

Långsiktiga fundamenta kan inte motivera dagens bostadspriser

Det är en prisbubbla om priser inte kan motiveras av s k fundamentala faktorer. Men vad är egentligen dessa fundamenta? I denna artikel argumenteras för att fundamenta ska definieras i relation till vad som bestämmer priset på en väl fungerande marknad. Eftersom det är olika faktorer som bestämmer priset på kort och lång sikt bör man göra motsvarande uppdelning när frågan om prisbubbla diskuteras.

HANS LIND

är professor i fastighetsekonomi och har forskat om en rad olika aspekter av bostadsmarknaden. Han var tidigare verksam vid Kungliga Tekniska högskolan (KTH), Stockholm.
hans.lind@abe.kth.se

Frågan om det är en prisbubbla eller ej har under de senaste 25 åren diskuterats för en rad olika marknader, t ex marknaden för kommersiella fastigheter i Sverige runt 1990 (se Lind 1998), aktiemarknaden i USA kring år 2000 (Shiller 2000) och inte minst den svenska bostadsmarknaden under de senaste tio åren (t ex Flam 2016). Utgångspunkten för dessa diskussioner är i regel Stiglitz artikel från 1990 där han skriver:

om orsaken till att priset är högt i dag *bara* är att investerare tror att försäljningspriset kommer att vara högt i morgon – när ”fundamentala” faktorer inte verkar kunna motivera ett sådant pris – då har vi en bubbla. (Stiglitz 1990, s 13, egen övers)

Som diskuteras mer ingående i Lind (2009) finns här egentligen två definitioner som inte har samma innehåll. Först sägs att det är en bubbla om det höga priset enbart beror på att investerarna tror att priset är högt i morgon och sedan sägs att det är en bubbla om priset är högre än vad som kan motiveras av fundamenta. I det följande fokuserar jag emellertid bara på den andra delen av definitionen eftersom den dominerar i litteraturen. Stiglitz skriver följande om vad som är fundamenta (Stiglitz 1990, s 13):

Problemet att bestämma det fundamentala värdet av en tillgång som ska ägas under en längre tidsperiod har tre delar: för det första, problemet att uppskatta den löpande avkastningen (hyra för marken, utdelning på aktierna); för det andra, problemet att uppskatta värdet av tillgången vid periodens slut; och för det tredje, problemet att bestämma vilken diskonteringsränta som ska användas när framtida avkastning ska räknas om till ett nuvärde. (egen övers)

De funderingar som redovisas i den här artikeln började med en studie som en av mina dåvarande doktorander gjorde om bostadspriser i svenska och tyska storstäder (Anop-Engerstam 2015). Syftet med hennes projekt var att försöka förstå varför prisutvecklingen i Tyskland varit så annorlunda än den i Sverige. Medan priserna stigit kraftigt i de svenska storstäderna så hade

de legat relativt stilla i de tyska. Siffrorna väckte verkligen frågan om det var en prishöjning i Sverige, medan de på något sätt lyckats undvika mycket stora prishöjningar i Tyskland. I en delstudie gjordes en statistisk analys av bostadsprisutvecklingen i ett antal tyska och ett antal svenska storstäder i relation till klassiska fundamenta, såsom inkomster och räntor. Det litet överraskande resultatet var att *fundamenta kunde förklara de snabbt ökande priserna i Sverige, men inte de stabila priserna i Tyskland*. Lite tillspetsat framstod de snabbt stigande svenska priserna som rationella medan de stabila tyska bostadspriserna framstod som irrationella. Och då börjar man fundera på vad vi egentligen menar med fundamenta! *Hur avgör vi om en viss faktor är att räkna till fundamenta eller inte?*

I nästa avsnitt ges en översikt av vad som i den ekonomiska litteraturen har betraktats som fundamenta på (privat-) bostadsmarknaden, t ex räntor och inkomster. Därefter diskuteras vad som gör att något är fundamenta: *Vad är kriteriet för att avgöra om faktor A är fundamenta eller inte?* I de efterföljande avsnitten görs en uppdelning i kort och lång sikt och vad som enligt de diskuterade kriterierna bör ses som fundamenta på bostadsmarknaden. Efter en kritisk granskning av olika faktorer som pekats ut som fundamenta argumenteras för två teser:

- 1) *På kort sikt går det inte att avgöra om priserna är bestämda av fundamenta eller inte, och*
- 2) *På lång sikt finns bara en fundamental faktor och det är produktionskostnaderna och dagens priser ligger klart över vad som kan motiveras av dessa långsiktiga fundamenta.*

1. Vad har setts som fundamenta på bostadsmarknaden?

Anop-Engerstam (2015) presenterar en omfattande genomgång av vad som i kvantitativa nationalekonomiska artiklar och rapporter om huspriser har betraktats som fundamenta. Tabellen nedan beskriver i hur stor andel av de 71 granskade artiklarna som olika faktorer nämndes som fundamenta. Inte helt överraskande var räntenivå och inkomst/inkomstförändring de faktorer som nämndes oftast.

