



LUNDS
UNIVERSITET

Joakim Larsson

Carl Richter

**En husprisbubbla i Sverige –
Kan utvecklingen motiveras av fundamenta?**

Kandidatuppsats i nationalekonomi

Vårterminen 2010

Handledare: Erik Norrman

Abstract

Huruvida det existerar en prisbubbla eller inte på den svenska bostadsmarknaden är ett flitigt diskuterat ämne, inte minst i medierna. Syftet med vår uppsats är att besvara frågan med hjälp av en metod som är kallad *imputed rent* eller imputerad hyra. I den imputerade hyran vägs årskostnaden av att äga ett hus mot årskostnaden av att hyra en likvärdig bostad och om det finns en prisbubbla på marknaden så bör det vara relativt dyrare att äga en bostad gentemot att hyra en motsvarande. Den imputerade hyran beaktar fundamentala faktorer såsom bolåneränta, riskfri ränta och fastighetsskatt varför vi anser att den utgör en god indikator på ohållbart höga huspriser. Vi tittar även på andra väl kända konventionella mått som dock inte tar räntan eller andra fundamenta i beaktande. Dessa mått beskriver prisutvecklingen väl men kan knappast svara på frågan *varför* priserna förändrats som de gjort. Vi har samlat in data från 1984 till 2009, och även granskat hur förändringen har sett ut på marknaden vad gäller skuldsättning, ränteutveckling, konsumtionsbeteende, inflationstakt, disponibel inkomst och undersökt om utvecklingen kan förklaras utifrån dessa variabler eller om vi i annat fall drar slutsatsen att en prisbubbla föreligger. Vidare diskuteras valet av metod ingående och varför de konventionella måtten ibland kan vara missvisande. Uppsatsen besvarar frågeställningen om förändringar i fundamenta motiverar den höga prisnivån och vi konstaterar att så *inte* är fallet i Sverige utan att en prisbubbla istället är anledningen till utvecklingen på marknaden.

Innehållsförteckning

1 Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemformulering.....	2
1.3 Syfte.....	3
1.4 Tidigare forskning	4
1.5 Disposition.....	4
2 Grundläggande teori.....	5
2.1 Definition av bubbla och fundamenta.....	5
2.2 Förväntningars påverkan på tillgångspris	6
2.3 Inflation	7
2.4 Ränta.....	8
2.5 Skuldsättning	9
2.6 Konsumtion och husprisförändringar	10
3 Trender på husmarknaden	11
3.1 Sverige i relation till omvärlden	11
3.2 Förändrat beteende hos konsumenter.....	11
3.3 Belåningsgrad.....	12
3.4 Ränteutveckling.....	13
4 Empiriskt tillvägagångssätt.....	14
4.1 Imputerad hyra	14
4.2 Specificering av formel	14
4.3 Data.....	15
4.3.1 Huspriser och taxeringsvärden.....	16
4.3.2 Bolåneränta	16
4.3.3 Riskfri ränta.....	16
4.3.4 Fastighetsskatt och avdragsgilla räntekostnader	17
4.3.5 Deprecieringstakt, långsiktig apprecieringstakt och riskpremie	17
4.4 Jämvikt.....	18

5 Utvecklingen på den svenska marknaden	20
5.1 Vedertagna mått.....	20
5.1.1 Realt husprisindex	21
5.1.2 Reala huspriser relativt belåningsgrad	22
5.1.3 Huspris relativt hyra.....	23
5.1.4 Huspris relativt disponibel inkomst.....	24
5.1.5 Skuldsättning relativt disponibel inkomst.....	26
5.2 Imputerad hyra	26
5.2.1 Imputerad hyra relativt faktisk hyra.....	27
5.2.2 Imputerad hyra relativt disponibel inkomst	29
6 Slutdiskussion	31
6.1 Prisbubbla eller ej?	31
6.2 Författarnas anmärkningar på data och modell.....	32
6.3 Förslag på vidare studier	33
Referenser	34

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Ett ämne som diskuterats flitigt i media de senaste månaderna är om det just nu finns en prisbubbla på den svenska fastighetsmarknaden. Den nuvarande prisnivån har beskrivits som onaturligt hög och ej hållbar på lång sikt, men huruvida det går att dra slutsatsen att det faktiskt föreligger en bubbla är i många aspekter godtyckligt. Ämnet tycks ständigt återkomma i press och TV och Sveriges vice riksbankschef Lars E O Svensson sade i en intervju med TT, angående den påstådda husprisbubblan, att: "För närvarande finns det nästan inga risker alls, det är ett hjärnspoke." (TT, 2010). Å andra sidan gjorde Statens Bostadskreditnämnd¹ (2010, p. 3) bedömningen att "...vi har en bubbla på den svenska marknaden" i sin rapport *En bostadsbubbla kostar* som publicerades i februari 2010. Meningarna om en bubblas vara eller icke vara går således isär, och detta av många anledningar. Först och främst beror det på vilken definition av ordet bubbla som används och hädanefter i denna uppsats har vi valt att och definiera³ bostadsbubbla, liksom Cameron et al. (2006, p. 2) med flera, som ett tillstånd på fastighetsmarknaden då priserna systematiskt men tillfälligt avviker från de nivåer som kan förklaras av fundamenta. Vilka faktorer som innefattas i begreppet "fundamenta" är naturligtvis inte heller självskrivet. Kan den höga prisnivån inte förklaras av förändringar i fundamenta så kan det vara att det är förväntningar om ännu högre framtida priser som håller upp marknadspriset, i vilket fall en bubbla föreligger. I det svenska fallet så har förändringar i befolkningens mängd, inkomster och räntenivåer bidragit till att de relativa utbuds- och efterfrågekurvorna har rört på sig men mer spekulativa och volatila faktorer torde till större del förklara prisutvecklingen som syns på den svenska husmarknaden⁴ på senare år. Oavsett vilka krafter som huvudsakligen har trissat upp priserna kvarstår det faktum att svenskar måste låna mer kapital idag än för ett par år sedan för att ha råd att köpa hus.

Det som händer på en marknad med upptrissade priser då en bubbla spricker, eller priserna kraftigt sjunker till mer trendmässiga nivåer, går till stor del att förklara med utgångspunkt i folks förväntningar om hur priserna ska utvecklas i framtiden. Förväntningarna i sin tur beror till stor del på tendenser i räntenivåer och räntor på "riskfria" avkastningar. Under en period med en

¹ Statens Bostadskreditnämnd har regeringens uppdrag att fortlöpande redovisa utvecklingen på kredit- och kapitalmarknaderna för bostäder samt olika kundgruppers tillgång till kredit. Vidare ska BKN medverka i internationella samarbeten rörande frågor om kapitalförsörjning till bostadssektorn.

² Hädanefter benämnt som bara BKN.

³ Mer om definitioner av prisbubbla och fundamenta i avsnitt 2.1

⁴ Vi likställer hädanefter uttrycken "bostadsmarknad" och "husmarknad".

befintlig prisbubbla på fastighetsmarknaden anser husköpare att priset på ett hus som vanligtvis skulle ha varit ”för dyrt” nu är acceptabelt, eftersom att de i framtiden kommer att kompenseras genom ytterligare prisökningar. Huset är med andra ord en investering som garanterar avkastning i form av framtida värdeökning. Privatpersoner som ska köpa hus för första gången under sådana förhållanden brukar vanligen oroa sig för att om de inte köper idag så kommer de att ha ”ännu mindre” råd att köpa huset i framtiden. Är den allmänna opinionen att det inte är troligt att priserna kommer att falla inom en överskådlig framtid tenderar dessa förväntningar att ha stor påverkan på efterfrågan. Om så är fallet kommer folk att uppleva en väldigt liten risk associerad med en investering i form av ett hus. Priserna kan dock inte fortsätta öka för alltid, vilket förr eller senare kommer leda till minskad efterfrågan eller uttryckt på ett annat sätt – bubblan spricker, med ytterligare prisfall som följd.

Det är inte ovanligt att priser på en given tillgång ökar med tiden, men just prisnivåer på hus och fastigheter är av stor betydelse för det ekonomiska klimatet i ett land. De ekonomiska kostnader som följer av stora felpriissättningar blir nämligen särskilt omfattande då de inträffar just på bostadsmarknaden. Lågkonjunkturer kan inträffa till följd av olika orsaker och de måste inte vara framkallade av fallande tillgångspriser, men en långkonjunktur som faktiskt sammanfaller med fallande priser på bostadsmarknaden är både djupare och längre än andra lågkonjunkturer enligt Bostadskreditnämnden (BKN, 2010, p.3). Huspriserna är således av stor betydelse för ekonomin på en nationell nivå men för att förstå de krafter som orsakar fluktuerande bostadspriser är det nödvändigt att klargöra även vilken innebörd ett husköp har för privatpersoner och kreditinstitut. Köp av bostadshus är för de flesta hushåll en stor investering och kan vidare användas som säkerhet vid banklån. En skarp nedgång i husprisnivån kan således bidra till överbelåning, det vill säga att bolånet överstiger bostadens marknadsvärde, och en ökad risk att banken inte kommer kunna få tillbaka de pengar som lånats ut. Påverkas banksektorn negativt av en prisbubbla på bostadsmarknaden kan även statsfinanserna och den makroekonomiska stabiliteten bli lidande. Lägre bostadspriser i sig är dock inte negativt – det är anpassningen till lägre priser efter att en bubbla spricker som för med sig kostnader (BKN, 2010, p.3).

1.2 Problemformulering

För att kunna avgöra om det i nuläget finns en prisbubbla på bostadsmarknaden, eller snarare om trenden i prisnivåer inte är hållbar på längre sikt, finns det en rad relativa mått som vanligen brukar användas för att illustrera utvecklingen. Mycket av debatten om huruvida en prisbubbla föreligger

brukar fokusera på husprisindex, huspriser relativt disponibel inkomst, samt hyror eller belåningsgrad⁵ relativt disponibel inkomst. Syftet med dessa mått är att undersöka nivåer i huspriser jämfört med exempelvis hyra och peka på att huspriserna har stigit relativt dessa. Måtten kan naturligtvis tjäna sitt syfte att visa på ovanligt höga nivåer jämfört med tidigare år men måste å andra sidan inte betyda att själva ägandeskapet av huset blir dyrare. De värden som räknas fram kan indikera förekomsten av en bubbla men element som kreditvillkor, byggnation av nya hus, demografiska förändringar och priser på andra tillgångar som faktiskt skulle kunna motivera högre priser tas alltså in i beaktande.

Vår ambition med denna uppsats är att dels använda nyss nämnda vedertagna mått för att granska vad dessa indikerar, samt att vidare undersöka om det finns andra förklaringar än just en prisbubbla på bostadsmarknaden till de värden vi får fram. Eftersom priset på ett hus inte utgör den faktiska boendekostnaden för en privatperson kommer vi till den empiriska analysen att använda en annan metod genom vilken vi beräknar något kallat *imputed rent*. Att huspriserna har stigit reallt och gjort så även relativt disponibel inkomst eller hyra kan som nämnt tyda på en bubbla, men vad vi finner än mer intressant är att titta på vad det faktiskt kostar att bo i ett hus, och inte vad ett hus kostar att köpa. Priset på ett hus är inte detsamma som den årliga kostnaden av att bo där, vilket betyder att ökade bostadspriser inte nödvändigtvis behöver indikera på att ägandeskapet blir dyrare (Himmelberg et al, 2005, p. 68). Ökar huspriserna i den imputerade hyran tar denna hänsyn till faktorer som värdeökning, riskfri ränta, skattelättnader och bolåneränta och beroende på trender i dessa fundamenta kan fallet vara så att en generellt högre husprisnivå ibland är motiverad, istället för att vara resultatet av en prisbubbla. Frågan vi ämnar besvara i denna uppsats är därför om de prisökningar som syns på den svenska fastighetsmarknaden kan motiveras av förändringar i fundamenta eller om det är en prisbubbla som drivit upp priserna.

1.3 Syfte

Genom att använda den imputerade hyran estimerar vi de totala kostnader som uppkommer till följd av att bo i ett hus under ett års tid. Denna årliga kostnad kommer sedan att jämföras med faktiska hyreskostnader och disponibel inkomst, för att på så vis undersöka möjligheten att husprisnivån trots en kraftig uppgång är långsiktigt hållbar. Detta eftersom husköpare kan ”kompenseras” för dyrare priser genom förändringar i andra faktorer som gör det billigare att bo i ett hus som man faktiskt äger själv. Skulle så inte vara fallet, utan vi kommer fram till att

⁵ Bolånen utgör en stor del av det genomsnittliga hushållets totala låneskulder.

huspriserna gått upp utan att husägare på något sätt ersätts för detta kan vi således konstatera att det finns en prisbubbla på den svenska bostadsmarknaden. Vi kommer även att diskutera mer klassiska mått och argumentera för att uppgångar i dessa inte nödvändigtvis måste indikera på en prisbubbla.

