

## FÖRDJUPNING

### Vad händer om huspriserna i USA rasar?

**En simulering av ett 30-procentigt husprisfall i USA visar på stora initiala effekter på den amerikanska ekonomin. På grund av en kraftig penningpolitisk respons och en svagare dollar börjar dock ekonomin att återhämta sig relativt snabbt. Effekterna på den reala ekonomin i resten av världen, inklusive Sverige, blir ganska begränsade. Penningpolitiken utanför USA blir också mer expansiv, men förändringen är betydligt mindre än i USA.**

Fallande bostadsinvesteringar har hållit tillbaka tillväxten i den amerikanska ekonomin de senaste åren. Såväl huspriser som hushållens konsumtion har dock än så länge hållits uppe relativt väl. Skulle detta ändras, är risken stor att den amerikanska ekonomin utvecklas betydligt sämre än i föreliggande prognos.

Huspriserna i USA har stigit markant de senaste tio åren. Många bedömare anser att husprisökningarna har medfört att amerikanska hushåll via förmögenhetseffekter, lättnader i kreditbegränsningar, samt förtroendeeffekter de senaste åren har konsumerat betydligt mer än de annars skulle ha gjort.

På motsvarande sätt finns det en risk att fallande huspriser kan få påtagliga negativa effekter på efterfrågeutvecklingen i USA, vilket i sin tur även skulle minska den amerikanska importefterfrågan. På så sätt kan ett husprisfall i USA påverka resten av den globala ekonomin. I syfte att bedöma effekterna på världsekonomin av ett husprisfall i USA har en simulering i världsmodellen NiGEM<sup>8</sup> genomförts.

#### STORLEKEN PÅ HUSPRISFALLET

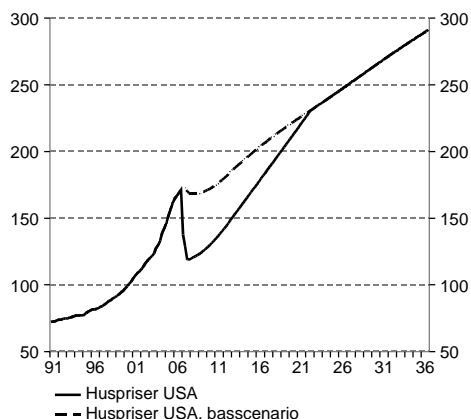
Uppgången i amerikanska huspriser har både varit ovanligt bred geografiskt sett och pågått under en lång period. Anledningarna är många, men en relativt stark befolkningsökning, hushållens inkomstutveckling, låga realräntor, finansiella innovationer och minskad riskaversion hos långgivare har sannolikt spelat en roll. IMF (World Economic Outlook oktober, 2007) uppskattar dock att endast två tredjedelar av husprisuppgången i USA 1997–2006

---

<sup>8</sup> NiGEM står för National Institute Global Econometric Model. Modellen utarbetas av National Institute of Economic and Social Research (NIESR) i London.

**Diagram 49 Nominella huspriser i USA. Basscenario och simulering**

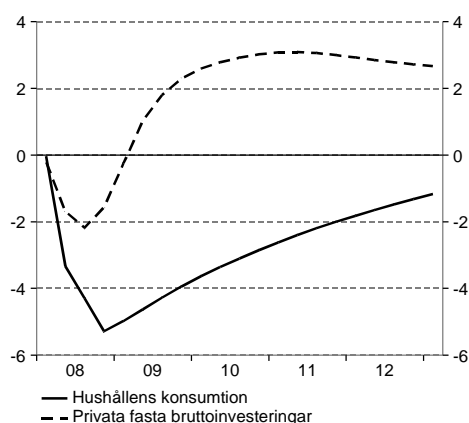
Nivå, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 50 Privata investeringar och hushållens konsumtion i USA, nivå**