Riksbanken gjorde 2011 en omfattande rapport (Sveriges riksbank 2011) om den svenska bostadsmarknaden och i denna finns flera delstudier som just handlar om prishöjning. Fokuserar vi på vad som sägs om fundamenta/fundamentala faktorer i rapporten kan man bl a hitta följande formuleringar (s 17):

I båda dessa uppsatser finner man att de höga bostadspriserna i stor utsträckning kan förklaras av det man brukar kalla fundamentala faktorer, det vill säga att det finns naturliga ekonomiska förklaringar till den prisstegring som skett. Det handlar exempelvis om att hushållens inkomstutveckling varit god, att realräntan sjunkit och att utbudet av bostäder inte ökat speciellt mycket.

Faktor	Andel artiklar där faktorn nämns som fundamenta
Räntenivå/låneränta	69 %
Inkomst/inkomstillväxt	62 %
Befolkningsutveckling	45 %
Arbetslöshet/sysselsättning	31 %
Bostadsbestånd/bostadsutbud	23 %
Brukarkostnad (<i>User cost</i>) ¹	21 %
BNP	20 %

Källa: Anop-Engerstam (2015).

Tabell 1
Faktorer som nämns som fundamenta i kvantitativa studier av bostadspriser

I rapporten nämns även ”... de fundamentala faktorer som avgör priset på boendetjänster, alltså de faktorer som påverkar utbudet och efterfrågan på boendetjänster” (s 24). Ser vi på faktorer som nämns som fundamenta vid sidan av de som nämns i citaten ovan kan man hitta följande faktorer: förmögenhet (s 83), förväntad inkomst (s 112), preferenser (s 112), demografi (s 112), hyrespriser (s 124), användarkostnader (s 240) och byggkostnader (s 250)

Det finns även formuleringar av vad som *inte* är fundamenta och då nämns att priserna inte är bestämda av fundamenta ifall de är påverkade av irrationella förväntningar (s 23), eller extrapolativa förväntningar (s 34), dvs att förväntningarna bygger på framskrivning av den historiska trenden.

I *Ekonomisk Debatts* temanummer om bostadsmarknaden behandlade Harry Flam (2016) frågan om vi har en bostadsbubbla och han nämner följande fundamenta: bostadsbyggande (s 6), inkomster (s 6), räntor (s 6), demografi (s 6), utbud (s 6), skatteregler (s 8), rationella förväntningar om brukarkostnader (s 10) och rationella förväntningar om framtida priser (s 10). Det enda som explicit nämns som en icke-fundamental faktor är överdrivna förväntningar om framtida kapitalvinster.

2. Vad är kriteriet för att avgöra om en faktor hör till fundamenta eller inte?

Även om man i texterna ovan är relativt eniga om vad som är fundamenta (inkomst, ränta etc) så finns ingen mer ingående diskussion om hur man avgör om en viss faktor hör till fundamenta eller inte. I Riksbankens utredning skriver man om ”naturliga ekonomiska förklaringar” och det skulle fritt kunna tolkas som:

En faktor är fundamental om denna faktor *påverkar priset enligt en etablerad teori om hur en rationell marknad fungerar.*

¹ Brukarkostnad omfattar drift-och underhållskostnader, fastighetsskatt, räntekostnad och värdeförändring.

Om en faktor är sådan att man ska förvänta sig att den påverkar priset på en marknad med välinformerade och rationella aktörer är den faktorn enligt detta förslag till definition en fundamental faktor. Vid en första anblick verkar en sådan definition fånga in just de faktorer som nämnts ovan. Efterfrågan på en marknad beror av demografi, preferenser, hushållens ekonomiska situation (inkomst, förmögenhet), vad det kostar att äga (ränta, brukarkostnad) och vad alternativen kostar (hyresnivån). Utbudet beror av det befintliga beståndet och av hur mycket som byggs.

