



Bostad, förmögenhet och konsumtion

Marknadsrapport

Februari 2009

Titel: Bostad, förmögenhet och konsumtion. Marknadsrapport, februari 2009

Utgiven av: Statens bostadskreditnämnd (BKN)

Kontakt: Bengt Hansson, 08-545 13 765

Bostad, förmögenhet och konsumtion

Bostadssektorn är en viktig del av ekonomin. Under de djupa lågkonjunkturerna på 1980- och 1990-talen föll bostadspriserna kraftigt och den privata konsumtionen stagnerade under flera år. I den nuvarande internationella lågkonjunkturer rasar bostadspriserna och övriga tillgångspriser och kreditförlusterna pressar det finansiella systemet. Det finns anledning att fråga sig vilken roll bostäder och bostadspriser spelar för ekonomin.

Svenska liksom internationella data visar på en hög grad av korrelation mellan förändrade bostadspriser och tillväxten i privat konsumtion. Faktum är att priserna på småhus och bostadsrätter tycks vara väl så viktiga, åtminstone på kort sikt, för utvecklingen av privat konsumtion som förändringen i de reala disponibla inkomsterna. De stigande huspriserna och den tillväxt av bostadsförmögenheten som har ägt rum sedan 1990-talets mitt har gjort att hushållen har kunnat tillgodogöra sig ett betydande "eget kapital" från sitt boende. Under 2000-talets fem första år var uttagen av eget kapital betydligt större än ökningen av de disponibla inkomsterna.

En med historiska mått mätt stor förmögenhetsuppbyggnad har skett under de senaste 15 åren och trots fjolårets nedgång och genomklappning på aktiemarknaderna är hushållens förmögenhet, i relation till privat konsumtion, större idag än under åren mellan 1980 och 1995. Förmögenhetsuppbyggnaden efter 1995 kan tänkas förklara så mycket som hälften av den konsumtionstillväxt som vi kunnat se sedan dess. Trots nedgången på de finansiella marknaderna är förmögenheterna mycket stora i Sverige främst tack vare höga bostadspriser. Hushållens förmögenhet i Sverige uppgick vid slutet av 2008 enligt BKN:s beräkningar till 3,5 ggr värdet av den privata konsumtionen att jämföra med 2,1 1980 och 2,3 1990.

Det tycks som om bostadsförmögenheten spelar en långt viktigare roll för konsumtionen än finansiellt kapital i form av t.ex. aktier. Hushållen uppfattar den egna bostadens värde som bestående och anpassar sin konsumtion relativt snabbt när bostadspriserna ändras. Värdeförändringar på finansiellt kapital ses däremot ofta som transitoriska och spelar därför en liten roll för hushållens konsumtion på kort sikt.

Osäkerheten på bostadsmarknaden är fortsatt stor. Mycket tyder dock på att den påbörjade anpassningen mot lägre nominella och reala priser fortsätter trots riksbankens kraftiga räntesänkningar. Priserna på bostäder är fundamentalt höga sett i relation till hyror och privat konsumtion. Historiskt kan vi se ett relativt stabilt samband mellan bostädernas värde och privat konsumtion. En återgång till det historiska medelvärdet måste rimligen ske primärt via lägre bostadspriser. Det andra alternativet, ökad konsumtion, skulle kräva en orealistiskt snabb konsumtionstillväxt under de kommande åren.

Fallande bostadspriser kan förväntas tynga den privata konsumtions-tillväxten framöver. En minskning av bostadspriserna med 20 procent, som BKN i den förra marknadsrapporten¹ bedömde vara den pris-anpassning som skulle krävas för jämvikt på bostadsmarknaden, motsvarar en minskning av bostadsförmögenheten med ungefär 770 mdkr. Detta motsvarar ett halvt års privat konsumtion. Prisanpassningen sker inte på ett år utan sprids ut över tiden. Om vi utgår ifrån en förmögenhetseffekt på mellan 5 till 10 procent, dvs. att 5-10 procent av en förmögenhets-förändring leder till motsvarande konsumtionsförändring, kan vi räkna med ett negativt bidrag till konsumtionstillväxten på drygt 1 procent per år de närmaste två till tre åren.

Hushållen befinner sig för närvarande i ett svårbedömt ekonomiskt läge med en global ekonomi som snabbt har bromsat in. Den ekonomiska tillväxten i de utvecklade ekonomierna bedöms bli påtagligt negativ i år. Arbetslösheten ökar snabbt i många länder. Osäkerheten kring olika tillgångarnas värde är fortfarande stor med många osäkra tillgångar i det finansiella systemet. Vi kan observera att priset på risk har ökat.

I denna miljö kommer bostadsköpare liksom andra investerare att kräva högre avkastning på sina bostadsinvesteringar för att kompensera för den högre risken. En hög förväntad avkastning uppnås endast om tillgångarna kan förvärvas till ett lågt pris. Den fråga som vi försöker besvara i denna Marknadsrapport är hur priserna på tillgångar och i synnerhet hur priserna på bostäder påverkar hushållens konsumtion. En hel del tyder på att en ökad risk på bostadsmarknaden väsentligt påverkar konsumtionen negativt redan på relativt kort sikt.

Förmögenhetsutvecklingen

I fasta priser räknat är svenskarna idag tre gånger så rika som 1980 och hela 80 procent av förmögenhetstillväxten har skett efter 1995. Som jämförelse kan nämnas att ökningen sedan 1980 av real disponibel inkomst och real konsumtion har varit ca 70 procent eller ungefär två procent per år i genomsnitt. Går denna stora förmögenhetstillväxt att förklara? Om förmögenheten sedan 1980 hade utvecklats i linje med svensk produktion, inkomster och konsumtion skulle svenskarnas förmögenhet idag ha varit väsentligt lägre, eller 2800 mdkr i stället för den ifjol faktiskt observerade totala förmögenheten bestående av bostäder och finansiella tillgångar på 5200 mdkr. Det extra konsumtionsutrymme på 2400 mdkr svarar mot drygt ett och ett halvt års privat konsumtion.