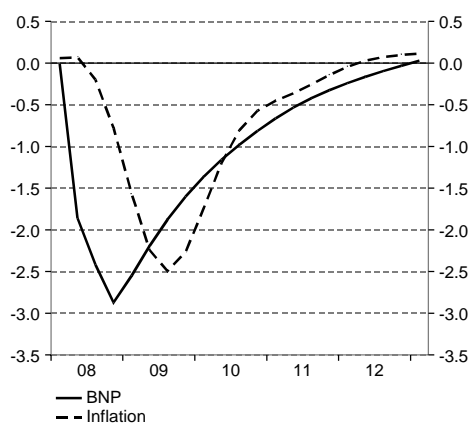
Avvikelse från basscenariot, procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 51 BNP och inflation i USA, nivå**

Avvikelse från basscenariot, procent respektive procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

kan förklaras av fundamentala faktorer.<sup>9</sup> Schiller ("Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", 2007 års Jackson Hole-konferens, Kansas City Federal Reserve) menar att huspriser till stor del styrs av psykologiska faktorer och att överdriven optimism och överdrivna prisökningar snabbt kan följas av överdriven pessimism och prisfall. En korrigerig i form av ett prisfall förefaller därför långt ifrån osannolik. Det är möjligt att den senaste tidens finansiella turbulens, som har sitt ursprung i problem på den amerikanska bolånemarknaden, blir den faktor som utlöser ett stort prisfall.

I diagram 49 visas utvecklingen av huspriserna i USA de senaste åren samt NiGEM:s prognos från september 2007 av husprisutvecklingen under de kommande decennierna. Trots de senaste årens höga tillväxttakt sker ingen större korrigerig av amerikanska huspriser. I NiGEM:s basscenario faller de amerikanska huspriserna med drygt 1 procent 2008. Under resten av perioden (2009–2036) stiger huspriserna med i genomsnitt 2 procent per år.

I simuleringen antas huspriserna i USA i stället falla så att de efter fyra kvartal är 30 procent lägre än i NiGEM:s basscenario (se heldragen linje i diagram 49). Därefter börjar huspriserna gradvis närma sig nivån i basscenariot och efter drygt 15 år ligger huspriserna åter på samma nivå som i basscenariot.<sup>10</sup> Prisfallet är stort, men i linje med vad många bedömare anser vara en möjlig utveckling den närmaste tiden. Den inledningsvis relativt branta prisnedgången kan tolkas som att tidigare överdriven optimism under en period ersätts av överdriven pessimism, varefter huspriserna gradvis närmar sig en nivå där de är i linje med mer fundamentala bestämningsfaktorer.

### BNP I USA BLIR BETYDLIGT LÄGRE PÅ KORT SIKT

I diagrammen visas effekterna på den ekonomiska utvecklingen av huspriset.<sup>11</sup> Huspriset leder till mindre

<sup>9</sup> Man bör notera att det finns ett flertal länder där huspriserna stigit ännu mer än i USA och där fundamentala faktorer (enligt en modell) förklarar en ännu mindre andel av prisuppgången, t.ex. Irland, Storbritannien och Spanien, samt även Sverige. Å andra sidan är förekomsten av högrisklån (s.k. subprime mortgages) ett i huvudsak amerikanskt fenomen. Den amerikanska bostadsmarknaden är därmed mer exponerad mot den senaste tidens finansiella turbulens än bostadsmarknaderna i andra länder. Dessutom har stigande huspriser sannolikt generellt sett haft en väsentligt mindre effekt på hushållens konsumtion i t.ex. Europa än i USA, bl.a. på grund av skillnader i möjligheten att omvandla stigande värde på bostaden till ökad kredit.

<sup>10</sup> Detta innebär att huspriserna 2008 faller med 14 procent som årsgenomsnitt och 2009 med 5 procent som årsgenomsnitt jämfört med närmast föregående år. De påföljande 10 åren blir den årliga tillväxten i genomsnitt 4,5 procent, att jämföra med 2,4 procent i bas. Därefter är prisökningstakten densamma i båda scenarierna. Den reala huspristillväxten är ca två procentenheter lägre.

