

Mycket om banker, en del om fastigheter

Daniel Ekeblom förklarar i boken *Fastigheter och banker* hur bankerna sedan finanskrisen 1990–94 har kunnat finansiera de svenska hushållens köp av allt dyrare bostäder. Han tecknar bilden av ett komplext och väloljat samspel mellan hushåll, banker och lagstiftare och avslutar med en maning till försiktighet riktad till de sistnämnda.

När jag började läsa boken var det under förväntningen att den skulle handla om frågan ifall svenska fastigheter är felvärderade och vad det i så fall skulle innebära för bankerna. Gissningsvis kommer ganska många av bokens läsare att lockas till boken av undertitelnns fråga, snarare än av huvudtiteln i sig själv. Därför inleds recensionen direkt med bokens svar på sidan 93 (av 95): ”Något förenklat kan svaret på frågan om fastighetsmarknaden är övervärderad reduceras till att den är övervärderad om staten inte infriar den implicita garantin för bankers obligationer vid en internationell bankrusning.”

Frågan om övervärdering handlar alltså snarare om statens agerande än om hushållens – hushållen spelar i Ekebloms framställning en passiv roll som rationella aktörer. Jag, som följer och ibland deltar i den populära diskussionen om bostadspriser, finner det befriande att här slippa läsa om bubblor skapade av uppenbarligen irrationella hushåll. Inte heller faller Ekeblom för frestelsen att dra förenklade slutsatser från pristrender eller internationella jämförelser. Ett inte ovanligt grepp i debatten är ju annars att bygga argumentet om övervärdering på att priserna är mycket hö-

gre i dag än tidigare eller att huspriserna har fallit i andra länder, utan att erbjuda någon teoretisk förklaring till varför det skulle implicera att priserna är övervärderade, i Sverige, i dag. Ekeblom för inte alls fram den typen av förenklade teser utan utgår (i min läsning) implicit från en modell över fastighetsmarknaden med tre huvudsakliga aktörer: hushållen, bankerna och staten. I Ekebloms framställning är hushåll och banker rationella aktörer inom de ramar som för närvarande gäller, även om han inte skriver ut det som en direkt programförklaring. Han visar t ex att hushållens skuldkvot har ökat över tiden, men drar inte slutsatsen att det beror på att de spekulerar i ökande fastighetspriser, utan pekar i stället på att räntorna för lånen har sjunkit och redovisar pedagogiskt utvecklingen för räntekvoten, som inte visar på någon stigande trend.

Svaret på titelfrågan visar att boken handlar mer om banker än om fastigheter. Analysen sker på finansmarknaden snarare än på fastighetsmarknaden. På förhand förväntar man sig en diskussion om t ex påverkan på fastighetsmarknaden från byggmarknad och hyresmarknad, men dessa nämns bara helt kort. I stället ligger fokus på obligationer och repor. Bokens underrubrik synes inte helt optimal för bokens innehåll. De flesta läsare förväntar sig nog en analys av frågan ifall dagens fastighetspriser är högre än vad de borde vara, givet den verklighet vi uppfattar oss leva i. Den frågan diskuteras dock inte i boken, utan snarare frågan under vilka förutsättningar dagens system för fastighetsfinansiering är långsiktigt hållbart. Kopplingen till fastighetsvärde finns självklart där eftersom försämrade finansieringsmöjligheter troligen skulle leda till lägre fastighetspriser. Dock innebär det inte att man kan påstå att fastigheterna tidigare var övervärderade. Det är svårt att inte associera ordet *övervärderad* med

BOKANMÄLAN

Daniel Ekeblom:
Fastigheter och banker: Är den svenska fastighetsmarknaden övervärderad?, Studentlitteratur, 2014, 100 sidor, ISBN 978-9-144-10154-5.

felvärderad, men så ska inte boken läsas. Ekeblom är mer intresserad av att analysera hur bankerna lyckats skapa finansieringsmöjligheter för hushållen som möjliggör dagens prisnivå, samt identifiera vilka byggstenar som är avgörande för att bankerna även fortsättningsvis ska kunna erbjuda tillräcklig likviditet till tillräckligt lågt pris för att prisnivån ska kunna bestå eller öka. Detta gör inte boken mindre värd att läsa, men som läsare blir man lite förvånad att titelns fråga inte är central för boken. Dock måste det sägas att om man läser bokens prolog "Till läsaren" framgår det fullständigt klart vad bokens syfte är: att reda ut hur banksystemet skapar nödvändig likviditet för de fastighetsägande hushållen och att förklara detta på ett för den intresserade lekmannen begripligt sätt.