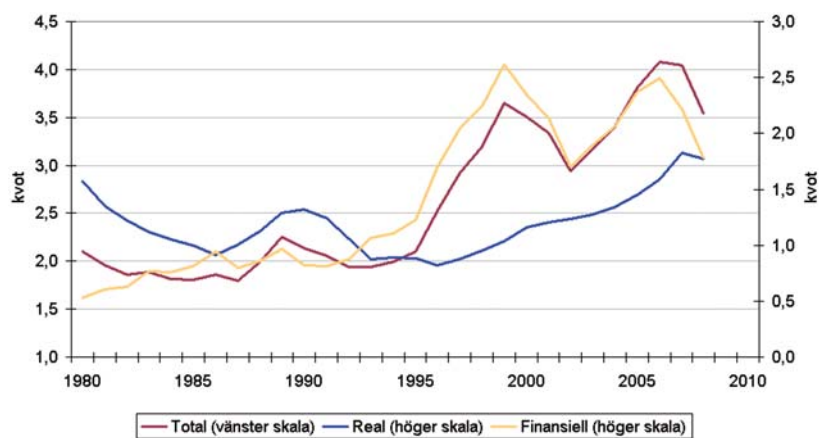
Förmögenhetstillväxten under de 28 åren sedan 1980 är med alla mått mätt mycket stor. Om hushållen, vid i övrigt oförändrade förhållanden, skulle välja att konsumera det ackumulerade extra konsumtionsutrymme under den kommande 28-års-perioden skulle konsumtionen kunna ligga på en cirka 5 procent högre nivå än annars.

¹ Bostaden - en riskfylld tillgång, Marknadsrapport, december 2008

Hushållens förmögenhet består inte bara av reala och finansiella tillgångar utan även av humankapital i form av förväntade framtida arbetsinkomster. Vi bortser i denna rapport från att explicit ta med värdet av humankapital och begränsar oss i huvudsak till det reala och det finansiella kapitalet. De reala tillgångarna består av småhus och bostadsrätter och de finansiella tillgångarna består av bankinlåning, aktie- och fondsparande liksom av individuellt och kollektivt försäkringssparande². Hushållens skulder består till allra största delen av lån i banker och bostadsinstitut.

I figur 1 visas dels kvoten mellan total nettoförmögenhet och privat konsumtion dels kvoterna mellan real och finansiell förmögenhet och privat konsumtion under åren 1980 till 2008. Bostadsförmögenheten är beräknad med avdrag för hushållens bostadslån.

Figur 1. Total, real och finansiell förmögenhet i relation till privat konsumtion



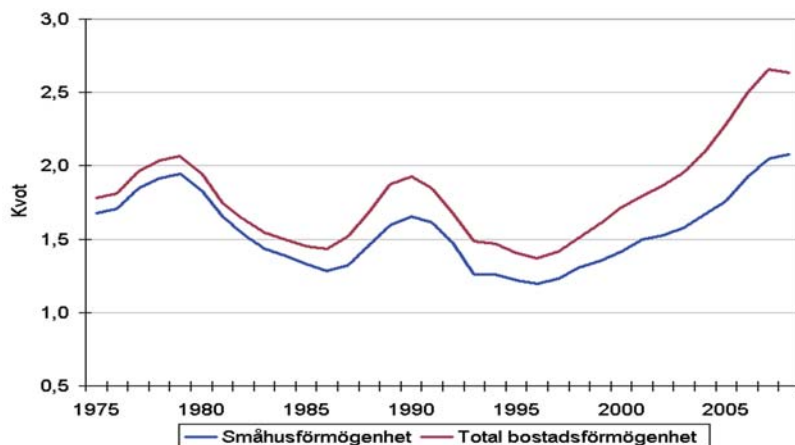
Det är framförallt de finansiella tillgångarna som har ökat i värde sedan 1980. Sett i relation till privat konsumtion växte de finansiella tillgångarna trendmässigt mellan 1980 och 2000 för att falla tillbaka i samband med att IT-bubblan sprack, varefter en återhämtning skedde mellan 2003 och 2007. Fjölårets börsnedgång minskade återigen värdet av de finansiella tillgångarna och dessa är nu tillbaka på 1996 års nivå, sett i relation till privat konsumtion. Det är tydligt att värdet av de finansiella tillgångarna och då särskilt värdet av aktier varierar kraftigt över konjunkturcykeln.

²Data över hushållens förmögenhet har hämtats från SCB. Förmögenheten i form av småhus har beräknats utifrån SCB:s statistik över antalet ägda lägenheter i småhus, fastighetsprisindex och överlåtelsepriset 2007. Värdet av bostadsrätter och uppgifter om finansiella tillgångar och skulder har hämtats från Sparbarometern 2008 kv3. Värdet av hushållens innehav av aktier och aktiefonder har liksom värdet av bostadsrätter för det 4:e kvartalet ifjol har uppskattats med hjälp av prisdata från mäklarstatistik och med hänsyn till börsutvecklingen under det 4:e kvartalet. Inga uppgifter om värdet av fritidshus och värdet av kommunalt ägda flerbostadshus finns med i beräkningarna.

Bostädernas värde minskade under början av 1980-talet för att sedan öka under decenniets andra hälft. Utvecklingen under krisåren i början 1990-talet innebar en kraftig minskning av bostadsförmögenheten men sedan 1990-talets mitt har bostadskapitalet ökat trendmässigt fram till 2007. En viss nedgång kunde noteras under det 4:e kvartalet i följd och då främst till följd av minskade bostadsrättspriser. Till skillnad ifrån vad som hände med värdet av de finansiella tillgångarna när IT-bubblan sprack fortsatte värdet av bostadsrätter och småhus att öka trots aktieprisernas fall under lågkonjunkturen 2001-2003. De stigande bostadspriserna under dessa år är sannolikt en viktig förklaring till varför konjunkturbedgången blev så mild under 2000-talets första år. Bostadspriserna är betydligt mera trögörliga än priserna på finansiella tillgångar.

Bostaden är en stor och den ur förmögenhetshänseende viktigaste tillgången för många hushåll. Den totala bostadsförmögenheten i form av småhus och bostadsrätter uppgick 2008, efter avdrag för bostadslån, till ungefär 2600 mdkr vilket är hälften av hushållens totala förmögenhet³. Brutto, dvs. utan avdrag för bostadslån var värdet av bostäderna omkring 3850 mdkr. Som jämförelse kan nämnas att värdet av hushållens direkta och indirekta innehav av aktier och fondandelar uppskattas till ungefär 800 mdkr kr vid fjolårets slut. 2008 svarade småhusen för ungefär fyra femtedelar och bostadsrätterna för ungefär en femtedel av den totala bostadsförmögenheten. Bostadsrättens betydelse har ökat kraftigt jämfört med 1980 då bostadsrätten endast svarade för 6 procent av den totala bostadsförmögenheten. Förutom under början av 2000-talet ökade bostadsrätternas värde kraftigt under slutet av 1980-talet. I figur 2 kan vi följa hur förmögenhetskvoterna för bostäder brutto, utan avdrag för bostadslån, har utvecklats över tiden.

Figur 2. Småhus- och total bostadsförmögenhet i relation till privat konsumtion



³ Om vi skulle räkna med värdet av de framtida arbetsinkomsterna skulle förmögenhetsandelarna vara helt andra. En rimlig uppskattning är att humankapitalet står för 80-90 procent av den totala förmögenheten. Värdet av bostäder och finansiella tillgångar svarar därför för 10-20 procent av förmögenheten inklusive arbetsinkomster.