<sup>11</sup> Modellen är (log) linjär, vilket innebär att storleken på effekterna av en chock i princip är oberoende av NiGEM:s basscenario/prognos.

förmögenhet<sup>12</sup> och lägre reala disponibelinkomster<sup>13</sup> för hushållen de första åren, vilket medför att de amerikanska hushållens konsumtion blir lägre (se diagram 50). Eftersom konsumtionsefterfrågan, kapacitetsutnyttjandet och företagens vinster initialt blir lägre, påverkas även de privata investeringarna inledningsvis negativt (se diagram 50). Efter fyra kvartal är BNP i USA ca 2,9 procent lägre än i basscenariot (se diagram 51). Den årliga BNP-tillväxten blir 1,8 procentenhet lägre 2008 och 0,3 procentenhet lägre 2009 (se tabell 5).

### FED REAGERAR OCH EKONOMIN ÅTERHÄMTAR SIG SNABBT

Den svagare efterfrågetillväxten leder till ett lägre inflationstryck. Sammantaget motiverar detta en ganska kraftig penningpolitisk reaktion. Några kvartal efter det att husprisfallet har inletts har den amerikanska centralbanken (Fed) sänkt styrräntan med 3,5 procentenheter i jämförelse med basscenariot. Den expansiva penningpolitiken medför att realräntorna blir lägre än i basscenariot under ca 10 år (för långräntor, se diagram 52). Finansieringskostnaderna för bl.a. företagen blir därför lägre, vilket bidrar till att de privata investeringarna ganska snabbt blir högre än i basscenariot.<sup>14</sup> Dollarn försvagas i reala effektiva termer de första åren (se diagram 53), vilket får en positiv effekt på den amerikanska exporten.<sup>15</sup> Industriproduktionen, som inledningsvis blir lägre, överstiger basscenariot efter ca fyra år. De negativa effekterna på hushållens konsumtion är däremot mer utdragna.

Den kraftiga penningpolitiska expansionen bidrar således till att den amerikanska ekonomin börjar återhämta sig relativt snabbt. Efter ca 5 år har ekonomin återhämtat sig (se diagram 51). Med några kvartals eftersläpning följer inflationen i ett likartat förlopp (se tabell 5 och diagram 51).

### MÄTTLIGA EFFEKTER PÅ ANDRA LÄNDER

Försvagningen av dollarn och den svagare inhemska efterfrågan innebär att importen till USA blir markant lägre än i basscenariot

<sup>12</sup> I och för sig motverkas mindre bostadsförmögenhet något av större finansiell förmögenhet (på grund av lägre ränta), men nettoeffekten på hushållens förmögenhet är påtagligt negativ på kortare sikt. Dessutom är konsumtionselasticiteten med avseende på huspriser i modellen mer än fyra gånger så stor som konsumtionselasticiteten med avseende på förändringar i finansiell förmögenhet.

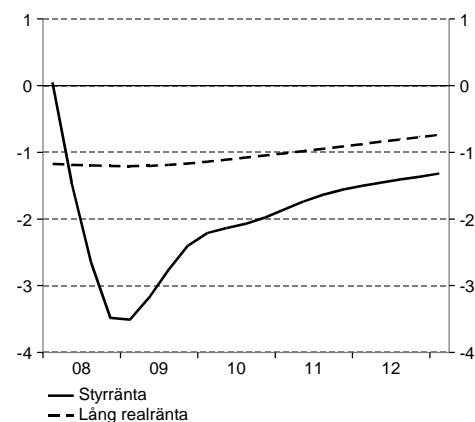
<sup>13</sup> På grund av lägre sysselsättning och lägre timlöner.

<sup>14</sup> Även bostadsinvesteringarna blir högre. Det innebär dock inte att bostadsinvesteringarna stiger. Givet t.ex. ett basscenario (utan husprisfall) med signifikant fallande bostadsinvesteringar, innebär husprischocken att bostadsinvesteringarna, allt annat lika, skulle falla något mindre.

<sup>15</sup> Dock uppkommer den största positiva effekten på nettobidraget från handel i början av simuleringsperioden, eftersom det är då importen understiger basscenariot som mest.