Man måste dock fråga sig vad det är för etablerad teori man lutar sig mot när man pekar ut en viss faktor som fundamental. Inom fastighetsekonomisk teori är en dominerande modell den så kallade 4Q-modellen (DiPasquale och Wheaton 1992) och ett central drag i den teorin är att det är olika faktorer som bestämmer priset på kort sikt respektive lång sikt. Samma sak gäller ju i vanlig mikroekonomisk teori där vi skiljer mellan kortsiktig jämvikt och långsiktig jämvikt, men jag väljer här att knyta an till 4Q-modellen eftersom den just är en etablerad teori om vad som påverkar fastighetspriser.

Som namnet antyder innehåller 4Q-modellen fyra kvadranter/delmodeller. I den första antas att utbudet är givet och att hyran, t ex för ett kontor, bestäms av efterfrågan. Denna hyra kombineras sedan med ett marknadsmässigt avkastningskrav och ger i kvadrant två ett fastighetsvärde. Den tredje kvadranten handlar om byggandet och enkelt uttryckt antas det att det byggs mer om fastighetsvärdet är högre än byggkostnaden. Detta byggande ökar sedan utbudet i kvadrant ett och leder, allt annat lika, till lägre hyror och priser.

Denna skillnad mellan (rationellt) kortsiktigt pris och (rationellt) långsiktigt pris antyds även av följande formulering från Riksbankens bostadsrapport: ”Men på längre sikt bör nybyggnationen föra priset tillbaka mot en jämviktsnivå som bestäms av fundamenta” (s 50). Formuleringen ger dock intrycket att priset på kort sikt aldrig kan vara bestämt av fundamenta, men jag tror som sagt att det kan vara klagörande att skilja mellan ”kortsiktiga fundamenta” och ”långsiktiga fundamenta” och för var och en av dessa se på vad som skulle bestämma priset enligt en teori om hur rationella marknader fungerar.

Ser vi på privatbostadsmarknaden kan man slå ihop kvadrant ett och två i 4Q-modellen och teorin säger då att på kort sikt – med ett givet utbud – beror priset enbart på efterfrågan. Nästa fråga blir då vad som på kort sikt bestämmer priset på en rationell marknad.

3. Kortsiktiga fundamenta

Vad är det rationellt att betala för en viss bostad om det finns ett givet utbud av bostäder? Här kan man tänka sig att en rationell aktör tänker på lite olika sätt.

En första variant är att hushållet bestämt sig för att lägga en viss andel av sin inkomst på sin bostad. Då följer direkt att om *hushållets inkomster stiger*

kan hushållet betala mer för en viss bostad. Tänker vi oss vidare att hushållet räknar baklänges utifrån hur mycket hushållet är berett att betala per månad och enbart ser på kortsiktiga kassaflöden kommer följande faktorer att leda till att ett hushåll är berett att betala mer för en bostad: sjunkande (real-)räntenivåer för lån, sjunkande ränteinkomster för eget kapital (som ska investeras i bostaden), sjunkande *drift- och underhållskostnader* (t ex på grund av fallande energipriser) till vilka också kan räknas *skatter* (fastighets-skatt, rot-avdrag).

Många av de faktorer som nämnts i litteraturgenomgången ovan känns igen och är alltså fundamenta ifall en rationell aktör tänker på detta sätt. Man kan se brukarkostnaden som ett begrepp som fångar flera av dessa faktorer, även om vi än så länge lämnat kapitalvärdeförändringar utanför bilden.

En andra variant är att hushållet tänker på följande sätt. Om alternativet till att köpa en bostad är att hyra en bostad och den jämförbara lägenheten har en viss hyra kommer det rationella hushållet att vara berett att betala så mycket för den ägda bostaden att det blir samma boendekostnad som för den hyrda. I denna variant kommer kostnaderna för att äga fortfarande att påverka vad man är beredd att betala för den ägda bostaden, men inkomsten spelar inte längre någon direkt roll som fundamenta utan ersätts av hyresnivån för den typ av bostad som hushållet efterfrågar (som i sin tur beror av inkomsten). Att ha med både inkomst och hyresnivå för jämförbar bostad som fundamenta framstår dock inte som konsekvent.