1.4 Tidigare forskning

Huruvida inflation i priset på en tillgång orsakats av förändringar i fundamenta eller av en bubbla är en fråga som naturligtvis diskuterats tidigare i ekonomisk litteratur. I vårt fall är tillgången bostadshus men analysen om det är fundamenta som orsakat prisökningen på en given marknad är naturligtvis intressant även för andra tillgångar som exempelvis aktier, valutor eller råvaror. Cameron et al. (2006) undersökte om det fanns en prisbubbla på den engelska husmarknaden och Case och Shiller (2004) granskade samma sak för den amerikanska marknaden, liksom Himmelberg et al. (2005). Studier som dessa använder olika metoder för att komma fram till slutsatser om prisbubblors existens eller icke-existens och kan som följd komma till skilda slutsatser trots att de analyserar samma tidsperioder. Vad gäller den svenska husmarknaden finns inte lika många eller lika omfattande rapporter om prisbubblor men Hort (1998) skrev om determinanter för svenska huspriser, och Zbib (2006) undersökte den svenska bostadsmarknaden med hjälp av den imputerade hyran och fann utifrån data fram till 2004 att det inte fanns någon prisbubbla.

1.5 Disposition

Då bostadsmarknaden är en väldigt komplex marknad anser vi det vara av vikt att först presentera en del allmän teori som behandlar exempelvis definitionen av en prisbubbla och fundamenta och hur priset bestäms på en tillgång där förväntningar om framtida priser spelar roll för dagens priser. Vidare presenterar vi vilka trender som präglat den svenska fastighetsmarknaden på senare år, vad gäller Sverige i relation till omvärlden, belåningsgrad, räntutveckling och förändrat beteende hos konsumenter. Med denna beskrivning av situationen i Sverige som utgångspunkt följer sedan en ingående beskrivning av vår metod och hur denna tillämpas. Efter detta presenterar vi en rad konventionella mått gällande prisutvecklingen samt vad våra beräkningar av den imputerade hyran tyder på. Sist följer vår slutdiskussion där vi besvarar huruvida förändringar i fundamenta motiverar dagens husprinsnivå eller om den snarare orsakats av en prisbubbla.

2 Grundläggande teori

I detta avsnitt definierar vi vad en prisbubbla på en tillgångsmarknad egentligen är samt går igenom hur människors förväntningar på en tillgångs pris i framtiden bestämmer dess pris idag. För att kunna konstatera att priser är ”för höga” krävs det först och främst en kraftig inflation men viktigt är även att klargöra vilken betydelse skuldsättning och räntenivåer har för en prisbubblas existens, samt vilket samband som råder mellan konsumtion och förändringar i huspriser.

2.1 Definition av bubbla och fundamenta

Det faktum att prisförändringar kan orsakas av förutspående marknadsaktörer har ofta kallats bubblor. Tron att bubblor eventuellt existerar är ofta sammanlänkade med John Maynard Keynes (1936) teori om aktiemarknaden, i vilken han beskriver marknaden som en miljö av spekulanter. Han förklarar i denna att vad den genomsnittlige aktören på marknaden förväntar sig, så blir också utgången, istället för att fokusera på de underliggande faktorer som är fundamentala för en tillgångs pris. När en bubbla finns på marknaden så avviker marknadspriset på tillgången från nivåer som kan motiveras av fundamenta (Flood & Hodrick, 1990, p. 85). Priserna kan dock inte vara omotiverat höga för alltid och det som till slut följer en bubbla är ett plötsligt prisfall och en störning på marknaden. Priserna sjunker då för att de ska komma i jämvikt med fundamenta, vilket i värsta fall kan medföra en långvarig kris (BKN, 2010, p. 3). Som Stiglitz uttrycker det:

”If the reason that the price today is high is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when ‘fundamental’ factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists.” (1990, p. 13)

Vidare menar Stiglitz (1990, p. 14) att om alla aktörer på marknaden skulle få reda på att det år 2012 kommer att inträffa en bubbla så blir så inte fallet, då investerare antas vara riskaversa. Istället kommer den att inträffa tidigare, då ingen 2012 kommer att vilja betala det höga priset eftersom marknadsaktörerna vet att det kommer ske ett prisfall på marknaden om de väntar. Även om det finns riskälskare och riskneutrala individer så antas de endast ha en begränsad tillgång på kapital och kan därför inte påverka utgången.

För att upptäcka en prisbubbla krävs det vidare studier på de förklarande variablerna som är avgörande för utvecklingen, fundamenta. Fundamenta är de makroekonomiska faktorer som

tillsammans avgör priset på en tillgång, såsom ränteläge, demografi och konsumtion. Fundamenta är vanligtvis definierat genom en prissättningsmodell byggd på en rad antaganden (Ito & Iwaisako, 1996, p. 157). Ett exempel på en sådan modell är Gordons värderingsmodell vilken visar känsligheten hos en tillgångs pris med hänsyn taget till förändringar i räntenivån, k och den konstanta ökningen av utdelningar, g . Förändringar i fundamenta är härigenom representerade genom minskningen i k och ökningen i g .

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

2.2 Förväntningars påverkan på tillgångspris

Många rationella förväntningar innehåller en obestämbar aspekt som vanligen uppkommer när en marknadsaktörs beslut idag beror både på nuvarande marknadspris och på förväntningar om framtida priser. Givet att det finns en fast mängd tillgångar utestående på en tillgångsmarknad kommer det nuvarande priset att bestämmas av investerares efterfrågan och det existerande utbudet av tillgången. Jämviktsefterfrågan beror dock både på det nuvarande priset på tillgången och på förväntningar om det framtida priset på tillgången. Detta eftersom att den realiserade avkastningen utgörs av skillnaden mellan kostanden för tillgången idag och det pris den sedan kan säljas vidare för i framtiden. Eftersom det nuvarande priset beror på förväntningar om det framtida priset och det förväntade framtida priset i omvänd ordning beror på det nuvarande priset så kan grundläggande teori inte avgöra tillgångens exakta pris på marknaden vid olika tidpunkter i framtiden. Det som teorin kan förklara är istället olika sekvenser av prisföljder, enligt Flood och Hodrick (1990, p. 86). Endast en sekvens kommer att exakt återspegla vilka nivåer fundamenta har medan andra sekvenser kommer att ha prisbubblor. Under sådana omständigheter krävs ytterligare restriktioner för att kunna förutspå framtida priser eller för den delen kunna konstatera att ett prisläge avviker från nivåer som anses vara långsiktigt hållbara.

Om priset på en tillgång har ökat kraftigt under en längre period och misstankar finns om en bubbla på marknaden så finns det tre grundläggande frågor som måste besvaras enligt Case och Shiller (2003, p 300). Dessa är huruvida det är förväntningar om hög framtida avkastning som håller upp prisnivån, huruvida dessa förväntningar är tillräckligt avvikande från normen för att väcka oro hos potentiella köpare av tillgången, samt huruvida det finns tillräckligt stark tilltro till förväntningarna för att motivera till handling. Samtliga svar på dessa frågor kan tyckas väldigt

godtyckliga för att avgöra en prisbubblas existens eller icke-existens och illustrerar svårigheterna med att förutspå prisnivåer för en tillgång där priset idag beror på de förmodade priset i framtiden.

Många forskare anser att empiriska test för prisbubblor är ointressanta då de alltid kan dömas ut av någon typ av rationell ekonomisk teori. Eftersom att bubblor uppstår på marknader där priserna speglas av fundamenta kräver test för prisavvikelser att dessa fundamenta är korrekt specificerade (Flood och Hodrick 1990, p. 87). Oavsett vilka faktorer som innefattas i en modell så kvarstår det faktum att priserna påverkas av hur människor tänker vilket inte behöver vara rationellt och därmed blir svårt att specificera till en modell. Som Case och Shiller uttrycker det:

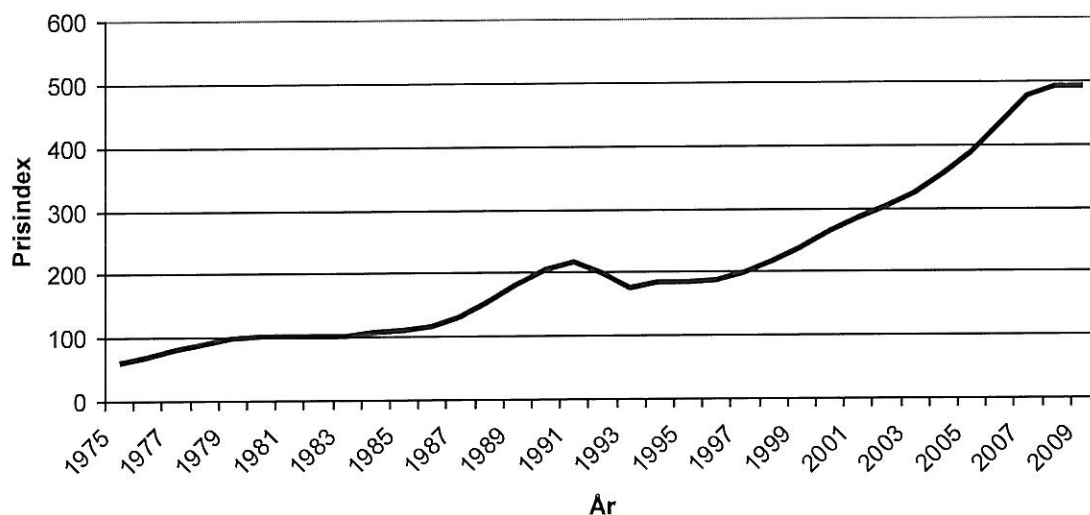
”The notion of a bubble is really defined in terms of people's thinking: their expectations about future price increases, their theories about the risk of falling prices, and their worries about being priced out of the housing market in the future if they do not buy.”
(2003, p. 301).

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det alltid kan finnas faktorer som driver upp priser som inte inkluderas i modeller som används för att testa prisbubblors existens – det går inte att exakt veta hur människor tänker. Å andra sidan finns det även faktorer som med säkerhet har väldigt stor inverkan på priset. Förändringar i inflation och räntenivåer med en förändrad skuldsättning som följd är variabler som är av stort intresse då test för prisbubblor genomförs. Nedan förklarar vi varför.

2.3 Inflation

För att fastställa om priset på en marknad för en viss tillgång ligger på en ohållbart hög nivå relativt fundamenta tenderar oerfarna aktörer ofta att endast undersöka pristillväxt (Himmelberg et al, 2005, p. 69). Kraftig inflation kan definitivt tyda på att en prisbubbla finns, men för att dra slutsatsen att så är fallet måste hänsyn även tas till en rad andra faktorer – har exempelvis disponibel inkomst ökat lika mycket som huspriserna så föreligger det ingen bubbla. Detta skulle nämligen betyda att huset, i reala termer, är exakt lika kostsamt vid de två tidpunkterna. En högre prisnivå kan alltså vara motiverad till följd av förändringar i olika fundamenta och det går därför inte att endast undersöka inflationstakt för att avgöra om en prisnivå är långsiktigt ohållbar. Figur 2.1 visar hur priserna på permanenta småhus har förändrats sedan 1975 och klart blir åtminstone

en av aspekterna av en prisbubbla – den kraftiga prisuppgången⁶ – har synts tydligt på den svenska marknaden under senare år. Det krävs dock mer bevis för att kunna dra slutsatsen att en bubbla finns och förutom prisinflation på en given tillgångsmarknad anser Borio och Lowe (2001, p. 1) att en signifikant variabel när man testar för spekulativa bubblor är en ökande kreditexpansion.



Figur 2.1 Fastighetsprisindex för permanenta småhus. Index 1981=100. Källa: SCB.

2.4 Ränta

Räntan är en av de viktigaste förklarande variablerna till husprisers utveckling över tiden, och via effekten på mängden pengar i cirkulation och utlåning är det en bra indikator för att förutspå en bubbla. Dagens ränta är sålunda ett mätinstrument för priset på pengar idag (Agnello och Schuknecht, 2009, p. 10). Låga räntor kan förvärra bubblor genom att bidra till att bankers risktagande ökar vilket kan göra dem mer långvariga. Alessi och Detken (2009, p. 8) menar att en anledning är att många låntagare lånar pengar vid en låg ränta och blir därför extra känsliga vid en eventuell räntehöjning samt att huspriser är mer känsliga för variationer när den riskfria räntan redan är låg. En låg real riskfri ränta reducerar boendekostnaderna då kostnaden för att få lån är relativt liten. När räntan är låg är det mer attraktivt att äga eller att köpa ett hus eftersom att räntekostnaderna för att bo i huset minskas. En procentenhet lägre ränta kan medföra stora skillnader i räntekostnader för dem som äger ett hus eller ämnar köpa (Himmelberg et al., 2005,

⁶ För att få ett perspektiv på hur stor prisuppgången har varit på just husmarknaden och undersöka om den varit större än på andra marknader krävs även att vi sätter denna i relation till den allmänna inflationen vilket vi gör i stycke 5.1.1.

s.8). Enligt Agnello och Schuknecht (2009, p. 26) så bör en höjning av räntan minska sannolikheten för en kraftig prisuppgång medan sannolikheten för en nedgång på marknaden ökar.

