskkapital*

Riskkapital har en dubbelroll. Dels förser den företaget med kapital, och dels omfördelar den även företagets risker. Detta inkluderar bl.a. eget kapital, "risky debt" och lånegarantier.

---

<sup>25</sup> Holme och Solvang, s. 50

## 3.2 Derivatmarknaden

### 3.2.1 Olika derivatmarknader

#### *The Chicago Board of Trade*

Chicago Board of Trade (CBOT) grundades år 1848, vilket gör den till världens äldsta handelsplats för derivatinstrument. Idag har CBOT över 3 600 medlemmar, vilka omsatte ca 340 miljoner kontrakt år 2002. CBOT erbjuder sina kunder 50 olika typer av derivatkontrakt, där diverse typer av options- och terminskontrakt erbjuds samt swappar, obligationer, m.m. På CBOT kategoriseras de olika terminskontrakten in i ränteterminer, terminskontrakt för jordbruksprodukter, olika indexterminer, terminer för metall som underliggande vara och terminer med kombinationer av olika jordbruksprodukter som underliggande varor. CBOT har världens största handel av terminskontrakt med jordbruksprodukter som underliggande varor. Denna handel inleddes med grödor såsom mjöl, timotej frön och hö, men breddades senare till andra jordbruksartiklar såsom, sojaböner, vete, råris, majs, råg, m.m. Den mest omsatta indexterminen är Dow Jones Industrial Average index (DJIA), där 30 aktier på Dow Jones börsen ingår. Vad gäller handel i ränteterminer utgörs dessa främst av diverse statsobligationskontrakt och ränteswapinstrument med olika löptider. Ett annat populärt terminskontrakt är PJM Western Hub Electricity future contract, vilken introducerades år 1972.<sup>26</sup>

#### *Chicago Mercantile Exchange (CME)*

År 1898 grundades The Chicago Butter and Egg Board som år 1919 omvandlades till Chicago Mercantile Exchange och är idag en av de största marknadsplatserna i världen för finansiella terminskontrakt med ca 230 miljoner kontrakt sålda år 2000. CME:s huvudprodukter utgörs av: ränteterminer, aktieindexterminer, valutaterminer och handelsvaroterminer. Det var på denna marknad de första standardiserade valutaterminskontrakten introducerades år 1972, med sju olika valutor som underliggande varor. Idag erbjuder CME elektronisk valuta och valutaterminshandel dygnet runt genom utvidgandet av det elektroniska handelssystemet GLOBEX år 2001. På CME handlas Eurodollar, vilket är det mest frekvent handlade terminskontraktet i världen. Detta introducerades år 1981 och var det första terminskontrakt med endast kontantavräkning. CME:s handel med handelsvaroterminer utgörs av några

---

<sup>26</sup> [www.cbote.com](http://www.cbote.com), här klickar man sig vidare på länkar som: "Quotes & Data" och "About CBOT"

intressanta varianter där handel sker på nötkreatur, slaktsvin, smör och olika typer av mjölk som underliggande varor.<sup>27</sup>

### *Eurex*

Eurex är världens största marknad för derivatinstrument i euro och administreras gemensamt av Deutsche Börse samt Swiss Exchange (SWX). Eurex erbjuder sina kunder derivat i ett tiotal aktieindex, där flera av världens största index ingår som till exempel de olika varianterna av Dow Jones EURO STOXX indexen. De har även terminshandel för bilindustrin, banker, byggbranschen, energi, livsmedel och dryck, försäkringsbranschen, teknologi, osv. Vidare har Eurex ett av världens största ränteterminsmarknad, där olika typer av terminskontrakt för euro obligationer handlas (bl.a. Euro Bund Future FGBL).<sup>28</sup>

### *London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)*

LIFFE grundades år 1982 i och med valutaavregleringarna i Storbritannien. Till en början handlades det främst valutaterminer, men LIFFE har sedan dess utökat sin produktportfölj. År 1992 gick LIFFE samman med London Traded Options Market (LTOM), vilket innebar att de nu kunde erbjuda sina produkter gemensamt. Idag sker handel i obligationer, ränteswappar, aktier och ett stort utbud av olika handelsvarokontrakt.<sup>29</sup>

Idag samarbetar LIFFE med fyra andra derivatmarknader, Amsterdam, Bryssel, Lissabon och Paris. Detta kunde förverkligas genom Euronext.liffe, vilket är ett system som skall erbjuda kunder ett brett sortiment av derivatkontrakt. Euronext.liffe har kommit att bli världens ledande marknad med korta räntederivatkontrakt i euro.<sup>30</sup>

### *Pulpex*

På Pulpex är de underliggande varorna olika sorters pappersmassa. De första typerna av kontrakt som introducerades på Pulpex var termins- och optionskontrakt på Northern Bleached Softwood Kraft. Vilket är massaindustrins kvalitets benchmark på pappersmassa. När Pulpex har mognat som marknad planerar OM, huvudägaren av Pulpex, att introducera ytterligare instrument baserade på olika kvalitet pappersmassa och andra skogsrelaterade produkter.

---

<sup>27</sup> <http://www.cheapest-share-dealing.co.uk/exchanges/Chicago-Mercantile-Exchange.shtml> och [www.cme.com](http://www.cme.com)

<sup>28</sup> [www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com): här kan man klicka sig vidare via länkar såsom "products" och "About Eurex".

<sup>29</sup> [www.liffe.com](http://www.liffe.com), via länken: "LIFFE products"

<sup>30</sup> [www.liffe.com](http://www.liffe.com), via länken: "About Euronext.liffe"

### *Nord Pool, The Nordic Power Exchange*

För närvarande handlas diverse derivatkontrakt på Nord Pool med elens marknadspris som underliggande värde. Bland dessa derivatkontrakt ingår olika typer av terminskontrakt och optioner. På dessa kontrakt sker endast kontantavräkning. Dock handlas det även elektricitet för fysiskt leverans på Nord Pool.<sup>31</sup>

### *House betting*<sup>32</sup>

House betting kommer från England och där man kan slå vad om marknadsutvecklingen på husmarknaden. Detta är ett sätt att ta del av en marknadsutveckling, utan att behöva köpa fysiska fastigheter. Vadslagningen på riksnivå sker på ett genomsnittspris som publiceras månatligen, medan vadslagningen i regionerna sker på ett medelpris som publiceras varje kvartal, Halifax House Price Survey. Detta medel är den mest brett använda fastighetsmarknadsindikatorn i Storbritannien. Vadslagningen sker på ett medel av fastighetspriser som anges i punkter per £1 000. Vaden skall ett dygn innan publikationen av medlet ha samlats in, för att senare avräkningen skall kunna ske strax efter publikationen.<sup>33</sup> Detta är det närmaste man kan komma en verklig derivatmarknad på småhusmarknaden.

### *Real Estate Investment Trusts (REIT)*<sup>34</sup>

REITs är vanligt förekommande i USA och skapades av Amerikanska Kongressen 1960 för att underlätta investeringar i storskaliga, inkomstbringande fastigheter för små individuella investerare. Tillvägagångssättet är liknande ett investmentbolags, investeraren köper andelar i en REIT precis som i ett investmentbolag och får på så sätt en del av vinsten i förhållande till sin andel. REITs erbjuder en distinkt fördel för investerare, större diversifiering genom att investeringen sker i en portfölj av fastigheter i stället för individuella fastigheter. Det finns många olika typer och varianter av REITs med olika investeringsinriktning. Aktierna, eller andelarna i de flesta REIT bolag handlas fritt på någon noterad börs. I november 2003 fanns där 180 REITs registrerade med den Amerikanska Finansinspektionen, SEC, och i december 2002 handlades mer än två tredjedelar av dessa på någon av de tre stora börserna, AMEX, NASDAQ, NYSE.

---

<sup>31</sup> <http://www.nordpool.no/information/index.html>

<sup>32</sup> <http://www.igindex.co.uk>

<sup>33</sup> Ett praktiskt exempel har beskrivits i bilaga nr 3

<sup>34</sup> <http://www.investinreits.com/whatarereits.cfm>



### 3.2.2 Alternativa Finansieringsformer<sup>35</sup>

I framför allt USA har det utvecklats ett flertal nya finansieringsinstrument. Genom kreativa finansieringslösningar har man försökt att på olika sätt anpassa de finansiella betalningarna till fastigheters faktiska betalningsförmåga över tiden samtidigt som man söker nya vägar att sprida och minska riskerna.

Nedan följer några exempel på kreativa finansieringslösningar. Urvalet har gjorts med tanke på intresset för dessa låneformer i Sverige samt dess tillämplighet för finansiering av egna hem.

#### *Sale and Leaseback*

Av de nya finansieringslösningarna är det än så länge endast Sale And Leaseback (SLB) som fått något större genomslag på svenska marknaden. År 1995 omfattade finansieringsformen fastigheter för ca 60 miljarder. SLB innebär i sin ursprungliga form att en fastighetsägare som är i behov av kapital säljer sin fastighet eller sitt fastighetsbestånd till ett leasingbolag.

Säljaren kvarstannar som hyresgäst hos den nya ägaren.

#### *Omvända lån*

Omvända lån (eller Seniorlån) är en annorlunda amerikansk finansieringsform som framförallt riktar sig till fastighetsägande pensionärer. Förutsättningen är att fastigheterna inte är belånade i någon större utsträckning. Pensionären får en månatlig utbetalning av långivaren som förstärkning av pensionen.

#### *Hyr- köp av egna hem*

En annan typ av kreativ finansiering som funnits länge i USA har nu börjat genomföras i Sverige. Det gäller hyr-köp av egna hem som till stora delar liknar SLB för kommersiella fastigheter. När ränteläget är högt, familjeekonomin ansträngd eller möjlighet till lån för tillfället är begränsad, så kan hyr-köp vara en framkomlig väg att få eget hus. Enligt uppgifter från ett telefonsamtal den 17 december 2003 med Göran Räckle, författare till avsnittet alternativa finansieringsformer i boken Fastighets Nomenklatur, har det använts vid några enstaka fall då det gällde större svårsålda bestånd som färdigställdes under fastighetskrisen, i början av 1990-talet.

---

<sup>35</sup> Bygger på Fastighetsnomenklatur, kap. 5

### 3.2.3 Termiskontrakt

Terminer är kontrakt mellan två parter att antingen köpa eller sälja en tillgång vid en bestämd framtida tidpunkt. Man kan antingen inta utfärda (short)-, eller köpposition (long). Dessa kontrakt kan antingen standardiseras efter en viss marknads krav, eller så kan dessa skräddarsys efter parternas önskemål. I engelska språket görs distinktionen dessa två emellan, den standardiserade terminen kallas Futures contract, medan den skräddarsydda varianten benämns som Forward contract.<sup>36</sup> Eftersom forward kontrakten inte avräknas regelbundet, eller det faktum att de inte har någon standardiserad avräkningsdatum gör att prissättningen av dessa kontrakt är enklare än den för futures kontrakten. Det har dock konstaterats att futures kontrakternas priser avviker väldigt lite från forward kontraktenas pris.<sup>37</sup> Av denna anledning kommer det i teorin av prissättningen inte att göras någon distinktion dessa två terminsvarianter emellan. Distinktion kan även göras på finansiella terminer och terminer med fysiska underliggande varor. Handel med finansiella terminer resulterar, till skillnad från terminer som har fysiska underliggande varor, aldrig i fysisk leverans. Exempel på finansiella terminsmarknader är: ränteterminsmarknader och terminsmarknad på aktiemarknadsindex.<sup>38</sup>

### 3.2.4 Terminsprissättning

Avsikten med termiskontrakt är att parterna inte skall kunna tjäna pengar på prisförändringar efter en gjord affärsuppgörelse och den faktiska leveransen. Vid den tid man ingår ett termiskontrakt, skall leveranspriset vara sådant att termiskontraktens obligationsvärde är noll för både innehavaren av short och long positionen. För att få fram detta pris beräknas två värden. Först beräknas priset<sup>39</sup> och senare beräknas obligationsvärdet<sup>40</sup> på ett termiskontrakt. Terminspriset skall vara lika med leveranspriset i termiskontraktet samtidigt som värdet på termiskontraktet skall vara noll.<sup>41</sup> Avsikten med dessa värden är att man söker med korrekt prissättning på termiskontrakten komma bort från arbitragesituationer.<sup>42</sup> Kontraktets värde ändras dock med tiden, då den underliggande varans marknadsvärde är den viktigaste variabeln i prissättningen av kontrakt. Risken för investeraren här är alltså att i terminspriset inte nödvändigtvis ingår de påverkansfaktorer som priset på den underliggande varan

---

<sup>36</sup> Hull, kap.1, s.2–4

<sup>37</sup> Hull, kap.3, s.45

<sup>38</sup> Stock Index Futures, second edition, Sutcliffe, s. 54

<sup>39</sup>  $F = S * e^{(r-q)(T-t)}$

<sup>40</sup>  $f = S - K * e^{-r(T-t)}$

<sup>41</sup> Då  $F=K$  skall  $f=0$

<sup>42</sup> Hull, kap.1.1, sid.2

påverkas av. Om vid leverans, leveranspriset uppgår till det faktiska marknadsvärdet innebär det att man lyckats göra en korrekt skattning.

$\text{future/forward price} = F = S * e^{(r-q)(T-t)}$	kontraktsvärde vid $t+1 = f = S - K * e^{-r(T-t)}$
$F$ =terminskontraktets pris	
$K$ =det pris vilket man betalar för varan vid levereras	
$f$ =kontraktets värde vid tiden $t$ (skall vara noll vid tiden $t$ då man räknar ut $F$ )	
$S$ =priset av den underliggande varan (index kursen)	
$e$ =talet "e", 2,718	
$r$ =diskonteringsränta, riskfria ränta vid tiden $t$	
$t$ =nutid, då man ingår kontraktet	
$T$ =lösendatum, tid vid lösen	
$q$ =avkastningsränta från indexkursförändringar	
$S * e^{(r-q)(T-t)}$ = nuvärdet på den underliggande varan, indexet	

Prissättningen av terminer anses av Steinherr utgöra en viktig information vad gäller framtida värdering av handelsvaror. Man antar alltså att förväntningarna är inbakade i terminspriset, samt att prissättningen sker i en högljudd och konkurrenskraftig marknad där man strävar efter att all information skall vara tillgänglig för alla och att det finns pristransparans. På så sätt minskar man kravet på att investerare skall behöva ta ställning till enskilda investeringar utifrån subjektiva bedömningar om den framtida prissättningen. Denna teori antar dock att prissättningen är korrekt och att all tillgänglig information samt alla förväntningar är inbakade i terminspriset. Alltså ingen felprissättning. Vidare antar denna teori att om felprissättning förekommer, bör spekulanter reagera direkt och priset på terminen bör rättas till, (låt säga att ett arbitragetillfälle uppstår, spekulanter skulle då inte vara sena att reagera på detta och felprissättningen skulle då rättas till).<sup>43</sup> Det finns dock anledning att framföra kritik mot denna teori. Prissättningen avspeglar inte nödvändigtvis all tillgänglig information och metoderna bakom prissättningen kan ofta vara missvisande eftersom alla de faktorer som inverkar på priset på den underliggande varan inte alltid beaktas i terminsprissättningen. Detta applicerat på derivatmarknaden för villafastigheter, med beaktning av det ovannämnda är att felprissättning kan komma att uppstå. Detta bör dock inte avskräcka handlare att ge sig ut på derivatmarknaden. Visserligen skall alltid korrekt prissättning eftersträvas, men om

<sup>43</sup>Denna paragraph bygger på avsnittet "What can Derivatives Achieve", s.138-141, Derivatives: The Wild Beast of Finance Alfred Steinherr

prissättningen med tiden skulle visa sig vara så till den grad korrekt att man aldrig kunde gå emot marknaden, skulle då ingen komma att använda instrumenten, eftersom man då skulle kunna använda prissättningsmetoderna som prognosverktyg istället. Felprissättning skall alltså inte uppfattas som något negativt om man har för avsikt att hålla likviditeten hög på derivatmarknaden.