Skall vi förvänta oss konstanta förmögenhetskvoter?

En intressant fråga är vad kvoten mellan förmögenhet och konsumtion säger om den framtida konsumtionstillväxten och om den framtida prisutvecklingen på reala och finansiella tillgångar. Rent definitionsmässigt innebär en hög förmögenhetskvot en stor skillnad mellan förväntad framtida konsumtionstillväxt och avkastningen på tillgångarna. Om konsumtionstillväxten tas som given så innebär höga tillgångspriser en förväntan om låg avkastning⁴. En låg avkastning kan innebära stillastående eller t.o.m. fallande tillgångspriser.

Det ligger nära till hands att tänka sig att konstanta relationer indikerar jämvikt och att avvikelser från dessa historiska genomsnitt signalerar om obalans och att en korrektion därför är att vänta på sikt. Bostadsförmögenheten är idag högre än vad vi någon gång tidigare har kunnat observera sedan 1975. Detta är med andra ord en indikation på att bostadspriserna kan förväntas falla framöver. I figur 2 återges hur bostadsförmögenheten har utvecklats i relation till privat konsumtion.

En anledning till att vi kan förvänta oss en konstant förmögenhetskvot är att inkomstfördelningen mellan arbete och kapital är stabil sett på lång sikt. Under perioder då samhällsutvecklingen varit i balans har vi kunnat observera en konstant fördelning mellan löner å den ena sidan och ersättningen till kapital i form av räntor och vinster å den andra sidan. Finansiella tillgångspriser är ett nuvärde av framtida vinster och då vinsterna ökar parallellt med arbetsinkomster och produktion är det rimligt att förvänta sig ett stabilt samband mellan förmögenhet och privat konsumtion. Förmögenhetskvoten för bostäder är konstant om efterfrågan på bostäder ökar i takt med övrig efterfrågan när hushållsinkomsterna växer.

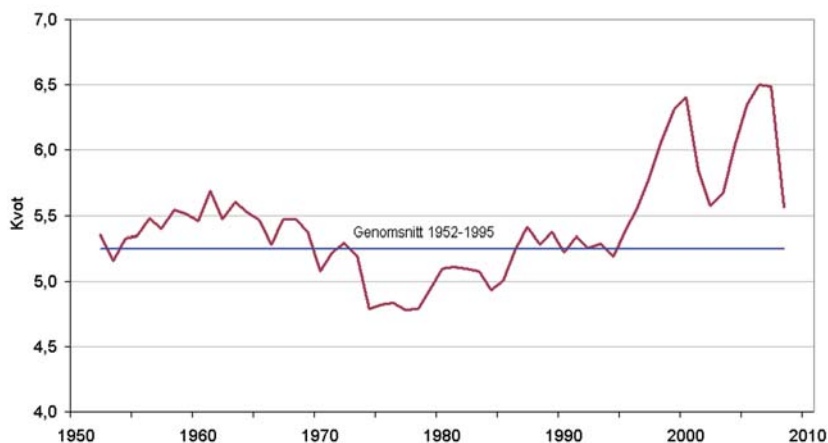
Till syvende och sist är det en empirisk fråga om förmögenhetskvoterna är konstanta. För att stämma av och få en indikation på om så är fallet kan vi analysera den amerikanska utvecklingen eftersom vi har tillgång till långa tidsserier från de amerikanska finans- och nationalräkenskaperna⁵. I figur 3 redovisas den totala amerikanska nettoförmögenheten i relation till privat konsumtion mellan det första kvartalet 1952 och det tredje kvartalet 2008. Av figuren kan vi utläsa att förmögenhetsvärdena följer konjunkturen. Förmögenhetskvoten varierar en hel del över tiden men perioden före 1995 skiljer sig tydligt från perioden efter 1995 och fram till och med ifjol. Den första perioden är relativt stabil med en förmögenhetskvot på drygt 5 även om kvoten är relativt sett hög under 1960-talet och relativt sett låg under framförallt slutet av 1970-talet.

⁴ Att höga priser innebär låg avkastning kan verka ologiskt. Varför betala mycket för något som ger låg avkastning? Det kan vara lättare att förstå om vi vänder på resonemanget och noterar att priserna är höga därför att kostnaden för kapital är låg. När marknaden är i balans så är kostnaden lika med avkastningen på kapital.

⁵ Källa: Bureau of Economic Analysis och Federal Reserve. Flow of Funds

Förmögenhetsknoten varierar dock kring vad som kan vara ett stabilt medelvärde. Perioden efter 1995 är extrem. Den genomsnittliga förmögenhetsknoten för denna period är påtagligt högre än under de 43 åren mellan 1952 och 1995. De senaste årens bubbla på tillgångsmarknaderna framgår tydligt.

Figur 3. USA, total nettoförmögenhet i relation till privat konsumtion



Den svenska förmögenhetsknoten är även den påtagligt högre efter 1990-talets mitt än under tidigare år. Vår bedömning är att även värderingen av svenska tillgångar har varit extrem efter 1990-talets mitt.

De höga förmögenhetsknotorna följs oftast av fallande tillgångspriser och den nuvarande globala nedgången i tillgångspriserna är en tydlig illustration på att så även är fallet denna gång.

Lite konsumtionsteori

Den s.k. livscykelmodellen är den modell som formulerades av Frank Ando och Franco Modigliani och är den modell som oftast används för att analysera hushållens konsumtionsbeteende⁶. Modellen säger oss att individen strävar efter att jämna ut konsumtionen över livscykeln. Men inkomsterna och förmögenheten kan mycket väl variera stort över livscykeln.

En konsekvens av att hushållen blickar framåt och jämnar ut konsumtionen är att förväntade inkomstförändringar inte har någon effekt på konsumtionen utan endast oväntade förändringar av inkomsten får hushållen att ändra sina konsumtionsplaner. Redan intecknade inkomstförändringar har ingen påverkan. Det är också endast oväntade inkomst-

⁶ Ando, Albert och Franco Modigliani (1963). "The 'Life-Cycle' Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests" American Economic Review, vol 53, ss 55-84.

förändringar som kan förväntas vara bestående som påverkar hushållens konsumtion.

En förutsättning för att hushållen skall kunna jämna ut konsumtionen över tiden är att kreditmarknaden fungerar och att hushållen inte är ransonerade utan har möjlighet att låna mot sin förväntade livsinkomst. Hushåll som inte bereds tillgång till kredit, "kreditransonerande hushåll", tvingas i större eller mindre utsträckning leva ur hand i mun och kan inte hålla en jämn konsumtionsutveckling över tiden.