2.5 Skuldsättning

Kreditexpansion innebär en ökning av den monetära basen genom att riksbanken lånar ut mer pengar till affärsbankerna som i sin tur ökar sin utlåning till privatpersoner och företag. Enligt Borio och Lowe (2002, p. 1) så utgör enkom prisinflation eller ökad kreditexpansion historiskt inget hot mot finansiell stabilitet. Istället är det kombinationen av de två, ibland åtföljd av en hög nivå av investeringar som ökar risken att priser stiger till nivåer som inte är hållbara på lång sikt. Följaktligen anser vi att skuldsättningsgraden hos privatpersoner är av vikt för denna uppsats. Kearl och Mishkin (1977, p. 1581) konstaterar generellt att ju större tillgång på kredit desto större är efterfrågan på bostäder. Folk köper i hög utsträckning hus för lånade pengar och en ökad belåning till följd av låga räntor utgör inget hot mot det finansiella systemet så länge prisinflationen fortsätter och hushåll som säljer sina hus får mer pengar för det än vad de betalade vid det ursprungliga köpet. Eftersom skuldkontrakt oftast är tecknade med nominella fasta räntesatser ökar en oväntad nedgång i inflationen det reala värdet av skulden och i sin tur risken att låntagaren inte kommer att kunna betala tillbaka hela lånet (Bordo et al, 2001, p. 3). Vid en innevarande prisbubbla ackumulerar både hushåll och företag allt större skulder då de emotser en högre framtida avkastning på sina tillgångar som de hoppas ska kunna finansiera de växande lånen. När bubblan väl spricker och tillgångspriserna sjunker drastiskt kommer den höga skuldsättningsgraden inte längre att vara kompatibel lägre tillgångspriser, vilket innebär att risken för finansiell osäkerhet ökar vid en hög skuldsättningsgrad (Zbib, 2001, p. 4).

Fisher (1932, 1933) var en av de första att beskriva hur en fallande prisnivå påverkar det finansiella klimatet. Han menar på att den allmänna optimism som växer fram i en tid av inflation i tillgångspriser uppmuntrar ytterligare lånefinansierade investeringar, och är en process som pågår tills ett tillstånd av *överbelåning* nås. Överbelåning innebär att privatpersoner, företag och banker inte längre har råd att fullgöra sina låneåtaganden. För att finansiera lånen kommer något kallat *distress selling* att äga rum, med vilket menas att aktörerna på en marknad säljer sina tillgångar enkom för att kunna genomföra sina amorteringar och räntebetalningar vilket får fallande tillgångspriser som följd.

2.6 Konsumtion och husprisförändringar

Ett växande antal finansiella rapporter pekar alla på att husprisökningar och ett lågt ränteläge stimulerar en kraftig uppgång i konsumtion och stimulerar därför även det ekonomiska klimatet i ett land (Muellbauer och Murphy, 1997, Cameron et al., 2006). Andra har studerat effekten av husprisförändringars påverkan på ett hushållens konsumtionen och funnit en stark positiv korrelation (Campbell och Cocco, 2004). Ett lågt ränteläge leder till stigande priser på husmarknaden, därför att det medför en lägre riskpremie på både fastighetsmarknaden och aktiemarknaden. Vidare ändras sammansättningen av förmögenhet för alla åldersgrupper och inkomstgrupper samtidigt som fler konsumerar hus på marknaden. Det leder även till en ökad aggregerad konsumtion, men stimulerar inte nödvändigtvis det ekonomiska då att högre jämviktsläge på de riskfria räntorna ger till en kortsiktig nedgång i investeringar enligt Favilukis et al. (2010, p. 37).

Många antaganden om husprisens föränderlighet bygger på att konsumtion och huspriser är väldigt väl länkade till varandra. Hus är nämligen annorlunda än många andra tillgångar av framförallt två anledningar. Den första är att människor bor i huset de äger och värdesätter de förmåner som detta medför. Den andra anledningen är att det inte finns någon internationell handel av småhus vilket betyder att situationen på bostadsmarknaderna i andra länder inte påverkar läget i Sverige (Aoki et al, 2001, p. 460). Olikt många andra tillgångar så kan hus även användas som säkerhet för att låna pengar. När huspriserna stiger så ökar således den relativa tillgången på kapital då ett högre värderat hus gör det möjligt att låna mer pengar. Detta gör att konsumenterna ökar sina utgifter eftersom att de blir mer benägna att låna pengar (Benito et al, 2006, p. 145). Vidare menar Benito et al (2006, p. 145) att husprisökningar generellt påverkar två olika konsumentgrupper. Den första gruppen är de som vill spendera mer men inte tidigare haft möjlighet att göra så. Det blir möjligt för denna kategori att låna pengar eftersom att bostadens värde ökar och därmed även värdet av huset som säkerhet vilket möjliggör större lån. Den andra kategorin är de som tidigare har varit befogade att låna mer men som inte har gjort det för att räntenivån varit för hög. När säkerheten som låntagaren innehar ökar i värde så bidrar det till att räntan som låntagaren har kan omförhandlas till en lägre då kreditgivarens risktagande sjunker (Benito et al, 2006, p. 146).

3 Trender på husmarknaden

3.1 Sverige i relation till omvärlden

Prisutvecklingen på bostadsmarknaden har varit väldigt kraftig i de flesta västeuropeiska länder sedan 90-talet. De bakomliggande faktorerna till utvecklingen antas vara låga räntor i världen och en långvarig högkonjunktur som har speglat utvecklingen. Inflationen har samtidigt varit väldigt låg och privatkonsumtionen och ökningen i BNP har varit jämn. Då hushåll inte har sett någon nedgång av priserna på bostadsmarknaden så har riskmedvetandet minskat. När det uppdagades att de amerikanska bostadspriserna på bostäder var kraftigt övervärderade såg marknaden i USA, men även i många andra OECD-länder, fallande priser. Med tanke på att Sverige är ett av de länder i västvärlden som har sett en av de kraftigaste prisuppgångarna under det senaste decenniet så finns det en risk för fallande huspriser som marknaden inte riktigt beaktar. Det är enligt BKN (2010, p. 3) uppenbart att Riksbankens penningpolitiska åtgärder har stoppat bostadsprisernas fall.

Priserna på den svenska husmarknaden har stigit väldigt kraftigt och under en tioårsperiod ökat med 100 procent samtidigt som inga större prisfall har skett. Bankernas kreditförluster från hushållens lån på husmarknaden har inte ökat trots att husköpen är till 85 procent säkrade mot fastigheter. Räntorna har aldrig varit så låga som de är idag och det beror delvis på det rådande ekonomiska klimatet men även för att Riksbanken under mitten av 90-talet införde inflationsmålet på 2 procent vilket har bidragit till att inflationen i landet har stabiliserats (Nyberg, 2007, p. 4). En annan anledning tros vara att bostadsefterfrågan varit stor och sammanfallit med positiva prisförväntningar på marknaden. Den långsamma takt som hållits vad det gäller nybyggande i Sverige under senare år är även en möjlig anledning till att bostadspriserna stigit mer i Sverige än i övriga länder (BKN, 2010, p. 5)

3.2 Förändrat beteende hos konsumenter

Det har uppstått ett nytt mönster på bostadsmarknaden i Sverige där hushållen tar ut mer kapital ur sina bostäder genom bostadslån som till stor del används till annat än bostadsinvesteringar. Allt fler hushåll har lån till låga rörliga räntor vilket gör att genomslaget på hushållens ekonomi av ränteförändringar kommer att ske snabbt. Ett annat nytt beteende bland hushållen är att allt fler efterfrågar dyrare bostäder vilket möjliggörs via ökad bostadsutlåning från bankerna. Detta leder i sin tur till fortsatt stigande bostadspriser och en ökad efterfrågan på lån enligt (BKN, 2010 p. 3).

Nyberg (2007, p. 8) menar att det inte är hållbart för hushållen att låta skulderna växa snabbare än vad inkomsterna gör och poängterar att huspriserna inte har någon självständig betydelse i Riksbankens penningpolitik.

3.3 Belåningsgrad

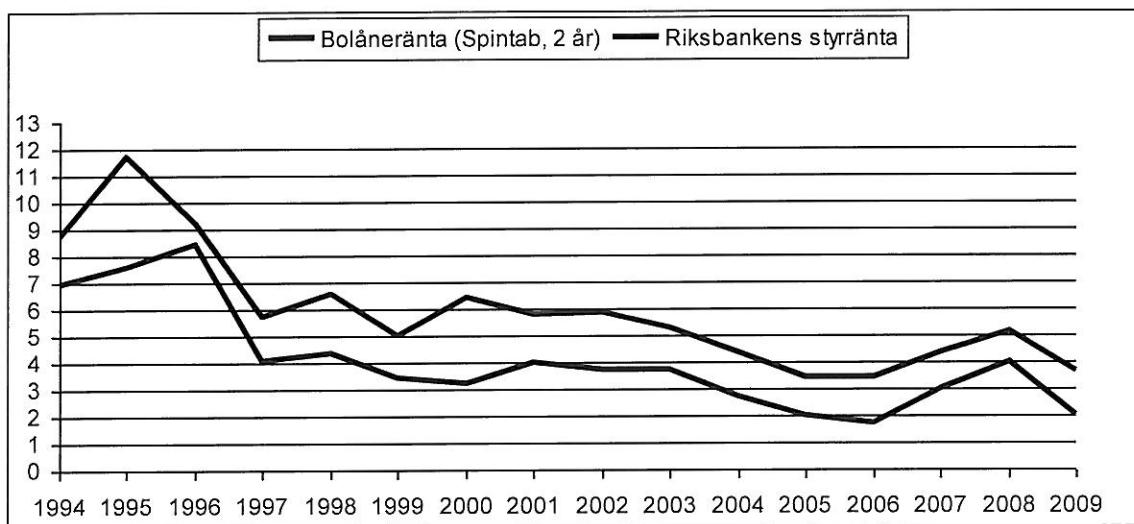
Definitionen av belåningsgraden är bolånens storlek i förhållande till bostädernas marknadsvärde. Graden av belåning har stigit kraftigt under det senaste decenniet samtidigt som skuldkvoten ökat från mitten av 90-talet. Dock är det viktigt att poängtera att hushållens ränteutgifter som andel av de disponibla inkomsterna har sjunkit. (FI⁷, 2010, p. 2) Men trots det så anser vi att de svenska hushållen är sårbara enligt flera olika mått. Ett är skuldsättningen i förhållande till bostädernas värde. Belåningsgraden uppgår idag till 46 procent av bostädernas värde vilket är 15 procentenheter högre än vid fastighetskrisen på 90-talet, och det finns inga tydliga tecken på att den skulle minska. Med andra ord har hushållen aldrig tidigare haft en så liten andel eget kapital som idag. I och med det låga ränteläget i Sverige så pekar det istället på att hushållens belåningsgrad kommer att fortsätta att stiga och det beror delvis på att bankerna tillåter en allt högre skuldsättning idag än tidigare och allt längre amorteringstider. Ett annat mått som indikerar på hushållens sårbarhet är skulderna i relation till disponibel inkomst. Detta mått har nått en väldigt hög nivå om vi återigen återknyter till fastighetskrisen på 90-talet. Idag är skulderna 156 procent av de disponibla inkomsterna jämfört med 116 procent 1990 (BKN, 2010, p. 3).

Vidare skriver FI i sin rapport (2010, p. 3) att belåningsgraden aldrig varit så hög som den är idag och hela 12 procent av låntagarna i undersökningen hade en belåningsgrad på 90 procent och cirka 30 procent en belåningsgrad på 80 procent. Ett prisfall på marknaden skulle innebära att fler låntagare har större lån än vad marknadsvärdet på fastigheten uppgår till. Detta skulle betyda att vid en ränteökning eller sjunkande disponibla inkomster för hushållen orsakad av inflationsökning, stigande arbetslöshet så kan överbelåningen få stora konsekvenser på marknaden. Vid en kris så inträffar det i verkligheten flera saker samtidigt vilket speglas i Sveriges ekonomiska historia som är präglad av tillfällen då tillgångspriserna relativt fundamenta har varit orealistiskt högt uppdrivna relativt långsiktiga fundamenta. Detta har gällt hyror, vinster, utdelningar, återanskaffningsvärden, produktivitet utveckling och även permanent inkomst. Inte sällan inträffar perioder med överdrivet höga förväntningar efter en period med stark tillväxt (BKN 2010, s 6).

⁷ Finansinspektionen.

3.4 Ränteutvecklingen

Under det senaste decenniet så har räntorna sjunkit vilket åskådliggörs i figur 3.1. Styrräntan ett av de instrument som Riksbanken använder för att uppnå en stabil penningpolitik i landet. Låga räntor främjar konsumtionen och gör det möjligt för låntagare att få tillgång till kapital relativt enklare än vid höga räntor. De låga räntorna är en av de faktorer som påverkar husmarknaden direkt och är en av de bidragande orsakerna till den kraftiga uppgången på marknaden för småhus. I diagrammet syns tydligt trenden över tiden samt att bolåneräntan följer styrräntan bra.



Figur 3.1 Visar hur Riksbankens styrränta och bolåneräntan förändrats sedan 1994. Källor: Sveriges Riksbank och Swedbank

4 Empiriskt tillvägagångssätt

4.1 Imputerad hyra

Metoden som vi har valt att använda för att testa om det finns en prisbubbla på den svenska husmarknaden kallas *imputed rent* eller på svenska för imputerad hyra. Vid försök att konstatera om det existerar en bubbla eller inte är det felaktigt att endast fokusera på priset av huset. Detta för att köpeskillingen⁸ inte är detsamma som kostnaden att faktiskt bo i huset (Zbib, 2006, p. 8). Att köpa ett hus för tre miljoner svenska kronor betyder inte att det kostar tre miljoner kronor att bo i huset i ett år. Vidare är inte den finansiella avkastningen en husägare kan förvänta sig från att äga ett hus detsamma som skillnaden mellan priset man köper huset för och priset man säljer för. En korrekt uträkning av avkastningen från ägandeskapet av ett hus jämför istället värdet av att bo i fastigheten under ett år med den förlorade inkomst ägaren hade fått om denne istället placerat kapitalet i en alternativ investering, ”alternativkostnaden av kapital” (Himmelberg et al., 2005, p. 74). I och med denna jämförelse beaktas nämligen fleråttlet faktorer såsom risk, skattefördelar till följd av att äga ett hus, fastighetsskatter, underhållskostnader och förmodad avkastning som följer av att äga ett hus, vilka alla påverkar gällande husprisinivå. För att marknaden ska anses vara i jämvikt ska den imputerade hyran ungefär motsvaras av kostnaden att hyra en likvärdig bostad.