### **3.2.5 Minskar derivatinstrument risk och volatilitet?**

Ett vanligt förekommande argument för derivatmarknader är att derivatinstrumentens existens minskar risken hos investerare. Frågan är då vilka risker som minskas med användningen av derivatinstrument. Handel med derivatinstrument behöver inte innebära ett minskat risktagande, utan en omfördelning av risk på marknaden till dem så är bättre rustade att klara av den. Detta innebär följande: för att en bonde sålt sin skörd på termin inför hösten, kan denne inte utesluta riskerna med vädret, m.a.o. kan inte vädret säkras, men däremot ett pris till vilket bonden kan sälja sin skörd. Tillgängligheten av derivatinstrument på marknaden, innebär att bonden i en beslutssituation snarare skulle våga satsa på en skörd, än att han skulle avstå. En termin minskar däremot inte risken att misslyckas med skörden.<sup>44</sup> Appliceras detta på världsmarknaden resulterar det i att fler vågar odla, vilket innebär att man fördelar risktagandet på ett fler antal aktörer, snarare än att den enskilda aktören skulle behöva stå för hela marknadsrisken.

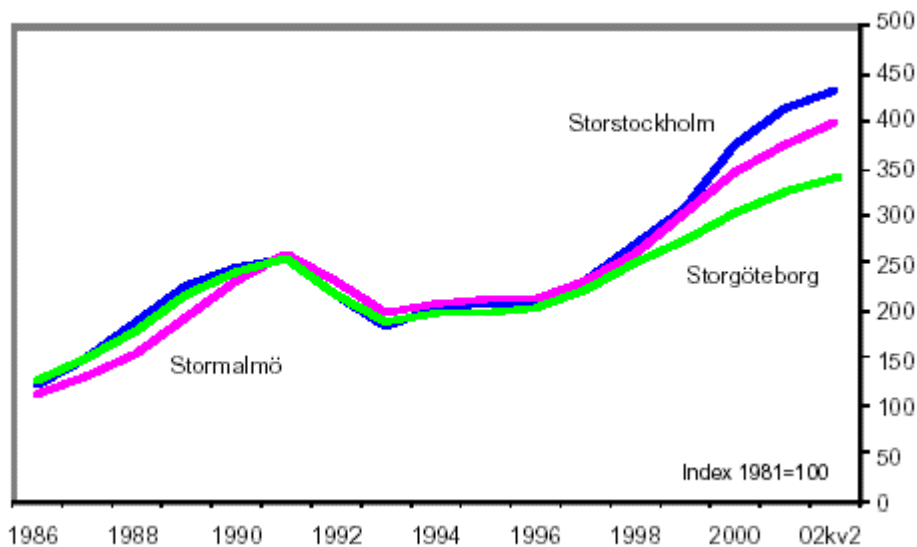
---

<sup>44</sup> Denna paragraf bygger på avsnittet "What can Derivatives Achieve", s.132-133, Derivatives: The Wild Beast of Finance

### 3.3 Fastighetsmarknaden

#### 3.3.1 Historik

Prisutvecklingen på villor



Figur 1<sup>45</sup>

”Lätt Övervärderade villor” en rubrik i en analysrapport som Nordea har sammanställt. Figur 1 illustrerar prisutvecklingen på villor sedan 1986 fram tills andra kvartalet 2002. Nordeas analys visar att den största delen av prisuppgången från slutet av 1990-talet till början på 2000-talet var motiverad av den gynnsamma utvecklingen på hushållens disponibla inkomster, börsen och räntor. Nedgången i prisökningen är också motiverad av fundamentala faktorer och då nämns främst börsfallet på början av 2000-talet. Dock så borde prisökningen på villor ha dämpats ytterligare än vad som skett och som följd är villapriserna som helhet i Sverige lätt övervärderade. Obalansen i prissättningen är enligt Nordea ännu inte stor nog för att kallas en bubbla. Viktigt att påpeka är dock att Nordeas analys skrevs i november 2002 och att mycket har hänt sedan dess.

#### 3.3.2 Samspelet mellan Fastighetsmarknaden och Samhällsekonomin

Tillgångslaget fastigheter utgör värdemässigt den största posten av de totala tillgångarna i ett land. Hushållens tillgångar i Sverige består i huvudsak av villafastigheter, bostadsrätter och fritidshus, där de utgör 57 procent av hushållens totala tillgångar.<sup>46</sup> Uppskattningsvis är det

<sup>45</sup> <http://www.nordea.se/info/analys/resurs/pdfs/re200211.pdf>

<sup>46</sup> *Få äger mycket*, s.12

totala fastighetsvärdet i Sverige mellan fyra- och sextusen miljarder.<sup>47</sup> Varav villafastigheter och fritidshus svarar för ca 1 600 miljarder.<sup>48</sup> Detta innebär att värdeförändringar i tillgångsslaget fastigheter inverkar indirekt på samhällsekonomin. Rörelser på fastighetsvärden påverkar investeringsfrekvensen på fastighetsmarknaden, vilket i sin tur inverkar på ekonomin som helhet. Åtskillnaden av kommersiella och ickekommersiella fastigheter är inte nödvändig när man diskuterar fastighetsmarknadens inverkan på samhällsekonomin, eftersom deras värdeförändringar är att betrakta som enhetliga, likaså deras påverkan på samhällsekonomin. I de flesta länder är icke-kommersiella fastigheter större till totala värdet än kommersiella fastigheter.<sup>49</sup> Frågan är då vilka faktorer som påverkar dessa fastighetsvärden och hur samhällsekonomin i sin tur påverkas av fastighetsmarknaden.

Prisförändringar på fastigheter har stor inverkan på konsumtionen, med tanke på att investeringar i fastigheter utgör en stor del av totala investeringarna i samhället under ett år. Därav följer att fastighetsinvesteringarnas reaktion på prisförändringar inverkar i stor utsträckning på konsumtionen som helhet. Denna inverkan på konsumtionen yttrar sig i form av att när fastighetspriser ökar kan investeringsbenägenheten hos befolkningen i fastigheter minska. Det motsatta förhållandet gäller då priser minskar.

Som nämnts ovan, då priser ökar minskar investeringar på fastighetsmarknaden, vilket bör följas av att prisökningen avtar. Men eftersom det endast finns ett begränsat antal fastigheter på marknaden i ett kort tidsperspektiv följer inte nödvändigtvis en avtagande prisökning. Följderna av denna prisökning bör i teorin bli att investeringar i nybyggande ökar, vilket i sin tur bör minska priserna på fastigheter, då förväntningar på den framtida tillgången av fastigheter är inbakade i dagens priser. Man skulle därmed kunna minska fluktuationerna på fastighetsmarknaden med hjälp av investeringar i nybyggande. Men eftersom investeringar i nybyggande varierar mycket över konjunkturcyklerna, är det svårt att styra dessa investeringar för att indirekt kunna påverka prissättningen på fastighetsmarknaden i den riktning man önskar. Detta innebär då att de ojämna investeringstendenserna ytterligare kan öka prisfluktuationen på fastighetsmarknaden, vilket i sin tur påverkar samhällsekonomin.<sup>50</sup>

Även politiska beslut kan påverka fastighetsmarknadens rörelser. I Sverige beskattas fastigheter efter principen som ligger bakom skattereformen från 1990-1991, vilket innebär att

---

<sup>47</sup> Enligt Carl-Magnus Willert, Malmö Högskola

<sup>48</sup> SCB, räknat på 2003- års taxeringsvärde för småhus (typkod 220, 221)

<sup>49</sup> Miles, D, s.620

man har för avsikt att beskatta avkastningen av det kapital som bostaden representerar.<sup>51</sup> Man betraktar alltså bostaden, fastigheten, som en kapitalinvestering som skulle kunna realiseras på marknaden, därmed har man en marknadsvärdebaserad bostadsbeskattning. Denna beskattningsform leder till att fastighetspriser påverkas i stor utsträckning av den skatt som betalas på enskilda fastigheter.<sup>52</sup> Vidare kan politiska beslut som begränsar viss nybyggnation påverka fastighetspriser, då efterfrågan på nybyggda fastigheter inte kan besvaras kortsiktigt, kan priser på fastighetsmarknaden komma att öka. Även privatpersoner kan ställa krav på politiker vad gäller nybyggnad, det kan handla om bevarande av naturen eller utsikt. Detta kan i sin tur påverka priserna lokalt, vilket senare kan spridas till större områden och få stor inverkan på fastighetspriserna på riksnivå.<sup>53</sup>

En av de faktorer som i realiteten har störst inverkan på investeringarna i ett land är fastighetsprisförändringarna. Detta med hänsyn till att fastigheter är den tillgång som oftast ställs som säkerhet vid lån, då kreditgivare betraktar fastigheter som goda säkerheter. Hushåll som skuldsätter sig ställer ofta sina fastigheter som säkerhet, likaså ställer ofta företag sina fastighetsinnehav som säkerhet när de upptar lån. Då dessa säkerheter ökar i värde, ökar även tillgångarnas värde, vilka är ställda som säkerheter bakom de upptagna lånen. Detta i sin tur ökar benägenheten att ytterligare investera. Motsatsen gäller då värdet på säkerheterna minskar. Följderna av de ovannämnda faktorernas gemensamma inverkan på fastighetspriser, är att fastighetsprisrörelserna kan komma att förstärkas åt ett visst håll. Detta var ungefär vad som hände i Sverige under fastighetskrisen i början av 1990-talet (ökade volatiliteten).<sup>54</sup> Då tillgångsvärdena föll dramatiskt gjorde banker stora kreditförluster, främst i fastigheter. Detta ledde till att man ställde högre krav på kredittagarna, vilket minskade investeringsbenägenheten i fastigheter.<sup>55</sup>

### 3.3.3 Fastighetsbeskattningen

Fastighetsbeskattningen har anor från början av 1900-talet, men reformerades i och med 1990-91 års skattereform. Grundpelarna av dagens skatteform är att man skall få en så likformig beskattning som möjligt på kapitaltillgångar. Bland dessa kapitaltillgångar inräknas ägande av fastigheter, vilket då innebär att bostadsköp betraktas som en kapitalinvestering

---

<sup>50</sup> Miles, D, s.626

<sup>51</sup> SOU 2000:34, s.16

<sup>52</sup> SOU 2000:34, s.17

<sup>53</sup> Makroboken, s.637-638

<sup>54</sup> Se 1.1.2 Fastighetsmarknaden

<sup>55</sup> [www.riksdagen.se/debatt/9697/motioner/fi/fi915.htm](http://www.riksdagen.se/debatt/9697/motioner/fi/fi915.htm), Vitboken om Bankkrisen

eller kapitalplacering. I propositionen motiveras denna skatteform med att man söker beskatta kapitalinvesteringar så lika som möjligt. Detta söker man göra dels för att uppnå en så rättvis beskattning som möjligt och dels för att sparandet och investeringarna inte i alltför hög utsträckning ska koncentreras till bostadssektorn. Skattereformen infördes år 1990-91 men de nya principerna för beskattningen tillämpades för första gången vid den allmänna fastighetstaxeringen på småhus år 1996. Allmän fastighetstaxering sker vart sjätte år räknat från och med år 1990.<sup>56</sup> Vid en allmän fastighetstaxering bestäms en fastighets basvärde. Vid värderingen beaktas den enskilda fastighetens förhållanden, såsom ålder, storlek, standard och den allmänna prisnivån inom ett begränsat geografiskt område, ett s.k. värdeområde. Målet är att fastställa ett värde som motsvarar 75 procent av fastighetens marknadsvärde.<sup>57</sup> För småhus gäller för närvarande en fastighetsbeskattning på 1 procent på fastigheternas taxeringsvärden.<sup>58</sup> Fastighetsbeskattningens väsentlighet i detta arbete utgörs av att den har stor inverkan på det index som skall avspegla fastighetsmarknadens rörelser. De basvärden som räknas fram vid den allmänna fastighetstaxeringen påverkar de båda talen som ingår i K/B-kvoten, vilket i sin tur utgör utgångsförhållandet för fastighetsmarknadsindexet. Detta behandlas dock vidare i avsnitt 5.1 K/B-Index.

---

<sup>56</sup> [http://finans.regeringen.se/propositionermm/promemorior/pdf/pm2001\\_bg.pdf](http://finans.regeringen.se/propositionermm/promemorior/pdf/pm2001_bg.pdf) "En begränsningsregel för fastighetsskatten genom skattereduktion" och SOU 2000:34, s.35

<sup>57</sup> SOU 2000:34, s.35

<sup>58</sup> [www.rsv.se](http://www.rsv.se), på hemsidans sökmotor, söker på: "fastighetsskatt småhus"



## 4. Praktisk referensram

---

*Detta kapitel innehåller vår praktiska referensram. Här behandlar vi de olika användarna av derivatinstrument.*

---

### 4.1 Användare av derivatinstrument

Skillnaden mellan derivathantering med spekulations- respektive hedgingmotiv avgörs utifrån handlarens avsikter. Om en handlare ger sig ut på derivatmarknaden utan att äga den underliggande varan, är handlarens motiv spekulativa. Däremot om en handlare skulle exempelvis äga en fastighet, vilkens fastighetsspecifika värde är volatilt nedåt, kan handlaren ge sig ut på derivatmarknaden för att eventuellt hedga sin fastighets värdeförändring genom att ta en short position på terminsmarknaden. Om handlarens fastighet korrelerar antingen med minus ett eller plus ett med marknaden, kommer en short- respektive long position att resultera i att värdeminskningen på fastigheten motsvarar värdeökningen på terminskontraktet. Marknaden i sig påverkas inte av handlarnas motiv, oavsett om en handlare går in med eller utan en underliggande vara, kommer marknadsprissättningen endast att påverkas av indexutvecklingen, vilken i sin tur skall avspegla villafastighetsmarknadens utveckling.

Applicerat på fastighetsmarknaden innebär detta att risker för värdeminskning på fastigheten, den fastighetsspecifika risken, kvarstår oavsett om man genom olika derivat säkrar sin investering eller ej. Prisförändringar på fastighetsmarknaden, däribland villafastighetsmarknaden, påverkas av väldigt många olika faktorer<sup>59</sup>, vilka prissäkringsinstrument inte har någon inverkan på. Den risk som alltså hedgas bort är marknadsrisken, prisutsattheten. Tillgänglighet av derivatinstrument som prissäkringsinstrument bör alltså innebära att fler vågar ge sig ut på fastighetsmarknaden på grund av att marknadsrisken minskas, snarare än att man skulle minska risken för värdeförändring på den enskilda fastigheten. I och med detta finns incitament för att ge sig ut på marknaden.

---

<sup>59</sup> Se stycke: 3.3.2 Samspelet mellan Fastighetsmarknaden och Samhällsekonomin

En derivatmarknad grundat på ett index som speglar fastighetsmarknadens utveckling bör attrahera diverse aktörer med olika motiv bakom sina positioner. Dessa kan kategoriseras enligt följande: hedgare, spekulanter och arbitragörer.