Modiglianis tidiga arbete och andras arbeten ledde fram till en beräknad långsiktig konsumtionsbenägenhet av en förändrad förmögenhet på mellan 4 till 5 procent. Någon skillnad på förmögenhetseffekten för finansiellt och reall kapital görs vanligen inte. I den makromodell som amerikanska federal reserve använder sig av idag görs ingen skillnad på olika typer av kapital och förmögenhetseffekten är 3,75%⁷.

Notera att förmögenheten inte enbart består av reala och finansiella tillgångar utan även av de nuvärdesberäknade framtida löneinkomsterna. En chock eller en överraskning som påverkar hushållens bedömning av de kommande löneinkomsterna påverkar konsumtionen mer eller mindre omedelbart. Det samma gäller en varaktig nedgång i räntor och riskpremier. Lägre räntor påverkar inte bara hushållens val mellan sparande och konsumtion utan har också en direkt effekt på värdet av både reala och finansiella tillgångar. Förändringar i hushållens syn på framtida löneinkomster och den långsiktiga förmögenheten i form reala och finansiella tillgångar påverkar därför redan på kort sikt den privata konsumtionen.

Vad säger modern forskning om förmögenhetseffekterna?

Vi befinner oss för närvarande i en fas med generellt sett krympande förmögenheter. Stockholmsbörsen har förlorat halva sitt värde sedan 2007 och liknande tal gäller för börserna världen över. I Sverige har priserna på bostadsrätter och småhus minskat med omkring 15 respektive 10 procent sedan toppen i fjol vår⁸. Huspriserna har fallit med 30 procent i USA de senaste 2 åren och stora prisfall kan noteras i flera andra länder världen runt. Hur stor påverkan på ekonomierna dessa enorma förmögenhetsminskningar får är i stor utsträckning avhängigt effekterna på den privata konsumtionen.

En långsiktig förmögenhetseffekt på 5 procent innebär stora effekter på privat konsumtion. Om vi ser till utvecklingen under perioden 1996 till 2007 växte hushållens totala förmögenhet med i genomsnitt 350 mdkr per år och med en antagen förmögenhetseffekt på 5 procent ger detta ett

⁷ Mishkin, Fredric S, "Housing and the Monetary Transsmion Mechanism", Federal Reserve Bank of Kansas City's 2007 Jackson Hole Symposium, Jackson Hole, p 9.

⁸ Källa: www.maklarstatistik.se

bidrag till den privata konsumtionen på i genomsnitt 1,5 procent per år. Den faktiskt observerade konsumtionen växte med 3 procent i genomsnitt under perioden mellan 1996 och 2007. Hälften av den observerade konsumtionstillväxten skulle m.a.o. kunna förklaras av tillväxten i den totala förmögenheten under perioden. Ökningen i de reala disponibla inkomsterna förklarar den andra hälften av konsumtionstillväxten

Antagandet om att förmögenhetseffekten är lika för olika typer av tillgångar kan som sagt ifrågasättas. På teoretiska grunder kan man hävda att bostadsmarknaden är viktigare än aktiemarknaden för konsumtionen eftersom ägandet av bostäder är mera spritt än aktieägandet. Aktieägandet är koncentrerat till hushåll med höga inkomster och låg konsumtionsbenägenhet vilket gör att en förändring av aktiepriserna får mindre genomslag på konsumtionen än förändrade bostadspriser. Dessutom är bostadspriserna stabilare än aktiepriserna varför det ligger närmare till hands att tolka förändringar av bostadspriserna som permanenta och långsiktiga förmögenhetsförändringar.

En intressant empirisk studie av Mark Lettau och Sydney Ludvigson visar på att aktieprisförändringar har små effekter på den privata konsumtionen⁹. Författarna finner att det mesta av värdeförändringarna som kan observeras för aktier är tillfälliga och att de därför inte har någon bestående effekt på konsumtionen. För de icke finansiella tillgångarna, däribland bostadsförmögenheten finner författarna däremot att de flesta förmögenhetsförändringar är av permanent natur och därför påverkar konsumtionen. Den permanenta förmögenhetseffekten beräknas vara ca 4 procent. Dessutom tycks det vara så att konsumtionen anpassar sig relativt snabbt, redan inom loppet av ett år, vid en bestående förmögenhetsförändring av t.ex. bostadskapitalet.

Resultaten från olika empiriska studier varierar dock stort, både vad det gäller förmögenhetseffekternas storlek av olika typer av tillgångar och mellan olika länder. Resultaten varierar mellan länderna bl.a. som en följd av olika skatteregler och institutionella skillnader på bolånemarknaderna. Det tycks bl.a. som om effekten på konsumtionen av bostadsförmögenheten är större i länder med låga krav på kontantinsats än i länder med höga krav. Ju lägre kraven på kontantinsatsen är desto mindre behöver förstagångsköparna spara för att köpa bostad och desto större blir det kvarvarande utrymmet för konsumtion. Detsamma gäller för kraven på inkomst i relation till lånens storlek.

Kreditmarknaden har en avgörande roll för att hushållen ska kunna optimera och fördela sin konsumtion någorlunda jämnt över tiden. Bostaden kan ses som ett verktyg med vars hjälp hushållen kan få tillgång

⁹ Lettau, Martin och Sydney Ludvigson (2004), "Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption", *American Economic Review*, vol 94, ss 276-299.

till kreditmarknaden. Genom att låna ut pengar med pant i bostaden kan långivare låna ut pengar med mindre risk än vid in-blanco-lån. De senaste decenniernas avregleringar har därigenom gjort det lättare för dem som äger sin bostad att omvandla bostaden, en i grunden illikvid tillgång till konsumtion. John Muelbauer betonar vikten av denna kreditkanal som förklaring till varför bostadstillgångar har effekt på konsumtionen¹⁰.

I en OECD-studie från 2004 omfattande 18 OECD-länder finner man att korrelationen mellan förändringar i bostadspriserna och konsumtionen är hög. I genomsnitt 0,6 för OECD-länderna beräknat på data för åren 1971 till 2002¹¹. Uppskattningar av förmögenhetseffekterna av bostadskapital och finansiellt kapital visar att med ett undantag för Japan är effekten störst på konsumtionen av bostadskapitalet. Benägenheten att konsumera ur bostadskapitalet är mellan 5 och 8 procent i Australien, Kanada, Nederländerna, Storbritannien och USA, men bara en procent i Italien och Japan¹². Det tycks som om det finns ett samband mellan hushållens skuldsättning och uttag av eget kapital å den ena sidan och effekten av en ändrad bostadsförmögenhet å den andra sidan. Bostadseffekten är m.a.o. störst i de länder där kreditmarknaden har avreglerats som mest.

