

# Har vi en bostadsbubbla?

## HARRY FLAM

är professor emeritus i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Han har bl a forskat om utri- keshandelsteori och europeisk ekonomisk integration. [harry.flam@iies.su.se](mailto:harry.flam@iies.su.se)

Lars E O Svensson har bidragit med konstruktiva synpunkter.

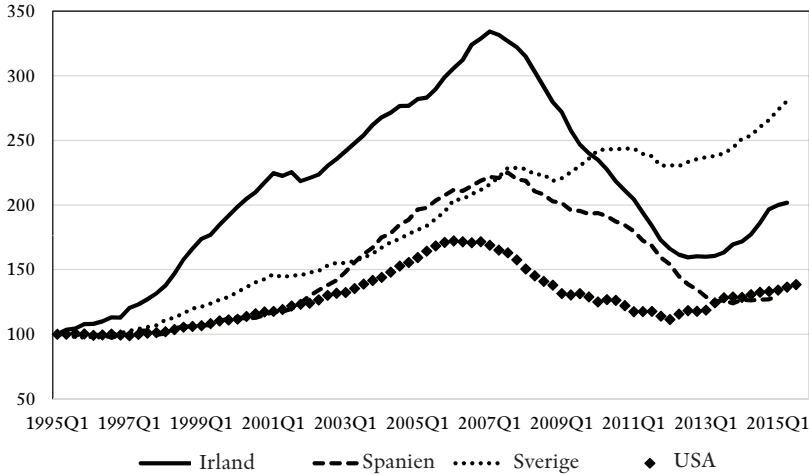
*Många anser att bostadspriserna är uppdrivna av spekulaton och att bubblan förr eller senare kommer att spricka, liksom den gjort i flera andra länder. Men tidigare studier som gjorts av prisutvecklingen på småhus tyder inte på någon bubbla. Priserna på Sveriges hetaste bostadsmarknad, den för bostadsrätter i Stockholms innerstad, verkar heller inte vara bestämda av spekulaton utan av fundamentala faktorer som bostadsbyggande, inkomster och räntor.*

Det finns många exempel på bubblor på bostadsmarknaden det senaste decenniet. Vi har bevittnat exceptionella prisuppgångar och prisfall i exempelvis Grekland, Irland, Spanien, Storbritannien och USA. Andra länder har också haft kraftiga prisuppgångar som – hittills – inte har följts av några större nedgångar. Norge, Sverige, Kanada och Australien är exempel på de senare.

År 1995 låg SCB:s reala småhusprisindex på ungefär samma nivå som 1952, dvs det reala priset var konstant sett över hela perioden med små variationer över tid. Sedan dess har samma prisindex stigit med ca 200 procent i landet som helhet och med drygt 300 procent i Storstockholm (Ekonomifakta 2016). För bostadsrättspriser finns det inte lika långa tidsserier, men sedan 1996 har kvadratmeterpriset på bostadsrätter i Stockholms innerstad stigit med ca 500 procent i reala termer. Prisuppgången är exceptionell och större än i flera länder som har haft en bubbla som spruckit på bostadsmarknaden. Mot den bakgrunden är det naturligt att ställa frågan om även den svenska bostadsmarknaden är inne i en bubbla.

## 1. Bubblans anatomi, definitioner och förklaringar

Den empiriska forskningen är tämligen enig om hur en prisbubbla på bostadsmarknaden ser ut. Den har tre typiska egenskaper. Prisuppgången är större än vad som kan förklaras av s k fundamentala faktorer som demografi, inkomster, räntor och utbud. Den är vidare ihållande och har en inneboende kraft, s k *momentum*. Slutligen följs uppgången av en mer eller mindre dramatisk nedgång, och priset tenderar att återgå till en långsiktig trend (Glaeser och Nathanson 2014). Detta innebär inte nödvändigtvis att en bubbla endast kan konstateras i efterhand, sedan den spruckit, vilket framgår nedan. Figur 1 visar utvecklingen av tre omskrivna bubblor under senare år, i Irland, Spanien och USA. Frågan är om bostadspriserna i Sverige kommer att följa samma utveckling?



Figur 1  
Reala priser på små-  
hus i Irland, Spanien,  
Sverige och USA

Källa: *The Economist* (2016); Banco de España; OECD; Standard & Poor's; SCB; nationell statistik.