Alla kapitel (efter det första inledningskapitlet) är rubricerade som frågor. Ekeblom inleder analysen i kapitel två, med frågan om hur övervärdering kan mätas och diskuterar olika mått som räntekvot, skuldkvot, amorteringstakt och soliditet. Slutsatsen är att en entydig bild angående hushållens betalningsförmåga inte framträder. Tidigare finanskriser ger inte tillräcklig vägledning när det gäller räntekvot och skuldkvot eftersom motsatta förhållanden gällde under dem: hög räntekvot och låg skuldkvot 1990–94 och tvärtom 2008. Dagens förhållande med låg räntekvot och hög skuldkvot framstår snarast som en rationell anpassning till en låg räntenivå – observera att *låg* och *hög* är relativa begrepp och när de används får anses relatera till historiska medelvärden. Författaren menar dock att den låga amorteringstakten är ett varningstecken, ett påstående som dock inte övertygar (s 24): "De låga amorteringstakterna, som i förlängningen innebär kreditförluster för svenska banker om de inte förändras, är illavarslande på längre sikt." Av sammanhanget att döma verkar han

mena att den låga amorteringstakten i dag (ca 140 år i genomsnitt) är en indikation på att hushållen har problem med betalningsförmågan. Han slår t ex fast (s 21) att lånen inte kan betalas av med den amorteringstakten eftersom medellivslängden för en svensk i dag endast är drygt 80 år. Jämförelsen med låntagarens livslängd är dock irrelevant eftersom banken har säkerhet i fastigheten. Det är ju inte så att fastigheten förlorar sitt värde för att ägaren dör. Begreppet amorteringstakt är i själva verket meningslöst när det inte kopplas till avskrivningstakten. Intressantare vore förstås att studera hur skulden utvecklas i förhållande till säkerhetens värde, dvs att studera belåningsgraden. Ett alternativ till att amortera på skulden är att underhålla säkerheten/fastigheten så att dess värde stiger, eller åtminstone inte sjunker. Detta är också vad svenska hushåll normalt gör. Både ur ett livscykelperspektiv och ur ett portföljperspektiv är det rationellt för hushållen med en låg amorteringstakt. Efter den lilla invändningen återgår vi till bokens röda tråd och konstaterar att kapitlets slutmening innehåller en *cliff hanger* där Ekeblom (s 24) pekar ut "svenska bankers vilja och förmåga att förmedla lån till hushållen" som nyckeln till svaret på frågan om svenska fastigheter är övervärderade.

Kapitel tre tar vid med frågan om när övervärderade fastigheter blir ett problem. Analysen delas upp för de två aktörerna hushåll och banker. Hushållens höga skuldkvot innebär att en högre räntenivå skulle öka hushållens räntebetalningar påtagligt och därmed tränga ut annan konsumtion och den vägen leda till en lägre privat efterfrågan i landet. Den initialt låga räntekvoten, i kombination med en stor andel rörliga räntor, betyder dock att bankerna inte löper någon omedelbar risk; hushållen kommer att fortsätta att betala räntorna på sina lån och har tagit på sig en stor