### *Hedgare*

Denna grupp har som avsikt att minska sin prisutsatthet/risken på en tillgång, med vilken man innehar en position på en annan marknad än derivatmarknaden. Här handlar det alltså om riskminimering. För att en hedgare skall kunna minska sin prisutsatthet på en fastighet skulle denne vara tvungen till att ge sig ut på terminsmarknaden på K/B-index, där en short position skulle behöva intas. Positionen på terminsmarknaden skall vara lika stor till värdet som fastighetens värde. Detta medför att om värdet på fastigheten korrelerar positivt 1 med fastighetsmarknaden, och därmed K/B-indexet, kommer minskningen på fastighetens värde vara lika stor som terminspositionens ökade värde. Man har alltså inte för avsikt att göra vinst, utan man är främst ute efter att gå jämt ut.<sup>60</sup>

### *Spekulanter*

Definitionen av spekulering är att man har för avsikt att tjäna pengar på framtida prisförändringar, vilka idag inte kan förutses.<sup>61</sup> Spekulanter har som avsikt att ta positioner på marknaden som enligt dem bör ge en kortsiktig avkastning, vilket ofta innebär att gå mot den allmänna strömmen och vinna på detta. Spekulanter tar alltså en position på marknaden som ger vinst antingen i marknadsnedgång (short position) eller marknadsuppgång (long position). Frågan som då kan uppstå är varför en spekulant väljer att ta en spekulativ position på marknaden med terminskontrakt istället för att helt enkelt spekulera i fysiska fastigheter (bygga upp en portfölj med fastigheter). Anledningen till detta kan vara att spekulering på fastighetsmarknaden med terminskontrakt på ett fastighetsmarknadsindex, är lättare att administrera, transaktionskostnaderna är avsevärt mycket lägre, kräver ingen kännedom om specifika förhållanden för en enskild fastighet, och en position på terminsmarknaden kräver så stora investeringar (alltså du behöver bara uppvisa säkerheter, bakom positionen).<sup>62</sup> För att spekulanter ska förekomma bör attraktiva vinstmöjligheter finnas. Spekulanter bidrar och också till att öka likviditeten på marknaden vilket är efterfrågat av alla aktörer.

---

<sup>60</sup> Detta stycke har delvis byggts på Stock index futures, Charles M.S. Sutcliffe, second edition, s. 256-257

<sup>61</sup> Definition given av: The Oxford Dictionary for the Business World, sökord: "speculation"

<sup>62</sup> Detta stycke bygger delvis på Hull, s.13

En spekulant kan, med sin framtidstro om marknadsutvecklingen som utgångspunkt, investera i indexterminer. Om spekulanten tror att marknaden kommer att gå ned kan denne ta en short position på terminsmarknaden, men om denne tror att marknaden kommer att gå upp kan en long position tas. Spekulation på terminsmarknaden (liksom på andra finansiella marknader) går ut på att man går mot de förväntningar som ställs på marknaden. Man tror alltså på felprissättning på de terminer man köper idag.

### *Arbitragörer*

Denna grupp är ute efter riskfri vinst genom att samtidigt ingå två motsatta positioner på två eller fler marknader. I teorin beskrivs en arbitragesituation som sådan att där två identiska tillgångar värderas olika på två olika marknader, kan en arbitragör köpa tillgången på den billigare marknaden för att senare sälja densamma på den dyrare. Därmed har en relativt riskfri vinst gjorts.<sup>63</sup> I fallet av indexterminer kan arbitragesituationer uppkomma då det underliggande värdet, indexet, inte motsvarar terminskontraktets värde. För att realisera en vinst genom arbitrage kan man, om index är lägre än priset på terminskontraktet, köpa indexandelar och inta en short position på terminsmarknaden, för att tillskansa sig en direkt vinst genom kvittning. Om däremot index är högre än terminskontraktets pris kan en arbitragör sälja indexandelar för att ta en long position på marknaden och göra en riskfri vinst på affären.<sup>64</sup>

Arbitrage bör inte förekomma alltför ofta, speciellt på terminsmarknaden för index på fastighetsmarknaden. För att utrymme skall finnas för arbitrageaffärer måste index antingen öka eller sjunka mycket på kort tid, att terminspriserna inte hinner med. Sådana rörelser har i historien förekommit på högljuckade aktieindexmarknader. Men eftersom likviditeten på fastighetsmarknaden omöjligt kan komma upp till en aktiemarknads nivå bör volatiliteten inte kunna öka tillräckligt mycket på kort tid att terminspriser inte hinner med. Arbitragörers närvaro på marknaden är att betrakta som något positivt, med tanke på att när arbitragesituationer uppstår, kan deras närvaro justera felprissättningar. Om priset på terminskontrakten är för låga i förhållande till index kommer efterfrågan på dessa att öka, vilket i sin tur höjer priserna tills dess att efterfrågan avtar. Därmed har prisjämvikt (price equilibrium) uppnåtts på marknaden.

---

<sup>63</sup> Sutcliffe, C. s.68

<sup>64</sup> Hull, s. 60-61

## 5. Modell av en derivatmarknad uppbyggd på Fastighetsmarknadens prisutveckling

---

*I detta kapitel beskriver vi hur vår modell av en derivatmarknad fungerar*

---

### 5.1 K/B-Index<sup>65</sup>

En derivatmarknad där handeln sker på indexvärden som i sin tur avspeglar andra marknadens rörelser, måste på något sätt inkorporera dessa rörelser. För att en marknads totala rörelse skall kunna så rättvist som möjligt visas i ett index, bör man sträva efter att indexet skall omfatta så många av de enskilda rörelserna som möjligt. Exempelvis ingår i OMX-indexet de 30 största aktiernas gemensamma viktade värde på Stockholmsbörsen, medan i SAX-indexet ingår samtliga aktiers viktade värde. Dessa rörelser är dock inte så svåra att mäta som prisförändringarna på villafastighetsmarknaden kan tänkas vara. För att återge en så rättvis bild som möjligt av prisförändringarna på villafastighetsmarknaden finns främst två index varianter att välja mellan, fastighetsprisindex och ett index som byggs upp på den marknadsutveckling K/B-talet speglar.

Fastighetsprisindex är ett index som uppskattar värdeförändringar på olika fastigheter, bland annat villafastigheter. Denna värdebarometer gör det möjligt att jämföra fastighetsvärdenas prisutveckling perioder emellan, där indexformeln utgörs av Laspeyres formel för index.<sup>66</sup> Denna indexformel avser att uppmäta den genomsnittliga prisförändringen perioder emellan. Man jämför alltså priset på försålda fastigheter två perioder emellan, där basårspunkten utgörs av utgångsåret 1996, det vill säga senaste omräkningen av taxeringsvärdena.

Taxeringsvärdenas medel erhålls genom att man väger de försålda fastigheternas taxeringsvärde utifrån deras basvärdesklass (klassifikationer utifrån storleken på taxeringsvärdet), där man tar hänsyn till frekvensen hos basvärdenas storlek. En möjlig kritik mot fastighetsprisindex är att det skulle krävas ett visst antal köp i varje basvärdeklass för att skattningarna skall vara tillförlitliga.<sup>67</sup>

Prisutvecklingen på villafastighetsmarknaden kan även speglas med hjälp av köpeskillingskoefficienten, K/B-talet, som är kvoten mellan köpeskillingen och basvärdet, på

---

<sup>65</sup> Finns inte som något vedertaget begrepp utan är uppsatsgruppens eget begrepp.

<sup>66</sup> se bilaga 1 för formeln för fastighetsprisindex.

<sup>67</sup> [http://www.scb.se/templates/Standard\\_\\_\\_\\_39379.asp](http://www.scb.se/templates/Standard____39379.asp)

en fastighet. K/B-talet beskriver förändringen på fastighetsvärdet med taxeringsvärdet som basvärde. Avyttringssumman/köpeskillingen sätts i förhållande till basvärdet för att få fram husets K/B-tal. Då samtliga förhållanden i ett område vägs för att erhålla ett medel på samtliga K/B-talsförhållanden, kan ett index byggas upp för att senare kunna visa en förändring på marknaden. SCB räknar på två typer av köpeskillingskoefficienter, en vägd och en ovägd. Att rangordna dessa två metoder efter vilket som bäst speglar fastighetsmarknadsrörelserna är svårt, då båda har sina fördelar. Det ovägda K/B-talet tar ej hänsyn till de avyttrade fastigheternas basvärden genom vägning, man kategoriserar alltså inte taxeringsvärdena. Däremot det vägda K/B-talet använder ett vägt genomsnitt av de avyttrade fastigheternas basvärden i nämnaren. Alltså används ett vägt genomsnitt av de avyttrade fastigheternas taxeringsvärden, där dessa delas in i basvärdeklasser. Därmed är det vägda K/B-talet likt fastighetsprisindex formeln och har ungefär samma fördelar respektive nackdelar. Fördelen är att extremvärden inte slår igenom i lika stor utsträckning som vid användning av den ovägda varianten, medan nackdelen är att det krävs ett visst antal köp i varje basvärdeklass för att skattningarna skall vara tillförlitliga.<sup>68</sup> Vi har valt att använda det ovägda K/B-talet för att bygga upp ett index som speglar fastighetsmarknadens utveckling. Detta då vi anser att dess svaghet, att extremvärden kan få utslag på ett områdes medel, försvinner när det sker många försäljningar, sett över samtliga värdeklasser. Den höga frekvensen på medelstora hus (vad avser värde) tar alltså ut extremvärdena, vilket fallet är i storstadsområdena och på riksnivå.

Taxeringsvärdet på fastigheter revideras vart sjätte år, vilket innebär att det totala basvärdet på Sveriges fastighetsbestånd förändras. 2003 skedde det senaste omräkningen av fastighetsvärdena, vilket för många husägare i de attraktiva storstadsområdena som t.ex. Stockholm, har inneburit en stor ekonomisk påfrestning. Jurister på Skattebetalarnas förening har gjort uppskattningen att en del villaägare kommer att få att få fördubblade, eller till och med trefaldigade, taxeringsvärden jämfört med 2002.<sup>69</sup> Eftersom fastighetskatten skall spegla fastigheternas marknadsvärde ökar dessa i storstadsområdena i högre takt än i resten av landet.<sup>70</sup> Förändringar i marknadsvärdet, vilket speglas i taxeringsvärdet (nämnaren), bör därmed inverka på K/B-indexet både vad gäller förändringar i basvärdet (nämnaren) och köpeskillingen (täljaren). Dessa förändringar på värden kan komma att få genomslag i

---

<sup>68</sup> Diskussion med Pär Millstam på SCB

<sup>69</sup> *Du skall icke äga*, Av Ledaren – *Dagens Nyheter* – 1 november 2002

<sup>70</sup> SOU 2000:34, s.17

indexet. Problemet som kan uppstå, i och med sådana förändringar, är att förhållandet mellan taxeringsvärdena och köpeskillingsvärdena kan komma att förändras, vilket då innebär att även K/B-index förhållandet förändras drastiskt. För att förhållandet mellan det genomsnittliga taxeringsvärdet och det genomsnittliga köpeskillingsvärdet inte skall förändras, måste marknadspriserna på fastigheter förändras i samma utsträckning som taxeringsvärdena. Historiskt sett påvisas just detta förhållande. Vid taxeringsvärdenas omräkning år 1996, vilket bör ha frambringat hastiga förändringar på K/B-talet, orsakades inga nämnvärda förändringar på K/B-värdena.<sup>71</sup> Detta förhållande, att K/B-förhållandet bestod efter omräkningen av fastigheternas taxeringsvärden år 1996, bör inte infalla. Eftersom taxeringsvärdet har för avsikt att spegla fastigheternas marknadsvärde till ca 75 %, <sup>72</sup> bör K/B-förhållandet förändras drastiskt vid den allmänna taxeringen. Om basvärdena efter omräkningen år 2003 utgör 75 % av marknadsvärdena, bör K/B-förhållandet bli 1,333.<sup>73</sup> Detta är en stor förändring på K/B-förhållandet, då exempelvis K/B-talet i Stor-Malmö för perioden september - november år 2003 är 3,18.<sup>74</sup>

Mot bakgrund av den stora kritik som framförs mot fastighetsbeskattningen, kan man anta att reformer på denna beskattningsform kan komma att följa inom de närmaste åren. I händelse av detta skulle K/B-talet, och i sin tur skulle K/B-indexet försvinna. Detta då taxeringsvärdena på fastighetsskatten är beroende av den fastighetsbeskattningsform som tillämpas i Sverige idag (marknadsvärdebaserad bostadsbeskattning).

Ett förslag för en sådan eventuell situation är att man skulle kunna fortsätta indexberäkningen med en indexformel som fortsätter ange den procentuella förändringen på fastighetsmarknaden med avbrottet i K/B-indexet som basvärde. Vilken indexformel som skulle passa som marknadstillväxtens mätinstrument skulle då behöva vidare undersökas. Detta är nämligen ett ämne vår problemformulering inte täcker.

---

<sup>71</sup> Taget från SCB:s statistik, standardavvikelsen under perioden jan.1996 – dec.1997 var endast 6 indexpunkter, se bilaga nr 2 grafen över fastighetsmarknadens rörelser i jämförelse med SAX- och OMX-index

<sup>72</sup> se 3.3.3 Fastighetsbeskattningen

<sup>73</sup> (ex:  $1\,500\,000 * 0,75 = 1\,125\,000$ ,  $1\,500\,000 / 1\,125\,000 = 1,33$ , där  $1\,500\,000 =$  köpeskillingen och  $1\,125\,000 =$  taxeringsvärdet på ett hus).

<sup>74</sup> <http://www.gp.se/gp/jsp/Crosslink.jsp?d=749>

## 5.2 Modellen

Vår modell går ut på att handel upprättas på ett index som baseras på förändringarna i K/B-talet. Handeln avser endast finansiella tillgångar, således involveras inte enskilda fastigheter i någon fysisk transaktion. Likaså ska all motpartsrisk garanteras av ett clearinghus och terminerna skall vara standardiserade. Den finansiella handeln avser villafastigheter, vilken skall baseras på ett index som bygger på SCB:s köpeskillingskoefficient (K/B-talet) och med villa eller hus avser vi fortsättningen villafastighet. Geografiska områden kan vara tre storstadsområden samt ett gemensamt riksområde.

### 5.2.1 Indexberäkning

Vi tänker oss att vi avgränsar ett geografiskt område som är tillräckligt stort, sett till antalet affärsöverlåtelser, för att bilda ett säkert statistiskt underlag där en enskild affär inte får någon avgörande påtaglig inverkan på indexunderlaget. Detta index visar det genomsnittliga förhållandet mellan en enskild fastighets basvärde och dess köpeskillning vid försäljningen, för alla fastigheterna som har omsatts under perioden. Index kan då sägas återspegla marknadens aktuella prisutveckling för områdets genomsnittliga fastighetsbestånd. Index baseras på inrapporterade kommersiella förvärv, vilket innebär att enbart relevanta avslut ger upphov till förändringar i indexet.

För att göra indexet lättförståeligt är det logiskt att utgå från basen 100, som helt enkelt multipliceras med aktuellt K/B-tal för området. Tar vi området Stor-Malmö med K/B-talet 2,65, vilket medför att indexet för området blir 265. För att terminerna ska kunna kopplas till ett index krävs att det kan översättas till kronor. Det sker genom att indexets värde multipliceras med en indexmultiplikator. Denna är för K/B-indexet 100 kronor. Om K/B-indexet är 265, blir det kronvärde som ett terminskontrakt relateras till 26 500 kronor ( $265 * 100$ ). Härmed skapas ett värde på den genomsnittliga prisförändringen på de omsatta fastigheterna i området som tillsammans skapar K/B-index. De procentuella förändringar som förekommer på villafastighetsmarknaden tar sig uttryck i K/B-indexet, vilket senare även terminskontraktens värde kommer att spegla. Exempelvis om K/B-index stiger med sju procent från indexvärde 265 till 283,55 ökar indexbeloppet med 1 855 kronor - från 26 500 till 28 355 kronor

### **5.2.2 Slutindex och kontantavräkning**

En bestämd veckodag varje månad beräknas K/B- index efter senaste månads försäljningsstatistik. Sista månaden i varje kvartal samma dag som beräkningen av K/B-index sker, är sista dagen för handel med innevarande kvartals K/B-indexterminer. Denna dag fastställs ett slutindex som beräknas och publiceras av ett auktoriserat institut. Det är utifrån detta värde som kontantavräkningsbeloppen bestäms. Om K/B-index exempelvis får ett slutindex på 270,3 vid kvartalsstängningen, kommer du som innehavare av tio kontrakt köpta terminer med "leveranspris" 265 att erhålla  $(270,3 - 265) * 1\,000 = 5\,300$  kronor minus courtage. Om du i stället hade sålt tio terminskontrakt till leveranspris 265 hade du i stället fått betala motsvarande summa plus courtage. Samma dag som innevarande kvartalskontrakten har förfallit noteras ett nytt slutkvartal för handel med K/B- indexterminer.