**Diagram 52 Styrränta samt lång realränta i USA, nivå**

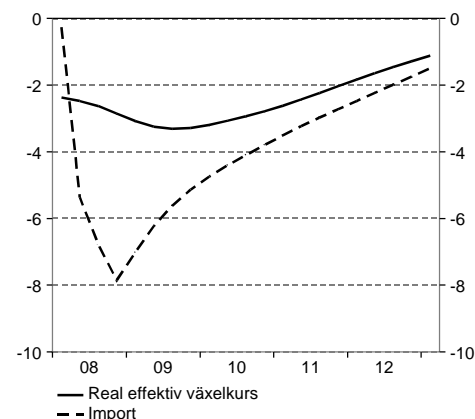
Avvikelse från basscenariot, procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 53 Real effektiv växelkurs och import i USA, nivå**

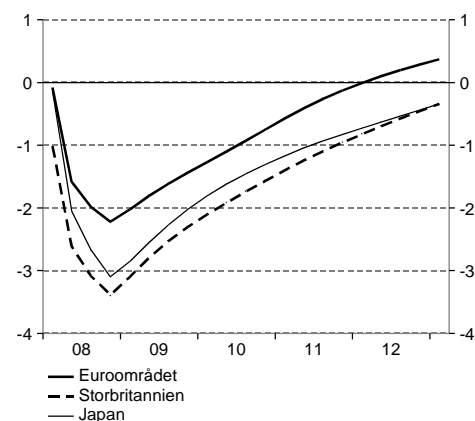
Avvikelse från basscenariot, procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 54 Export i några länder, nivå**

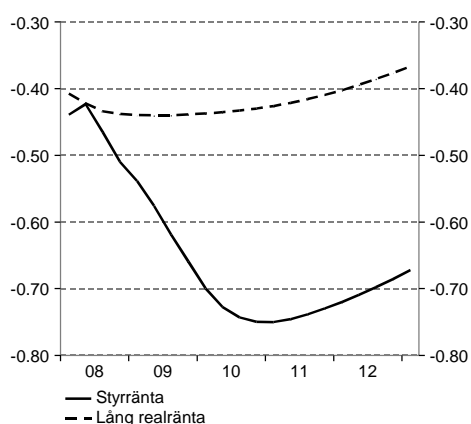
Avvikelse från basscenariot, procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 55 Styrränta och lång realränta i euroområdet, nivå**

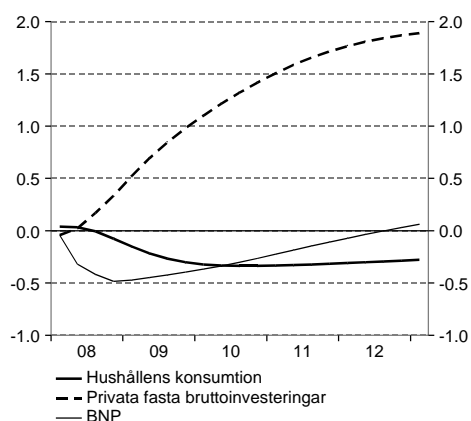
Avvikelse från basscenariot, procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 56 Privata investeringar, hushållens konsumtion och BNP i euroområdet, nivå**

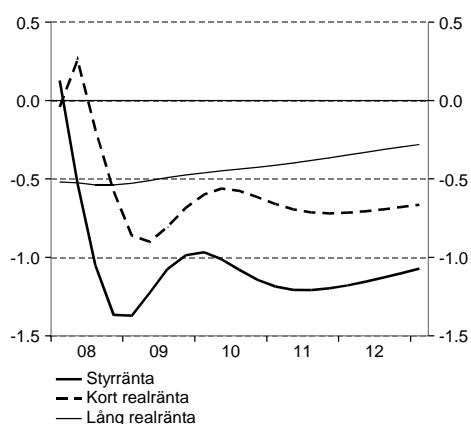
Avvikelse från basscenariot, procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 57 Styrränta samt kort och lång realränta i Sverige, nivå**

Avvikelse från basscenariot, procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

de första åren (se diagram 53). Detta dämpar husprisfallets negativa effekter på amerikansk BNP, men minskar samtidigt övriga länders export (se diagram 54). Den lägre exporten bidrar bland annat till lägre industriproduktion och något högre arbetslöshet utanför USA. Detta dämpar även hushållens konsumtion i övriga världen.