Resonemanget ovan utgör basen för vårt val av att använda den imputerade hyran för att avgöra om huspriserna i Sverige är ”för höga”. Genom att räkna ut den kostnad en husägare ”betalar” för att bo i sitt hus under ett års tid och jämföra denna med verkliga hyreskostnader och inkomstnivåer går det sedan att konstatera huruvida rådande husprisinivå är omotiverat hög på längre sikt. Annorlunda uttryckt reflekterar den imputerade hyran den årliga summa som ägaren hade fått betala extra, eller fått som extra inkomst om denne istället hade hyrt huset han äger. Då husägare idag har obefogat höga förväntningar om framtida avkastningar upplever de att kostnaden av att bo i huset som lägre, vilket får till följd att de betalar ”för mycket” för att köpa huset idag (Himmelberg et al., 2005, p. 74).

4.2 Specificering av formel

Formeln som används för att beräkna den årliga kostnaden av att bo i ett hus är som nämnt känd i litteraturen som imputerad hyra och utgörs av summan av sex stycken komponenter som

⁸ Hädanefter likställs köpeskillning med huspris eller bara pris.

innefattar både kostnader och fördelar. Formeln vi har valt att använda har sitt ursprung i modeller presenterade av Himmelberg et al. (2005) samt Poterba (1992). Formeln lyder::

$$C_{i,p.a.} = P_i r_i^{rf} + AV_i \omega_i - P_i \tau_i r^m + P_i \delta - P_i g + P_i \gamma$$

$C_{i,p.a.}$ representerar den årliga kostanden av att äga ett hus, dvs. den imputerade hyran, som i sin tur består av:

1. $P_i r_i^{rf}$ = Kostnaden för uteblivna ränteintäkter som husägaren kunde ha emotsett om denne investerat i något annat än huset. Denna ettårskostnad är beräknad som huspriset P_i multiplicerat med den riskfria räntan r_i^{rf} , vilken representeras av räntan på en 3-månaders statsskuldväxel.
2. $AV_i \omega_i$ = Ettårskostnaden för fastighetsskatter, vilken beräknas som taxeringsvärdet AV_i multiplicerat med skattesatsen för fastigheter ω_i .
3. $P_i \tau_i r^m$ = Är en term som gör kostnaden att äga ett hus lägre eftersom räntekostnader till viss del är avdragsgilla. P_i står för huspriset, τ_i är marginalsattesatsen och r^m räntesatsen för bolånet.
4. $P_i \delta$ = Deprecieringstakten på ett hus, det vill säga den kostnad en husägare måste betala för att huset inte ska minska i värde till följd av "förfall". Uttryckt annorlunda betecknar denna term underhållskostnader för ett år och beräknas som huspriset P_i gånger depreciationshastigheten δ .
5. $P_i g$ = Denna term representerar den takt som ett hus ökar med i värde under ett års tid. Beräknas som huspriset P_i gånger apprecieringshastigheten g .
6. $P_i \gamma$ = Är en term som betecknar en hypotetisk riskpremie för husägaren då denne tar en större risk genom att äga sitt eget ett hus än genom att hyra ett motsvarande. Kalkyleras som en fraktion av huspriset, $P_i g$ multiplicerat med riskpremien γ .

4.3 Data

För att möjliggöra en undersökning av prisnivån på den svenska bostadsmarknaden har vi valt att samla in paneldata för åren 1984 till 2009. Genom att gå så pass långt tillbaka i tiden kommer vi att kunna jämföra situationen idag med den i början av 90-talet då det också förelåg en prisbubbla. För att beräkna den årliga kostnaden av att bo i ett hus har vi samlat in passande data till samtliga termer i uttrycket för den imputerade hyran. En del variabler varierar över tiden medan andra har

antagits vara konstanta. Nedan följer en beskrivning av de termer som inkluderats samt varifrån data är taget.

4.3.1 Huspriser och taxeringsvärden

Närhelst vi refererar till termen ”hus” är det en- eller tvåplansshus som åsyftas. Huspriserna och taxeringsvärdena som ligger till grund för våra beräkningar av den imputerade hyran är insamlade från Statistiska Centralbyrån (SCB) och anger genomsnittliga värden per år, för de hus som försålts under året. Vi jämför senare den imputerade hyran för ett år med den faktiska, och den även data på den faktiska hyran är hämtad från SCB och angiven som ett genomsnitt på kostnaden att hyra en lägenhet omfattande 4 rum och kök under ett års tid.

4.3.2 Bolåneränta

Majoriteten av alla husköp i Sverige finansieras genom bolån, vilka ges av det dryga tjugotal bolåneinstitut som finns i landet. De fyra stora bankerna SEB, Handelsbanken, Nordea och Swedbank, samt det statligt ägda SBAB (Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag) har tillsammans drygt 90 procent av alla bolån idag. Till beräkningarna av den imputerade hyran har vi valt att använda de bolåneräntor som erbjudits av Swedbank som är det enskilt största bolåneinstitutet i Sverige. Räntan med 2 års bindningstid och den sist dokumenterade observationen för varje år kommer att användas som gängse ränta för just det året. För åren mellan 1984 och 1988 används dock 5-årsräntan till följd av avsaknad på data för 2-årsräntan. Data på bolåneräntorna som erbjudits historiskt finns på Swedbanks hemsida och finns tillgänglig från 1985 och framåt. Den först dokumenterade räntan från 1985 kommer därför att tjäna som uppskattning av den sista räntan 1984.

4.3.3 Riskfri ränta

I teorin är en riskfri ränta den till vilken en individ kan placera sina pengar helt utan risk. Den riskfria räntan representerar räntan en investerare skulle förvänta sig att få från en absolut riskfri investering över en given tidsperiod. I praktiken finns det emellertid ingen tekniskt helt riskfri ränta då även de allra ”säkraste” investeringarna innefattar en minimal risk. Som approximation av räntan som en riskfri investering skulle generera har det därför blivit en norm inom ekonomisk teori att använda 3-månadersräntan på en amerikansk *treasury bill*. Detta eftersom obligationer

utfärdade av regeringen har nästan noll procents risk att förfalla till betalning. Till våra beräkningar av den imputerade hyran har vi följaktligen valt att använda samma löptid, tre månader fast istället använda räntan för en svensk statsskuldväxel. För varje år är en genomsnittlig ränta beräknad och sedan använd i vår formel. Information om räntor på statsskuldsväxlarna har vi hämtat från Sveriges Riksbanks hemsida.

4.3.4 Fastighetsskatt och avdragsgilla räntekostnader

Fastighetsskatt betalas i Sverige på taxeringsvärdet, vilket fastställs av Skatteverket. Taxeringsvärdet för fastigheten ska motsvara 75 procent av marknadsvärdet två år före det år fastighetstaxeringen sker. Marknadsvärdet bestäms med hänsyn till det genomsnittliga prisläget inom det värdeområde där fastigheten ligger (Skatteverket). Idag beskattas hela taxeringsvärdet, men åren mellan 1984 och 1991 beskattades endast en tredjedel av värdet, vilket vi har tagit hänsyn till i formeln för den imputerade hyran. Skattesatsen för fastighetsskatt har även varierat över tiden vilket vi också beaktat. För småhus har skattesatsen årligen antagit värden mellan 1,7 procent och 0,7 procent under den undersökta tidsperioden. Från och med 2008 betalar småhusägare en kommunal fastighetsavgift istället för en statlig fastighetsskatt. Avgiften utgörs av ett fast maxbelopp som för 2008 inte får överstiga 6000 kronor för varje bostadsbyggnad. För 2009 var motsvarande siffra 6 362. Om 0,75 % av husets taxeringsvärde 2008 respektive 2009 ger en lägre avgift, ska dessa dock användas istället. Till våra beräkningar av den imputerade hyran har vi valt att använd 0,75 % gånger årets genomsnittliga taxeringsvärde (Skatteverket).

Avdragsgillhet för räntor är i Sverige 30 procent för räntekostnader upp till 100 000 SEK, oavsett inkomst. Överstiger kostnaderna detta belopp är avdragsgillheten 21 procent. Med andra ord kostar varje tusenlapp en husägare betalar i ränta 700 kronor efter skatt för räntekostnader upp till 100 000 SEK. Till den imputerade hyran har vi använt siffran 0,3 för att beräkna hur stor del av ett hushålls räntekostnader som är avdragsgilla.

4.3.5 Deprecieringstakt, långsiktig apprecieringstakt och riskpremie

Deprecieringstakt, eller hur mycket ett bostadshus ”slits” per år för att ett hushåll konsumerar bostaden är svårt att uppskatta. Englund et al. (1999, p. 211) approximerade denna utifrån observationer av åtta olika tätbebyggda områden i Sverige mellan åren 1981 och 1993. Genomsnittet låg på 2,5 procent och denna siffra är den vi valt att använda till beräkningarna av

den imputerade hyran. Även Harding et al. (2007, p. 75) beräknade den åldersrelaterade deprecieringen till samma siffra när de undersökte data för 55 000 hushåll i USA, under perioden 1985 till 2001. Takten har antagits vara konstant över tiden och beräknas som en fraktion av huspriset. Detta antagande är inte speciellt realistiskt då hus egentligen är ytterst heterogena till sin karaktär, vilket gör det svårt att mäta deprecieringstakt, men 2,5 procent kommer likväl att tjäna sitt syfte som ett generellt närmevärde. Vad deprecieringstakten implicit innefattar är även kostnader för underhåll av huset såsom nödvändiga renoveringar eller reparationer, detta i termer av alternativkostnader. Antingen kan husägaren låta sitt hus långsamt depreciera med de uppskattade 2,5 procenten årligen, eller spendera pengar på underhållet som hindrar huset från att ”förfalla” – hur som helst kommer husägaren tvingas dra på sig en kostnad (Himmelberg et al., 2005, p. 74).

Långsiktig apprecieringstakt är detsamma som den procentuella värdeökning av huset som en husägare emotser genom ägandeskap. På senare år har småhusprisindex ökat relativt mer än konsumentprisindex (KPI) men studerar vi 90-talet var det tvärtom – vilket gör uppskattningen av en långsiktig apprecieringstakt av värden på svenska småhus besvärlig. Poterba (1992, p. 237) föreslår att huspriser apprecierar i samma takt som den allmänna inflationen och vi har följaktligen gjort bedömningen att likställa den långsiktiga apprecieringstakten med Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Annorlunda uttryckt antar vi sålunda att huspriserna apprecierar lika mycket som den önskade ”vanliga” inflationen, vilket förefaller rimligt på lång sikt. I sin studie av den amerikanska marknaden uppskattar Poterba och Sinai (2008, p.5) samma siffra till 2,13 procent årligen.

Med i beräkningen av den årliga imputerade hyran finns även en riskpremie, vilken ämnar kompensera husägare för den större risk de utsätter sig för då de faktiskt äger husen istället för att hyra dem. Riskpremien beräknas som en procentsats av huspriset och approximeras både av Poterba och Sinai (2008 p. 4) och Himmelberg (2005, p. 76) till 2 procent av huspriset, varför vi väljer samma siffra till våra beräkningar.

4.4 Jämvikt

Efter att ha uppskattat den årliga kostnaden av att äga ett hus så kan vi jämföra denna siffra med hyreskostnader och inkomstnivåer för att därigenom bedöma om ägandekostnaden är oproportionellt hög. En prisbubbla existerar på husmarknaden när husägare upplever att det kan

vara värt att ta en högre kostnad i "år" för att de emotser avkastning i form av värdeökning på sitt hus i framtiden.

Jämvikt på marknaden implicerar att den förväntade årliga kostnaden av att äga ett hus inte ska överstiga den faktiska hyreskostnaden. Himmelberg et al. (2005, p. 75) menar att om den årliga ägandekostnaden stiger utan en sammanfallande ökning i hyror så måste huspriser falla för att potentiella husköpare ska bli övertygade att köpa istället för att hyra. Det motsatta händer om den årliga ägandekostnaden sjunker. Således nås jämvikt när den förväntade årliga kostnaden av att äga ett hus, $C_{t,p,a}$, överensstämmer med den årliga kostnaden av att hyra ett motsvarande hem, $R_{t,p,a}$. Med andra ord ska sambandet $C_{t,p,a} = R_{t,p,a}$ vara uppfyllt för att priserna på husmarknaden inte ska betecknas som omotiverat höga eller låga

Enligt Díaz och Luengo-Prado (2006, p. 8) skulle det i praktiken fungera så att en individ föredrar att köpa framför att hyra om hyreskostnaden överstiger priset denne måste betala för att istället äga huset, där skuggpriset utgörs av den imputerade hyran. Detta är inte möjligt att veta i förväg och förutsätter en värld utan osäkerhet och justeringskostnader. Bortsett från detta innebär teorin i praktiken att om $C_{t,p,a} > R_{t,p,a}$ så kommer hushåll att föredra att hyra framför att köpa, och vice versa om $C_{t,p,a} < R_{t,p,a}$.