Resultaten av senare års forskning bekräftar i stort sett Ando och Modiglianis resultat från 1960-talet om en betydande förmögenhetseffekt på omkring 5 procent. Någon konsensus om hur stora effekterna är från olika tillgångstyper finns inte i litteraturen men vår tolkning är att senare tids forskning lutar åt att effekterna från bostadskapitalet är större än effekterna från finansiellt kapital.

Vad säger svenska data?

Beräknat på svenska data för åren 1980-2008 är korrelationen mellan konsumtionstillväxten och bostadsförmögenhetens förändring 0,76, något högre än koefficienten på 0,65 för Sverige i ovan refererade OECD-studie. Detta indikerar att bostadseffekten inte har minskat över tiden. Faktum är att jämfört med hur andra makrovariabler varierar med konsumtionen är sambandet mellan bostadskapitalet och konsumtionen mycket högt.

Om vi ser till korrelationen mellan tillväxten i privat konsumtion och förändringar i det finansiella kapitalet för perioden i sin helhet så är koefficienten -0,02, d.v.s. det tycks inte finnas något samband överhuvudtaget. Detta framgår av figur 4. Bristen på samband är särskilt tydligt under det tidiga 1980-talet och under första hälften av 1990-talet. Detsamma gäller för 2007. Korrelationen mellan den årliga konsumtions-

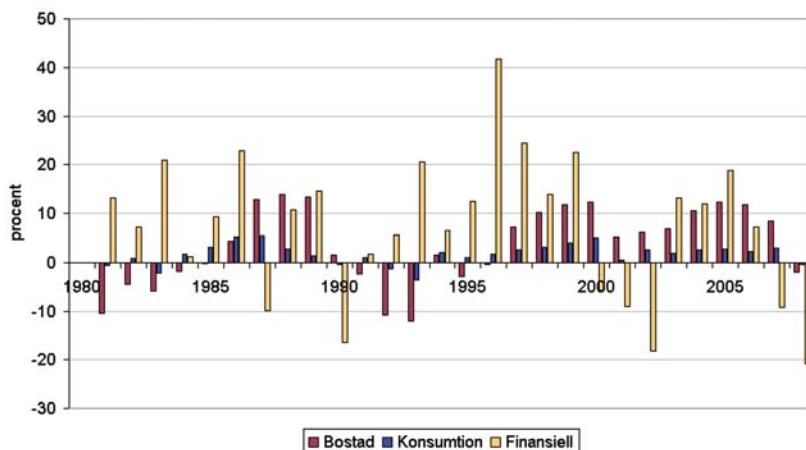
¹⁰ Muelbauer, John, "Housing, credit and consumer expenditure", CEPR, Discussion Paper, No. 6782, 2008.

¹¹ Catte, P., N. Girouard, R. Price och C. Andre, 2004. The contribution of housing wealth to cyclical resilience. OECD Economic Studies Nr 38, 2004/1.

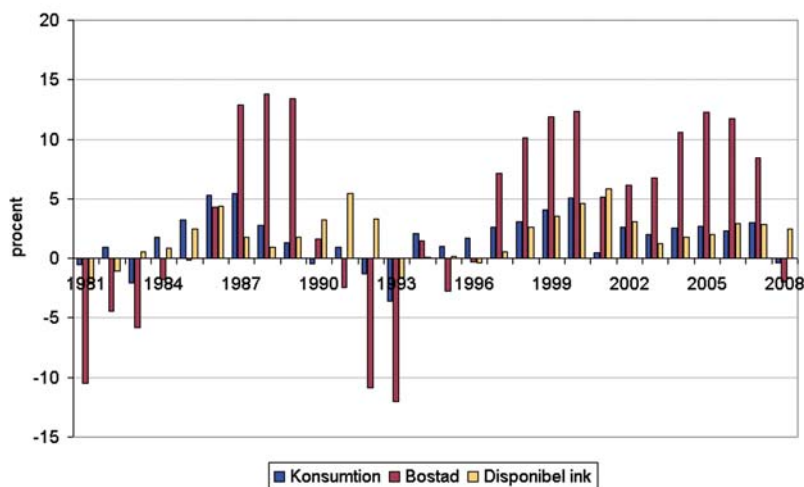
¹² Ibid, s 136.

tillväxten och tillväxten i de reala disponibla inkomsterna är också låg, endast 0,37. Detta framgår av figur 5. Det skulle i sig indikera att det är viktigare att prognostisera utvecklingen av bostadspriserna än förändringen i de reala disponibla inkomsterna för att förstå konsumtionsutvecklingen. Detta är särskilt intressant ett år som detta när vi förväntas få en kraftig tillväxt i de reala disponibla inkomsterna samtidigt som bostadspriserna sannolikt faller.

Figur 4. Tillväxt i konsumtion, bostadsförmögenhet och finansiell förmögenhet



Figur 5. Tillväxt i konsumtion, bostadsförmögenhet och disponibel inkomst



Vi testade ekonometriskt vilka variabler som kunde förklara konsumtionstillväxten under åren 1980 till 2008. Det visar sig att tillväxten i den reala disponibla inkomsten är viktig för att förklara

konsumtionstillväxten men effekten av en ökad bostadsförmögenhet visade sig vara minst lika viktig om inte viktigare. Det framgår också att bostadskapitalets värde i relation till privat konsumtion har ett stort värde som förklarande variabel. Sammantaget visar våra beräkningar på en förmögenhetseffekt från bostadsprisförändringar på mellan 5 till 10 procent. Det tycks också vara så att konsumtionen anpassar sig inom loppet av ett till två år till förändringar i bostadsförmögenheten¹³. Däremot kunde vi inte fånga att aktiepriser eller finansiellt kapital skulle vara viktiga för konsumtionstillväxten på kort sikt. I övrigt fann vi att det främst är förändringar av konsumenternas förtroende för den egna ekonomin och förändringar i arbetslösheten som påverkar konsumtionen. Förändringar i arbetslösheten är ett mått på osäkerhet. Under perioder med stigande arbetslöshet väljer hushållen att öka sparandet och minska sin konsumtion. Vi kunde inte finna att realräntan spelar någon roll för konsumtionstillväxten.

Är de svenska hushållen kreditransonerade?

Bostadsmarknaden har förändrats mycket under de senaste decennierna. Framförallt har utvecklingen på kreditmarknaden gjort det allt lättare att låna pengar i allmänhet men den egna bostaden är fortfarande den bästa säkerheten för att låna pengar. Det har dessutom blivit allt lättare att låna med bostaden som säkerhet. Kraven på kontantinsats har sänkts och lån med bostadsrätten som säkerhet har kommit att jämföras med pant i småhus.