### **5.2.3 Löptider på terminskontrakten**

Löptiderna skulle kunna variera enligt följande till en början: tre månader, sex månader, ett år, två år och fem år. De längsta löptiderna kan vara motiverade med hänsyn till instrumentets förväntade förhållande till vanliga bindningstider för bostadslån.

### **5.2.4 För konkreta exempel av en husköparens användning av prissäkringsinstrumentet – termin**

För att konkretisera en modell av derivatmarknaden antar vi ett nygift par som idag bor i hyresrätt men är intresserade av att inom en femårs period investera i en villafastighet. De antar utifrån den aktuella prisutvecklingen, att prisbilden inte kommer att vara fördelaktigare om fem år i den region dit de avser flytta. Alternativet för paret vore att ta en position på terminsmarknaden som möjliggör deltagande i den förväntade prisutvecklingen. För ett utförligare exempel se bilaga 4.

### **5.2.5 Nyttan av en terminsaffär**

A är mycket nöjd med den aktuella prisbilden på villor i området vid tillfället, när han fattar beslut om att försöka sälja sin villa. Han bedömer att inom ett år bör han hinna med att sälja sitt hus i en takt som passar honom. Därför tycker han att han vill låsa upp sitt villavärde under ett år och säljer därför terminer med ett års löptid för motsvarande belopp som hans villa bedöms kunna säljas för på marknaden. Skulle något negativt ske på marknaden under året han innehar säljterminen, går K/B-indexet ned, kan han köpa tillbaka sin terminsposition eller låta den kontantavräknas vid slutindex. Därmed har han garderat sig för den generella marknadsrisken i området. Hur väl denna gardering svarar mot vad hans hus faktiskt kan bli



sålt för är omöjligt att säga. Det beror bl a. på hur väl hans hus stämmer överens med efterfrågan i området, men rimligtvis kan man anta att hans hus behåller sin korrelation till indexet även vid en nedgång på index (jämför med betavärde). Lyckas han inte få ut det pris han vill ha för villan under perioden har han i alla fall fått en kompensation för att marknaden gått ned.

Anledningen till att man kan tänka sig ge sig ut på derivatmarknaden på villafastigheter kan vara att man helt enkelt vill vara med på fastighetsmarknadens rörelser utan att faktiskt köpa en fastighet. Fastighetsmarknadens rörelser kan eventuellt passa in i en investerares portfölj, vilken man eventuellt vill ytterligare diversifiera. Då fastighetsmarknaden, K/B-talet, har en ungefärlig korrelation med SAX-index på 0,43,<sup>75</sup> sett över en sjuårs period sedan 1996, kan dessa instrument komma att bli ett tillgångsslag som man framgångsrikt kunde använda till portföljdiversifiering.

---

<sup>75</sup> Uträknad på data av SAX-index från Stockholmsbörsens hemsida, [www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) och K/B-talet från SCBs hemsida, [www.scb.se](http://www.scb.se)

## 6. Empiri

---

*I detta kapitel redovisar vi de empiriska resultaten från våran undersökning.*

---

### 6.1 Undersökningsteman

Vi har valt att dela in frågeformuläret, som skickades ut till respondenterna, i mindre beståndsdelar för att lättare redovisa de empiriska resultaten och analysen i kapitel sju.

Indelningen sker som följer,

- Hur uppfattades idén med en derivathandel baserad på marknadsutvecklingen av villafastigheter? Frågor 2 och 5.
- Vad skulle en derivatmarknad kunna tillföra? Frågor 1, 3, 4.
- Möjliga effekter för befintliga villaägare? Fråga 9.
- Möjliga effekter för potentiella villaägare? Frågor 6, 7, 8.
- Eventuella effekter på samhällsekonomin p.g.a. en derivatmarknad? Fråga 12.
- Påverkan på villkoren för fastighetsförsäljningar? Frågor 11 och 13.
- Hur bedöms förutsättningarna vara för att etablera en derivatmarknad baserad på villafastigheter? Fråga 10.

#### **6.1.1 Hur uppfattades idén med en derivathandel baserad på marknadsutvecklingen av villafastigheter?**

Idén uppfattades övervägande positivt, dock restes det frågor kring vilket deltagande marknaden skulle få och om volymen därmed skulle bli tillräckligt stor. Fördelarna med en derivatmarknad skulle vara enorma enligt en respondent. Några såg en större möjlighet till en fungerande marknad om även kommersiella fastigheter skulle ingå i indexet.

En del respondenter nämnde att historiskt sett var terminer tänkt som prissäkring men för att uppnå likviditet behövs spekulanter och att debatten om hedgefonder och deras dåliga rykte kan vara svårt att komma ifrån. En respondent påpekade svårigheten att få ett korrekt

prisvärde och att K/B-talet har både en nämnare och täljare som förändras över tiden vilket är ett stort problem.

### **6.1.2 Vad skulle en derivatmarknad kunna tillföra?**

Det borde innebära ett ökat deltagande på marknaden av fler aktörer speciellt nämndes att det skulle ge möjligheter för yngre människor att ta del av prisutvecklingen på småhusmarknaden. Ett ökat intresse för marknaden skulle initialt kunna leda till en prisuppgång, som i förlängningen leder till ett ökat utbud och därmed en förmodad större prisrörlighet som en konsekvens av detta. Några menade att prissäkringsmöjligheterna skulle uppskattas av marknaden. För riskaversiva placerare borde fastighetsderivat vara en intressant placering som möjliggör att ta del av småhusmarknaden (som ett komplement till räntebärande papper) utan att äga fastigheter. Det nämns även att införandet av terminer på villfastigheter skulle kunna konkurrera med bankerna eftersom räntekostnaden är den största kostnaden för de flesta villaägare och terminer kan minska detta enligt en respondent.

### **6.1.3 Möjliga effekter för befintliga villaägare?**

När det gäller möjligheten att använda terminshandeln i syfte att minska kreditrisken på villalån trodde två respondenter att en minskad kreditrisk skulle kunna få en viss påverkan på låneräntan. Detta genom att individens återbetalningsförmåga skulle kunna öka. Två respondenter trodde inte på någon sådan effekt eftersom låntagaren skulle kunna neutralisera positionen efter att lånedokumentet var underskrivet och att det var många andra faktorer som påverkade räntan. Även det faktum att bankerna använder schabloner för att bedöma s.k. rutinmässiga småhuskrediter talar emot en påverkan av låneräntan.

### **6.1.4 Möjliga effekter för potentiella villaägare?**

Derivatmarknaden skulle ge en bra möjlighet för både sparare och placerare att ta del av marknadsutvecklingen inför ett eget kommande fastighetsköp. Denna möjlighet skulle utgöra ett välkommet tillskott på marknaden, menade respondenterna. Respondenterna är ganska så överens om att det är övervägande positiva effekter för potentiella villaägare av en derivatmarknad. Dessa potentiella villaägare sägs också vara den troligtvis största icke spekulativa gruppen av aktörer på marknaden. En förutsättning som nämns är att det måste finnas tillräcklig likviditet på marknaden för att kunna avyttra sin position vid en egen bestämd tidpunkt. Gruppen potentiella villaägare kommer att öka likviditeten på marknaden och på så sätt göra den mer effektiv. Eftersom de flesta fastighetspapper på börsen har avnoterats eller köpts upp är en derivatmarknad på villfastigheter ett bra

investeringsalternativ. I teorin är det riskaversiva potentiella villaägare och befintliga villaägare som borde ha störst nytta av en derivatmarknad. Dock kan det vara svårt att få riskaversiva människor att genomföra transaktioner på en derivatmarknad. En annan synpunkt är att många människor drivs av boendemotiv snarare än ekonomiska motiv och att dessa människor redan uppfattar villafastigheter som ”stabila”.

#### **6.1.5 Eventuella effekter på samhällsekonomin p.g.a. en derivatmarknad?**

Om fluktuationerna minskar p.g.a. en derivatmarknad minskar även osäkerheten på marknaden vilket ger en samhällsekonomisk vinst. Dock är det enbart osäkerheten som minskar inte priserna. Derivat i sig skulle inte leda till minskad prisvolatilitet utan möjligheten att hedga risken skulle snarare öka intresset för villaköp utan att påverka volatiliteten. Liten effekt på samhällsekonomin, liknelsen med OMX-terminer och deras påverkan på OMX indexet nämns.

#### **6.1.6 Påverkan på villkoren för fastighetsförsäljningar?**

Respondenterna är överens om att införandet av en derivatmarknad inte kommer att påverka villkoren för försäljningar. Möjligtvis kommer fastighetsmäklare att använda terminsutvecklingen i sina försäljningsargument. Detta grundat på erfarenheter från aktiemarknaden. Dock är det viktigt att skilja på marknaden i stort och individen.

#### **6.1.7 Hur bedöms förutsättningarna vara för att etablera en derivatmarknad baserad på villafastigheter?**

Finns det tillräckligt med aktörer på marknaden som är intresserade är förutsättningarna goda. Dock är det svårt att få balans på marknaden. Det borde bli balans om det finns tillräckligt med villiga riskneutrala aktörer. En växande volym är det mest effektiva sättet att minimera prisgenomslaget av obalanser på marknaden. Om marknaden uppnår balans kan detta utnyttjas av fastighetsmäklare som ett sälj/köp argument till kunderna.

#### **6.1.8 Vidare kommentarer**

En av respondenterna påtalade de politiska implikationer derivatmarknad på (enbart) husindex kunde få. Han menade på att det kanske finns de som av ideologiska skäl skulle ta en derivathandel i fastighetsindex som en kvittens på att en växande grupp människor även ser sitt innehav av eget hem som en finansiell placering. Detta skulle få som följd att motivationen för att sänka boendeskatterna kan försvagas. Vidare i diskussion med samma respondent omnämndes en annan möjlig påföljd. Han anmärkte att vissa grupper i Sverige har en negativ inställning till att använda sina tillgångar för att skapa mervärde genom olika

finansiella instrument, eftersom det ofta kopplas ihop med spekulation. Spekulation i sin tur är negativt laddat hos allmänheten.

Vidare anmärktes av en respondent de problem som kan uppstå vid rapporteringen av K/B-talet. Eftersläpningen i SCB:s rapportering av K/B-index menade han kan komma att vålla insiderproblem? De som sitter nära husmarknaden borde ha hyfsade möjligheter att förutse hur K/B-index utvecklas och spekulera i optionsmarknaden efter detta.

### **6.1.9 Sammanfattning**

En derivatmarknad skulle kunna komma att ge en ökad möjlighet för främst förstagångsköpare av småhus att ta sig in på marknaden. Denna grupp kunde först använda instrumentet som en språngbräda för att få möjlighet att köpa en egen villa och därefter i samband med köpet kan de använda terminer som ett försäkringsskydd mot effekterna av ett eventuellt prisfall på småhusmarknaden. För befintliga villaägare ansågs inte intresset komma att bli så stort. Förenat med indexeringen nämndes det en del problem. Svårigheten att uppnå korrekt prisvärde och K/B-talets nämnare och täljare problematik. Även likviditen på derivatmarknaden kan bli ett problem. Den politiska risken anses av många respondenter vara stor. Fastighetstaxeringen ändras ofta årligen, smått eller stort, och detta leder till svårigheter med ett K/B-index.

## 7. Analys

---

*I detta kapitel analyserar vi resultaten från vår undersökning*

---

### 7.1 Analys

I teorikapitlet, 3.3.2 Samspelet mellan Fastighetsmarknaden och Samhällsekonomin, diskuteras olika faktorer som påverkar fastighetsmarknaden och hur denna i sin tur inverkar på samhällsekonomin. Detta avsnitt påvisar att risken för prisförändringar på fastigheter påverkas av många olika mer eller mindre komplexa skeenden. Avsnittet ger en bakgrund till varför derivatinstrument inte bör ses som ett stabiliseringsinstrument för en hel marknad, utan snarare som ett prissäkringsinstrument på individnivå. En fråga som uppkommer är hur man kan gardera sig för de prisförändringar som sker på fastighetsmarknaden. Derivatinstrument är ett alternativ. Dock innan detaljerna kring derivatmarknadens uppbyggnad undersöks och utarbetas, ansåg vi det vara intressant att utreda vilka följder den skulle ha på fastighetsmarknaden samt hur den skulle i så fall mottas av potentiella intressenter. För att kunna ta reda på detta byggde vi upp en modell på en derivatmarknad utifrån villafastighetsmarknadens prisutveckling för att illustrera idén för respondenterna vilka ingick i undersökningen. Urvalet av respondenterna var viktigt för undersökningens pålitlighet, då dessa skulle uttala sig om derivatmarknadens följder och effekter samt om det fanns förutsättningar för dess tillkomst. Därav krävdes att respondenterna hade goda kunskaper eller erfarenheter av derivatmarknader, samt översiktlig kunskap om fastighetsmarknaden. Respondenterna visade sig vara positiva till idén, där flera påpekade att det teoretiskt var en bra idé. Dock ansåg de att uppbyggnaden av en sådan marknad skulle vara väldigt svårt att förverkliga. Många av dem anmärkte på de tekniska svårigheter som skulle uppkomma, men även derivatmarknadens följder/effekter nämndes, både på mikro- och makronivå.

#### *Finns behovet av en derivatmarknad?*

En derivatmarknad innebär nya möjligheter att ta del av en förväntad värdestegring i form av sparande eller som en placering i ett tillgångslag som man har för avsikt att senare investera i. I dag är man hänvisad till andra tillgångslag för detta bosparande. Som framgår av tidigare presenterade grafer har villa- och fastighetsmarknaden inte alltid en perfekt korrelation till aktiemarknaden som är det historiskt sett främsta placeringsalternativet. Derivatmarknaden ger en ny möjlighet för en potentiell småhusköpare att säkra värdet på sitt sparande eller sitt

kapital så att det korrelerar med prisutvecklingen på småhusmarknaden. Detta som en förberedande åtgärd inför sitt planerade framtida husköp. Respondenterna ser även tillgångsslaget, småhusmarknaden som en intressant placering för andra (investerare), vilka inte är ute efter ett boende utan bara söker en finansiell riskspridning för sin portfölj.

### *Finns förutsättningarna för etablering av en marknad?*

Här framträder två påtagliga faktorer hos respondenterna nämligen:

1. Mätproblem
2. Likviditetsproblem

#### *1. Mätproblem*

Mätproblemet kan sägas vara av teknisk karaktär eftersom den av oss föreslagna modellen utgår ifrån ett befintligt system som har ett annat syfte än att vara underlag för ett kommersiellt index. En av respondenterna påtalade svårigheterna med att mäta fastighetsmarknadens utveckling. Problematiken som ställs är alltså om K/B-talet verkligen kan användas över en längre tidsperiod än de sex år man använder taxeringsvärdena som räknas om vart sjätte år. Detta mätproblem uppstår på grund av att både nämnaren och täljaren är föränderlig. I kapitel fem, 5.1 K/B-index, diskuteras hur K/B-förhållandet bör förändras efter en omräkning av taxeringsvärdena vid en allmän fastighetstaxering. Denna problematik bör naturligtvis ses som ett av de största problem som kan uppkomma i och med uppbyggandet av en derivatmarknad på K/B-talet. Vi bortser dock från detta eftersom vi i vårt arbete har som undersökningsobjekt effekterna och följderna av en derivatmarknad på villafastigheter.