5 Utvecklingen på den svenska marknaden

För att undersöka om huspriserna på den svenska fastighetsmarknaden hålls uppe av en bubbla väljer vi förutom att tillämpa siffror på den imputerade hyran att först gå igenom ett antal vedertagna mått som brukar användas för att undersöka husprisutvecklingen. Detta för att se vad dessa enklare mått indikerar och kontrollera om dessa trots allt kan vara användbara. Även brister med dem kommer att poängteras. Vidare beräknar vi, som beskrivet i avsnitt 4, den imputerade hyran för åren 1984 till 2009 och jämför de siffror vi får fram med faktisk hyra och utvecklingen av hushålls genomsnittliga disponibla årsinkomst under samma period.

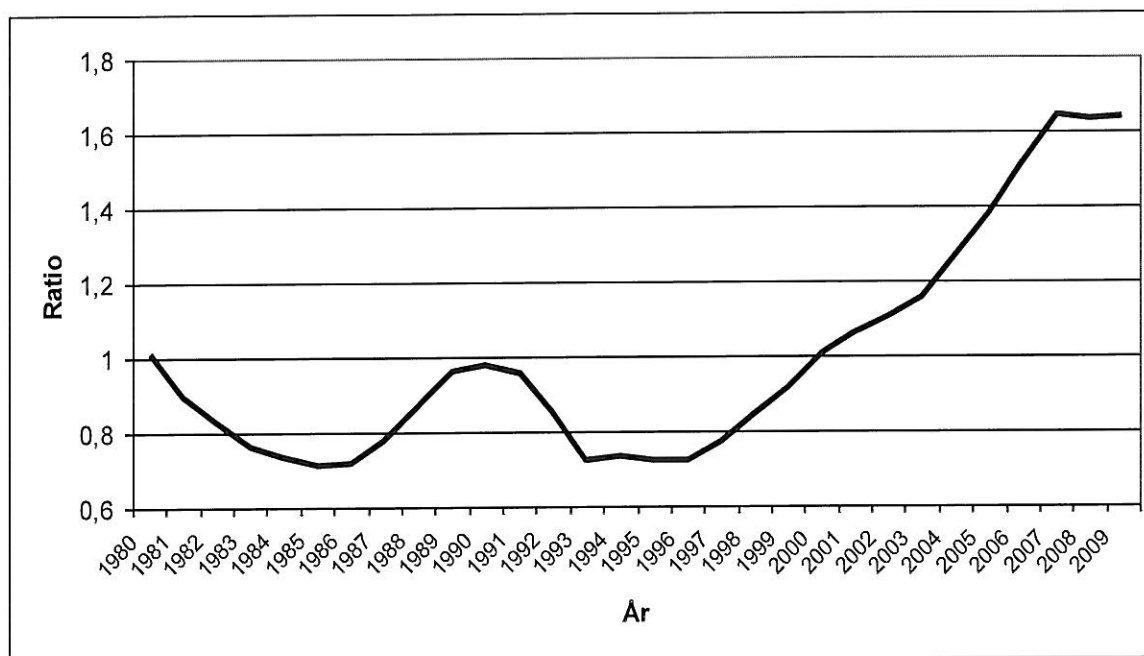
5.1 Vedertagna mått

Det finns en del vanligare mått som brukar användas för att undersöka om priserna på en fastighetsmarknad är upptrissade till ohållbara nivåer såsom huspris relativt hyra och huspris relativt inkomst. Smith och Smith (2006, p. 5) menar dock att dessa mått inte är tillräckliga för att kunna besvara frågan om huspris är för höga. De förklarar att modeller som undersöker prisbubblor genom att jämföra hur husprisindex har förändrats relativt andra index är felaktiga eftersom de antar att marknadspriserna fluktuerar slumpmässigt runt fundamentala värden. För att följaktligen kunna dra slutsatsen att priserna idag är så höga att de inte kan motiveras av fundamenta så måste det antas att prisnivån tidigare var nära fundamentala värden. Fallet skulle dock kunna vara att priserna tidigare låg under nivåer som kunde motiveras av fundamenta och att prisökningarna därför varit motiverade och bidragit till en ökad nivå som faktiskt kan förklaras av fundamenta.

Himmelberg et al. (2005, p. 73) menar att höga pris-hyra- och pris-inkomstkvoter inte är tillförlitliga mått för att bevisa en prisbubblas existens eftersom de inte beaktar den långsiktiga trenden i reala ränta, vilken skulle kunna göra hus relativt sett mer billigare. Cameron et al. (2006, p. 21) konstaterar att dessa mått även ignorerar faktorer såsom demografiska förändringar och nybyggnation av hus och att de följaktligen inte bör användas för att undersöka om en bubbla håller uppe priserna på marknaden. Även om vi genom att använda dessa mått inte kan konstatera att huspriserna hålls uppe av förväntningar om högre framtida avkastning anser vi att det är intressant att undersöka vad de säger för att sedan jämföra dessa resultat med vad tillämpningen av den imputerade hyran indikerar.

5.1.1 Realt husprisindex

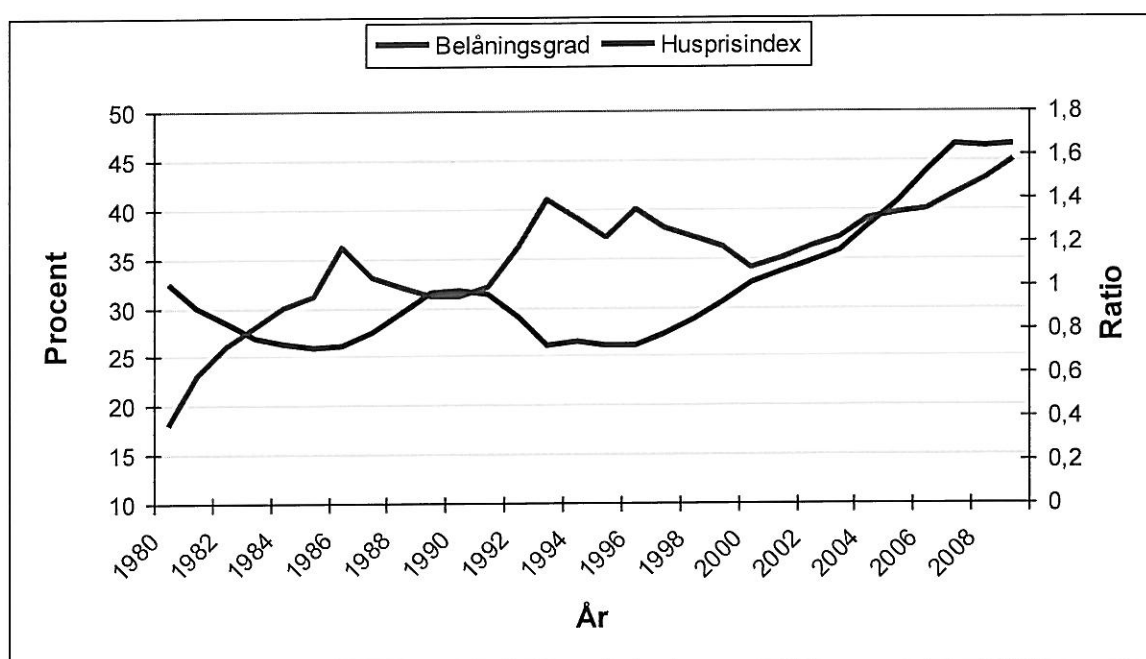
För att återknyta till stycke 2.3 visar vi nedan hur huspriserna har utvecklats relativt den allmänna inflationstakten (konsumentprisindex). Index för båda nominella tidsserierna är 1980 och den årliga ration har vi fått fram genom att för ett givet år dividera husprisindex med konsumentprisindex, vilket är detsamma som det reala husprisindexet. Data kommer från SCB. För ration 1 utvecklas huspriserna i exakt samma takt som den allmänna inflationen och vi kan följaktligen observera att huspriserna under hela 2000-talet har stigit betydligt mer. Den tidigare toppen nåddes 1990-91 och följdes av ett betydande prisfall. Reala huspriser ligger idag i Sverige på en ny högstanivå, vilket skulle kunna indikera att en prisbubbla är innevarande och att en kraftigare prisnedgång är att vänta inom kort. Detta behöver dock inte vara fallet då den höga ration faktiskt inte avslöjar något om huruvida uppgången i priser är motiverad av förändringar i fundamenta. Som nämnt tidigare är priset på ett hus inte detsamma som den årliga kostnaden av att bo där, vilket innebär att stigande huspriser inte nödvändigtvis innebär att själva ägandeskapet blir dyrare. Som Himmelberg et al. (2005, p. 68) fastslår så är en kraftig prisuppgång inte i sig ett bevis nog för att kunna konstatera att en prisbubbla är förevarande.



Figur 5.1 Reala huspriser. Index = 1980. Nominella huspriser divideras med konsumentprisindex för att få fram reala huspriser. Källa: författarnas bearbetning av data från SCB.

5.1.2 Reala huspriser relativt belåningsgrad

Det faktum att bolåneräntorna idag är låga har minskat kostnaden för kapital och i sin tur ökat den genomsnittliga belåningsgraden hos privatpersoner. Längre amorteringstider tillåts och även en högre belåningsgrad än tidigare, vilket illustreras i figur 5.2. Enligt Borio och Lowe (2002, p. 1) så utgör enkom prisinflation eller ökad kreditexpansion historiskt inget hot mot finansiell stabilitet utan det är kombinationen av de två som ökar risken att priser stiger till nivåer som inte är hållbara på lång sikt. I Sverige har det på senare år både syns en kraftig prisinflation och en ökad belåningsgrad. En jämförelse med krisen i början av 90-talet kan i detta läge vara intressant: mellan 1991 och -93 ökade bolånestocken med 6 procent samtidigt som den nominella bostadsförmögenheten minskade med 16 procent under samma tid (BKN 2009, p. 12). De rekordlåga svenska räntorna⁹ har gjort att huslånen har skuldsatt sig allt mer. Räntan kommer dock inte att fortsätta vara låg i all evighet – vid högre räntesatser minskar hushållens tillgång på kapital, vilket i sin tur kommer att minska efterfrågan och så småningom leda till att huspriserna anpassar sig nedåt. En tolkning av detta diagram är således att priserna kommer att visa en tendens att sjunka vid uppgångar i räntan och att de på samma sätt trissats upp av den innevarande låga räntan. Följaktligen säger detta att räntan är av fundamental betydelse vid prissättning av hus men inte något om huruvida priserna tidigare trissats upp av en prisbubbla, eller utsikter om en hög framtida avkastning på hus.



⁹ Reporäntan har varit 0.25 procent sedan juli förra året.

Figur 5.2 Reala huspriser relativt belåningsgrad. Källor: reala huspriser – författarnas bearbetning av data från SCB, belåningsgrad: BKN.

5.1.3 Huspris relativt hyra

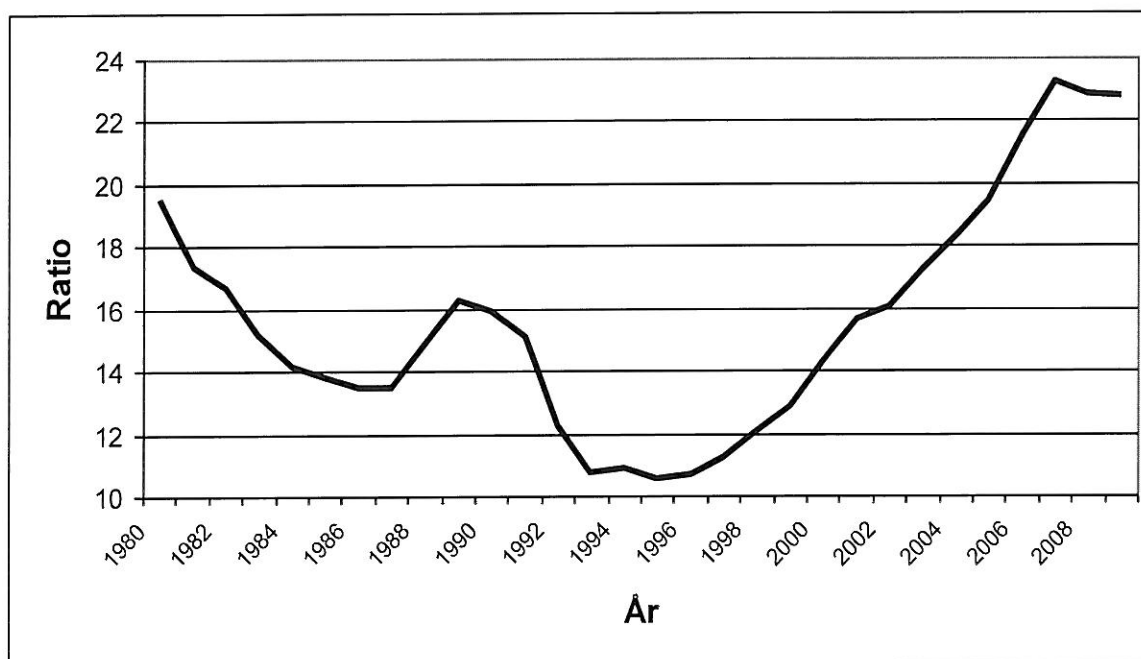
I finansiell litteratur sägs en tillgångs värde vara bestämt av summan av tillgångens framtida utdelningar, som alla är diskonterade tillbaka till nuvärdet av investeringen genom individens preferenser. Detta kan länkas samman med ett hus vars utdelning kan antas vara att ge innehavaren tak över huvudet. Det fundamentala värdet av ett hus är nuvärdet av de framtida underhållskostnaderna som ägaren måste beakta. På en effektiv marknad så bör kostnaderna av att äga ett hus vara likvärdiga hyreskostnaden av att hyra en likvärdig bostad (FRBSF¹⁰, 2004, p.1).