Det billigaste sättet för småhus- och bostadsrättsägare att låna pengar är att använda den egna bostaden som säkerhet. En förklaring till att bostadspriserna samvarierar med utvecklingen av den privata konsumtionen kan vara att kreditransonerade hushåll får möjlighet att öka sin konsumtion när bostäderna stiger i pris. Hushåll som normalt sett har svårt att låna i bank kan låna i bolåneinstitutet när utrymme skapas via stigande bostadspriser. Tidigare kreditransonerade hushåll kan därför i vissa fall öka sin konsumtion påtagligt. Hur stor konsumtionsökningen blir är beroende av hur hårt ransonerade hushållen har varit. Hushåll som inte är kreditransonerade påverkas inte lika mycket av stigande bostadspriser men får möjlighet att låna till en lägre ränta än om man skulle låna på annat sätt.

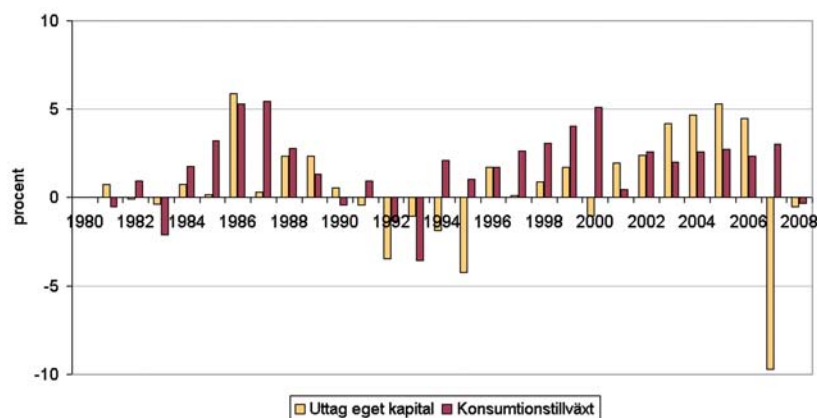
För att kunna bedöma om hushållen har varit ransonerade har vi beräknat hur mycket av det egna bostadskapitalet som kan tänkas ha gått till konsumtion. Det egna kapitalet är skillnaden mellan tillgångar och skulder och det ökar eller minskar i takt med bostadspriserna och skuldsättningen. Hur mycket eget kapital som hushållen har plockat ut ur bostadssektorn kan beräknas som skillnaden mellan förändrad skuld-

¹³ Muelbauer, op.cit., finner att 80 procent av anpassningen är avslutad inom ett år.

¹⁴ Källa: SCB och egna beräkningar

sättning och bostadsinvesteringarna i bostadsrätter och småhus med äganderätt¹⁴. I figur 6 kan vi se att uttagen av eget kapital i procent av den disponibla inkomsten och konsumtionstillväxten följs nära åt under 1980-talet och fram till 1990-talets början men skiljer sig påtagligt från 1990-talets mitt fram till idag¹⁵.

Figur 6. Uttag av eget kapital (i procent av disponibel inkomst) och konsumtionstillväxt



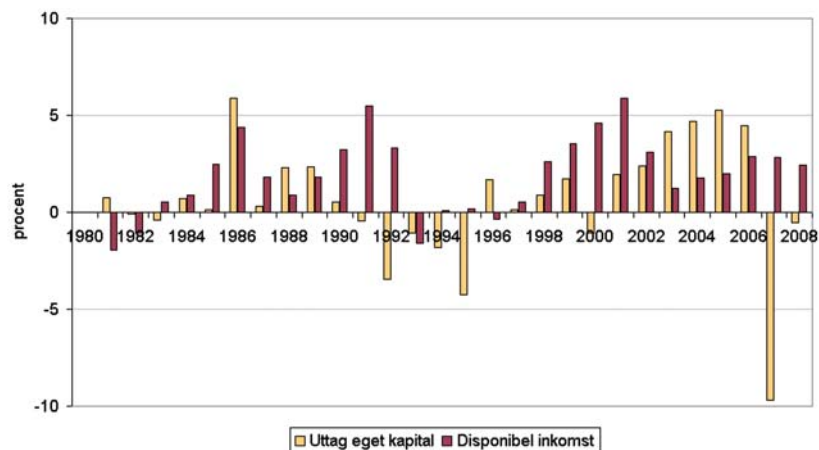
Ett sätt att tolka siffrorna är att hushållen var kreditransonerade fram till 1990-talets början men att så inte har varit fallet under åren därefter. Då huspriserna steg på 1980-talet möjliggjorde det för ransonerade hushåll att med huset som säkerhet öka sin konsumtion medan kontinuerligt stigande huspriser efter 1990-talets mitt inte påverkade hushållen direkt annat än via den påverkan på konsumtionen som följer av en i allmänhet ökad förmögenhet. Kreditransonerade hushåll kan tänkas använda större delen av ett lån för omedelbar konsumtion medan hushåll som utifrån livsinkomsten fritt kan välja sin konsumtionsnivå påverkas i mindre utsträckning eftersom förmögenhetsökningen sprids över den återstående livslängden. Hushåll som är kreditransonerade, och av denna anledning inte kan välja den önskade konsumtionsnivån inom ramen för vad livsinkomsten tillåter, kan om de får tillgång till kreditmarknaden mycket väl tänkas vilja konsumera en ny kredit i sin helhet.

Av figur 7 framgår att uttagen av eget bostadskapital är mycket stora vissa år och sett till perioden i sin helhet motsvarar uttagen i genomsnitt 0,6 procent av den disponibla inkomsten. Den reala tillväxten i de disponibla inkomsterna är 1,9 procent i genomsnitt under 1981 till 2008. Vi kan utläsa att uttagen av eget kapital från bostadssektorn vissa år överstiger ökningen av de disponibla inkomsterna. Stora uttag gjordes under

¹⁵ Korrelationskoefficienten är 0,57 för åren 1981-1994 och -0,02 för åren 1995-2008.

1980-talets andra hälft och under 2000-talets första år. Under åren 1981 till 1990 var uttagen av eget kapital 1,3 procent av den disponibla inkomsten vilket var lika mycket som tillväxten i de reala disponibla inkomsterna under perioden. Mellan 1991 och 2000 växte den reala disponibla inkomsten med 1,8 procent i genomsnitt medan uttagen av eget kapital var -0,8 procent. Om vi ser till åren 2001 till 2006 var motsvarande siffror 2,8 respektive 3,8 procent. Om vi inkluderar 2007 påverkas inte den genomsnittliga konsumtionstillväxten men det genomsnittliga uttaget av eget kapital minskar till 1,9 procent. Hushållens uttag från bostadssektorn var med andra ord viktigare för hushållen under denna period än ökningen av inkomsterna.

Figur 7. Uttag av eget kapital (i procent av disponibel inkomst) och ökning av real disponibel inkomst



Vi kan säga att bostaden har gått från att vara ett nödvändigt villkor för att få tillgång till kredit för många kreditransonerade hushåll på 1980-talet, till att successivt på 1990-talet övergå till att fungera som ett sätt att få tillgång till kredit till låg kostnad för i allmänhet icke kreditransonerade hushåll.