Invändningen mot båda dessa sätt att tänka är dock att även om vi antar att utbudet är oförändrat under överskådlig tid är bostadsköp ett långsiktigt beslut. Detta har två allmänna konsekvenser för vad som påverkar betalningsviljan för en bostad:

För det första beror inte betalningsviljan enbart på inkomst/hyra, ränta och drift- och underhållskostnader *i dag* utan även på *förväntningar* om framtida värden på dessa variabler. Enligt grundläggande teorier om väl fungerande marknader borde man precisera ytterligare genom att säga att fundamenta är *rationella förväntningar rörande de variabler som nämnts ovan*.

Ser vi på de faktorer som nämnts i litteraturen ovan framkommer en glidning på denna punkt och detsamma gäller de empiriska studier som gjorts. Om fundamenta är rationella förväntningar om framtida inkomster kan man inte testa om priserna är bestämda av fundamenta genom att studera om det finns ett samband mellan *dagens* inkomst och *dagens* priser. Om priserna beror på dagens inkomster kan det också bero på myopiska förväntningar där irrationella aktörer tror att dagens inkomster kommer att bestå för evigt. Samma resonemang kan föras om räntenivåer. Faktiska räntor borde ersättas av rationella förväntningar om framtida räntor. I listan på faktorer som nämnts i Riksbankens rapport finns också t ex förväntade inkomster som fundamenta och det sägs att det inte är fundamenta om det handlar om irrationella förväntningar, vilket antyder att författarna tänkt i dessa banor.

För det andra, när vi betraktar bostadsköpet utifrån ett mer långsiktigt perspektiv kommer betalningsvilja för bostaden i dag att bero av vad bostadsköparen tror att bostaden kommer att vara värd i framtiden. Stiglitz nämner i det andra citatet ovan att ”värdet av tillgången vid periodens slut” är en del av fundamenta.

Här kan man alltså tänka sig att även om vi har precis samma inkomster, samma räntor och precis samma löpande kostnader för att äga i två städer (t ex Stockholm och Berlin) kan fundamenta, inklusive förväntat framtida värde, motivera ett högt pris i Stockholm och ett relativt lågt pris i Berlin. Om det är rationellt i Stockholm att tro på ett högt pris vid en framtida försäljning kan det vara rationellt att betala mycket i dag och om det är rationellt att tro att det framtida priset i Berlin är lågt, är det inte rationellt att betala ett lika högt pris i Berlin. Både det höga priset i Stockholm och det låga priset i Berlin kan då vara motiverade av fundamenta. Om man emellertid statistiskt försöker testa en hypotes om att prisskillnader mellan Stockholm och Berlin beror av kortsiktiga fundamenta som inkomst och räntenivåer, kommer hypotesen att förkastas. I det här extremfallet är det enbart fundamenta i form av skillnader i rationella förväntningar om framtida priser som kan förklara skillnaderna i dagens priser.

Detta leder fram till den första hypotesen ovan: (1) *På kort sikt går det inte att avgöra om priserna är bestämda av fundamenta eller inte.* Om fundamenta är rationella förväntningar om framtida räntor och framtida priser, och om det inte finns en etablerad teori som säger vad dessa rationella förväntningar är, går det inte att avgöra om priserna är bestämda av fundamenta eller inte.

Problematiken kan illustreras med den kalkyl som presenteras i Flam (2016). I artikeln är kriteriet för att priserna är motiverade av fundamenta att brukarkostnaden för den som köper en bostadsrätt, givet att dagens priser består, är i nivå med hyran för en liknande lägenhet. Flam finner att dessa ligger på ungefär samma nivå och skriver:

Den bild som ges av figuren tyder på att bostadsrättspriserna bestäms av fundamentala faktorer och inte av överdrivna förväntningar om framtida kapitalvinster (s 13–14).

Ett första problem är att avgöra vilken hyra som ska användas. Flam använder den s k presumtionshyran, dvs en högre hyra i nyproduktionen som hyresgästföreningen godtagit men som inte får ingå i jämförelsematerialet när andra hyror provas och som inte kan överklagas av hyresgästerna. Man kan dock argumentera för att en rationell person ställer sig i bostadskön som 18-åring och om denne köper en bostad säg 15 år senare borde den relevanta hyran vara hyran i en lägenhet som man kan få tag i med en sådan kötid. Ser vi på utvecklingen av nyproduktionshyrorna under de senaste tio åren borde en sådan hyra vara minst 20 procent lägre än dagens presumtionshyra.