Den vanligaste definitionen på en bubbla på en tillgångsmarknad svarar ekonomipristagaren Joseph Stiglitz (1990) för. Den skjuter in sig på den första egenskapen: "Om orsaken till att priset är högt i dag *bara* beror på att investerarna tror att försäljningspriset kommer att vara högt i morgon – när 'fundamentala' faktorer inte tycks motivera ett sådant pris – föreligger en bubbla" (s 13; egen övers).

Ekonomipristagaren Robert Shiller (Rotblut 2015) erbjuder en definition som även är en förklaring:

En bubbla är ett slags social epidemi – en period med återkoppling (*feedback*) där prisökningar skapar entusiasm bland investerare som bjuder upp priserna ytterligare och sedan fortsätter göra det igen och igen tills priserna blir alltför höga. Under tiden är folk drivna av avundsjuka mot andra som har tjänat pengar och ångrar att de inte har deltagit ... . Förklaringar uppstår till bubblan, de blir allmänt förekommande och folk tror att de är riktiga eftersom alla bekräftar förklaringarna. ... Till slut blir priserna alltför höga och bubblan spricker" (egen övers).

Ekonomipristagaren Eugene Fama förnekar dock att bubbler finns. Han menar att man inte kan förutsäga om och när en bubbla spricker. Vore det så skulle en bubbla inte kunna uppstå, eftersom det framtida prisfallet skulle kapitaliseras i priset i dag. Det som ser ut som bubbler grundar sig därför på rationella förväntningar. Hans inställning baseras på antagandet att marknaderna är perfekta och priserna innehåller all relevant information. Famas syn var den dominerande inom finansiell ekonomi fram till IT-bubblan i slutet av 1990-talet.

Det råder dock ingen brist på formella modeller som förklarar uppkomsten av bubbler på finansiella marknader och på bostadsmarknaden. De kan

delas in i sådana som baseras på rationella agenter som har rationella förväntningar, å ena sidan, och modeller som bygger på irrationella på agenter eller agenter med begränsad rationalitet, å den andra.<sup>1</sup>

Bland de modeller som baseras på rationella agenter finns en rad olika sökmodeller av den typ som är vanlig inom arbetsmarknadsekonomi. I stället för att en arbetslös söker efter ett jobb med önskvärda egenskaper letar en bostadskonsumert efter en viss bostad. Konsumenten har att väga kostnaden av att inte ha en bostad av önskat slag mot sannolikheten att han eller hon hittar något bättre vid fortsatt sökande. Denna typ av modeller kan generera två egenskaper hos en boprisbubbla, nämligen *momentum* och en återgång till genomsnittet över tid. Däremot genererar de inte så stora prisrörelser som verklighetens bubblor kan göra. En annan typ av modeller med rationella agenter utgår från att det finns ett *principal-agent*-problem hos kreditgivarna som gör att dessa tar för lite betalt för risk. Detta kan exempelvis bero på att agenterna (de som beviljar kredit på en bank) har starka incitament att ge krediter och svaga incitament att ta hänsyn till kredittagarnas betalningsförmåga, medan principalerna (aktieägarna) skulle göra en annan avvägning. Sådana modeller kan med viss sannolikhet generera enormt stora prisuppgångar, men detta går inte ihop med att utbudet på bostadsmarknaden är elastiskt, åtminstone på sikt. Modellerna säger inte att underprissättning av risk nödvändigtvis skapar en bubbla, men att en nödvändig förutsättning för att en bubbla ska uppstå är tillgång på lån med låga räntor.

Det finns ett stort antal olika modeller som grundas på någon form av irrationalitet eller begränsad rationalitet. En grupp bygger på att en begränsad grupp av köpare extrapolerar en prisuppgång och drar andra med sig på psykologiska grunder, eller på att köparna inte kan dra de riktiga slutsatserna av en prisuppgång. En andra grupp av modeller bygger på andra slag av begränsad rationalitet, som minnesbegränsningar, ofullständig information eller tumregler för när det är gynnsamt att köpa en bostad. Det finns naturligtvis ingen begränsning på antalet modeller med olika förklaringar när man väl har släppt antagandet om rationalitet.

Kanske kan forskningen så småningom komma fram till en standardmodell som förklarar hur bubblor på bostadsmarknaden uppkommer och utvecklas. I nuläget måste man konstatera att en allmänt accepterad förklaring inte finns.