Ett annat problem som kan uppkomma i samband med rapporteringen menade en av respondenterna var att eftersläpningar i SCB:s rapportering kunde resultera i insiderproblem, vilket innebär en informationsasymmetri mellan placerare på derivatmarknaden och de grupper som har nära förhållande till husmarknaden. För att kringgå dessa problem bör regleringar på marknaden införas, vilket leder till en effektivisering av marknaden.<sup>76</sup>

Informationsasymmetrin kan beträffande en derivatmarknad baserad på villafastigheter, visa sig genom att grupper som har en närhet till fastighetsmarknaden eller till rapporteringen av marknadsutvecklingen får bättre inblick i marknadsutvecklingstendenserna. Dessa kan då med

---

<sup>76</sup> Effektiviseringen av marknaden syftar till teorin om effektiva marknader (EMH): för vidare läsning hänvisar vi till: Arnold, G. *Corporate Financial Management*. Kap. 14.

information om den framtida marknadsutvecklingen ta positioner på derivatmarknaden för kortsiktiga avkastningar, vilket placerare som inte har tillgång till samma information inte kan göra.

## *2. Likviditetsproblem*

Likviditetsproblemen som befaras kan härledas till några orsaker, varav en är att föreslaget område (en av de tre storstadsregionerna) är för litet sett till antalet fysiska transaktioner. En annan orsak till befarad låg aktivitet är tilltron till marknadens möjligheter att klara av att hantera (hålla likviditet vid) eventuella stora marknadsrörelser. I normala situationer när det råder stor efterfrågan på egna villafastigheter menar respondenterna att den klart största efterfrågan finns hos köparna. Därmed bör det i normalmarknaden finnas goda möjligheter att sälja terminer som ger ett bra prisskydd. En svårighet med denna derivatmarknad är att det knappast är möjligt att ha en market maker funktion, enligt traditionellt upplägg, i alla fall inte i tillräcklig omfattning för att man i alla situationer ska kunna ställa priser.

”Än mera likvid blir marknaden, när fondkommissionärer ställer upp som marknadsgaranter (market makers).” Källa: Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse Vol A: 32 bilaga 2

Åtminstone inte på det sättet det fungerar på derivatmarknaden för aktier, där market makers direkt kan neutralisera sin position på den fysiska marknaden och i princip alltid vara riskneutral i marknaden. För att få en likvid marknad måste man nog tänka sig att privatpersoner dvs. befintliga och potentiella husägare behöver extern hjälp, speciellt måste detta vara fallet vid situationer med kraftigare efterfrågan åt endera hållet. Skulle det vara praktiskt möjligt att exempelvis stora kapitalplacerare kan åta sig att köpa terminer vid en nedgång och på så vis agera som en slags marknadsgarant och ta på sig risken? Vid marknadssituationer där det råder stor efterfrågan på småhus borde villaproducenter kunna fungera som ”externa” säljare av terminer eftersom de kan sägas ha en möjlighet att skydda (neutralisera) den positionen med fysisk leverans av ett antal småhus på marknaden.

### *Vilka motiv som respondenterna trodde skulle kunna finnas*

För potentiella villaköpare menade man att det skulle finnas ett klart intresse av att köpa in sig i marknaden via terminer. Denna grupp skulle därmed kategoriseras som placerare med ett hedgingmotiv enligt ovan. Motiven för befintliga husägare att använda derivatmarknaden (prisskydd, och för billigare lån) ansågs inte vara så påtagliga som kunde förväntas. Orsaken



till detta bör vara att det är de etablerade villaägarna har hunnit få större ekonomiska marginaler. De flesta som säljer efter en lång tids ägande kommer inte att ta position för att få ut en så bra köpeskillning som möjligt. Man tror heller inte att de är så benägna att spekulera i sitt boende. Vi noterar dock att Ulf Alsterlind, SBAB, den av respondenterna som representerar bolåneaktörerna, ger följande svar på fråga 12: ”Igen. Individens tolerans mot den egna skuldsättningsgraden tenderar att ändras över tiden. Generellt tycks få individer förstå den relativt stora prisrisk som ett fastighetsköp innebär”. Hans uppfattning ger stöd för den risk som kan bli följden av att det i vissa tider inte tycks råda samma behov av storlek på kontantinsats för ett husköp. Följande utdrag om lånemöjligheter fanns på Mäklarfirman ERA:s hemsida den 8 december 2003 under rubriken, ”Hur bestämmer en långgivare hur mycket får jag låna?” ... Det tredje kan vara att bostadsmarknaden är överhettad och man befärar att priserna kommer att sjunka inom snar framtid. Det kan innebära att långgivaren begränsar lånegraden - du kanske bara får låna 80 % av köpeskillingen istället för 90 % eller hela.” Frågan är om låntagaren kan känna sig trygg med långgivarens förmåga att förutse hur priserna kommer att utvecklas, om så vore fallet borde det inte kunna uppstå några fler kraftiga prisnedgångar. Eftersom utlåningsrestriktionerna skulle ha en dämpande inverkan på prisökningstakten. Ser vi på prisökningen som varit sedan fastighetskrisen i början av 1990-talet, se figur 1 kapitel 3, kan man tycka att dagens prisutveckling påminner om den som föregick den situationen. Priserna skulle kunna falla med samma procentsats som då och ändå vara på en högre nivå än den förra toppen. Det finns med andra ord utrymme för dramatiska prisfall utan att den långsiktiga uppgångstrenden bryts. Effekterna av ett sådant fall är inte allt för svåra att tänka sig. Detta är ytterligare ett motiv till varför en terminsmarknad på villafastigheter borde finnas.

### *Påföljder/Effekter*

I undersökningen omnämndes olika politiska implikationer som möjliga påföljder i samhället vid en tillkomst av en derivatmarknad på husmarknaden. Som implikation nämnde en respondent bland annat att avsikter som syftar till att skapa mervärde genom användning av olika finansiella instrument på tillgångar, i Sverige lätt kopplas ihop med spekulation. Spekulation i sin tur ansåg han vara ett negativt laddat ord hos allmänheten. Detta resonemang återspeglas även i den statliga utredning Nils Lundgren stod bakom och presenterades i januari år 2000. I sin inledning nämner han den skepsis som omgärdar finansmarknaderna i Sverige. Denna skepsis härleder han till de extremt höga ersättningar vissa grupper inom finanssektorn fått. Detta utan att allmänheten känt sig övertygad om att de verkligen har gjort

sig förtjänta av dessa ersättningar och de finanskriser som härjat världen över.<sup>77</sup> Vidare trodde en respondent att det kanske finns de som av ideologiska skäl skulle ta en derivathandel i fastighetsindex som en finansiell placering. Vissa grupper i samhället kan helt enkelt komma att reagera negativt på en kommersialisering av villamarknaden. Att tala om kommersialisering av villamarknaden i och med tillkomsten av en derivatmarknad på densamma är dock oriktigt. Derivatmarknaden kommer att bygga på villamarknadens utveckling, vilken skall speglas i ett index. Handel på detta index bör i sin tur inte påverka villamarknadens prisutveckling, vilket en respondent påtalade genom en jämförelse av aktiemarknaden och handel av terminskontrakt på OMX-index. Han syftade på att terminshandeln på OMX-index har en ytterst begränsad inverkan på OMX-index.

Vidare nämnde respondenten att en derivatmarknad på villafastighetsmarknaden skulle kunna få politiska implikationer i form av att den skulle för vissa fungera som en kvittens på att en växande grupp människor även ser sitt innehav av eget hem som en finansiell placering. Fastighetsskatten i Sverige är som tidigare nämnts (3.3.3 Fastighetsbeskattningen) marknadsbaserad, vilket innebär att man betraktar fastigheter som kapitalplaceringar. Respondenten menade på att detta skulle försvaga motivationen att sänka eller reformera boendeskattna, eller till och med leda till en höjning av fastighetsskatten.

---

<sup>77</sup> SOU 2000:11, Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse

## 8. Slutsatser

---

*Detta avslutande kapitel innehåller våra slutsatser och förslag till vidare forskning.*

---

### 8.1 Intresset finns, trots komplikationerna

Vi kan konstatera att det på den teoretiska nivån finns det ett klart intresse för en derivatmarknad baserad på villamarknaden. I teorin skulle en väl fungerande sådan marknad kunna ha många förtjänster. Villamarknaden skiljer sig väsentligt från övriga marknader där det idag finns en etablerad derivathandel. De främsta skillnaderna med denna derivathandel är att:

- Den vänder sig till privatpersoner.
- Det finns ingen självklar standardiseringsmöjlighet på underliggande vara.
- Prisstatistiken som finns idag är framtaget för ett annat syfte och är svåradaptat som underlag för ett kommersiellt småhusindex.
- Terminshandeln avser en underliggande vara som innehåller en nyttofunktion men är också att betrakta som en finansiell investering.
- Det finns i praktiken ingen möjlighet att köpa/sälja en vara som motsvarar den produkt termen avser.

Sammantaget innebär detta givetvis att det är ett flertal faktorer, var och en i sig unika, som verkar begränsande för en etablering av en derivatmarknad. Det råder också olikheter som gör att fördelarna med en derivatmarknad är större på detta område än vad som är fallet med de idag existerande marknaderna. Småhusmarknaden har av olika anledningar höga transaktionskostnader och därtill är det förenat med praktiska hinder att köpa och sälja en enskild fastighet (underliggande vara) i syfte att parera marknadssvängningarna, jämfört med vad som fallet med underliggande varor på befintliga derivatmarknader. Det innebär att man har höga kostnader för att minska prisutsattheten och i praktiken blir möjligheten att parera marknadssvängningarna starkt begränsad.

#### 8.1.1 Initiativtagare

Vi konstaterar att undersökningen visar att det är hos de potentiella husköparna som man förväntar sig att intresset är störst. Frågan är emellertid om intresset hos denna grupp utgör en tillräcklig drivkraft för att någon aktör ska ta initiativ till att åstadkomma någon form av derivatmarknad för riskhantering som bygger på prisutvecklingen i ett index över småhusmarknaden. Jämför vi med på senare tid tillkomna alternativa finansieringsformer för

småhusmarknaden som Sale and Leaseback och Omvända lån (Seniorlån)<sup>78</sup> så har dessa implementerats av existerande branschaktörer som en naturlig utveckling av deras serviceutbud. Etablering av en derivatmarknad kräver uppbackning från flera olika aktörer som är verksamma inom branschen.

### **8.1.2 Förberedelser för en derivatmarknad**

Introduktion av ett kommersiellt index är en förutsättning för att skapa tillit till en kommande marknadsplats. Småhusmarknaden har egenskaper som avviker betydligt på flera väsentliga områden jämfört med marknader som idag har en existerande derivathandel. Varav en utmärkande skillnad är att den största gruppen av berörda parter är privatpersoner med (idag krävs inskolning) begränsad möjlighet att dra fördel av en finansiellmarknadsplats. Vidare är bostadsmarknaden omgärdad av så mycket konkurrensbegränsade omständigheter att det enligt en analys beställd av ESO<sup>79</sup> som presenterades i mars 2003 och är utförd av Hans Lind, docent i fastighetsekonomi vid KTH, analysen utgår från tanken att ”det borde vara möjligt att få marknaden för bostadsbyggande att fungera ungefär som andra varumarknader”. I sammanfattningen finns följande slutsats ”det krävs en bred reform av samma typ som skattereformen i början av 1990-talet”.<sup>80</sup>

En del i processen att göra bostadssektorn mera marknadsanpassad är att man som en förberedelse för en kommande derivatmarknad upprättar ett småhusindex som svarar mot de krav som en sådant ställer. Ser man på tendenser i samhället vad gäller individers ekonomiska beslut ser man en trend mot att alltmer av riskhanteringen förs över på den enskilde individen som pensioner, elleverantör, teleleverantör, t.o.m. sjukvårdstjänster. När det gäller boendet kan man se på den förändrade attityden till att ha rörliga lån idag jämfört med vad som var fallet tidigare, för att få belägg för att individer är beredda på att ta möjligheten att själv bedöma vilka ekonomiska risker man vill ta. Avslutningsvis måste man räkna med att det krävs betydande informations och utbildningsinsatser av de potentiella användarna (jämför med OM:s ständiga utbildningar) för att en terminshandel ska bli ett naturligt verktyg vid ett villaköp. Liksom att det ställs stora krav på pedagogisk skicklighet vid ett upprättande av en terminshandel för att marknaden ska accepteras av viktiga grupper i samhället (läs vissa

---

<sup>78</sup> Millgård s. 95

<sup>79</sup> Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) är en kommitté (B 1981:03) under Finansdepartementet.

<sup>80</sup> Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om utvecklingen 1995 – 2001.

politiker). Det handlar om att marknaden måste vara mogen, men trenderna i samhället går mot ett ökat ansvar för individen.

## 8.2 Vidare forskning

- Här följer några förslag på vidare forskning,
- Mätproblematiken på fastighetsmarknaden skulle kunna utredas, kring ett eventuellt index.
- Utreda om det finns ett marknadsintresse bland olika aktörer.
- Investerarnas preferenser bör undersökas i syfte att skapa ett instrument som efterfrågas.
- Undersöka instrumentets skatteeffektivitet.

## Bilagor

### Bilaga 1

Fastighetsprisindex (Laspeyres index)

Index för län

$$I_i(t-1, t) = 100 \cdot \frac{\sum_{j=1}^{k_i} N_{ij}(t-1) \cdot \bar{p}_{ij}(t)}{\sum_{j=1}^{k_i} N_{ij}(t-1) \cdot \bar{p}_{ij}(t-1)}$$

$N_{ij}(t-1)$ : antalet fastigheter i fastighetsbeståndet i region i, i basvärdesklass j, år t-1

$\bar{p}_{ij}(t-1)$ : det genomsnittliga priset på försålda fastigheter i region i, i basvärdesklass j, år t-1

$\bar{p}_{ij}(t)$ : det genomsnittliga priset på försålda fastigheter i region i, i basvärdesklass j, år t

$k_i$ : antalet basvärdesklasser i region i

I täljaren:

antalet fastigheter i fastighetsbeståndet i region i, vid bastidpunkten \* det genomsnittliga priset på försålda fastigheter i region i vid jämförelsedatum

Ex:  $5 * 5\,000 * 1\,100\,000 = 27\,500\,000\,000$

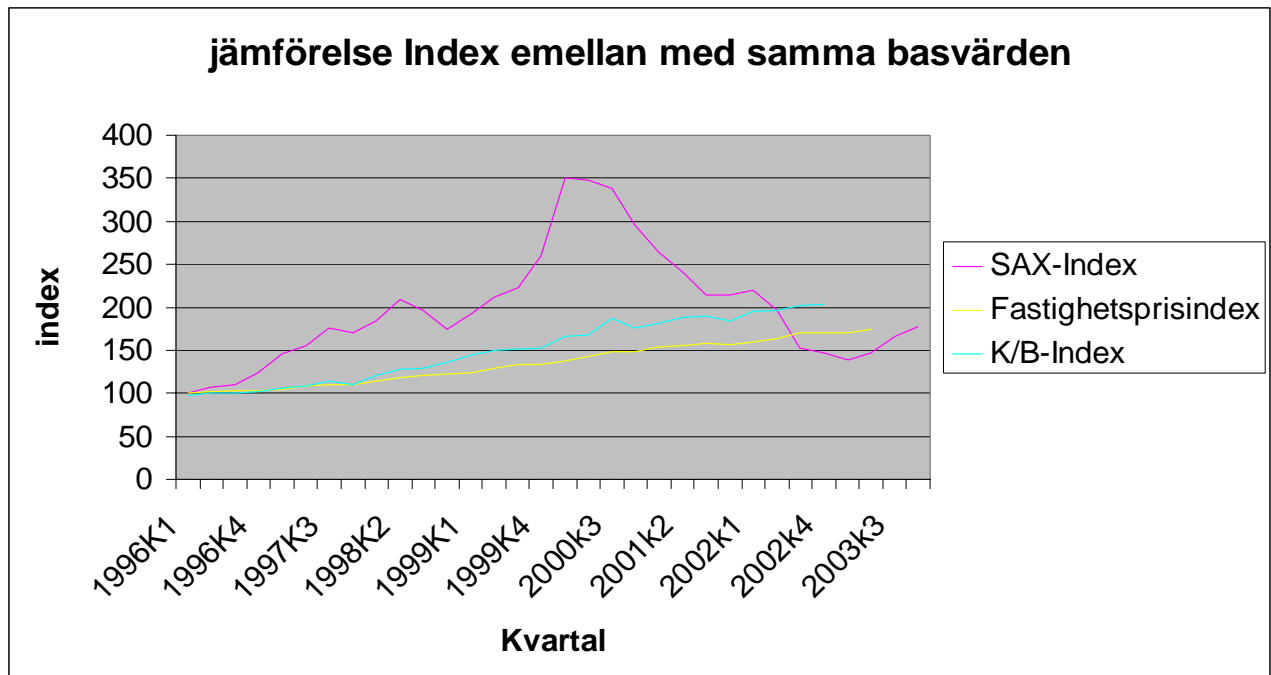
I nämnaren:

antalet fastigheter i fastighetsbeståndet i region i, vid bastidpunkten \* det genomsnittliga priset på försålda fastigheter i region i vid bastidpunkt

Ex:  $5 * 5\,000 * 1\,000\,000 = 25\,000\,000\,000$

Ex:  $27\,500\,000\,000 / 25\,000\,000\,000 = 1,1$  dvs. en 10 %: ig förändring, vilket innebär att man här uppmäter en genomsnittlig prisförändring perioderna emellan.