Det allvarliga problemet med Flams kalkyl, utifrån argumentet ovan, är dock förväntningarna om framtida pris. För vad är egentligen rationella förväntningar enligt etablerade nationalekonomiska teorier? ”Överdrivna

förväntningar” i citatet ovan måste ju rimligen tolkas som att hushållet förväntar sig högre priser än vad som är rationellt att förvänta sig utifrån bästa tillgängliga teorier. Flams utgångspunkt är att om man förväntar sig att priserna är konstanta så har man inte överdrivna förväntningar om framtida priser, men är det verkligen så?

När det gäller rationella förväntningar om framtida priser finns dock två konkurrerande teorier. Den första teorin säger att priserna styrs av ny överraskande information och det mest rationella är då rimligen att tro att uppgångar och nedgångar är lika sannolika. Det rationella är då att, som i Flams kalkyl, varken räkna med uppgångar eller nedgångar. Den andra teorin, med Robert Shiller som affischnamn, säger att tillgångsmarknader kännetecknas av att priser rör sig mot ett trendmässigt medelvärde (*mean reversion*), dvs att ju mer priserna stigit desto mer sannolik är en nedgång. Med tanke på att bostadspriserna i Stockholm mer än fyrdubblats de senaste 20 åren, skulle den teorin säga att en rationell person, som tänker sig bo relativt länge i en bostad, bör räkna med en nedgång i bostadspriserna. Enligt denna teori har alltså hushållet i Flams kalkyl överdrivna förväntningar om framtida priser, även om hushållet inte har några förväntningar om kapitalvinster. Det rationella hushållet som köper till dagens priser bör, om man tror på Shillers teori, räkna med att priserna faller.

Vi har alltså två konkurrerande teorier som pekar i olika riktning och jag tror inte det går att säga att den ena teorin är väsentligt mycket trovärdigare än den andra. Samma typ av resonemang kan sannolikt föras om rationella förväntningar om framtida räntenivåer. Är det rationellt att tro att det kommer att vara låga räntor (t ex bolåneräntor under tre procent) under de närmaste tio åren eller ska den rationelle personen räkna med att bolåneräntan om sju år ligger på t ex fem till sex procent?

Slutsatsen förefaller oundviklig: Om kortsiktiga fundamenta, dvs fundamenta vid ett givet utbud, består av rationella förväntningar om framtida ekonomiska variabler, och om det inte finns etablerade och allmänt accepterade teorier som pekar ut vad som är rationellt att förvänta sig, kan vi inte avgöra vilka nivåer fundamenta ligger på och därmed inte heller om bostadspriserna i dag är motiverade av (kortsiktiga) fundamentala faktorer eller ej.

4. Långsiktiga fundamenta

Ingen ekonom skulle säga att bilpriser på några års sikt beror på hur stora inkomster människor har eller kostnaderna för kollektivtrafik. Etablerad mikroekonomisk teori säger att på en konkurrensmarknad kommer priserna i långsiktig jämvikt att bero på lägsta långsiktig genomsnittskostnad. Inkomster påverkar hur många bilar av en viss typ som kommer att efterfrågas i den långsiktiga jämvikten, men de påverkar inte priset.

Samma tanke finns, som nämnts ovan, i den sk 4Q-modellen. Om värdet på bostäder överstiger produktionskostnaderna antas utbudet öka och på sikt pressa ner priserna på nya objekt till kostnadsnivån för den aktuella typen

av objekt. I en analys över fastighetscykler i USA under de senaste 100 åren menar Glaeser (2013) att en förklaring till att fastighetspriser stiger kraftigt för att sedan falla, är att aktörerna under uppgångsfasen underskattat utbudselasticiteten. Precis som i standardmodellen leder höga priser till ökat utbud som pressar ner priserna. Glaeser m fl (2017, s 94) diskuterar en utbudsansats till bubblor där just produktionskostnaderna är utgångspunkten.

Begreppet produktionskostnad är dock inte entydigt för bostäder. Om enbart lite mark planläggs för bostäder blir ju markpriset högt och om denna markkostnad inräknas i produktionskostnaden blir produktionskostnaden också hög. Bortser vi från regleringar och tänker i termer av alternativkostnad borde då priset på en ny bostad i utkanten av en region i långsiktig jämvikt motsvara markens värde som jordbruksmark plus kostnaden för att bygga själva huset. Vad borde då priset vara om vi använder detta synsätt?