För att motverka det amerikanska efterfrågefallet samt den återhållande effekten på inflationen av lägre importpriser från USA, blir penningpolitiken också utanför USA mer expansiv. Även de reala långräntorna blir lägre (för exemplet euroområdet, se diagram 55).

Sammantaget blir effekten av husprisfallet i USA att BNP-tillväxten i exempelvis euroområdet blir 0,3 procentenheter lägre första året och 0,1 procentenheter lägre det andra året jämfört med i basscenariot (se diagram 56 och tabell 5). Modellens framåtblickande karaktär i kombination med lägre realräntor medför att investeringarna nästan omedelbart får en skjuts uppåt. Det tar däremot längre tid för hushållens konsumtion att återhämta sig.<sup>16</sup> Efter ca ett år börjar BNP närma sig basscenariot (dvs. tillväxten blir högre än i bas) och efter 5 år har ekonomin i euroområdet återhämtat sig. Nedgången blir alltså betydligt mindre än i USA.

#### EFFEKTERNA PÅ SVENSK EKONOMI SMÅ OCH ÖVERGÅENDE<sup>17</sup>

De negativa effekterna på svensk export av en minskad amerikansk importefterfrågan är ungefär lika stora som effekterna i euroområdet. Effekten på BNP motverkas till viss del av att de lägre realräntorna (se diagram 57) som framför allt bidrar till att investeringarna blir högre. Även hushållen, vars förmögenhet gynnas av lägre räntor, konsumerar något mer än i basscenariot. Hushållens konsumtion i Sverige är i modellen känsligare för förmögenhetsförändringar än i t.ex. euroområdet. Dessutom blir effekten på de reala disponibelinkomsterna, bl.a. på grund av större positiv effekt på bytesförhållandet,<sup>18</sup> något positiv i Sverige, medan den blir negativ i euroområdet. Tillsammans med den lägre realräntan bidrar detta till frånvaron av en negativ nettoeffekt på hushållens konsumtion, vilket är fallet i euroområdet.

<sup>16</sup> Till skillnad från aktörerna på finansmarknaderna och företagen är inte hushållen framåtblickande i simuleringen.

<sup>17</sup> NiGEM:s modell för Sverige kan inte sägas motsvara Konjunkturinstitutets syn på den svenska ekonomins struktur och är heller inte lika genomarbetad som Konjunkturinstitutets makromodell KIMOD. Det kan ändå vara intressant att studera modellens resultat för den svenska ekonomin.

<sup>18</sup> Priset på importerade varor och tjänster från USA har en större vikt i konsumentprisindex i Sverige än i euroområdet.

Den lägre realräntan, som faller mer i Sverige än i euroområdet de första åren, medför också att investeringarna i Sverige blir högre.

Sammantaget faller BNP i Sverige enligt modellen initialt ungefär lika mycket som i euroområdet, dvs. BNP-tillväxten blir 0,3 procentenheter lägre det första året jämfört med i basscenarioet (se diagram 58). Ekonomin börjar också återhämta sig ungefär lika snabbt som i euroområdet. Efter 4–5 år har den svenska ekonomin återhämtat sig. Skillnaden i inflation mellan basscenarioet och alternativscenariot blir större i Sverige än i euroområdet (se diagram 59). Det beror på att importpriser utgör en större andel av svenskt KPI.<sup>19</sup> Riksbankens styrränta blir lägre än i basscenarioet (se diagram 57). Trots att Riksbankens justering av styrräntan är större än ECB:s faller svensk inflation mer än i euroområdet (på grund av att den svenska importen från USA i relativ bemärkelse är större).