## Bilaga 2



## Bilaga 3

Köpa National House Prices på september månad

Låt oss anta att det är juli månad och den senaste publikationen av HBOS indikerar att medlet på husen i Storbritannien för juni månad är £129 000. X går in väljer att ta en position på, slå vad om att, i september månad kommer medlet på huspriserna stå på £130 000, dvs. 130 punkter. Detta innebär alltså att man löser till sig ett värde på £130 000. I oktober publiceras husprismetlet för september månad och visar sig vara £132 700, vilket motsvarar 132,7 punkter. Vadet resulterar då i följande avräkning:

Faktisk kurs	132,7
Vadets kurs	130,0
Skillnad	2,7

Vinsten blir därmed:  $2,5 * £1\ 000 = £2\ 500$

## Bilaga 4

Namn:

Utbildningsbakgrund, titel, m.m.

Gruppens motivering till  
Val av respondent:

Introduktion inför frågorna

### **Köp ditt drömhus till en mindre prISRISK!**

För många personer är ett villafastighets köp den enskilt största affären i livet. Det innebär för många också att den är förenad med en känsla av stor finansiell osäkerhet. Med fastighetsbubblan i början av 90- talet i minnet och den nuvarande kraftiga uppgången som ägt rum i kölvattnet av nuvarande historiskt låga räntenivåer, börjar vissa aktörer känna en ökad oro för marknadsläget.

Vad sägs om ett finansiellt instrument som erbjuder husägare och andra aktörer i fastighetsmarknaden en möjlighet till att sänka den generella marknadsrisken som finns på deras fastighetsinnehav?

Idén går ut på att det upprättas en handel med ett index som baseras på förändringarna i K/B-talet<sup>81</sup>. Vi vill klargöra att handeln avser endast finansiella tillgångar, således involveras inte en enskild fastighet i någon fysisk transaktion. Likaså ska all motpartsrisk garanteras av ett clearinghus och terminerna är standardiserade. Den finansiella handeln avser villafastigheter enligt förutsättningarna för SCB:s K/B- tal och med villa eller hus avser vi fortsättningen villafastighet. Geografiska avgränsningsområden kan vara de tre storstadsområdena samt ett gemensamt riksområde.

### **Tekniskt tillvägagångssätt**

Vi tänker oss att vi avgränsar ett geografiskt område som är tillräckligt stort sett till antalet affärsöverlåtelser, för att bilda ett säkert statistiskt underlag där en enskild affär inte får någon avgörande påtaglig inverkan på indexunderlaget. Detta index visar det genomsnittliga förhållandet mellan en enskild fastighets basvärde och dess köpeskilling vid försäljningen, för alla fastigheterna som har omsatts under perioden. Index kan då sägas återspegla marknadens aktuella prisutveckling för områdets genomsnittliga fastighetsbestånd. Index baseras på inrapporterade kommersiella förvärv, vilket innebär att enbart relevanta avslut ger upphov till förändringar i indexet.

### **Indexberäkning**

För att göra indexet lätt förståeligt är det logiskt att utgå från basen 100, som helt enkelt multipliceras med aktuellt K/B- tal för området. (Med basår 1996 och basvärde 100) Tar vi som exempel området stor Malmö med K/B- talet 2,65 medför detta att det områdets index

---

<sup>81</sup> Den tekniska utformningen av den finansiella handeln ska endast ses som ett exempel, för att kunna konkretisera problemframställningen i frågeunderlaget till respondenterna och inte som ett område vi tänkt utreda.



blir 265. För att terminerna ska kunna kopplas till ett index krävs att det kan översättas till kronor. Det sker genom att indexets värde multipliceras med en indexmultiplikator. Denna är för K/B- indexet 100 kronor. Om K/B- indexet är 265, blir det kronvärde som ett terminskontrakt relateras till 26 500 kronor ( $265 \times 100$ ). Härmed skapas ett värde på den genomsnittliga prisförändringen på de omsatta fastigheterna i området som tillsammans skapar K/B- index. I det fall villafastighetsmarknaden, i vårt exempel stor Malmö, så som den tar sig uttryck genom K/B- index stiger med sju procent från indexvärde 265 till 283,55 ökar indexbeloppet med 1 855 kronor - från 26 500 till 28 355 kronor.

### **Slutindex och kontantavräkning**

En bestämd veckodag varje månad beräknas K/B- index efter senaste månads försäljningsstatistik. Notering av de gällande terminspriserna sker dagligen under några få timmars handel på marknadsplatsen. Sista månaden i varje kvartal samma dag som beräkningen av K/B-index sker, är sista dagen för handel med innevarande kvartals K/B- index – terminer. Denna dag fastställs ett slutindex som beräknas och publiceras av ett auktoriserat institut. Det är utifrån detta värde som kontantavräkningsbeloppen bestäms. Om K/B- index exempelvis får ett slutindex på 270,3 vid kvartalsstängningen, kommer du som innehavare av tio kontrakt köpta terminer med "leveranspris" 265 att erhålla  $(270,3 - 265) \times 1\,000 = 5\,300$  kronor minus courtage. Om du i stället hade sålt tio kontrakt terminer till leveranspris 265 hade du i stället fått betala motsvarande summa plus courtage. Samma dag som innevarande kvartalskontrakten har förfallit noteras ett nytt slutkvartal för handel med K/B- index- terminer.

### **Löptider på terminskontrakten**

Vi tänker oss att följande förslag på löptider vore lämpliga i ett inledningsskede: sex månader (som utges med tre månaders mellanrum), ett år, två år och fem år. De längsta löptiderna kan vara motiverade med hänsyn till instrumentets förväntade förhållande till vanliga bindningstider för bostadslån.

### **Ett konkret exempel**

En hus köpares användning av riskspridningsinstrumentet (termin)

Vi utgår från en typisk första hus köpare. En familj med två inkomster som önskar ett eget boende p.g. a. en uppsjö av anledningar.

Familjen har fastnat för ett nyproducerat hus som deras ekonomi skulle klara av enligt hus fabrikantens och bankens kalkyler. Kalkylen bygger på att båda kan behålla nuvarande goda förvärvsinkomster. Vidare krävs att alla deras besparingar används till kontantinsatsen.

Allt känns bra med husköpet bortsett från en viss oro för att något kan hända med deras ekonomi. Vad händer om en av oss mister sin anställning? Tvingas vi då kanske sälja?

Huspriserna har dessutom stigit kraftigt på senare tid, det kan bli förödande om vi skulle tvingas sälja i ett ogynnsamt läge.

Här kommer möjligheten med riskspridningsinstrument in i bilden. Vi antar att familjen köper sitt nya hus enligt förutsättningarna ovan. Dock med den skillnaden att man i samband med låneupplägg och upptagande av pantbrev för finansieringen av huset. Väljer att sälja bort säg 40 procent av generella marknadsrisken på sitt hus.

*Hur sker då detta?*

Familjen utfärdar terminer på K/B- index till ett belopp som motsvarar 40 procent av köpeskillingen.

*Vad innebär det här?*

Jo att man har ingått ett avtal som medför att 40 procent av genomsnittliga hus värdet för området har prissäkrats till nivån som råder vid köpet av fastigheten. Vi antar huset behåller

sin relation till K/B- index över tiden. Därmed har man i praktiken sålt bort (hedgat) 40 procent av marknadsrisken avseende tillgångsvärdet på huset. Man har minskat sin utsatthet för prisrörligheten och marknadssvängningarna på villa fastighetsmarknaden. Situationen för sitt boende blir att man har 100 procent av den unika risken, dvs. den specifika villarisken (skada, skötsel, lokal belägenhetsfaktor, etc.), men bara 60 procent generell marknadsrisk för indexområdet.

#### *Ett annat exempel*

Så här kan ett affärsförlopp se ut: A vill sälja sitt hus, A bestämmer sig för att utfärda en säljtermin men inte på sitt hus värt X kr, utan på K/B- indexet. Med hjälp av en extern fastighetsvärdering samt en jämförelse med husets basvärde uppskattas ett försäljnings värde på huset, alltså dess förväntade marknadsvärde. Värderingen av fastigheten ger också ett besked om husets aktuella K/B- tal. A kontaktar då en fastighetsmäklare, vilken även ombesörjer handel med derivativor (prissäkringsinstrument). Antal kontrakt specificeras hos mäklaren (detta är redan standardiserat, hur många kontrakt som krävs för att täcka husvärdet) och en order läggs in hos clearinghuset. Clearinghuset förmedlar A:s säljintresse av terminer på derivatmarknaden för fastigheter. Dessa kontrakt kommer då förhoppningsvis att bli köpta av en motpart, vill då denne köpa huset? Nej, dennes avsikt är inte att köpa en specifik fastighet. Motpartens avsikt är att ta del av en genomsnittlig prisutveckling för villafastighetsmarknaden i det området motparten har tagit en köp position i. Vid terminslösen sker en likvid avräkning mot avista priset på indexet. Det är alltså inte frågan om att terminskontrakten är kopplade till en enskild fysisk villafastighet, utan kontrakten är standardiserade till ett underliggande kronvärde kopplat till K/B-indexet.

#### ***Vad är då nyttan av denna terminsaffär?***

A är mycket nöjd med den aktuella prisbilden på villor i området vid tillfället, när A fattar beslut om att försöka sälja sin villa. A bedömer att inom ett år bör A hinna med att sälja sitt hus i en takt som passar denne. Därför vill A låsa upp sitt villa värde under ett år och säljer därför terminer med ett års löptid för motsvarande belopp som As villa bedöms att kunna säljas för på marknaden. Skulle något negativt ske på marknaden under året A innehar säljterminen går K/B-indexet ned och kan A köpa (lösa) tillbaka sin termins position eller låta den kontantavräknas vid slutindex. Därmed har A garderat sig för den generella marknadsrisken i området. Hur väl denna gardering svarar mot vad As hus faktiskt kan bli sålt för är omöjligt att säga. Det beror bl a. på hur väl As hus stämmer överens med efterfrågan i området, men rimligtvis kan man anta att As hus behåller sin korrelation till indexet även vid en nedgång i index (jämför med betavärde). Lyckas A inte få ut sitt efterfrågade pris för villan under perioden, har A i alla fall kompenserats genom terminsaffären för den generella marknadsnedgången som K/B-index speglar.

#### ***Vilka är typiska köpare av positioner på K/B-index<sup>82</sup>?***

Alla som i framtiden planerar att äga ett eget boende men som av olika skäl inte vill och kan ta steget fullt ut att skaffa eget hus i den situation man befinner sig i dag. Det finns även anledning att banker och bolåneinstitut skulle intressera sig för denna marknad. Orsakerna är i motsats till sälj sidan. Dessa institutioner vill vara säkra på att erhålla det gällande marknadspriset på sin lånestock. Då deras tillgångar i form av bolån är baserade på fastighetsvärden finns det prisförändringar som kan vara till nackdel, ett exempel är om en individ vars fastighets värde understiger lånebeloppet helt enkelt ”går” ifrån fastigheten och lånet. Ett förenklande antagande här är att kostnaden samt konsekvenserna att ”gå” ifrån är ej

---

<sup>82</sup> Vårt eget begrepp

relevanta i teorin samt att det är juridiskt tillåtet för svenska banker att investera pengarna på detta sätt. Eftersom det finns vinstchanser på marknaden kommer spekulanter att förekomma och det bidrar till effektivare prissättning samt verkar som ”olja i maskineriet”.

### **Tänkbara effekter på villafastighetsmarknaden**

Om man anlägger synsättet om vad som krävs för att bilda effektiva marknadsplatser och antar att villa marknaden blir effektivare prissatt, med hjälp av en väl fungerande derivat marknad. Skulle enligt vår uppfattning bl. a. följande effekter kunna tänkas uppstå:

- Villamarknaden blir ett nytt och väsentligt tillgångslag på placerarmarknaden (enligt teorin om alla tillgångsslag i marknadsportföljen)
- Möjliggör för villaägare vars största ekonomiska tillgång är det egna huset, att få en mer riskneutral sammansättning på sin förmögenhet utan att öka balansomslutningen.
- Placerare kan ta del av värdeförändringen i villamarknaden utan att behöva vara lagfaren ägare till en specifik fastighet.
- Riskexponeringen som en placering i eget boende kan sägas utgöra, kan anpassas smidigt till den situation man befinner sig i livet.
- Kan ge fler möjlighet att bo i villafastighet eftersom riskspridningsinstrumentet möjliggör att man inte behöver bära hela marknadsrisken själv vid köp av en villa.
- Man kan välja att positionera sig i villamarknaden en längre tid än den tid man är lagfaren ägare till sin egen villafastighet. Därmed kan risken fördelas över en längre period av livet.
- Risker som är förknippad med villa ägandet kan i praktiken indelas i, unik villaspecifik risk och generell marknadsrisk som är gemensam med ett större villakollektiv.
- Placering i eget boende kan betraktas som en komponent i en tillgångsportfölj och dessa effekter kommer derivathandeln att hjälpa till att lyfta fram.
- Eftersom villafastighetsmarknaden kommer att prissättas av fler aktörer blir signaleffekterna från marknaden tydligare och därmed tillförlitligare.

### **Frågor till berörda parter och andra intressenter.**

Vilka problem/fördelar ser ni med en prissäkrings- riskfördelningsmarknad uppbyggd på fastigheter?

Svar:

Vilka effekter kan det tänkas ha på fastighetsmarknaden i stort? Prisbilden? Ökad eller minskad pristrygghet samt prisvolatilitet?

Svar:

Finns ett behov av en sådan marknad idag? (Kanske inte idag då utvecklingen varit god men vid en generell värdeminskning finns andra förutsättningar)

Svar:

Skulle ni kunna tänka er att utnyttja derivat instrument för er egen del och eventuell egen fastighet?

Svar:

Skulle det kunna tänkas att individer/hushåll som idag inte tycker det är aktuellt att köpa en egen fastighet, kan använda sig av en derivat marknad som en del i sitt sparande inför ett framtida eget fastighets ägande? (ex statsobligation + innehavd termin)

Svar:

Eftersom riskspridningen blir effektivare kan det även antas att riskaversiva människor tar del av fastighetsmarknaden och på så sätt ökar omsättningen på derivatmarknaden?

Svar:

Även människor som väljer att inte delta i eget bostads ägande kan på så sätt ta del av utvecklingen på fastighetsmarknaden, vilka konsekvenser kan det ha?