Pris-hyrakvoten är ett klassiskt mått för att undersöka hur utvecklingen på bostadsmarknaden ser ut. Kvoten visar hur många årshyror som utgör priset på en likvärdig bostad och kan indikera om det är mer åtråvärt att äga eller att hyra en bostad. När ration fortsätter att vara hög under en längre tid så antas det att priset är högt för att förväntningar om framtida avkastningar på bostaden antas vara höga, istället för det fundamentala hyresvärdet, och därför kan det betyda att en bubbla existerar. Men hur länge som priserna ska avvika kraftigt för att det ska kunna existera en bubbla eller om nivån på sikt är hållbar är oklart. Det finns heller ingen anledning att tro att pris-hyrakvoten ska vara konstant över tiden för att det ska finnas avsaknad av en bubbla. Campbell och Schiller (1988) visade att värdet av ration idag endast kan öka om det finns förväntningar om framtida avkastning, tro på minskad avkastning i framtiden, eller båda.

Som synes i figur 5.3 så följer pris-hyrakvoten den reala husprisutvecklingen (figur 5.1) bra. En uppgång i början av 90-talet följdes av en fallande kvot till följd av ett ras i husprisnivåer. Sedan dess har vi kunnat se en kontinuerlig ökning av huspriserna, alternativt en minskning i hyrespriser. Historiskt går det enligt BKN (2009, p.5) att observera att kvoten mellan priset och hyran pendlar inom ett visst intervall och om vi antar att den kommer att fortsätta göra så innebär en anpassning tillbaka till det historiska genomsnittet antingen en pris- och/eller hyresanpassning. Vidare står det i rapporten att hyrestillväxten sker i en relativt konstant takt och att anpassningen troligtvis via förändringar i bostadspris och avkastningen på boendet.

¹⁰ Federal Reserve Bank of San Francisco.

Kritik har riktats mot att använda pris-hyrakvot måttet för att se om en bubbla på bostadsmarknaden existerar. Framst för att modellen inte tar räntan i beaktande när värdena estimeras. Modellen kan visa att det har blivit dyrare att köpa ett hus relativt att hyra, men säger ingenting om vad som har orsakat prisuppgången. Det skulle kunna vara en prisbubbla, men prisuppgången skulle lika gärna kunna motiveras av förändringar av fundamenta.



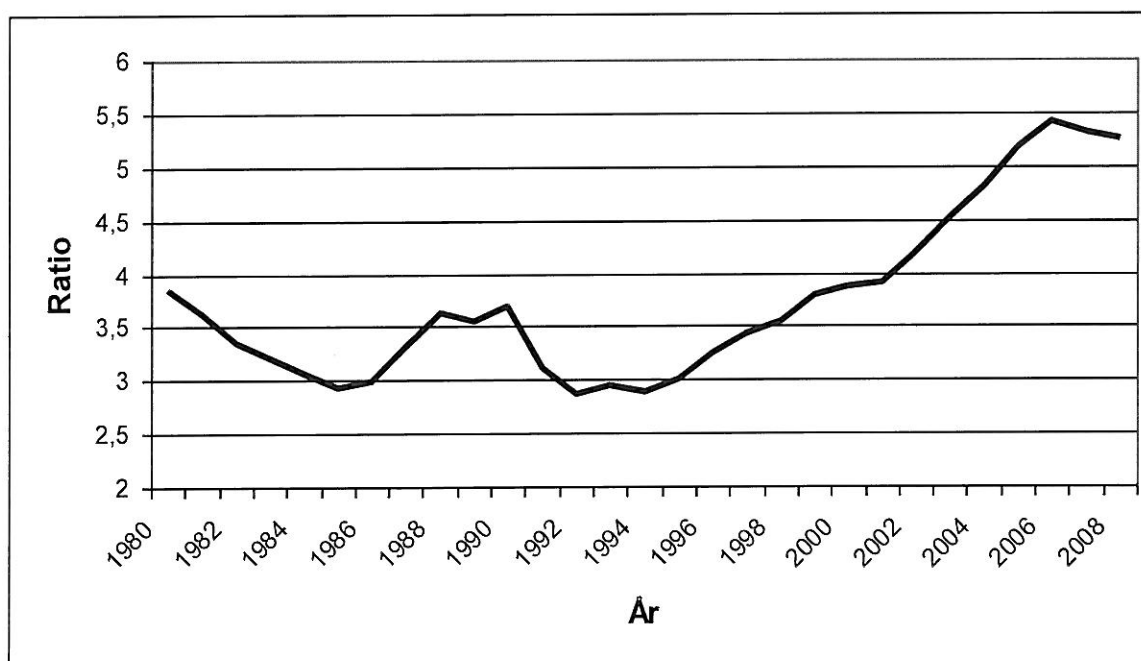
Figur 5.3 Huspris relativt hyra. Källa: författarnas bearbetning av data från SCB.

5.1.4 Huspris relativt disponibel inkomst

Huspris relativt disponibel inkomst är ett annat mått för att mäta hur ett hushålls inkomster påverkar ett hushålls möjligheter att köpa en bostad. Detta mått ger dock ingen indikation på hur priset på en bostad kommer att vara i framtiden. I grafen åskådliggörs det tydligt att det har skett en ökning, men det behöver inte nödvändigtvis betyda att en fastighetsbubbla kommer att inträffa, men det bör uppmärksammas att det har skett en kraftig ökning vilken bör bevakas. Det är också ofta diskuterat att en stegring i huspriser i relation till en inte lika kraftig ökning i inkomster är ohållbar och kan leda till en eventuell krasch på bostadsmarkanden. En ökning gör det även svårare för förstagångsköpare att köpa en bostad, i och med att de får en relativt högre ränta eftersom att de inte har en tillräckligt stor kapitalinsats från början (Rozenberg, 2007). Disponibel inkomst i vårt diagram nedan är beräknat som ett genomsnitt på samtliga hushåll i Sverige, vilket innebär att hushåll bestående av studenter såväl som pensionärer som varken har tillräcklig

inkomst eller avsikter att köpa hus är medräknade. Detta till trots anser vi att diagrammet figur 5.4 väl visar trenden över tiden, med en föregående topp i början av 90-talet, därefter ett dropp och sedan dess en ökad nivå i diagrammet.

Huspriset relativt den disponibla inkomsten är tänkt att illustrera hur pass överkomlig husprisnivån är givet det kapital som ett hushåll förfogar över. Case och Shiller (2004) skriver i sin rapport att en bubbla föreligger på bostadsmarknaden då medianhushållet¹¹ inte längre har råd att köpa ett hus. Vad måttet dock ignorerar är det faktum att hushåll sällan finansierar husköp med en engångsbetalning på hela köpeskillingen. Istället möjliggörs köpeskillingen allt som oftast genom bolån, vilket gör räntan till en ytterst viktig faktor. Det faktum att ration idag är motsvarande 5 gånger den disponibla inkomsten för det genomsnittliga huspriset säger oss att huspriserna stigit relativt tidigare nivåer men avslöjar inte om den senare tidens prisuppgång drivits av fundamenta eller av en bubbla. Räntan vägs emellertid in i måttet av den imputerade hyran, där vi istället för priset på själva huset räknar ut kostnaderna av att bo i ett hus, vilket bör vara ett ännu mer talande mått för att avgöra om en prisbubbla är föreliggande.

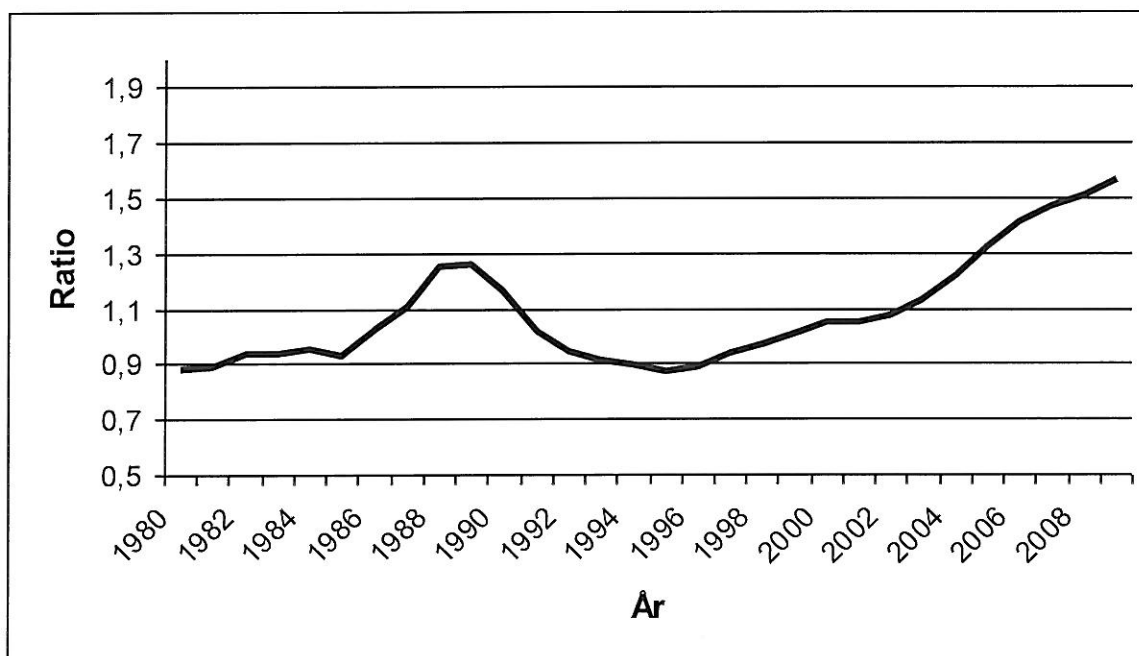


Figur 5.4 Huspris relativt disponibel inkomst. Källa: författarnas bearbetning av data från SCB.

¹¹ Ett hushåll med en inkomstnivå som motsvarar medianen av samtliga hushåll.

5.1.5 Skuldsättning relativt disponibel inkomst

Stone och Stone (2006, p.5) föreslår att hushållens skuldsättning relativt deras disponibla inkomst är ett mått som bättre än huspriser relativt disponibel inkomst mäter huruvida hushållen har råd att köpa hus. Ration i figur 5.5 är beräknad som kvoten av de svenska hushållens totala låneskulder och deras totala disponibla inkomster. Kurvan är snarlik den för de reala huspriserna och vi kan konstatera att då räntan är låg lånar folk mer samtidigt som den totala disponibla inkomsten för hushållen har visat en relativt konstant tillväxttakt. Ration på nära 1,6 för 2009 visar således att svenskarna är mer belånade idag än någonsin tidigare för de undersökta åren. Detta förklaras av den låga räntan och att de svenska bankerna på senare år erbjudit gynnsammare kreditvillkor och längre amorteringstider. Samvariationen med prisnivån är slående och påvisar återigen att räntan är av stor betydelse för prisutvecklingen men bevisar knappast att det är förväntningar på framtida höga avkastningar som trissat upp priserna eller att de av denna anledning är onaturligt höga idag.



Figur 5.5 Skuldsättning relativt disponibel inkomst. Källa: Författarnas bearbetning av data från SCB.