Negativa utsikter för bostadspriserna och konsumtionen

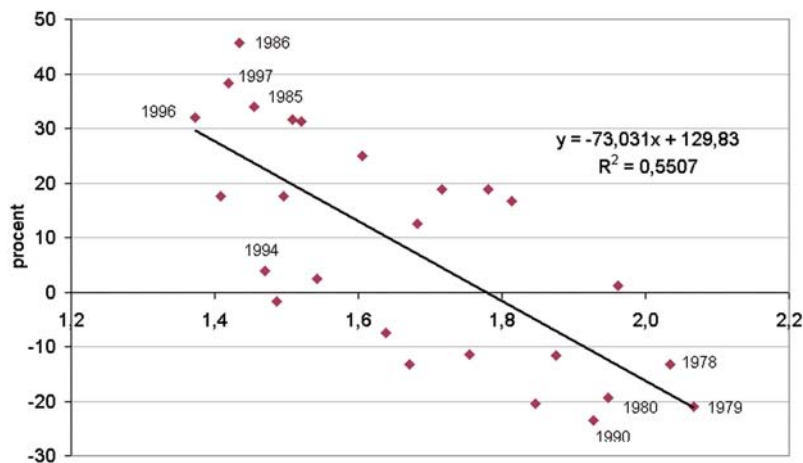
De senaste årens höga tillgångspriser har resulterat i höga förmögenhetsvärden i relation till privat konsumtion. Höga förmögenhetskvoter indikerar att vi bör förvänta oss en måttlig eller negativ prisutveckling på tillgångar.

Vid 1990-talets slut steg priserna på framförallt aktier till mycket höga nivåer och några år senare steg även bostadspriserna till, sett i ett historiskt perspektiv, mycket höga nivåer. Det extra konsumtionsutrymme som de stigande förmögenheterna skapade var dock omöjliga

att omvandla till verklig konsumtion om samtliga hushåll så skulle ha önskat. Det var luftsloft först i skepnaden av en gyllene IT-boom och sedan i skepnaden av en globaliserad värld utan risk. Det står klart att förväntningarna på framtida konsumtionstillväxt var för högt ställda. Det skulle ha krävts en orimligt hög realekonomisk tillväxt och konsumtionstillväxt för att förmögenhetskvoten inom rimlig tid skulle kunna återgå till det historiska genomsnittet¹⁶. Konsumtionstillväxten begränsas av långsiktig BNP-tillväxt som ytterst bestäms av produktivitetstillväxten.

Av den totala förmögenheten svarar värdet av småhus och bostadsrätter för hälften. Historiska data indikerar att höga bostadsförmögenhetsvärden följs av svag värdetillväxt. Detta framgår av figur 8. På den horisontella axeln mäter vi förmögenhetskvoten (värdet av småhus och bostadsrätter ställt i relation till privat konsumtion) och på den vertikala axeln mäter vi värdetillväxten av småhus och bostadsrätter i procent under den efterföljande 3-års-perioden. I figuren har vi plottat förmögenhetskvoten mot värdetillväxten för åren 1975 till 2000 och vi ser ett tydligt negativt samband. År med låg förmögenhetskvot följs påfallande ofta av år med snabb värdetillväxt och det omvända gäller för år med hög förmögenhetskvot.

Figur 8. Bostadsförmögenhetskvot och värdetillväxt 3 år, 1975-2000



Det linjära sambandet är beräknat på data för perioden 1975 till 2000. Skulle vi välja att inkludera de fem åren från 2000 till 2005 så försvagas sambandet påtagligt. En möjlig tolkning är naturligtvis att det endast är

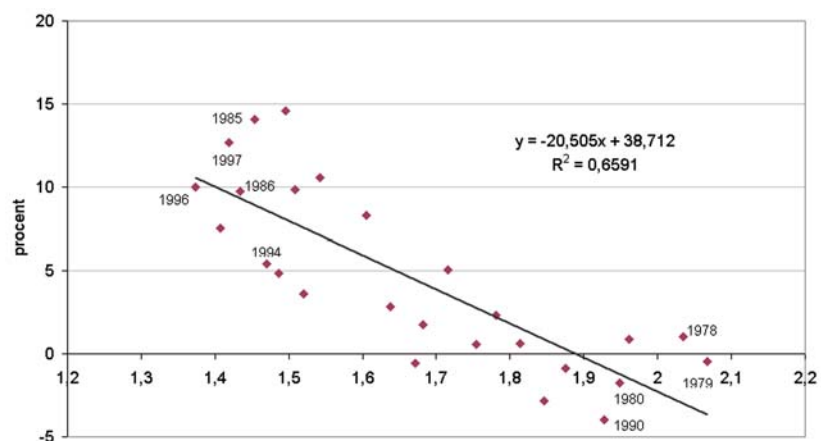
¹⁶ Ett enkelt räkneexempel kan illustrera detta. Förmögenhetskvoten var 2007 omkring 4 att jämföra med omkring 2 under perioden mellan 1980 och 1995. Om vi läser tillgångspriserna på 2007 års nivå och tänker oss att BNP och privat konsumtion växer med 2 procent per år i genomsnitt skulle det ta 35 år innan kvoten faller tillbaka till det historiska genomsnittet för perioden innan 1990-talets mitt.

tillfälligheter som har gjort gör att det tycks finnas ett samband för perioden 1975 till 2000. En annan och i våra ögon mera sannolik förklaring är att åren efter 2000 är extrema och att förmögenhetskvoterna kommer att minska framöver via sjunkande bostadspriser. De senaste tre åren har bostadsförmögenhetskvoten varit omkring 2,5 vilket är en väsentligt högre kvot än vad vi kunnat observera under tidigare år. En återgång till det historiska genomsnittet för åren 1975 till 2000 på 1,7 skulle innebära minskade värden på bostadsrätter och småhus med cirka 30 procent.

I Marknadsrapporten från i december i fjol bedömde vi, beräknat på data för åren 1986-2008, att priserna på småhus skulle behöva falla med 20 procent på lång sikt för att jämvikt skulle nås. Vi sa också i den förra marknadsrapporten att om realräntan skulle återgå till genomsnittet för perioden 1986 till 2008 skulle bostadspriserna behöva falla med ytterligare 10 procent, d.v.s. med totalt 30 procent. Ansatsen var annorlunda genom att vi jämförde kostnaden för att hyra med den implicita hyreskostnaden av att äga sin bostad. Det finns ingen uppenbar anledning till varför de båda beräkningsmetoderna skall ge liknande resultat men det ingår viss trygghet att resultaten av räkneövningarna inte hamnar alltför långt ifrån varandra.