## 2. Bubbla i priset på småhus?

För de som agerar på bostadsmarknaden kan forskningen om bubblor tyckas vara en fråga av akademisk natur. Det är dock fel. Om de rådande priserna kan förklaras av fundamentala faktorer går det att med viss säkerhet säga

<sup>1</sup> För en mer detaljerad översikt och referenser, se Bergman och Sørensen (2012) och Glaeser och Nathanson (2014). Engsted (2014) diskuterar specifikt Famas syn på bubblor och visar att en sådan kan uppstå i en modell med rationella agenter.

hur de kommer att utvecklas i framtiden. Fama menar att priserna på finansiella tillgångar bestäms av fundamenta, kan förutsägas och att bubblor därför inte existerar. Fundamentala faktorer som inkomster, räntor, skatteregler och bostadsbyggande förändras visserligen över tiden, men sällan dramatiskt. Om priserna i stället beror på mer svårgripbara faktorer blir osäkerheten mycket större. Fama till trots anser nog de flesta ekonomer som har studerat bubblor att exceptionella uppgångar och fall i bostadspriser som inte kan förklaras av fundamenta inträffar ganska ofta.

När det gäller den svenska marknaden för småhus finns fyra studier som försöker att besvara frågan om prisutvecklingen sedan mitten av 1990-talet drivs av fundamentala faktorer eller av spekulation om framtida reavinster.<sup>2</sup> Claussen (2012) skattar en ekonometrisk modell av småhusmarknaden, en *sk error correction*-modell. Efterfrågan antas vara bestämd av ränta, disponibel inkomst och finansiell förmögenhet, medan utbudet antas vara bestämt av pris och byggkostnad. Genom att anta att jämvikt råder på marknaden på lång sikt kan priset uttryckas som en funktion av ränta, disponibel inkomst och finansiell förmögenhet (byggkostnaden utesluts på grundval av statistiska kriterier), dvs faktorer som antas vara exogena. När modellen skattas på data för perioden 1986–2011 förklaras 62 procent av prisökningen av disponibel inkomst, 26 procent av räntan och 8 procent av finansiell förmögenhet. Endast 4 procent av prisökningen är oförklarad. Slutsatsen är att nästan allt kan förklaras av fundamentala faktorer. Claussen antar på goda grunder att anpassningen av huspriserna till förändringar i de exogena faktorerna sker med viss fördröjning. Fördröjningen kan t ex bero på att det tar tid att köpa ett hus och att det tar tid att planera och bygga nytt. Detta medför att priset kommer att fluktuera kring den långsiktiga trenden. Han skattar prisets kortsiktiga dynamik och finner att en tredjedel av skillnaden mellan priset på kort och lång sikt sluts på ett år genom jämviktsskapande marknadskrafter (därav begreppet *error correction*).

Sørensen (2013) har påpekat att storleken på de skattade långsiktiga elasticiteterna i Claussens studie gör att man måste tvivla på att den långsiktiga jämvikten är stabil. Enligt skattningarna ökar det reala huspriset med 1,3 procent för varje procents ökning i disponibel inkomst. Om man lägger till den ökning som beror på att den finansiella förmögenheten har ökat blir den totala ökningen drygt 1,4 procent. Detta betyder att den andel av hushållens budget som läggs på bostaden skulle kunna stiga utan begränsning över tid. Om man i stället antar att budgetandelen är konstant på lång sikt, vilket verkar rimligt, och dessutom att realräntan är konstant på lång sikt, vilket också är rimligt, blir implikationen att bostadsstocken sjunker samtidigt som realinkomsten stiger. Ingetdera är förenligt med långsiktig jämvikt.

Bergman och Sørensen (2012) väljer en annan ansats för att undersö-

<sup>2</sup> Barot (2001), Barot och Young (2002) samt Hort (1998) studerar samma fråga för tidigare perioder.

ka om huspriserna beror på spekulation. De utgår från att en jämvikt på bostadsmarknaden innebär att den imputerade kostnaden för att bo i småhus, den så kallade brukarkostnaden (*user cost*), bör vara lika med hyran för en jämförbar bostad. I brist på data på marknadshyror för småhus använder de reglerade hyror i flerfamiljshus. Detta är förstås problematiskt; det borde finnas en skillnad mellan reglerad hyra och brukarkostnad som beror just på ransoneringen. Brukarkostnaden beror på en rad olika faktorer: bolåneränta, alternativkostnaden för egen insats, fastighetsskatt och reavinsskatt, kostnader för drift och underhåll (förslitning), en riskpremie och förväntad prisökning (kapitalvinst). Eftersom huspriset ingår i förklaringsvariabeln förväntad prisökning kan det lösas ut och uttrycket skrivas med priset som beroende variabel. Bland förklaringsvariablerna finns förväntad brukarkostnad. Modellen förutsätter att hushållen har rationella förväntningar i den meningen att den förväntade brukarkostnaden är konsistent med långsiktig jämvikt.