Svar:

En villa ägare väljer i samband med köpet att sälja bort ett index värde på låt säga motsvarande 40 procent av fastighetens köpeskilling. Finansieringskalkylen baseras på 85 procent bottenlån och resten av eget kapital. Kommer då denna riskminskning som villa ägaren får, att beaktas av bolåneinstitut eller bank och därmed resultera i lägre låneränta?

Svar:

Kan man förvänta sig att köp och säljintresset balanserar varandra i en ”normal marknad”? Om inte varför?

Svar:

Anser du att ett noterat index kan få inverkan på prissättningen för fastighetsaffärer som görs på marknaden? Om ja, på vilket sätt?

Svar:

I terminspriset bakas information in som påverkar framtida fastighetspriser, kan det då tänkas att en derivatmarknad skulle komma att öka eller eventuellt minska fluktuationer av priser på fastigheter?

Svar:

12. Vilka följder kan denna derivatmarknad komma få på den samhällsekonomiska utvecklingen med tanke på att fastighetsmarknadens prisrörelser har stor inverkan på konsumtionen i samhället, vilket i sin tur påverkar ett lands finansiella marknader (räntor) och i sin tur ekonomin i helhet?

Svar:

Kan en derivatmarknad tänkas få någon påtaglig inverkan på förutsättningarna för villkoren som fastighetsförsäljningar sker på i dag?

Svar:

Andra tänkbara effekter? Motivera gärna.

Övriga reflektioner?

Vid frågor om användning av material och uppsatsen i övrigt var god kontakta,

Per Andersson                      042-943 98                      E-post: [per.andersson@globalnet.net](mailto:per.andersson@globalnet.net)

Csongor David                      031-48 80 72                      E-post: [david\\_csngor@hotmail.com](mailto:david_csngor@hotmail.com)  
0707-91 31 85

Mikael Nifelhelm                      040-15 38 33                      [nifelhelm@home.se](mailto:nifelhelm@home.se)  
0708-49 81 03

## Bilaga 5

Sammanfattning av respondentsvaren

Här presenteras respondenternas svar på frågor som skickats ut till dem per e-post, via telefon- eller vanlig intervju

### 4.1 Fråga 1

Vilka problem/fördelar ser ni med en prissäkrings- riskfördelningsmarknad uppbyggd på fastigheter?

#### 4.1.1 Stefan Toll

Fördelarna anser jag vara enorma, precis som ni beskrivit. Problemen är nog ett korrekt prisvärde. Är ett hedonisktprisindex, repeterade försäljningar eller kedjeindex lämpligt, eller en kombination av dessa? Mätproblemen kan vara stora eftersom varje fastighet är unik varvid vi har ett problem i tvärsnittet. Till detta kommer också ett tidsserie perspektiv. K/B-talet har, om jag förstått det hela rätt, både en nämnare och täljare som förändras över tiden vilket är ett stort problem. Ett annat praktiskt problem är om den kritiska likviditeten skulle infinna sig men mer om detta nedan.

#### 4.1.2 Leif Vindevåg

Fördelarna och behoven har ni själva beskrivit i er PM. Problemen kan vara att t ex få tillräckligt många utställare av terminer för att det skall kunna uppstå en marknad. Jag tror att ni borde specialstudera förutsättningarna att få tillräcklig volym på derivaten.

#### 4.1.3 Christian Lindh

(hans svar bestod ju av en enda stor text, så man får helt enkelt fiska fram svaren på de olika frågorna)

Vid ett clearingförfarande använder man någon form av marginkrav. Vid ett kraftig prisfall så finns risk att privatpersoner som har köpt hamnar på obestånd, dvs inte klarar av att betala in marginkraven. Vad händer då?

Vidare talar Christian Lindh om att: han tror att det är viktigt att skapa en marknad där likviditeten har en förutsättning att bli så stor som bara möjligt. Därför tror han att marknaden för "Villa-index" är tämligen begränsad. Man brukar säga att spekulativa bidrag till likviditeten bör överskrida den "kommersiella" omsättningen flera gånger. Man ska ha klart för sig att denna marknad till stor del riktar sig mot privatpersoner och då dyker ett fenomen upp – spekulatör (han syftar nog på spekulatör i negativ anda) i det egna boendet, om än med en god baktanke – att säkra sig för prisrörelser. Man är ju vad jag förstår inte alls skyldig att gå med i denna marknad utan det blir bara en möjlighet. Detta talar ju också för en lite urvattnad likviditet, eftersom man inte kan räkna med att alla villaägare hoppar på detta. Men möjligheten finns som sagt.

#### 4.1.4 Carl-Magnus Willert

Jag tror inte att en fastighetsköpare upplever en faktisk risk för nominella prisminskningar. Visserligen inträffar med ca 10 års mellanrum reala men ej alltid och faktiskt mera sällan, nominella prisfall.

Dock skulle derivat kunna vara en möjlig "försäkring". Men marknaden är illikvid med låg omsättning i vilken vart och ett köp visserligen omfattar stora belopp.

#### 4.1.5 Andreas Meyer

Räntekostnaden största kostnaden, terminer skulle konkurrera med bankernas ställning. Svar ja, ett klart tänkbart alternativ. Förslaget är att bara ha en termin på t.ex. de 3 största städerna, alternativt 10 största städerna.

#### 4.1.6 Ulf Alsterlind

Ser inte några andra alternativ att minska prisrisken. Derivat skulle kunna vara ett alternativ. Dock svårt att bedöma efterfrågan då fastighetsmarkanden får anses reellt säker och att de flesta husköpare/ägare är mkt långsiktiga i sitt ägande. Om jag inte missminner mig så är den genomsnittliga tiden för ett fastighetsägande i Sverige ca 30 år.

#### 4.2 Fråga 2

Vilka effekter kan derivatmarknaden på fastigheter tänkas ha på fastighetsmarknaden i stort? Prisbilden? Ökad eller minskad pristrygghet samt prisvolatilitet?

##### 4.2.1 Stefan Toll

Det här är en klassisk fråga om finansiella derivat. Historiskt sett var det väl tänkt som prissäkring men för likviditet behövs spekulanter, m.a.o. kom hönan eller ägget först? Se på debatten om hedgefonder och dess dåliga rykte och optionshandeln i allmänhet. Egentligen borde detta minska volatiliteten och prisbilden borde bli mer slumpmässig, d.v.s. effektivare men man kan nog inte utesluta att vissa upp- och nedgångar kan förstärkas. Tror att likviditeten är det viktigaste beståndsdelarna för en fungerande marknad.

##### 4.2.2 Leif Vindevåg

Skilj på mikro och makro ty när det gäller de enskilda husen är de nästan alltid mer eller mindre unika. Med detta menar jag att volatiliteten på marknaden i stort kanske ej påverkas nämnvärt. Däremot bör derivaten ge den potentielle kunden en värdefull chans att hedga sig, eller spekulera i mer generella tendenser.

##### 4.2.3 Christian Lindh

För övrigt, tror jag inte detta påverkar fastighetsmarknaden nämnvärt, eftersom det är en indexbaserad terminsmarknad. Men gissningsvis blir volatiliteten stor då marknaden kommer vara "liten".

##### 4.2.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar

##### 4.2.5 Andreas Meyer

Problem-taxerings och korrelationsproblem, eftersom taxeringsvärdena följer eller iallafall ska följa marknadsvärdena finns ett korrelationsproblem eftersom de inte är 100% korrelerade.

Fördel-att det är inriktat mot privatpersoner.

##### 4.2.6 Ulf Alsterlind

Inget Svar

#### 4.3 Fråga 3

Eftersom prisutvecklingen varit god de senaste åren kan det tänkas att dennes marknadsfunktioner som prissäkringsalternativ idag inte nödvändigtvis skulle efterfrågas.

Men tiderna kan komma att förändras. Finns det idag ett behov av en sådan marknad och vilken marknadsklimat krävs som förutsättning för att derivatmarknaden skall komma till?

#### 4.3.1 Stefan Toll

Håller inte med, minst lika viktigt i uppgång, ni nämner själva framtida köpare. Ett klassiskt exempel på aktieterminer är aktörer som förväntar sig en uppgång men inte har kapital. Här skulle det kunna vara yngre människor som önskar säkra sin framtida ingång på marknaden.

#### 4.3.2 Leif Vindevåg

Säljarna kan vara ljumma till en prissäkring i en bristmarknad med stark prisuppgång, medan däremot säkringsmotivet borde vara starkt hos potentiella köpare.

#### 4.3.3 Christian Lindh

Christian ser detta det som ett problem att få kunder att intressera sig för indexterminerna i en fallande marknad, vilket han uttrycker enligt följande: I en kraftigt fallande marknad kommer det garanterat att vara svårt att hitta köpare till denna produkt. Vad händer då?

#### 4.3.4 Carl-Magnus Willert

Om man reducerar förlustrisken kommer förmodligen fler aktörer in med prisökning som effekt men på längre sikt även ett ökat utbud. Effekten kan då bli större prisrörelser, men troligen inte väsentligt större.

#### 4.3.5 Andreas Meyer

Medför klart en ökad pristrygghet, dock ingen påverkan på volatiliteten. OMX – terminer har inte haft någon påverkan.

#### 4.3.6 Ulf Alsterlind

Mycket svårt att säga. Kommer det att bli en fungerande marknad för instrumentet eller inte med en hög likviditet och stor omsättning. Om inte så kan stora spekulationsflöde öka prisvolatiliteten.

### 4.4 Fråga 4

Då de flesta individers största tillgång är det egna boendet. Finns det enligt er, andra alternativ för att minska prisrisken och skulle i så fall derivat kunna vara ett alternativ?

#### 4.4.1 Stefan Toll

Ja, ifall man anser att huspriser är känsliga för oväntade ränteändringar skulle ränteterminer kunna vara ett alternativ.

#### 4.4.2 Leif Vindevåg

Derivat framstår som ett intressant alternativ för att köpa en biljett till värdesteg-ringståget, även om marknaden ändrats. Jfr hur svårt det varit för hushåll i hyres-lägenheter att spara sig in i egnahemsmarknaden. Vägen har istället gått genom att man t ex utnyttjat en bostadsrätt som språngbräda.

#### 4.4.3 Christian Lindh

hittar inget riktigt svar ifrån honom

#### 4.4.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar.



#### 4.4.5 Andreas Meyer

Ja, kanske, svårt att säga. Likviditetsproblem samt storleken på marknaden.

#### 4.4.6 Ulf Alsterlind

Tveksamt, på grund av den relativt låga risken i marknaden och den långa placeringshorisonten.

#### 4.5 Fråga 5

Skulle ni kunna tänka er att utnyttja derivat instrument för er egen del och fastighet? Motivera varför.

##### 4.5.1 Stefan Toll

Inte som ägare men som blivande ägare alternativt om jag konkret planerar att byta upp eller ner mig.

##### 4.5.2 Leif Vindevåg

I teorin ja.

##### 4.5.3 Christian Lindh

hittar inget riktigt svar ifrån honom

##### 4.5.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar.

##### 4.5.5 Andreas Meyer

Ja privat, för vasakronans del är det inte möjligt. Kommersiella fastigheter är för heterogena och taxeringsvärdena är för olika.

##### 4.5.6 Ulf Alsterlind

Inte för att minska prisrisken och knappast för spekulation heller.

#### 4.6 Fråga 6

Skulle det kunna tänkas att individer/hushåll som idag inte tycker det är aktuellt att köpa en egen fastighet, kan använda sig av en derivat marknad som en del i sitt sparande inför ett framtida eget fastighets ägande? (ex statsobligation + innehavd termin)

##### 4.6.1 Stefan Toll

Definitivt, se svaret till fråga 5. Tror att detta skulle kunna vara den största icke spekulativa gruppen.

##### 4.6.2 Leif Vindevåg

Svar ja, lika väl som det kan bli ett komplement för den som vill göra en rent finansiell spekulation i fastighets/småhusmarknaden.

##### 4.6.3 Christian Lindh

(finns svar som skulle kunna användas här men inte riktigt så direkta)

##### 4.6.4 Carl-Magnus Willert

Känns nog lite främmande för en typisk köpare "in spe", en barnfamilj med begränsade marginaler.

#### 4.6.5 Andreas Meyer

Ja helt klart, så länge likviditet finns för att kunna ta sig ur marknaden vid egen vald tidpunkt.

#### 4.6.6 Ulf Alsterlind

Det skulle vara möjligt. Bosparande har ju funnits, även om känslan är att det minskat.

#### 4.7 Fråga 7

Eftersom riskspridningen blir effektivare kan det även antas att riskaversiva människor tar del av fastighetsmarknaden och på så sätt minimerar marknadsrisken och ökar omsättningen på derivatmarknaden?

##### 4.7.1 Stefan Toll

Teoretiskt tror man ju att det är just dessa människor som skulle ha mest nytta av detta. I praktiken kan det vara svårt att få riskaversiva människor att genomföra dessa transaktioner. Jag tänker främst på äldre i detta sammanhang.

##### 4.7.2 Leif Vindevåg

Småhusköparna drivs nog i grunden av boendemotiv snarare än ekonomi och för de som vill göra en finansinvestering uppfattas sannolikt även småhus som "stabila"

##### 4.7.3 Christian Lindh

Privatpersoner skall inte förväxlas med investerare då människor i allmänhet håller i sin plånbok i ren självbevaringsdrift, eftersom de flesta rör sig inom givna marginaler. Jag tror att i storstadsregionerna ligger boendekostnaden på omkring 35-45% av inkomsten.

##### 4.7.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar.

##### 4.7.5 Andreas Meyer

Helt klart.

##### 4.7.6 Ulf Alsterlind

Riskaversiva människor skulle kunna vara intresserade av att investera i fastighetsmarknaden (som ett komplement till räntebärande papper) utan att för den del äga fastigheter.

#### 4.8 Fråga 8

Även människor som väljer att inte delta i eget bostads ägande kan på så sätt ta del av utvecklingen på fastighetsmarknaden, vilka konsekvenser kan det ha?

##### 4.8.1 Stefan Toll

Bra för den essentiella likviditeten, att människor som inte vill ha egen bostad kan ta del av utvecklingen på fastighetsmarknaden.

##### 4.8.2 Leif Vindevåg

Enbart positiva, tror jag. Den svenska marknaden för fastighetspapper håller tyvärr på att torka upp genom att allt fler bolag köps ut från börserna.

#### 4.8.3 Christian Lindh

Jag tror att en produkt som denna skulle välkomnas av fastighetsmarknaden på ett positivt sätt och att priserna kan gå upp initialt, eftersom många aktörer skulle se möjligheterna att klara sig från prisfall och i ren eufori köpa denna produkt.

#### 4.8.4 Carl-Magnus Willert

Skapa större intresse för fastighetsmarknaden och dess möjligheter. Men den kanske finns på en annan spelplan.

#### 4.8.5 Andreas Meyer

Likviditeten ökar, vid god terminsutveckling kan tänkas att många väljer att köpa villa, fastighetsmäklarna kan använda terminsutvecklingen som argument till att försöka sälja ett hus.

#### 4.8.6 Ulf Alsterlind

Marginell effekt. De stora flödena kommer från bolåneinstitut och investmentbanker.

#### 4.9 Fråga 9

En villaägare väljer i samband med köpet att sälja bort ett index värde på låt säga motsvarande 40 procent av fastighetens köpeskilling. Finansieringskalkylen baseras på 85 procent bottenlån och resten av eget kapital. Kommer då denna riskminskning som villaägaren får, att beaktas av bolåneinstitut och därmed resultera i lägre låneränta?

#### 4.9.1 Stefan Toll

Nej, individen skulle ju kunna neutralisera positionen efter papperna är påskrivna.

#### 4.9.2 Leif Vindevåg

Sannolikt inte eftersom det finns många andra faktorer att väga in. Banker etc orkar inte med att göra en särskilt avancerad analys utan använder schabloner både för att bedöma låntagaren och objektrisen vid rutinmässiga småhuskrediter.