del av ränterisken. I centrum för Ekebloms riskanalys står i stället bankernas löptidstransformering, dvs skapandet av likviditet (s 40): ”Svenska hushåll har byggt upp stora skulder och högt värderade fastigheter sedan 1995 med hjälp av den löptidstransformering som banksystemet erbjuder utan allvarigare problem.” Ekeblom gör en poäng av sambandet mellan likviditet och soliditet. Bankernas förmåga att erbjuda likviditet gör hushållens fastigheter relativt likvida (många möjliga köpare till låga transaktionskostnader) vilket i sin tur håller upp värdet på fastigheterna och därmed hushållens soliditet. Man kan sluta cirkeln genom att konstatera att hushållens soliditet i sin tur upprätthåller likviditeten eftersom bankerna är trygga med att låna ut till hushåll med hög soliditet. Fram träder bilden av ett sofistikerat system som fungerar väl, men som åtminstone i teorin är känsligt för störning då alla delar griper in i varandra, likt kugghjulen i ett väloljat maskineri. Ekeblom använder här finanskriserna 1990–94 och 2008 som exempel där den förra innebar problem för fastighetsfinansieringen i Sverige men inte den senare. Ekebloms slutsats är att statens annorlunda agerande under kriserna utgör den avgörande förklaringen.

Likviditeten fortsätter att stå i fokus i kapitel fyra som har just likviditetens betydelse för fastighetsmarknaden i kapitelrubriken. Den teoretiska anledningen till att bankernas förmåga att skapa likviditet är viktig slogs fast redan i kapitel tre, i kapitel fyra bygger framställningen på att demonstrera den empiriska betydelsen genom att studera de båda nämnda krisperioderna. Förenklat kan man säga att Ekeblom tar fasta på krisernas minsta gemensamma nämnare (s 62): ”... som bestod av att bankers upplåning av likvida medel på internationella kapitalmarknader minskade till

följd av allmänt oförutsedda kreditförluster, vilket gav upphov till en kreditstramning.” Han konstaterar vidare att kriserna trots sina gemensamma drag resulterade i olika påverkan på likviditeten på den svenska fastighetsmarknaden. Statens agerande, främst genom Riksbanken, tillskrivs den största förklaringskraften till de skilda utfallen. I den första krisen tilläts bankerna gå omkull medan Riksbanken mildrade stöten i den andra krisen genom att upprätthålla likviditeten i banksystemet när bankerna inte längre litade på varandra. I beskrivningen framgår det klart att Ekeblom är fullt medveten om att kriserna i grunden är mycket olika i det att den förra i grunden berodde på inhemska obalanser medan den senare drabbade Sverige utifrån. Han väljer dock att fokusera på statens agerande som avgörande för de skilda utfallen utan att i sin tur härleda statens agerande till skillnaderna mellan de båda krisernas natur. Personligen saknar jag den analysen. Den första krisen hade ju sitt epicentrum (om än inte ursprung) i svensk, kommersiell fastighetsmarknad där prisutvecklingen drevs av spekulation i fortsatta prisstegringar, medan den senare krisens ursprung var *subprime*-marknaden för privatbostäder i USA samtidigt som svensk fastighetsmarknad i huvudsak var sund. Överhuvudtaget blir 1990–94-krisen lite malplacerad i analysen eftersom analysen i övrigt kretsar kring hushållens finansiering av privatbostäder. Framställningen hade förmodligen vunnit på att antingen koncentrera sig på privatbostäder och därmed släppa 1990–94-krisen eller att utvidga analysen och mer utförligt beskriva även denna kris och dess nyckelfaktorer, t ex borde finansbolag som Nyckeln och dessas roll för finansiering av kommersiella fastigheter då ha beskrivits lika ingående som säkerställda obligationers roll för finansiering av privatbostäder i dag beskrivs.

Även kapitel fem ställer likviditeten i fokus, redan genom att i kapitelrubriken ställa frågan vem som garanterar att obligationer förblir likvida. Frågan är allmängiltig men de obligationer som diskuteras är svenska säkerställda obligationer vilka finansierar svenska bankers utlåning till bostadslån. Ekeblom redogör för hur säkerställda obligationer används som säkerheter i repoavtal och den vägen blir till en systemviktig komponent för det finansiella systemet, både för dess kapitalallokerande funktion och för dess funktion som betalningssystem. Ekeblom noterar (s 70): "För bankväsendet kan det vara så att förväntningarna om att obligationerna duger som säkerheter i repor blir viktigare att infria än förväntningarna om att de utgör investeringar med låg kreditrisk." Ekeblom understryker alltså obligationernas roll i skapandet av likviditet som överordnad dess roll som investeringsobjekt. Likheten med en sedel, eller insättning på ett bankkonto, är uppenbar. Riksgäldens insättningsgaranti syftar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för bankernas insättningskonton som betalningsmedel och Ekeblom menar att Riksbanken implicit garanterar obligationsmarknaden på liknande sätt (s 71): "Investerare uppfattar att det finns en implicit garanti att även dessa bankkulder kommer att betalas tillbaka av staten...". För mig innehöll kapitel fem bokens mest spännande läsning. Dock kunde gärna texten ha varit kompletterad med pedagogiska figurer som illustrerar hur säkerställda obligationer fungerar som säkerheter för repor och även repornas roll i kapitalförsörjningen.