5.2 Imputerad hyra

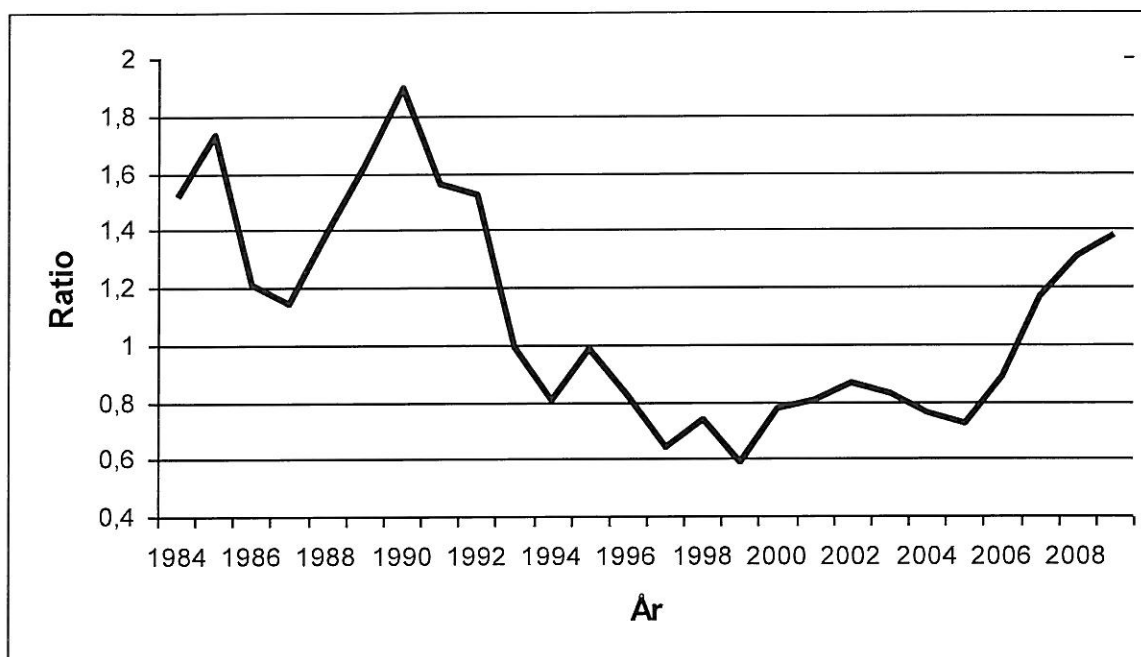
Som beskrivet i stycke 4 har vi beräknat den imputerade hyran, eller kostnaden som uppkommer till följd av att bo i ett genomsnittligt hus under ett års tid. För att avgöra om priserna på

bostadsmarknaden är ohållbara på längre sikt därför att de är upptrissade av folks förväntningar om framtida avkastning på bostaden jämför vi den imputerade hyran med den faktiska hyran, samt inkomstnivåer. I den imputerade hyran beaktas nämligen faktorer såsom bolåneränta, värdeökning av bostaden, underhållskostnader, riskfri ränta och avdragsgilla räntekostnader. Detta gör att den årliga kostnaden av att äga en bostad i jämvikt bör motsvara den ungefärliga årliga kostnaden av att hyra en likvärdig bostad.

5.2.1 Imputerad hyra relativt faktisk hyra

Genom en jämförelse av faktisk och imputerad hyra så ges en indikation på om en prisbubbla finns på den svenska bostadsmarknaden. I den imputerade hyran beaktas nackdelar såväl som fördelar av att faktiskt äga bostaden man bor i och för att konstatera att marknaden är i jämvikt bör den imputerade hyran ungefär motsvaras av den faktiska. I den imputerade hyran har vi använt oss av genomsnittliga köpeskillingar och taxeringsvärden för småhus medan den faktiska hyran avser en genomsnittlig hyreskostnad för en lägenhet med fyra rum och kök. Vi har använt årliga observationer sedan 1984 och får därför med den förra prisbubblan i början av 90-talet då huspriserna enligt i princip alla mått var övervärderade. Idag syns en liknande utveckling på marknaden som har pågått under de senare åren och det går utifrån vår metod att konstatera att dagens prisnivå inte är hållbar. Perioden 1991-93 karakteriserades marknaden av kraftigt fallande priser och ett liknande scenario kan därför vara att vänta om vi kan dra slutsatsen att priserna idag är för höga. En prisbubbla finns på marknaden då husköpare upplever att det är värt att betala ett högt pris idag därför att det finns en tro på en framtida prisnivå som är ännu högre.

Vi har räknat fram ett index på den imputerade hyran relativt den faktiska genom att för varje år räkna fram en kvot av de två. Jämvikt på marknaden implicerar att den förväntade årliga kostnaden av att äga ett hus inte ska överstiga den faktiska hyreskostnaden, vilket skulle motsvaras av en ratio på 1.



Figur 5.6 Imputerad hyra relativt faktisk hyra. Källor: egna beräkningar¹²

Ration 1 indikerar att marknaden är i jämvikt medan värden under 1 tyder på att det är mer fördelaktigt att köpa och värden över 1 antyder det motsatta. Då den imputerade hyran är beräknad som en årlig kostnad baserad på en rad föränderliga faktorer kan vi inte anta att nivåerna av de två måtten alltid ska sammanfalla, utan kommer över tiden istället att visa en fluktuerande tendens kring ration 1. Ibland kommer det vara billigare att hyra och ibland kommer det vara billigare att köpa. En större uppgång eller större längre fall i ration under en längre tid skulle dock indikera på att marknaden inte är i balans. Himmelberg et al. (2005, p. 75) menar att om den årliga ägandekostnaden stiger utan en sammanfallande ökning i hyror så måste huspriser falla för att potentiella husköpare ska bli övertygade att köpa istället för att hyra. Det motsatta händer om den årliga ägandekostnaden sjunker. Således nås jämvikt när den förväntade årliga kostnaden av att äga ett hus, $C_{t,p.a.}$ överensstämmer med den årliga kostnaden av att hyra ett motsvarande hem, $R_{t,p.a.}$. Med andra ord ska sambandet $C_{t,p.a.} = R_{t,p.a.}$ vara uppfyllt för att priserna på husmarknaden inte ska betecknas som omotiverat höga eller låga. Bostadshyror brukar antas uppvisa en relativt konstant ökningstakt över tiden, varför det är huspriserna som så småningom vid felprissättningar anpassas antingen uppåt eller nedåt, och inte hyror.

Som synes i diagrammet uppvisades 1990 den högsta ration under den undersökta perioden med ett värde på 1,9. Detta korrelerar väl med de reala huspriserna¹³ som också visade en topp detta år.

¹² Se stycke 4

Efter detta år sprack prisbubblan och priserna anpassades nedåt, vilket även åskådliggörs i diagrammet över den imputerade hyran relativt den faktiska. Under det tidiga 90-talet sjönk nämligen huspriserna och kvoten närmade sig 1. Detta mönster stämmer bra överens med Himmelbergs (2006) teori om att boendekostnader till följd av ägande ska motsvara hyreskostnader och korrelerar även väl med den reala husprisutvecklingen. Enligt våra beräkningar var det billigare att hyra relativt att köpa sin bostad ända fram till 2006. Sedan dess syns en kraftig ökning och vår sista observation från 2009 har ett värde på 1,4. Detta är inte lika högt som den föregående toppen men likväl det högsta värdet på 20 år. De senaste årens låga räntenivåer har ökat tillgången på kapital vilket i sin tur ökat efterfrågan på bostäder och drivit upp priserna, samtidigt som de faktiska hyreskostnaderna historiskt haft en konstant ökningstakt. Enligt detta är huspriserna alltså för höga och vi kan konstatera att en bubbla föreligger. Hur mycket prisnivån skulle vara tvungen att falla för att hamna i jämvikt kan vi inte själva räkna ut men BKN (2010, p. 15) bedömer att en normal bostadsränta på 5,5 procent skulle göra det betydligt dyrare att bo i hus och detta skulle rendera reellt 20 procent lägre bostadspriser än idag. Vid en sådan prisnivå skulle den imputerade hyran endast vara marginellt högre än den faktiska och marknaden hade således kauteriserats av jämviktspriser enligt vår metod.

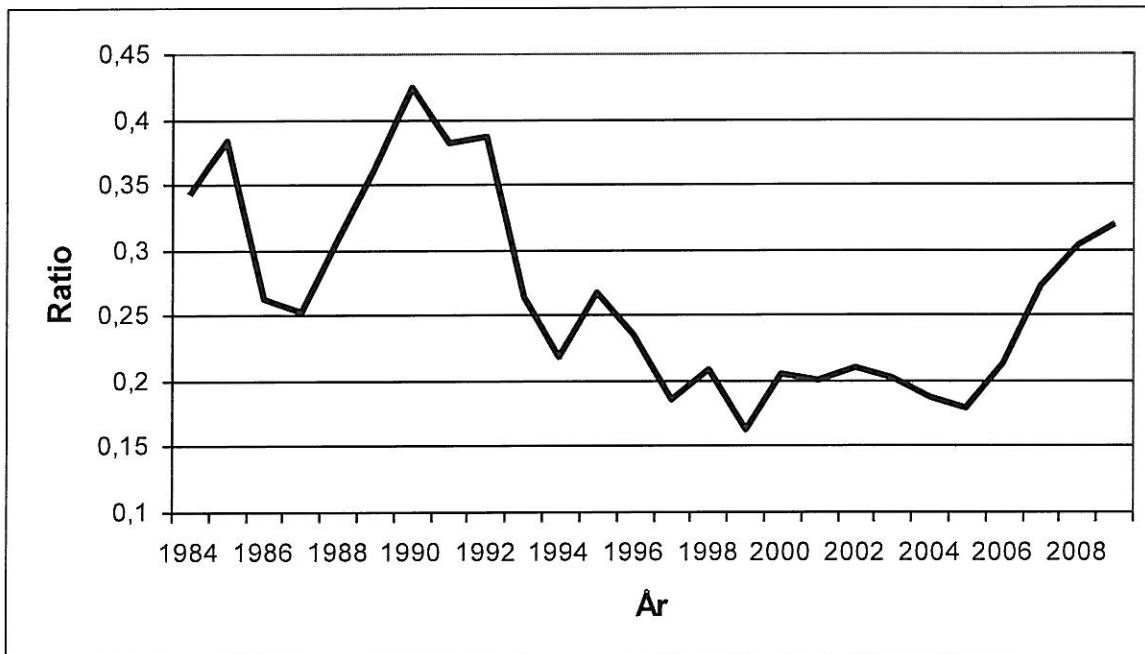
5.2.2 Imputerad hyra relativt disponibel inkomst

Som vi konstaterade i avsnitt 5.2.1 så har det blivit dyrare att bo i ett självägt hus relativt att hyra en likvärdig bostad. Detta behöver dock inte betyda att folk inte har råd att bo i hus, om de ökade boendekostnaderna även följs av en högre disponibel inkomst. Därför anser vi att det är av intresse att även jämföra utvecklingen av den imputerade hyran med hur den disponibla inkomsten förändrats över tiden. För att beräkna ett index som visar just detta har vi dividerat den imputerade hyran med den genomsnittliga disponibla inkomsten¹⁴ för ett hushåll för varje år sedan 1984 och resultatet illustreras i diagrammet nedan. Denna ratio är tänkt att visa hur stor del av årsinkomsten som går åt till att betala boendekostnader. Himmelberg (2006, p. 86) menar att fast kvoten av den imputerade och faktiska hyran skulle vara hög och därigenom signalera förekomsten av en prisbubbla, så skulle husprisnivån trots det kunna falla om boendekostnaderna under en längre tid ligger på en ohållbart hög nivå, givet hushållens betalningsförmåga. Följaktligen anser vi att kvoten av den imputerade hyran relativt den disponibla inkomsten utgör en bättre indikator på huruvida huspriserna är motiverade av en förändrad efterfråga. Om marknaden karakteriseras av en bubbla skulle vi således förvänta oss att den årliga ägandekostnaden stiger snabbare än den disponibla

¹³ Se diagram 5.1.

¹⁴ Siffror från SCB.

inkomsten, vilket ökar ration. Till skillnad från måttet på den imputerade hyran relativt den faktiska där $C_{t,p,a} = R_{t,p,a}$, eller ration 1 skulle indikera jämvikt på marknaden, finns det för relationen mellan den imputerade hyran och den disponibla inkomsten inget riktmärke för vilken nivå som skulle anses vara för hög. Det vi kan göra är dock att observera trenden över tiden och se hur denna samvarierar med kvoten av den imputerade och faktiska hyran.



Figur 5.7 Imputerad hyra relativt disponibel inkomst. Källa: egna beräkningar

Diagrammet ovan är snarlikt det i figur 5.6 till följd av att både den faktiska hyran och den disponibla inkomsten har visat en relativt konstant ökningstakt över tiden. Istället är det den imputerade hyran som uppvisat en varierande trend. Den högsta nivån av denna kvot uppnåddes i 1991 vilket betyder att boendekostnaderna relativt hushållens inkomst var som allra högst detta år. Efter toppen, då bubblan sprack skedde en anpassning nedåt under i princip resten av 90-talet då boendekostnaderna minskade. Från 2004 har kvoten däremot ökat och den genomsnittliga kvoten för de undersökta åren är 0,27. Boendekostnaderna ligger idag således över det historiska snittet och vi kan därför konstatera att husägare inte har blivit kompenserade för högre huspriser genom minskade boendekostnader eller ökade disponibla inkomster. Relativt hushållens inkomster är boendekostnaderna därför relativt höga och har inte visat någon tendens att avta i ökningstakt. Även enligt detta mått är de svenska huspriserna därför för höga, givet fundamenta.

6 Slutdiskussion

I detta avsnitt ämnar vi besvara frågeställningen vi inledde uppsatsen med, nämligen om de prisökningar som syns på den svenska fastighetsmarknaden kan motiveras av förändringar i fundamenta eller om det är en prisbubbla som drivit upp priserna. Vi diskuterar vad olika mått indikerar men lägger tyngdpunkt på vad våra beräkningar av den imputerade hyran säger – är prisutvecklingen hållbar på lång sikt? Vidare går vi igenom en rad generella antaganden och standardiseringar vi gjort i denna uppsats som vi anser att läsaren bör vara medveten om. Sist ger vi förslag på ytterligare studier inom området som vi anser skulle vara av intresse.