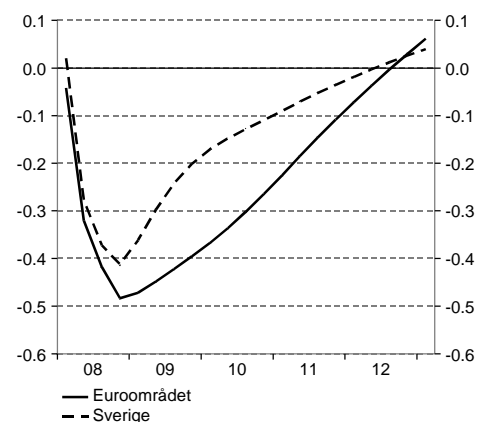
#### SAMMANFATTNING

Simuleringarna visar att ett 30-procentigt husprisfall i USA kan få stora initiala effekter på den amerikanska ekonomin. Eftersom den amerikanska centralbanken antas reagera kraftigt, realräntorna blir lägre och dollarn försvagas, blir svackan dock kortvarig. Resultaten pekar också på att man kan förvänta sig att det finns motverkande krafter – framför allt lägre räntor – som dämpar de negativa effekterna på andra ekonomier av den minskade amerikanska importefterfrågan. Effekterna av det amerikanska husprisfallet blir väsentlig mindre i Europa än i USA. Även ECB lättar på penningpolitiken, fast i mindre grad än Fed.

Effekterna på såväl BNP som inflation i Sverige blir begränsade. Detta förutsätter dock att Riksbanken parerar efterfrågebortfallet till följd av den svagare globala importutvecklingen och de lägre importpriserna med en lättare penningpolitik.

**Diagram 58 BNP i Sverige och euroområdet, nivå**

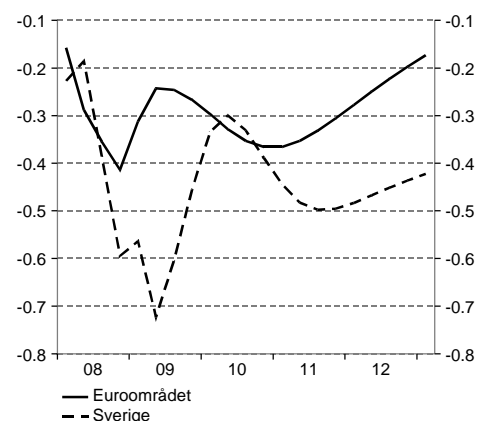
Avvikelse från basscenarioet, procent, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 59 Inflation i Sverige och euroområdet, nivå**

Avvikelse från basscenarioet, procentenheter, kvartalsvärden



Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.

<sup>19</sup> Dessutom spelar det en viss roll att de två centralbankernas reaktionsfunktion skiljer sig något åt i simuleringen. ECB antas följa en s.k. 2 pillar rule, vilket innebär att man agerar efter fastlagda mål för inflationen samt prisnivån. Riksbanken antas följa en s.k. Taylorregel som ska spegla hur Riksbanken reagerar på förändringar i inflations- och produktionsgapet. Eftersom även trendmässig (eller potentiell) tillväxt påverkas något i simuleringen, är inte avvikelsen i faktiskt BNP från basscenarioet detsamma som skillnaden i produktionsgap mellan de båda scenarierna. Antagandet bakom detta upplägg är att ECB fäster en större vikt vid prisnivån, samt en mindre vikt vid produktionsgapet än Riksbanken. Riksbankens reaktionsfunktion i NIGEM överensstämmer med den i Konjunkturinstitutets simuleringsmodell KLEM.

**Tabell 5 Effekter av 30 procents husprisfall i USA**

Årlig procentuell förändring, avvikelse i procentenheter från basscenariot

	År 1	År 2	År 3
USA			
BNP	-1,8	-0,3	1,0
Konsumentpriser	-0,2	-2,1	1,1
EMU			
BNP	-0,3	-0,1	0,1
Konsumentpriser	-0,3	0,3	0,3
Sverige			
BNP	-0,3	0,0	0,1
Konsumentpriser	-0,3	-0,6	0,3

Källor: National Institute of Economic and Social Research och Konjunkturinstitutet.