I det sjätte och sista kapitlet återkommer titelns fråga om fastighetsmarknaden är övervärderad. Som redan nämnts handlar Ekebloms fråga snarare om finansieringssystemet för fastigheter. Kapitlet handlar egentligen inte om

fastigheter utan om inflation och Riksbankens förutsättningar att både främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och samtidigt upprätthålla ett fast penningvärde. Ekeblom synes driva den gamla kvantitetsteoretiska tesen att inflation skapas av för mycket pengar och försöker beskriva Riksbankens inflationsmål som ett proxymål för ett underliggande mål om att skapa lagom mycket pengar (s 84): "Inflationsmålet erbjöd ett konkret sätt för myndigheter och investerare att mäta om Riksbanken skapade för mycket pengar eller ej". Det ter sig som en både överflödigt och missvisande metafor att beskriva inflationsmålet i termer av penningsskapande. Metaforer används bäst för att beskriva det abstrakta med det konkreta – inte tvärtom. I mina ögon är inflation väsentligt mer konkret än penningmängd eller omsättningshastighet. Å andra sidan har det ingen direkt konsekvens för resonemanget i sin helhet. Kapitlet fortsätter med att peka på möjliga konsekvenser av några olika, mer eller mindre tänkbara, förändringar i regelverket runt fastighetsfinansiering. Detta är viktig läsning för dem som förordar nya regleringar av banksektorn och resonemanget hade gärna fått ta större plats i boken.

I slutet av kapitel sex sammanfattas så bokens svar på frågan om fastighetsmarknaden är övervärderad med slutsatsen att den (s 93): "...är övervärderad om staten inte infriar den implicita garantin för bankers obligationer vid en internationell bankrusning." Svaret på frågan är alltså "Nej". Dock lägger Ekeblom till brasklappen att den höga skuldkvoten kan uppfattas som ett problem för svensk ekonomi och därför kan komma att föranleda statliga åtgärder, vilka i sin tur mycket troligt skulle påverka hushållens finansieringsmöjligheter negativt. Då skulle huspriserna troligen sjunka, vilket i sin tur skulle försämra hushållens soliditet och rimligen

leda till minskad privat konsumtion osv. Ekeblom avslutar med att mana till försiktighet när marknadens spelregler ska ändras (s 94): ”Förslagen behöver synas nogra innan de genomförs eftersom de kommer att ha konsekvenser i flera led, vissa mer allvarliga än andra.”

Några invändningar till trots, jag fann personligen boken mödan värd att läsa och den gav mig fördjupade kunskaper om fastigheternas roll för bankernas skapande av likviditet. Ett tips till presumtiva läsare blir att hellre ta fasta på syftesförklaringen i prologen ”Till läsaren” än bokens titel. Författarens uttalade mål med boken är att ge läsaren en chans att förkovra sig utöver

vad som är möjligt genom populära bloggar (s 8). Det målet uppnås med råge. Boken är även användbar som kompletterande litteratur inom högskoeutbildningar – själv skulle jag t ex kunna använda kapitel fem i kurser om fastighetsmarknaden/fastighetsfinansiering. Avslutningsvis, man kan bara instämma i bokens avslutande vädjan till lagstiftaren om försiktighet vid införande av nya regleringar av bostadslänemarknaden.

Ingemar Bengtsson

Fil dr nationalekonomi, universitetslektor i fastighetsekonomi,
Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds universitet