Två olika modellvarianter med olika jämviktsantaganden används för att skatta modellen. I den ena antas att förhållandet mellan brukarkostnaden och verklig hyra är konstant över tid. I den andra antas att brukarkostnaden anpassar sig så att det råder balans mellan utbud och efterfrågan samt att brukarkostnaden är lika med den verkliga hyran sett över hela skattningsperioden även om så inte är fallet vid varje given tidpunkt. Resultaten av skattningarna är att priset på småhus enligt den första modellvarianten låg 18 procent över det fundamentala priset i början av 2012, som var slutet på skattningsperioden, och 12 procent över enligt den andra varianten. Med andra ord förklaras prisutvecklingen på småhus till största delen av fundamentala faktorer, inklusive rationella förväntningar om brukarkostnaden.

Studierna av Claussen (2012) samt Bergman och Sørensen (2012) fokuserar på huspriset och undersöker som sagt i vilken utsträckning som priset är bestämt av fundamenta, inklusive rationella förväntningar om framtida priser och brukarkostnader. Om det skattade priset skulle avvika från det fundamentalt bestämda indikerar det spekulativa faktorer, dvs en bubbla. En annan vanlig ansats för att undersöka om det finns spekulativa inslag på bostadsmarknaden är att direkt jämföra imputerad med verklig hyra, utan att ta med förväntningar om kapitalvinster. Ansatsen bygger på antagandet att eget och hyrt boende är nära substitut och att brukarkostnaden därför bör vara lika med faktisk hyra. Om brukarkostnaden avviker från den faktiska hyran kan det tolkas som att den även inkluderar förväntningar om framtida kapitalvinster eller förluster. Om t ex brukarkostnaden överstiger hyreskostnaden är det en indikation på att priset för eget boende inkluderar en förväntad kapitalvinst. Det kan dock vara fullt rationellt att förvänta sig en måttlig kapitalvinst på en marknad med praktiskt taget konstant utbud och stigande realinkomster, som t ex Stockholms innerstad.

Peter Englund (2011) har använt denna ansats och jämfört hyran i flerfamiljsbostäder med brukarkostnaden i småhus under perioden 1980–2010. Det bör noteras att hyran är reglerad och alltså inte är en marknadshyra,

åtminstone inte i storstadsområdena, och att graden av ransoneringsgrad på marknaden för hyresrätter har varierat under perioden. Detta gör att antagandet om att boende i småhus och i hyresrätt är goda substitut inte är uppfyllt samt att graden av substituerbarhet har varierat under undersökningsperioden. Trots dessa begränsningar finner Englund att brukarkostnad och hyra följer varandra ganska väl efter 1995. Fram till år 2000 ligger brukarkostnaden under hyran och efter 2004 ligger den över. Detta kan tolkas så att priset på småhus under den senare perioden till en del bestäms av förväntningar om framtida kapitalvinster, men det kan också bero på att bristen på hyresbostäder ökade och att det uppstod ett (större) gap mellan vad en fri marknadshyra skulle vara och den hyra som byggde på ransoneringsgrad. Med den förra tolkningen förelåg ett visst mått av irrationalitet hos köparna. Mot slutet av perioden låg småhuspriset nämligen kraftigt över den långsiktiga trenden. Eftersom priset empiriskt har visat en tendens att återgå till trenden borde priset spegla förväntningar om prisfall, inte fortsatt uppgång.