#### 4.9.3 Christian Lindh

hittar inget specifikt på detta

#### 4.9.4 Carl-Magnus Willert

Om villaägarens återbetalningsförmåga förbättras får han viss del.

#### 4.9.5 Andreas Meyer

I en perfekt värld ja. Praktiskt troligtvis inte fullt ut. Bankerna har redan gjort en bedömning av kreditrisken osv och har faktoriserat in det i räntan.

#### 4.9.6 Ulf Alsterlind

Inte i dagsläget. Prisdifferentieringen pga kreditrisk är mkt marginell i dagsläget.

#### 4.10 Fråga 10

Kan man förvänta sig att köp och säljintresset balanserar varandra i en "normal marknad"? Om inte, varför?

#### 4.10.1 Stefan Toll

Mycket svårt att svara på, borde göra om det finns tillräckligt med riskneutrala aktörer.

#### 4.10.2 Leif Vindevåg

Nej det finns sannolikt inte några självklara motiv för att köp- och säljintresse skulle balansera i orderboken. En växande volym är vanligen det mest effektiva sättet att minimera prisgenomslaget av obalanser i orderboken.

#### 4.10.3 Christian Lindh

hittar inget specifikt på detta

#### 4.10.4 Carl-Magnus Willert

Om man definierar en normal marknad som en fri marknad är vi kanske där och den får kanske sägas vara i balans.

#### 4.10.5 Andreas Meyer

Ja, fastighetsmäklaren kan använda detta som ett ytterligare argument.

#### 4.10.6 Ulf Alsterlind

Beror helt på spekulationsflödena. Bland privatpersoner så tror jag att vi kommer att se mer intresse på köpsidan. De flesta som säljer efter en lång tids ägande kommer inte att ta en position för att få ut en så bra köpeskilling som möjligt.

#### 4.11 Fråga 11

I terminspriset bakas information in som påverkar framtida fastighetspriser, kan det då tänkas att en derivatmarknad skulle komma att öka eller eventuellt minska fluktuationer av priser på fastigheter?

##### 4.11.1 Stefan Toll

Påminner om fråga 3. Teoretiskt minska men kan i vissa fall förstärka oväntade rörelser.

##### 4.11.2 Leif Vindevåg

Erfarenheterna från aktiederivatmarknaden ger knappast stöd för att ens en mycket omfattande derivatmarknad får en generellt dämpande effekt på den korta volatiliteten. Men ånyo är det viktigt att skilja på marknaden i stort och effekten/värdet för den enskilde kunden som vill reducera risken eller spekulera. Vad som är "fluktuationer" i priserna på fastigheter är enligt min mening inte helt lätt att definiera men h t att objekten å ena sidan är unika men att de generella svängningarna ofta utlöses av t ex ränte- eller skattejusteringar som påverkar boendekostnaden och den vägen slår igenom på priset.

##### 4.11.3 Christian Lindh

hittar inget specifikt på detta

##### 4.11.4 Carl-Magnus Willert

Se svar på fråga 3.

##### 4.11.5 Andreas Meyer

Nej.

##### 4.11.6 Ulf Alsterlind

Jag tror att derivathandeln kommer att ha en mycket marginell betydelse gällande stabilisering av priserna på fastigheter.

#### 4.12 Fråga 12

Vilka följder kan denna derivatmarknad komma få på den samhällsekonomiska utvecklingen med tanke på att fastighetsmarknadens prisrörelser har stor inverkan på konsumtionen i samhället, vilket i sin tur påverkar ett lands finansiella marknader (räntor) och i sin tur ekonomin i helhet?

##### 4.12.1 Stefan Toll

Om fluktuationerna kan minska, d.v.s. osäkerheten minskas ger detta en samhällsekonomisk vinst. Dock är det viktigt att påpeka att det gäller osäkerheten och inte priserna. I ett land utan in- och utflyttare är huspriser ett nollsummespel, de som har fastigheter vinner vid en prisuppgång när de säljer men de som köper förlorar. Aggregerat har det inte haft någon effekt.

##### 4.12.2 Leif Vindevåg

Jag har svårt att se att derivaten skulle betyda så mycket för volatiliteten i marknaden. Däremot kan möjligheten att försäkra sig förhoppningsvis leda till att intresset för småhusköp ökar och att fler satsar på det. Problemet är måhända att man skulle behöva derivat på boendekostnader och inte bara på huspriserna.

##### 4.12.3 Christian Lindh

hittar inget specifikt på detta

##### 4.12.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar.

##### 4.12.5 Andreas Meyer

Väldigt små följder, OMX-terminer parallellt.

##### 4.12.6 Ulf Alsterlind

Igen. Individens tolerans mot den egna skuldsättningsgraden tenderar att ändras över tiden. Generellt tycks få individer förstå den relativt stora prISRISK som ett fastighetsköp innebär.

#### 4.13 Fråga 13

Kan en derivatmarknad tänkas få någon påtaglig inverkan på förutsättningarna för villkoren som fastighetsförsäljningar sker på i dag?

##### 4.13.1 Stefan Toll

Inte vad jag omedelbart kan se, kanske annonseras de med betavärde.

##### 4.13.2 Leif Vindevåg

Inte fått frågan

##### 4.13.4 Carl-Magnus Willert

Inget svar.

##### 4.13.5 Andreas Meyer

Parallell aktier, Volvo och OMX ingen påtaglig påverkan på villkoren, samma gäller småhus och fastigheter. Nej ingen påverkan.

#### 4.13.6 Ulf Alsterlind

Tror jag inte.

#### 4.14 Övriga synpunkter

##### 4.14.1 Stefan Toll

Jag tror att iden är mycket bra men att det praktiskt är mycket svårt att genomföra av följande orsaker:

Väldigt svåra mätproblem.

Likviditeten är kritisk, tyvärr finns nog det stora kapitalet i finansindustrin som eventuellt kan investeras i avkastande fastigheter men inte i egna hem.

Under rubriken ”Vilka är typiska köpare av positioner på K/B-index?” förstår jag inte riktigt resonemanget med instituten. Sedan funderar jag på om, under samma rubrik, om den här säljoptionen finns? I USA finns den men i Sverige är det inkomsten du värderas genom och det är väldigt svårt att bli försatt i personlig konkurs i Sverige. Även om du skulle lyckas med det är du inte fri förrän efter ett antal betalande år. Tycker att argumenten är en smula konstlade men inser att det bara är en introduktion. Jag tror dock att den stora gruppen är de som planerar att komma in på marknaden för första gången inom en relativt snar framtid och de som planerar att byta upp sig. Till detta kommer riskneutrala, om dessa finns, aktörer som handlar på avvikelser från förväntningar.

##### 4.14.2 Leif Vindevåg

Borde ni inte också överväga att studera förutsättningarna för att få en fungerande handel i de föreslagna derivaten. För att det skall bli en handel måste det ju finnas tillräckligt många som ställer ut fastighetsoptioner för att det sedan skall kunna bli en rimligt frekvent handel i dem. Har ni funderat över om eftersläpningen i SCB:s rapportering av K/B-index kan vålla ett slags insiderproblem? De som sitter nära husmarknaden borde ha hyfsade möjligheter att förutse hur K/B-index utvecklas och spekulera i optionsmarknaden efter detta.

Har ni redan från starten någon uppfattning om vilken typ av instrument - optioner eller terminer - som skulle användas?

Vad är motivet till att inte utsträcka tanken till att även omfatta derivat på lämpligt index för kommersiella fastigheter? Jag föreslår att ni överväger en kontakt med Ms Gustafsson hos Fastighetsägarna. Hon är mamma till det kommersiellt använda fastighetsindex som används på marknaden och bör sitta inne med mycket värdefull kunskap.

Har ni ställt er frågan om en derivatmarknad på (enbart) husindex kan få politiska implikationer? Det finns kanske de som av ideologiska skäl skulle ta en derivathandel i fastighetsindex som en kvittens på att en växande grupp människor även ser sitt innehav av eget hem som en finansiell placering. En sådan tanke skulle kunna försvaga motivationen för att sänka boendeskatterna.

##### 4.14.3 Christian Lindh

Jag tror att Er idé dessvärre inte är ny. Det finns något som kallas för "House-betting" i England. Se länk:

[http://www.igindex.co.uk/content/so\\_house\\_price\\_betting.html](http://www.igindex.co.uk/content/so_house_price_betting.html)

Annars är idén spännande och har potential, helt klart. Jag tror det dock är viktigt att skapa en marknad där likviditeten har en förutsättning att bli så stor som bara möjligt. Därför tror jag att marknaden för "Villa-index" är tämligen begränsad. Man brukar säga att spekulativa

bidrag till likviditeten bör överskrida den "kommersiella" omsättningen flera gånger. I det avseendet är kanske villamarknaden i storstadsregionerna för liten. Däremot att förädla er idé med kommersiella fastigheter borde locka fler aktörer, t ex försäkringsbolag, bolåneinstitut, banker och fastighetsbolag.

Sen ska man nog ha klart för sig att denna marknad till stor del riktar sig mot privatpersoner och då dyker ett fenomen upp - spekulering i det egna boendet, om än med en god baktanke - att säkra sig för prisrörelser. Man är ju vad jag förstår inte alls skyldig att gå med i denna marknad utan det blir bara en möjlighet. Detta talar ju också för en lite urvattnad likviditet, eftersom man inte kan räkna med att alla villaägare hoppar på detta. Men möjligheten finns som sagt. Privatpersoner skall inte förväxlas med investerare då människor i allmänhet håller i sin plånbok i ren självbevaringsdrift, eftersom de flesta rör sig inom givna marginaler. Jag tror att i storstadsregionerna ligger boendekostnaden på omkring 35-45% av inkomsten. Vid ett clearingförfarande använder man någon form av marginkrav. Vid ett kraftig prisfall så finns risk att privatpersoner som har köpt hamnar på obestånd, dvs inte klarar av att betala in marginkraven. Vad händer då?

För övrigt, tror jag inte detta påverkar fastighetsmarknaden nämnvärt, eftersom det är en indexbaserad terminsmarknad. Men gissningsvis blir voaltiliteten stor då marknaden kommer vara "liten".

I en kraftigt fallande marknad kommer det garanterat vara svårt att hitta köpare till denna produkt. Vad händer då?

Avslutningsvis; jag tror att en produkt som denna skulle välkomnas av fastighetsmarknaden på ett positivt sätt och att priserna kan gå upp initialt, eftersom många aktörer skulle se möjligheterna att klara sig från prisfall och i ren eufori köpa denna produkt. Men min erfarenhet av finansiella marknader är att det "alltid går åt det håll som gör ondast". Man ska ha klart för sig att det är mycket få privatpersoner som tjänar pengar på finansiell handel, oavsett om det gäller aktier, obligationer eller någon annan produkt.

Sen ska jag villigt erkänna att jag har ingen större erfarenhet av handel med indexrelaterade derivat och inte alls är någon expert på ämnet.

Men jag gillar er idé, men tror samtidigt att villamarknaden är för liten.

## Referenser

### Böcker

- Arnold, G. 2001. *Corporate Financial Management*. 2nd ed. Harlow: Financial Times  
Prentice Hall
- Eriksson, L. och F. Wiedersheim 2001. *Att Utreda Forska och Rapportera*. Liber Ekonomi,  
Malmö
- Halvorsen, K. 1992. *Samhällsvetenskaplig Metod*. Studentlitteratur Lund
- Holme, I.M. och B.K. Solvang 1997. *Forskningsmetodik*. Studentlitteratur Lund
- Hull, J.C. 1997. *Options, Futures and Other Derivatives*. 2nd ed. Prentice-Hall, USA
- Johansson, S. 1998. *Options- och terminsavtal : en rättslig studie av handeln med  
standardiserade derivativa instrument*, Norstedts Juridik, Stockholm
- Lekvall, P. och C. Wahlbin 2001. *Information för marknadsföringsbelut*. 2001:306 IHM  
publishing, Göteborg
- Ljungström, F. 1988. *Optioner och Terminer: de svenska derivatmarknaderna*. SNS  
Stockholm
- Miles, D. och S. Andrew, "Macroeconomics: Understanding the Wealth of Nations"  
Tillgänglig som nätlitteratur på adressen: <http://www.ms.ic.ac.uk/dkmiles/chapter23.pdf>
- Millgård, O. och Räckle, G. et al. 1997. *Fastighetsnomenklatur*, AB Svensk Byggtjänst,  
Stockholm
- Steinherr, A. 1998. *Derivatives: The Wild Beast of Finance*. John Wiley & Sons, England
- Strauss, A. och Corbin J. 1990. *Basics of Qualitative Research*. Sage Publications
- Sutcliffe, C. 1997. *Stock Index Futures: Theories and International Evidence*. 2nd ed.  
International Thomson Business Press, UK

### Tidningsartiklar

- Jansson, Kjell, "Få äger mycket", Välfärd,  
[http://www.scb.se/Grupp/Allmant/\\_dokument/A05ST0003\\_04.pdf](http://www.scb.se/Grupp/Allmant/_dokument/A05ST0003_04.pdf), Nr 3 2000,
- Ledaren, "Du skall icke äga", Dagens Nyheter, <http://www.dn.se>, 1 november 2002
- Lundgren, Bo, "Vi räddade bankerna ur krisen", Aftonbladet, [www.aftonbladet.se](http://www.aftonbladet.se), 26 augusti  
2000
- Norberg, P. "Därför behöver vi derivathandeln", <http://www.marknadskraften.com>



## **Elektroniska Källor**

Chicago Board of Trade, [www.cbot.com](http://www.cbot.com)

Chicago Mercantile Exchange, <http://www.cme.com>

Compare Share Dealing UK., <http://www.cheapest-share-dealing.co.uk/exchanges/Chicago-Mercantile-Exchange.shtml>

ERA Fastighetsmäklare, <http://www.erasweden.com/>, Ekonomi, Låna pengar, Hur bestämmer en långivare hur mycket jag får låna?

Eurex Clearing AG, <http://www.eurexexchange.com>

[http://finans.regeringen.se/propositionermm/promemorior/pdf/pm2001\\_bg.pdf](http://finans.regeringen.se/propositionermm/promemorior/pdf/pm2001_bg.pdf) "En begränsningsregel för fastighetsskatten genom skattereduktion"

IG Index hemsida om financial betting, <http://www.igindex.co.uk>

Invest in REITs, <http://www.investinreits.com/whatarereits.cfm>

International Financial Futures and Options Exchange, <http://www.liffe.com>

Nordpool, <http://www.nordpool.no/information/index.html>

Kompendium, Riskhantering Henrik Palmén, SHH/Finansiell ekonomi September 2003

<http://www.shh.fi/depts/finoinv/courses/fin/1734/rh03komp.pdf>,

Skatteverket, <http://www.rsv.se>, på hemsidans sökmotor, söker på: "fastighetsskatt småhus"

Statistiska Centralbyrån, <http://www.scb.se>

Svenska Akademiens Ordbok, <http://g3.spraakdata.gu.se/saob/>

Sveriges Riksdag, <http://www.riksdagen.se/debatt/9697/motioner/fin/fin915.htm>, Vitboken om Bankkrisen

## **Rapporter**

OM:s Årsredovisning 2002, <http://www.omhex.com>

SOU 2000:11, [Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse.](http://www.kmgr.se/filer/Lundgren.pdf)

<http://www.kmgr.se/filer/Lundgren.pdf>

SOU 2000:34

Regeringens proposition: 2002/03:12

ESO-rapport om bostadsfinansieringen, Staten fick Svarte Petter-en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985-1993. ESO Ds 2002:9,

[http://finans.regeringen.se/eso/PDF/ds2002\\_9.pdf](http://finans.regeringen.se/eso/PDF/ds2002_9.pdf)

Bostadsbyggandets hinderbana – en ESO-rapport om

utvecklingen 1995 – 2001. ESO Ds 2003:6, [http://finans.regeringen.se/eso/PDF/ds2003\\_6.pdf](http://finans.regeringen.se/eso/PDF/ds2003_6.pdf)