Som vi tidigare har argumenterat för är värdet av småhus och bostadsrätter viktiga för den privata konsumtionen. Lägre bostadspriser och förväntningar om lägre framtida bostadspriser minskar konsumtionen om inte fullt ut så till en betydande del. I figur 9 ser vi sambandet mellan bostadsförmögenhetskvoten och konsumtionstillväxten under de därefter kommande 3 åren. Liksom för värdetillväxten kan vi urskilja ett tydligt negativt samband.

Figur 9. Bostadsförmögenhetskvot och konsumtionstillväxt 3 år, 1975-2000



En hög förmögenhetskvot implicerar både fallande priser och svag konsumtionstillväxt. De båda negativt lutande linjerna i figur 8 och 9 indikerar att bostadsförmögenhetskvot på omkring 2,5 som vi haft de senaste två till tre åren kan leda både till en betydande pris- och konsumtionsanpassning de kommande åren. Det negativa sambandet framgår tydligt. T.ex. kan vi se att 1979 var kvoten drygt 2 och under de efterföljande tre åren minskade bostadsvärdet med drygt 20 procent, medan kvoten var knappt 1,4 1996 och därefter ökade bostadsvärdena ökad med drygt 30 procent under de kommande tre åren.

Vi kan beräkna bostadsförmögenhetseffekten med hjälp av de anpassade linjerna. Bostadsförmögenheten var vid slutet av 2008 ungefär 3850 mdkr och konsumtionen under 2008 uppgick till ca 1400 mdkr. Om vi stoppar in värdet av bostadsförmögenhetskvoten på 2,5 i de båda ekvationerna i figur 8 och 9 och räknar om de procentuella förändringarna i kr får vi som resultat för de kommande tre åren en konsumtionsminskning med 180 mdkr och en förmögenhetsminskning med 2030 mdkr. Kvoten mellan dessa två storheter ger oss en beräknad bostadsförmögenhetseffekt på 9 procent. Detta räkneexempel skall i första hand ses som just ett räkneexempel och här finns naturligtvis möjligheter till olika scenarier.

Bostadsförmögenhetseffektens storlek för Sverige är så vitt vi kan bedöma mellan 5 till 10 procent. Om vi utgår ifrån en sannolik priskorrigerings på bostadsmarknaden på 20 procent minskar förmögenheten med 770 mdkr och om vi utgår ifrån att bostadsförmögenhetseffekten är 8 procent innebär det en konsumtionsminskning på 62 mdkr. Utslaget på tre år innebär detta ett negativt konsumtionsbidrag på knappt 1,5 procent per år.

Om den nedgång i bostadspriserna som vi kunnat notera under det senaste dryga halva året fortsätter och utvecklas till en trend med fallande bostadspriser kommer detta att dämpa konsumtionstillväxten framöver. Någon bonus i form av "ett extra konsumtionsutrymme" som uppgången i tillgångspriserna skapade under åren mellan 1997 och 2007 kommer inte att finnas under de kommande åren. Det är mera troligt att lägre priser på småhus och bostadsrätter istället kommer att lägga en hämsko på privat konsumtion framöver.

Den privata konsumtionen anpassar sig snabbt till nya förhållanden som uppfattas som bestående. Ett tecken på detta är den kraftiga inbromsningen av den privata konsumtionen som av allt att döma skedde under slutet av fjolåret. Utsikterna för 2009 och sannolikt även för 2010 är därför negativa. Stigande riskpremier och fallande bostadspriser talar för detta.

Vi befinner oss nu i ett läge med generellt sett stigande risk. Den finansiella krisen som utlöstes av fallande amerikanska huspriser och följs nu av ett ökat amerikanskt sparande och en bred och synkroniserad internationell konjunkturedgång. Många varslas om uppsägning och

arbetslösheten stiger påtagligt i de flesta länderna. Detta påverkar konsumenternas framtidstro negativt. Tunga prognosmakare fortsätter att revidera ned utsikterna för den globala ekonomin. Kort sagt, vi befinner oss i början av en förväntat djup lågkonjunktur internationellt vars djup gott och väl kan jämföras med lågkonjunkturerna 1981-82 och 1991-93. Risken ökar och tillgångspriserna faller och detta spiller över på svenska tillgångar. Priserna på småhus och bostadsrätter lever inte sitt eget liv i en isolerad värld.

Slutsatser

Förmögenhetsutvecklingen sedan 1990-talet har varit häpnadsväckande. En betydande del, kanske så mycket som hälften, av konsumtions-tillväxten sedan 1990-talets mitt kan tänkas förklaras av förmögenhets-uppbyggnaden. Jämfört med om förmögenheten hade växt i takt med de disponibla inkomsterna hade vi ifjol extra konsumtionsutrymme motsvarande hela ett och ett halvt års konsumtion.

Förmögenhetseffekterna skiljer sig åt mellan finansiellt och reall kapital. Värdeförändringar i finansiellt kapital är ofta tillfälliga och övergående och tycks därför inte påverka konsumtionen på kort sikt i någon större utsträckning. Prisförändringar på bostäder uppfattas däremot oftare som bestående och påverkar påtagligt konsumtionen på kort sikt.

Benägenheten att konsumera ur bostadskapital tycks ligga mellan 5 och 10 procent i de flesta länder. Enligt en OECD-studie är det allmänna mönstret att bostadsförmögenhetseffekten är störst i de länder där kreditmarknaden har avreglerats som mest.

Avregleringen har inneburit att många hushåll i ökad utsträckning har kunnat använda bostaden som källa till ökad konsumtion. De stigande bostadspriserna har gjort det möjligt för de svenska hushållen att ta ut stora belopp i form av eget bostadskapital. Under 2000-talet motsvarar uttagen av eget kapital grovt sett ökningen av de disponibla inkomsterna.

De svenska hushållens nettoförmögenhet är fortfarande i ett historiskt perspektiv mycket stor ställt i relation till privat konsumtion. Det är rimligt att utgå ifrån att förmögenhetsknoten kommer att falla tillbaka till sitt långsiktiga historiska genomsnitt på sikt och att detta sker via lägre tillgångspriser och inte via ökad konsumtion.

De fallande tillgångspriserna och särskilt fallande bostadspriserna kommer att hålla tillbaka konsumtionen de närmaste åren. Det är minst lika viktigt för bedömningen av konsumtionsutvecklingen att prognostisera utvecklingen av bostadspriserna som den förväntade utvecklingen av den reala disponibla inkomsten.

BKN

STATENS BOSTADSKREDITNÄMND

Ronnebygatan 40, Box 531, 371 23 Karlskrona, Telefon 0455-33 49 40, Fax 0455-805 70, E-post registrator@bkn.se www.bkn.se