6.1 Prisbubbla eller ej?

Huruvida det går att konstatera om prisuppgången på en given marknad orsakats av en bubbla har delvis att göra med vilken definition av termen ”bubbla” som används. Vi valde att använda Stieglitz (1990, p.13) definition och konstatera att om anledningen till att priset är högt idag, bara för att marknadsaktörer tror att säljpriset kommer vara högt imorgon – samtidigt som fundamentala faktorer inte motiverar ett sådant pris – så existerar en bubbla på marknaden. Vedertagna mått som brukar användas för att konstatera att bostadspriserna är ”för höga” beskriver prissituationen men beaktar ej de underliggande fundamentala faktorerna. Detta motiverar vårt val att istället använda beräkningar av den imputerade hyran som huvudmetod. Våra jämförelser av den imputerade hyran, eller den årliga boendekostnaden, med faktisk hyreskostnad och disponibel inkomst indikerar båda att prisnivån på den svenska bostadsmarknaden har nått nivåer som inte kan förklaras av nyss nämnda fundamenta. Kvoten av imputerade och den faktiska hyran har inte varit så hög sedan 1993 och visar att det är betydligt dyrare att bo i ett självägt hus än att hyra en likvärdig bostad under ett års tid. Även boendekostnaderna relativt hushållens disponibla inkomster har kraftigt ökat på senare år och säger oss att husägare inte ekonomiskt kompenserats för de ökade priserna. Således kan vi konstatera att ja, det föreligger en prisbubbla på den svenska husmarknaden. Våra siffror speglar data till och med 2009 och om priserna skulle anpassas nedåt under 2010 blir kostnaderna av denna felprissättning inte så omfattande. Fortsätter däremot utvecklingen åt samma håll finns det annars risk för en större och kraftigare prisnedgång som inte bara skulle skada husägare utan även det svenska ekonomiska klimatet i stort. Detta eftersom ett prisfall till slut är oundvikligt och när det väl kommer skulle leda till överbeläning hos vissa husägare vilket resulterar i att en del hushåll inte kommer att kunna fullfölja sina låneåtaganden.

Via våra beräkningar av den imputerade hyran fastslår vi att boendekostnaderna relativt hyreskostnader och inkomster är för höga. Även de konventionella mått vi undersökt, som inte beaktar exempelvis räntenivåer och fokuserar på huspriser istället för boendekostnader indikerar dock att huspriserna relativt faktorer såsom disponibel inkomst och hyreskostnader nått nya högstanivåer för de 30 år som vi undersökt. Naturligt är att huspriserna fluktuerar men den prisanpassning som borde ha skett ungefär samtidigt som i andra västeuropeiska länder har fördröjts av Riksbankens penningpolitiska åtgärder. De låga räntesatserna och allt generösare kreditvillkor som affärsbankerna erbjudit har ökat hushållens relativa tillgång på kapital och därigenom ökat efterfrågan. De senaste årens prisuppgångar har gjort att hushållen underskattar riskerna med att äga sin bostad – ett faktum som stimulerat en högre belåningsgrad än någonsin tidigare¹⁵. En anpassning nedåt av priserna är ofrånkomlig och frågan är bara när den tar sin början. BKN (2009, p. 7) uppskattar att huspriserna är 20 procent för höga relativt den genomsnittliga nivån och menar att en normal nedgång skulle ta 4 till 5 år. Ju längre denna nedgång dröjer desto större växer sig prisbubblan och likaså följderna då den spricker.

Som nämnt hålls bostadspriserna uppe av låga räntor och följaktligen hade högre räntenivåer påskyndat en prisanpassning nedåt. Viktigt är dock att denna justering sker gradvis och under en längre tidsperiod för att marknaden inte ska ta skada. Ökade räntekostnader minskar hushållens relativa tillgång på kapital och därigenom efterfrågan. Den ökade skuldsättningsgraden får dock konsumenter att föredra mer likvida tillgångar framför hus, vilket leder till ett ännu större fall i efterfrågan. Låntagare tenderar nämligen att sälja fastigheter i tider av ekonomisk oråd för att på så vis kunna återbetala sina lån. Den höga skuldsättningsgraden hos de svenska hushållen idag skulle därför kunna leda till att en framtida anpassning av bostadspriserna nedåt kommer att ske snabbare än den gjort vid en lägre skuldsättningsgrad.

Troligt är att vi kommer se en avtagande ökningstakt hos priserna som till slut kommer att övergå i en prisminskning, allteftersom Riksbanken kommer att tvingas höja räntan, då dagens låga ränta inte är hållbar på sikt. En högre ränta kommer sannolikt att successivt minska efterfrågan på bostäder och göra anpassningen av huspriserna till en process som kommer att vara i ett par år snarare än att vi får se ett kraftigt dropp under en kort tid. Likväl kvarstår vår slutsats att huspriserna idag är omotiverat höga sett till fundamenta, eller att det finns en bubbla, men att denna än så länge är ganska liten. En prisanpassning nedåt kan därför ske utan att det blir tal om att bubblan ”spricker”.

¹⁵ Se figur 5.2.

6.2 Författarnas anmärkningar på data och modell

Trots att vi använt oss av den imputerade hyran för att undersöka om den svenska husprisnivån är ohållbar och att denna tar hänsyn till betydligt fler variabler än de vedertagna måtten vill vi i detta stycke uppmärksamma läsaren på ett antal generaliserande antaganden vi gjort i våra beräkningar. Då vi räknat ut den imputerade hyran har vi använt oss av genomsnittliga siffror på köpeskillingar och taxeringsvärden för de hus som sålts under det givna året. Som ett resultat av detta kan vi inte säga att huspriserna är för höga på en viss ort, och i nivå med fundamenta på en annan ort – vi tar alltså inte hänsyn till lokala skillnader. Med hjälp av metoden kan vi dock konstatera att de svenska huspriserna *i genomsnitt* är för höga. Vidare tar modellen inte hänsyn till demografiska förändringar som påverkar efterfrågan eller nybyggnation som påverkar utbudet som vilket är två andra faktorer som till viss del förklarar prisutvecklingen. Den imputerade hyran beaktar inte heller de fördelar som ingår då man faktiskt äger det hus man bor i. Vi har jämfört den imputerade hyran med faktisk genomsnittlig hyra för en lägenhet omfattande fyra rum och kök och antagit att dessa är likvärdiga. Vi ignorerar därmed den ”större frihet” som en husägare får genom exempelvis tillgång till trädgård och möjlighet att modifiera sitt boende genom ombyggnad.

6.3 Förslag på vidare studier

Trots de brister med den imputerade hyran som vi nämnt ovan anser vi att detta är en fullgod metod för att undersöka prisnivån på bostadsmarknaden. Det hade varit av intresse vid analys av prisläget i ett helt land, i vårt fall Sverige, att i ökad utsträckning ta hänsyn till de lokala skillnader som faktiskt finns. Istället för att generalisera priserna på bostäder på alla orter i landet hade det varit ännu mer givande att räkna ut den imputerade hyran för olika regioner eller städer. Att på något sätt väga in nybyggnation och demografiska förändringar i formeln hade givit ett ännu exaktare resultat, då färre signifikanta variabler ignoreras.

Referenser

- Agnello, L. & Schuknecht, L. (2009). *Booms and Busts in Housing Markets – Determinants and Implications*, Working Paper Series 1071, European Central Bank.
- Alessi L. & Detken, C. (2009). *Real Time' Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles - a Role for Global Liquidity*, Working Paper Series 1039, European Central Bank.
- Aoki, K., Proudman, J. & Vlieghe, G. (2001). *Why House Prices Matter*, Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2001.
- Benito, A., Thompson, J., Waldron, M. & Wood, R. (2006). *House Prices and Consumer Spending*, Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2006.
- Bordo, M. D. & Dueker, M. J. & Wheelock, D. C. (2001). *Aggregate Price Shocks and Financial Stability: a Historical Analysis*, Working Papers 2000-005, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Bolåneräntor, 2 års löptid. Swedbank. <http://hypotek.swedbank.se/rantor/historiska-rantor/historik-bostadsrantor-2008-2009/index.htm?ssSourceSiteId=swedbankse>, hämtade 2010-04-22.
- Borio, C. & Lowe, P. (2002). *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*," BIS Working Papers 114, Bank for International Settlements.
- Cameron, G., Muellbauer, J., & Murphy A. (2006). *Was there a British House Price Bubble? Evidence From a Regional Panel*. Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 5619.
- Campbell, J. & Cocco, J. (2004). *How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data*, Meeting Papers 357a, Society for Economic Dynamics.
- Campbell, J., & Shiller, R. (1988). *The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors*, Review of Financial Studies 1, pp. 195–227.

Case, E. K. & Shiller R. J. (2004). *Is There a Bubble in the Housing Market?*, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 34 (2003-2), pp. 299-362.

Diaz, A. & Luengo-Prado M. J. (2006). *On The User Cost And Homeownership*, Economics Working Papers we065421, Universidad Carlos III, Departamento de Economía.

Englund, P. & Gordon, T. M. & Quigley, J. M. (1999). *The Valuation of Real Capital: A Random Walk down Kungsgatan*, Journal of Housing Economics, Elsevier, vol. 8(3), pp. 205-216.

Favilukis, J., Ludvigson, S. C., van Nieuwerburgh, S. (2010). *The Macroeconomic Effects of Housing Wealth, Housing Finance, and Limited Risk-Sharing in General Equilibrium*, London School of Economics & Political Science (LSE) , New York University - Department of Economics and New York University Department of Economics; National Bureau of Economic Research (NBER), New York University; National Bureau of Economic Research (NBER); Centre for Economic Policy Research (CEPR), Working Paper Series.

Federal Reserve Bank of San Francisco (2004). *House Prices and Fundamental Value*, Economic Letter, Number 2004-27.

Finansinspektionen (2010), *Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning*, rapport februari 2010.

Fisher, I. (1933). *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337-357.

Flood, R. P. & Hodrick, R. J. (1990). *On Testing for Speculative Bubbles*, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 4(2), pp. 85-101.

Harding, J. P. & Rosenthal, S. S. & Sirmans, C. F. (2007). *Depreciation of housing capital, maintenance, and house price inflation: Estimates from a repeat sales model*, Journal of Urban Economics, Elsevier, vol. 61(2), pp. 193-217.

- Himmelberg, C., Mayer, J. C. & Sinai, M. T. (2005). *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions*, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 19(4), pp. 67-92.
- Hort, K. (1998). *The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968-1994*, Journal of Housing Economics, Elsevier, vol. 7(2), pp. 93-120.
- Ito, T. & Iwaisako, T. (1996). *Explaining Asset Bubbles in Japan*, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, vol. 14, pp. 143-193.
- Kearl, J. R. & Mishkin, F. S. (1977). *Illiquidity, the Demand for Residential Housing, and Monetary Policy*, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 32(5), pp. 1571-1586.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The University of Adelaide Library, http://ebooks.adelaide.edu.au/k/keynes/john_maynard/k44g/complete.html#chapter21, hämtad 2010-04-20.
- Muellbauer, J. & Murphy, A. (1997). *Booms and Busts in the UK Housing Market*, CEPR Discussion Papers 1615, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Nyberg, L. (2007). *Utvecklingen på fastighetsmarknaden*, anförande, Sveriges Riksbank.
- Poterba, J. M., (1991). *Taxation and Housing Markets: Preliminary Evidence on the Effects of Recent Tax Reforms*, NBER Working Papers 3270, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Poterba, J. M. (1992). *Taxation and Housing: Old Questions, New Answers*, The American Economic Review. Vol. 82, No. 2, pp. 237-242.
- Poterba, J. M. & Sinai, T. (2008). *Income Tax Provisions Affecting Owner-Occupied Housing: Revenue Costs and Incentive Effects*, NBER Chapters, in: Incentive and Distributional Consequences of Tax Expenditures National Bureau of Economic Research, Inc.

Rozenberg, G (2007). *The Future of House Prices: 10 Times Pay*, Times Online.
http://www.timesonline.co.uk/tol/money/property_and_mortgages/article1896229.ece,
publicerad 2007-06-07, hämtad 2010-05-05.

Skatteverket, "Hur beräknar man taxeringsvärdet när man gör en fastighetstaxering?",
<http://www.skatteverket.se/foretagorganisationer/svarpavanligafragor/fastighet/foretagfastighets-taxeringfaq/hurberaknarmentaxeringsvardetnarmangorenfastighetstaxering.5.18e1b10334ebe8bc8000118774.html>, hämtad 2010-04-23.

Skatteverket, "Kommunal fastighetsavgift",
<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/fastigheterbostad/fastighetsavgiftfastighets-skatt.4.69ef368911e1304a625800013531.html>, hämtad 10-04-27.

Smith, M. H. & Smith, G. (2006). *Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?* Department of Economics, Pomona College.

Statens Bostadskreditnämnd (2010), "En bostadsbubbla kostar", marknadsrapport, februari 2010.

Statens Bostadskreditnämnd (2009), "Vad bestämmer priset på bostäder?", marknadsrapport, oktober 2009.

Stiglitz, J. E. (1990). *Symposium on Bubbles*, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 4(2), pp. 13-18.

TT (2010). "Husprisbubblan ett hjärnspöke", Dagens Nyheter.
<http://www.dn.se/ekonomi/husprisbubblan-ett-hjarnspoke-1.1063324>, publicerad 2010-03-18,
hämtad 10-04-13.

Zbib, Z. (2006). *A House Price Bubble in Sweden*, Bachelor Thesis within Economics, Jönköping Business School, Jönköping University.