Låt oss anta att för ett standardradhus på 100 kvadratmeter ligger kostnaden på en konkurrensmarknad på 25 000 kr per kvadratmeter, inklusive markens värde som jordbruksmark. Detta är sannolikt en överskattning av kostnaden. Priset på ett nytt sådant hus skulle då i långsiktig jämvikt vara 2,5 miljoner. Om vi antar att huset sjunker reallt i värde med en procent av den ursprungliga kostnaden per år under de första 30 åren skulle ett 30 år gammalt hus kosta 17 500 kr per kvadratmeter.

Går vi en bit ut i Stockholmsregionen hamnar vi t ex i Tungelsta söder om Stockholm eller Bålsta nordväst om Stockholm, båda längs pendeltågslinjerna. Enligt Hemnet ligger priserna i Tungelsta våren 2017 på över 30 000 kr per kvadratmeter för 20–30 år gamla hus. I Bålsta ligger priserna mellan 25 000 och 30 000 kr per kvadratmeter för 40–50 år gamla radhus. Accepteras dessa siffror skulle priserna behöva falla med ca 40 procent för att ligga i nivå med långsiktiga fundamenta.

Som ytterligare ett exempel kan vi ta mitt eget boende. Jag bor i ett radhus på 100 kvadratmeter i Farsta. Byggekostnaden på en konkurrensmarknad för ett hus av denna typ är maximalt 25 000 kr per kvadratmeter. Drar vi en cirkel med två mils radie från Sergels torg finns väldigt mycket obyggd mark. I Hyresgästföreningen och Spacescape (2015) visas att det är möjligt att bygga mer än 300 000 nya bostäder i kommunikationsnära lägen i Stockholmsregionen. De billigaste markanvisningarna i Stockholms stad ligger i dag på 5 000 kr per kvadratmeter boyta, vilket skulle ge en tomtkostnad på 500 000 kr för ett hus som vårt och det är knappast för högt i relation till kostnader för infrastruktur och alternativ användning. Ett nytt hus som vårt skulle alltså i långsiktig jämvikt kosta runt tre miljoner. Huset är 55 år gammalt och även om vi gjort en hel del renoveringar borde en rationell aktör dra av åtminstone 500 000 kr i relation till priset på ett nytt. Ett pris bestämt av långsiktiga fundamenta skulle alltså vara 2,5 miljoner. Ett hus där inget gjorts borde vara värt ca två miljoner. Det kan noteras att i dagens penningvärde kostade ett hus som inte genomgått någon renovering en miljon kr 1996 och det passerade två miljoner något år in på 2000-talet – då priserna enligt denna ansats alltså låg på en nivå som motsvarade fundamenta.

I dag säljs renoverade hus som vårt för omkring fem miljoner, dvs *priserna skulle behöva falla med 50 procent* för att hamna på den nivå som är motiverad av långsiktiga fundamenta.

Om vi antar att hushållen är villiga att betala en viss procent mer för en bostad i ett bättre läge jämfört med ett hus i utkanten av staden, innebär 40–50 procentiga prisfall i utkanten av staden ett motsvarande prisfall i mer centrala lägen. Ett bostadsrättspris bestämt av långsiktiga fundamenta skulle då för en trerummare på Södermalm vara kring 45 000 kr per kvadratmeter i stället för som i dag kring 80 000 kr per kvadratmeter.

5. Finns det skäl att tro att priserna på sikt kommer att bestämmas av långsiktiga ekonomiska fundamenta?

För en vanlig marknad som t ex bilmarknaden tänker vi oss att konkurrensen leder till ökad produktion ifall priserna ligger på en nivå som ger högre vinster än genomsnittligt. Befintliga företag bygger ut sina anläggningar och nya företag etablerar sig på marknaden. Efter en relativt kort tid har priserna pressats ner mot produktionskostnaderna, inklusive skälig vinst.

Det finns emellertid indikationer på att denna teori inte längre stämmer för bostadsmarknaden. Knoll m fl (2017) har kartlagt bostadspriser under 150 år för 14 länder och finner i de allra flesta länder ett s k hockeyklubbsmönster. Priserna har i reala termer legat stilla i drygt 100 år för att sedan stiga kraftigt. Tidpunkten för prisstegringarnas början varierar mellan 1980 och år 2000 och det finns naturligtvis även nationella variationer i exakt hur mycket priserna stigit, men det är slående hur lika utvecklingen är i ett stort antal länder. De försöker vidare dela upp prisstegringarna i mark och byggnad och finner då att det är marken som stiger i värde. I artikeln diskuteras dock inte vad denna ökning kan bero på. Här är dock några spekulationer.