Den fjärde och senaste studien har gjorts inom ramen för IMF:s senaste rapport om den svenska ekonomin (Turk 2015). Den skattar för perioden 1980–2015 med samma ansats som Claussen (2012) de långsiktiga sambanden mellan fundamentala faktorer och småhuspriset samt kortsiktiga fluktuationer runt de långsiktiga sambanden. Studien finner att huspriserna i slutet av perioden ligger ca 6 procent över långsiktig jämvikt samt att det faktum att bolåneräntan för närvarande ligger under den långsiktiga trenden bidrar med ytterligare ca 6 procents övervärdering, totalt alltså ca 12 procent. Särskilt intressant är att bostadsmarknaden enligt studien var mycket längre från jämvikt när det gäller pris och skuldsättning innan småhuspriserna föll med ca 30 procent i början av 1990-talet än den är i dag. Liksom i Claussen (2012) skattas inkomstelasticiteten till 1,3, vilket innebär att den skattade långsiktiga jämvikten inte är stabil.

### 3. Bubbla i priset på bostadsrätter i Stockholm?

Som har framgått brottas studier av bostadsbubblor i Sverige med problem som har att göra med institutionella förhållanden. Det naturliga antagandet i studier som grundar sig på jämförelser mellan hyra och brukarkostnad vore att anta att brukarkostnaden för småhus skulle vara lika med en marknadshyra för småhus. Problemet är att det knappast finns någon större marknad för småhus att hyra. Även om det finns en sådan marknad saknas data på hyrorna. Ett problem med att i stället använda hyresmarknaden för flerbostadshus som substitut till eget boende i småhus är att hyrorna i flerbostadshus är reglerade och att efterfrågan på hyresrätter till stor del har varit ransonerad, särskilt i storstadsområdena. Det innebär att boende i hyresrätt inte är ett särskilt bra substitut till boende i småhus (och bostadsrätter), vilket i sin tur innebär att jämförelser mellan hyror och brukarkostnad i småhus (och bostadsrätt) haltar. Studien av Englund (2011) antar att

graden av ransonering har varit mer eller mindre konstant över tid. Studien av Bergman och Sørensen (2012) försöker lösa problemet genom att låta brukarkostnaden anpassa sig så att det råder jämvikt mellan småhus- och hyresmarknaden.

Ett alternativ till att använda reglerade hyror skulle kunna vara att använda sk presumtionshyror. Hyresregleringen medförde att det blev olönsamt för mindre ägare av hyresfastigheter att bygga nytt. Större fastighetsägare, som kommunala bostadsbolag och stiftelser, kunde subventionera nybyggnation genom att ta ut högre hyror på äldre hus i sina bestånd. För att stimulera till ökad produktion av hyresrätter infördes systemet med presumtionshyror 2007. Det innebär att fastighetsägaren och hyresgästföreningen förhandlar om en hyra som beräknas ge fastighetsägaren en rimlig avkastning sett över en längre tidsperiod. Presumtionshyror ligger närmare marknadshyror i områden med ransonering, men de ligger åtminstone i Stockholm fortfarande under marknadshyran.<sup>3</sup> Ett annat problem med att använda presumtionshyror är att tidsserien är kort.

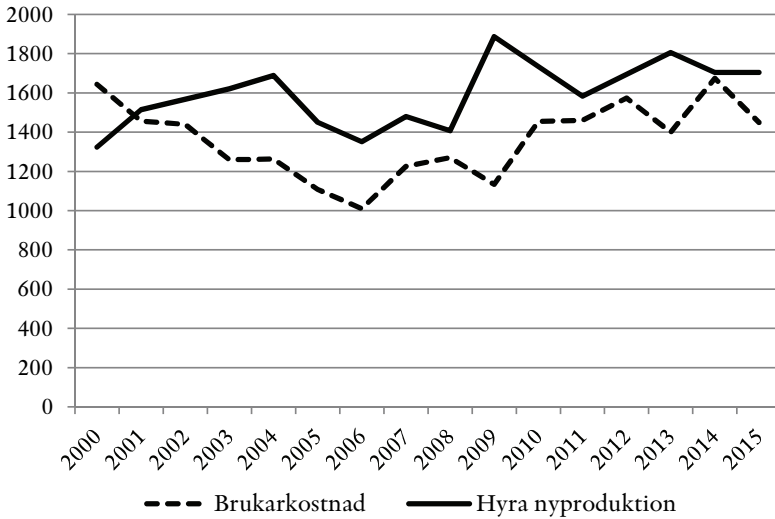
Både Bergman och Sørensen (2012) och Englund (2011) använder data för landet som helhet. Det ger en missvisande bild, eftersom prisuppgången på bostadsmarknaden varierar stort mellan olika delar av landet. Uppgången har varit störst i Stockholm, nästan lika stor i Göteborg, mindre i Malmö och betydligt mindre i resten av landet. Men även här finns stora skillnader, t ex mellan universitetsstäder och landsbygden.

Om det finns en bubbla på bostadsmarknaden i Sverige borde den manifesteras sig på landets hetaste marknad, den för bostadsrätter i Stockholms innerstad. I figur 2 redovisas en jämförelse mellan hyran i nyproducerade hyresrätter i privat regi i Storstockholm och brukarkostnaden för bostadsrätter i Stockholms innerstad. Nyproducerade privata hyresrätter har presumtionshyror fr o m 2007, men man kan anta att hyrorna 2000–06 låg på motsvarande nivå; det finns inget brott i tidsserien. Privata hyresvärdar har relativt små bestånd och därför relativt små möjligheter att låta hyresgästerna i äldre hus subventionera hyrorna i nyproducerade bostäder. Dock är även nyproducerade hyresrätter ransonerade, om än inte i samma grad som äldre hyresrätter med bruksvärdeshyror. Genomsnittshyran i privat nyproduktion i Storstockholm ligger sannolikt något under motsvarande hyra i Stockholms innerstad. (Numera avspeglar förhandlade sk brukshyror i viss mån läget i Stockholmsregionen.)

Den beräknade brukarkostnaden i bostadsrätt baseras på det genomsnittliga kvadratmeterpriset i Stockholms innerstad (innanför tullarna). Kapitalkostnaden utgör den största delen av brukarkostnaden. För att beräkna kapitalkostnaden har jag använt den bundna nominella räntan på

<sup>3</sup> Hyresregleringen gäller inte lägenheter som hyrs av företag och andra arbetsgivare för sina anställda. I Stockholm har det därför uppstått en fri hyresmarknad för sk företagslägenheter som kan hyras på obestämd tid (så länge arbetsgivaren garanterar hyran). Marknaden är än så länge ganska begränsad, och det saknas tidsseriedata för hyrorna. Annonser på nätplatsen Bostad Direkt tyder på att hyresnivån ligger mer än dubbelt så högt som den reglerade nivån. Se Flam (2015).





Figur 2  
Jämförelse mellan  
real hyra i nyproduk-  
tion och real brukar-  
kostnad i bostadsrätt  
i Stockholm (kronor  
per kvadratmeter  
och år)

*Anm och källa:* Hyra i nyproduktion i Storstockholm per kvadratmeter lägenhetsyta och år hos privat hyresvärd (SCB 2016a). Brukarkostnad beräknad på pris per kvadratmeter bostadsrätt i Stockholms innerstad (Evidens 2015 för 2000–06 och Mäklarstatistik 2016 för 2007–15). Kapitalkostnaden är beräknad på 100 procents belåning och förväntad realränta beräknad som förväntad nominell bolåneränta på 10 år (SEB 2016) efter skattereduktion med 30 procent i början på varje år minus förväntad inflation i januari om 5 år (Prospera 2016). Underhållskostnaden är beräknad med ett antagande om 1 procents årlig avskrivning, beräknad på den årliga byggkostnaden per kvadratmeter lägenhetsyta för bostadsrätter i Storstockholm (SCB 2016b). Driftskostnaden är beräknad som 334 kr per kvadratmeter och år 2000 med en årlig ökning om 2 procent. Kostnaden för underhåll och drift per kvadratmeter bostadsrätt och år uppgår till 514 kr år 2000 och 831 kr 2015 med dessa antaganden. Inre underhåll är inte inräknat.

10-åriga bostadslån i SEB i början av varje år. Ränteutgifter är avdragsgilla till 30 procent upp till 100 000 kr per år, därutöver till 21 procent. Hänsyn har dock inte tagits till begränsningen över denna gräns. För att beräkna den reala nettoräntan har jag använt den förväntade inflationstakten på fem år enligt enkätdata (enkätdata på förväntningar på längre sikt finns inte). Förväntningsdata finns fr o m år 2000 och bestämmer därmed startåret. Bostadsrätten antas vara lånefinansierad till 100 procent. Implicit antas därmed att den egna insatsen har en lika hög real alternativkostnad som netto-realräntan. Ingen förväntad kapitalvinst eller förlust är inkluderad i brukarkostnaden, inte heller någon riskpremie. Underhållskostnaden är beräknad med en antagen avskrivningstid med en procent av byggnadskostnaden för nyproducerade bostadsrätter i Stockholm samma år. Driftskostnaden antas vara konstant i reala termer under perioden.