Det är svårt att se att det finns någon form av fysisk markbrist som plötsligt slår till i många länder ungefär samtidigt. Urbaniseringen har pågått länge och det fanns många miljonstäder redan för 50 år sedan. Att markpriserna ökat på grund av stigande lägesvärden när städer växer kan det därför knappast handla om.

Glaeser har i flera artiklar pekat på ett samband mellan striktare planregler och högre markpriser i olika delar av USA (se t ex Glaeser m fl 2005). Shiller pekade nyligen i en DN-artikel (Shiller 2017) mer allmänt på att politiska faktorer ligger bakom att inte så mycket mark planläggs, vilket i sin tur leder till höga tomtpriser och i förlängningen höga huspriser. I nästan alla länder är planering av markanvändning under politisk kontroll och det pekar på att förklaringen till ökad knapphet på byggbar mark ligger på den politiska nivån.

Om vi antar att politikernas beslut speglar vad majoriteten av väljarna vill, eller åtminstone vad stora marginalväljargrupper vill, behöver vi leta efter förändringar i väljarkåren som inträffat i många länder under de senas-

te 40 åren för att kunna förklara stigande huspriser. Här är några hypoteser om vad det kan vara för förändringar:

En första hypotes är att under de senaste 50 åren har andelen som äger sina bostäder ökat i många länder (se t ex Atterhög 2005). De som äger sina bostäder vinner ekonomiskt på att utbudet av bostäder begränsas. Om många hyr på marknadsmässiga villkor har de i stället ekonomiska incitament att vilja öka utbudet eftersom det pressar ner hyresnivån. Granath-Hansson (2015) pekar på att detta kan vara en förklaring till att utbudet ökat mer i ett antal studerade tyska städer jämför med liknande svenska städer. Om hyrorna styrs av efterfrågan och utbud, åtminstone på lite sikt, har medborgarna starka skäl att välja politiker som ökar utbudet. Fischel (2001) har lagt fram en teori om att lokalpolitiken styrs av vad som ligger i de nuvarande bostadsägarnas intresse.

En andra hypotes är att synen på rivning av äldre bebyggelse har förändrats. Ett sätt att minska markkostnaden per bostad är att riva områden med relativt låg exploatering och ersätta dem med högre/tätare hus. Efter ”rivningsraseriet” på 1950- och 1960-talet har det kommit en motreaktion i många länder. Sinel (2017) beskriver t ex sådana trender i New York.

Slutligen har miljörelsen fått igenom striktare generella miljölagar som undantar större områden för bebyggelse, t ex strandskydd och naturreservat. Dessutom kan en starkare miljörelse få lokala politiker att tveka att exploatera områden även om det inte finns några övergripande regler som hindrar de aktuella projekten.

Förutom att skilja mellan *ekonomiska fundamenta* på kort och lång sikt kan man tänka sig att införa begreppet *politiska fundamenta*, där det senare kan definieras i termer av maktförhållanden som avgör huruvida det kommer att föras en politik som gör att fastighetspriset på sikt kommer att få bestämmas av långsiktiga ekonomiska fundamenta eller ej. En förändring av dessa politiska fundamenta kan då vara en förklaring till att priserna inte längre verkar styras av långsiktiga ekonomiska fundamenta.

6. Slutsatser

Jag har i denna artikel presenterat en tolkning som innebär att fundamentala faktorer för bostadspriser är *de faktorer som enligt etablerade teorier påverkar bostadspriserna på en väl fungerande konkurrensmarknad med rationella aktörer*. Både i mikroekonomisk teori och i 4Q-modellen som utvecklats inom fastighetsekonomin görs en tydlig skillnad mellan kort och lång sikt och därigenom bör man också skilja mellan fundamenta på kort sikt (med ett givet utbud) och fundamenta på lång sikt (när utbudet hunnit anpassa sig).

Med ett givet utbud bör enligt etablerade teori efterfrågan och därmed priset påverkas av dagens inkomster, räntenivåer och (andra) löpande kostnader inklusive skatter, liksom rationella förväntningar om framtida värden på dessa variabler samt rationella förväntningar om framtida priser. Eftersom det finns konkurrerande teorier om vad som är rationellt att tro

om t ex framtida priser finns ingen möjlighet att avgöra om dagens priser är motiverade av kortsiktiga fundamenta eller inte.