Som syns i figur 2 ligger hyran över den beräknade brukarkostnaden per kvadratmeter varje år hela perioden utom första året. Hyran stiger trendmässigt under perioden. Sett över perioden som helhet är brukarkostnaden konstant. Nedgången fram till 2006 kan i huvudsak förklaras av sjunkande nominell och real bolåneränta och den trendmässiga uppgången därefter av en snabbare ökning av bostadsrättspriset. Den bild som ges av figuren tyder



på att bostadsrättspriserna bestäms av fundamentala faktorer och inte av överdrivna förväntningar om framtida kapitalvinster. Brukarkostnaden är beräknad utan förväntad kapitalvinst. Som nämnts kan det vara rationellt att förvänta sig en måttlig kapitalvinst i Stockholms innerstad, eftersom utbudet är praktiskt taget konstant och realinkomsterna ökar. Brukarkostnaden skulle bli ännu lägre om en sådan kapitalvinst inkluderades. Ett rimligt kriterium på en bubbla är att köparna tar på sig en högre brukarkostnad än i en hyresrätt i förhoppningen om framtida kapitalvinster. Med andra ord tyder ingenting i dessa siffror på existensen av en bubbla på bostadsrättsmarknaden i Stockholms innerstad. Slutsatsen är snarare att bostadsrätterna är undervärderade.

#### 4. Avslutande kommentarer

Att priset på bostadsrätter i Stockholm inte tycks vara bestämt av spekulation om framtida reavinster är vad man borde vänta sig. I motsats till alla andra länder i Europa och Nordamerika är uthyrning av bostadsrätter eller motsvarande starkt reglerad. Fram till mitten av 2014 krävde lagen ”beaktansvärda skäl”, numera endast ”skäl”. Det är bostadsrättsföreningens styrelse som beslutar om vad som anses vara godtagbara skäl. Uthyrning i kommersiellt syfte torde inte vara godtagbart. Fram till 2013 hade bostadsrättsinnehavaren inte rätt att ta ut högre hyra än bruksvärdeshyran för motsvarande hyreslägenhet. Numera får hyran vara kostnadsbaserad. Detta gäller dock endast en lägenhet. Om någon hyr ut mer än två lägenheter räknas det som enskild näringsverksamhet och faller under hyreslagen.<sup>4</sup> I motsats till bostadsrätter kan småhus och ägarlägenheter hyras ut fritt och med fri hyressättning, men såvitt jag vet sker detta i mycket begränsad omfattning.

Dessa begränsningar innebär att det inte finns något utrymme för en fri marknad för andrahandsuthyrning av bostadsrätter. De allra flesta som köper en bostadsrätt gör det för att bo i den och inte som en investering. På en marknad med ett betydande inslag av bostäder för uthyrning blir priset styrt av förväntningar och blir mera volatilt, i likhet med priserna på finansiella investeringar.<sup>5</sup>

Slutligen bör påpekas att frånvaron av bubbler på bostadsmarknaden inte utesluter stora prisfall. De fundamentala faktorer som bestämmer priset kan ändras. Skulle bolåneräntorna stiga till samma nivå som före finanskrisen mer än fördubblas kapitalkostnaden för eget boende. Begränsningen av avdragsrätten och den höga arbetslösheten under första hälften av 1990-

<sup>4</sup> Dessutom finns i de flesta bolåneavtal en klausul som kräver medgivande av långivaren för uthyrning.

<sup>5</sup> Det betyder inte att det helt saknas möjligheter att spekulera i kapitalvinster på bostadsrätter. En möjlighet är att en del hushåll som på marginalen väljer mellan hyresrätt och bostadsrätt väljer den senare i förväntan om framtida vinster. En annan möjlighet är att hushåll väljer en större bostad än de annars skulle ha gjort. Ytterligare en möjlighet är förstås att köpa en bostadsrätt utan att bo i den, t ex att köpa en bostadsrätt i produktion och sälja den före färdigställande, vilket förekommer.

talet gjorde att priset på småhus och bostadsrätter föll med 30–40 procent. Om något av detta händer igen kan vi trösta oss med att det hade varit ännu värre om det hade varit en bubbla på bostadsmarknaden.

Barot, B (2001), "An Econometric Demand-Supply Model for Swedish Housing", *European Journal of Housing Policy*, vol 1, s 417–444.

Barot, B och Z Young (2002), "Housing Prices and Housing Investment in Sweden and the UK: Econometric Analysis for the Period 1970–1998", *Review of Urban and Regional Development Studies*, vol 14, s 189–216.

Bergman, M och P B Sørensen (2012), "Estimating Fundamental House Prices in Sweden", manuskript, Nationalekonomiska institutionen, Köpenhamns universitet.

Claussen, C A (2012), "Are Swedish Houses Overpriced?", *International Housing Markets and Analysis*, vol 6, s 180–196.

Ekonomifakta (2016), "Bostadspriser", [www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Hushallens-ekonomi/Bostadspriser/](http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Hushallens-ekonomi/Bostadspriser/).

Englund, P (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i Riksbanken (red), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Engsted, T (2014), "Fama on Bubbles", CREATES Research Paper 2014-28, Århus universitet.

Evidens (2015), "Den bedrägliga skuldkvoten", rapport, [www.evidensgruppen.se/sites/default/files/Den%20bedr%C3%A4gliga%20skuldkvoten.pdf](http://www.evidensgruppen.se/sites/default/files/Den%20bedr%C3%A4gliga%20skuldkvoten.pdf).

Flam, H (2015), "Marknadshyra och bostadsbubbla i Stockholms innerstad", blogginslag, [ekonomistas.se/2015/03/19/marknadshyra-och-bostadsbubbla-i-stockholms-innerstad](http://ekonomistas.se/2015/03/19/marknadshyra-och-bostadsbubbla-i-stockholms-innerstad).

Glaeser, E och C G Nathanson (2014), "Housing Bubbles", NBER Working Paper 20426, NBER, Cambridge, MA.

Himmelberg, C, C Mayer och T Sinai (2005), "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", *Journal of Economic Perspectives*, vol 19, s 67–92.

Hort, K (1998), "The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968–1994", *Journal of Housing Economics*, vol 7, s 93–120.

Mäklarstatistik (2016), "Centrala Stockholm", [www.maklarstatistik.se/maeklarstatistik/kommun.aspx?Main=Centrala%20Stockholm&LK=3003&Months=99&Extra1=8888&Extra2=8888&Typ=Boratter&Ant=1473](http://www.maklarstatistik.se/maeklarstatistik/kommun.aspx?Main=Centrala%20Stockholm&LK=3003&Months=99&Extra1=8888&Extra2=8888&Typ=Boratter&Ant=1473).

Prospera (2016), "Inflation Expectations", [www.prospera.se/inflation-expectations/](http://www.prospera.se/inflation-expectations/).

Rotblut, C (2015), "Robert Shiller: Beware the New Normal Bubble", *Forbes*, 29 juni 2015.

SCB (2016a), "Avgifter/hyor för nybyggda lägenheter", [www.scb.se/sv/\\_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Boende-byggande-och-bebyggelse/Bostads--och-hyresuppgifter/Avgifterhyror-for-nybyggda-lagenheter/](http://www.scb.se/sv/_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Boende-byggande-och-bebyggelse/Bostads--och-hyresuppgifter/Avgifterhyror-for-nybyggda-lagenheter/)

SCB (2016b), "Priser för nybyggda lägenheter", [www.scb.se/sv/\\_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Boende-byggande-och-bebyggelse/Byggnadskostnader/Priser-for-nyproducerade-bostader/#c\\_undefined](http://www.scb.se/sv/_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Boende-byggande-och-bebyggelse/Byggnadskostnader/Priser-for-nyproducerade-bostader/#c_undefined).

SEB (2016), "Historiska boräntor", [seb.se/pow/apps/HistoriskaBorantor/villaframe.aspx](http://seb.se/pow/apps/HistoriskaBorantor/villaframe.aspx).

Stiglitz, J (1990), "Symposium on Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, vol 4, s 13–19.

Sørensen, P B (2013), "The Swedish Housing Market: Trends and Risks", rapport 2013/5, Finanspolitiska rådet, Stockholm.

*The Economist* (2016), "Global House Prices", [www.economist.com/blogs/dailychart/2011/11/global-house-prices](http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/11/global-house-prices).

Turk, R (2015), "Housing Price and Household Debt Interactions in Sweden", Working Paper 15/276, IMF, Washington, DC.

## REFERENSER