Däremot är det tämligen klart att dagens priser inte kan motiveras av långsiktiga ekonomiska fundamenta i form av produktionskostnader på en konkurrensmarknad där markpriser speglar alternativkostnaden på en marknad utan regleringar. De mycket spekulativa kalkyler som presenterades ovan pekar på att priserna skulle behöva falla med i runda tal 50 procent för att vara på en nivå som kan motiveras av långsiktiga fundamenta.

En tolkning av skillnaden mellan Tyskland och Sverige är utifrån detta att man i Tyskland varit bättre på att kontinuerligt tillföra bostäder på olika delmarknader, även relativt enkla standardbostäder. Då är det inte rationellt att betala mer än vad som motsvarar priset i långsiktig jämvikt – även om inkomsterna stigit och räntorna fallit.

Detta pekar på ett bostadspolitiskt dilemma: Vill vi undvika ett prisfall så är det bra att nyproduktionen främst består av dyra bostäder och att fastighetsutvecklare hellre drar ner produktionen än sänker priset. Vill vi göra det lättare för hushåll med lägre inkomster att hitta en bostad borde vi kraftigt öka utbudet av relativt billiga bostäder, bl a genom att planlägga mycket mer mark, men en sådan ökning av utbudet riskerar att leda till prisfall.

I några föreläsningar 2009 sa jag att vi om tio år kommer att avundas Spanien och Irland: Då har de kommit igenom den finansiella krisen och byggboomen innan kraschen har skapat ett stort utbud av bra och relativt billiga bostäder. Kanske hade jag för en gång skull rätt i en förutsägelse!

Anop-Engerstam, S (2015), *Apartment Price Determinants: A Comparison between Sweden and Germany*, licentiatavhandling, Institutionen för fastigheter och byggande, Kungliga Tekniska högskolan.

Atterhög, M (2005), *The Effect of Competition and Ownership Policies on the Housing Market*, doktorsavhandling, Institutionen för fastigheter och byggande, Kungliga Tekniska högskolan.

DiPasquale, D och W Wheaton (1992), "The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol 20, s 181-197.

Fischel, W A (2001), *The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance and Land-use Policies*, Harvard University Press, Cambridge.

Flam, H (2016), "Har vi en bostadsbubbla?", *Ekonomisk Debatt*, årg 44, nr 4, s 6-15.

Glaeser, E (2013), "A Nation of Gamblers: Real Estate Speculation and American History", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol 103, s 1-42.

Glaeser, E, J Gyrurko och R Saks (2005), "Why is Manhattan So Expensive? Regulation and the Rise in House Prices", *Journal of Law and Economics*, vol 48, s 331-369.

Glaeser, E, W Huang, Y Ma och A Shleifer (2017), "A Real Estate Boom with Chinese Characteristics", *Journal of Economic Perspectives*, vol 31, s 93-116.

Granath-Hansson, A (2015), *Institutional Prerequisites for Housing Development – A Comparative Study of Germany and Sweden*, licentiatavhandling, Institutionen för fastigheter och byggande, Kungliga Tekniska högskolan.

Hyresgästföreningen och Spacescape (2015), "Alla får plats i stadens goda lägen", Hyresgästföreningen och Spacescape, Stockholm.

Knoll, K, M Shularick och T Steger (2017), "No Price Like Home: House Prices 1870-1914", *American Economic Review*, vol 107, s 331-353.

Lind, H (1998), "Bubblor och beslutsunderlag – fastighetsvärderingar under boomen 1985-1990", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 1, s 31-39.

Lind, H (2009), "Price Bubbles in Housing

REFERENSER

Markets: Concept, Theory and Indicators”, *International Journal of Housing Markets and Analysis*, vol 2, s 78–90.

Shiller, R J (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton NJ.

Shiller, R (2017), ”Spärrarna runt stadens myller”, *Dagens Nyheter*, 24 juli 2017.

Sinel, G (2017), ”New Density and Shrink-

wrapped Streets: Contextual Zoning in New York City”, *New York University Journal of Law and Liberty*, vol 11, s 359–401.

Stiglitz, J (1990), ”Symposium on Bubbles”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 4, s 13–18.

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.