

## FÖRDJUPNING

## Makroekonomiska effekter av ett bostadsprisfall i Sverige

Sedan mitten av 1990-talet har bostadspriserna stigit kraftigt i Sverige och bostäder utgör nu nästan hälften av hushållens bruttoförmögenhet. Prisuppgången har sammanfallit med en ökad skuldsättning bland hushållen. Detta har föranlett en debatt om både förekomsten av finansiella obalanser i den svenska ekonomin samt vilka makroekonomiska effekter en eventuell korrigering av dessa obalanser skulle innebära. Denna fördjupning syftar till att uppskatta vilka makroekonomiska effekter ett bostadsprisfall skulle kunna få. Konjunkturinstitutets samlade bedömning är att ett bostadsprisfall på 20 procent leder till en måttlig konjunkturförsämring. Effekterna blir större om prisfallet sammanfaller med en internationell konjunkturedgång.<sup>30</sup>

Sedan mitten av 1990-talet har de reala bostadspriserna stigit med ca 130 procent (se Diagram 119) och bostäder utgör nu ca 45 procent av hushållens bruttoförmögenhet.<sup>31</sup> Prisnedgången i samband med finanskrisen 2008–2009 blev endast kortvarig. Utvecklingen med stigande bostadspriser kan till betydande del förklaras av strukturella faktorer: långsam ökning av utbudet av bostäder, fallande realränta, sänkning av bostadsrelaterade skatter och en gynnsam inkomstutveckling för hushållen.<sup>32</sup>

Det senaste året har dock priserna, särskilt på bostadsrätter, accelererat (se Diagram 120). Det kan inte uteslutas att uppgången i bostadspriserna är tillfällig och att risken för en nedgång i bostadspriserna kommande år därmed har ökat.

Man finner ofta en samvariation mellan bostadspriser och konsumtion på aggregerad nivå både i Sverige och i andra utvecklade länder (se Diagram 121).<sup>33</sup> Samvariationen ger dock ingen vägledning beträffande variabelernas orsakssamband och i den ekonomiska litteraturen finns flera olika förklaringar till sambandet. På senare år har så kallade balansräkningseffekter diskuterats för att förklara effekterna på konsumtionen av ett

<sup>30</sup> Denna fördjupning är en sammanfattning av "Makroekonomiska effekter av ett bostadsprisfall i Sverige", Specialstudie 41, Konjunkturinstitutet, 2014.

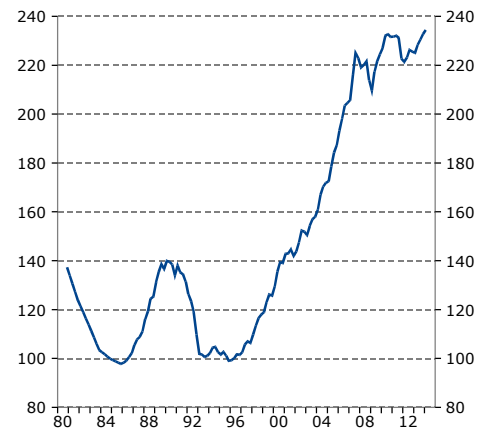
<sup>31</sup> Bostadsförmögenheten omfattar uppskattat marknadsvärde av småhus, fritidshus och bostadsrättsandelar.

<sup>32</sup> Se till exempel Claussen, C. A. m.fl., "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges riksbank, 2011, sid. 67–96, och Hansen, S. "Förklaringar till utvecklingen av hushållens skuldsättning sedan mitten av 1990-talet", oktober 2013, Finansinspektionen.

<sup>33</sup> Se till exempel Case, K. m.fl., "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", *Advances in Macroeconomics* 5, 2005, sid. 1–32.

Diagram 119 Reala bostadspriser

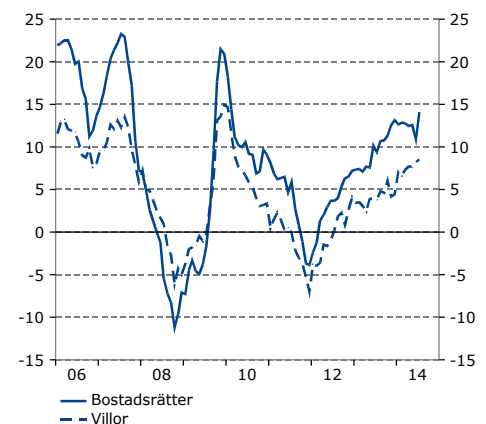
Index 1986=100



Anm. Reala bostadspriser är beräknade som fastighetsprisindex för permanenta småhus deflaterat med säsongrensad KPIF. Före 1987 är KPIF länkat bakåt med KPI exkl. räntekostnader. Källa: SCB.

Diagram 120 HOX prisindex, bostadsrätter och villor

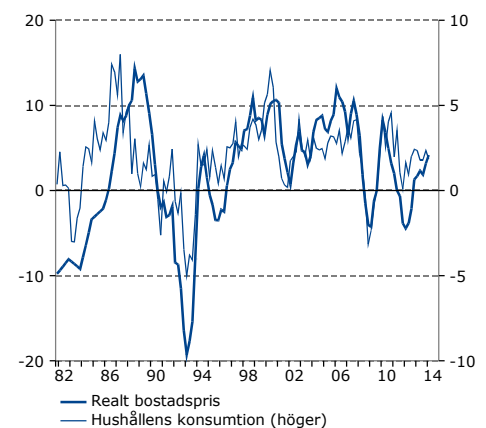
Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard.

Diagram 121 Reala bostadspriser och hushållens konsumtion

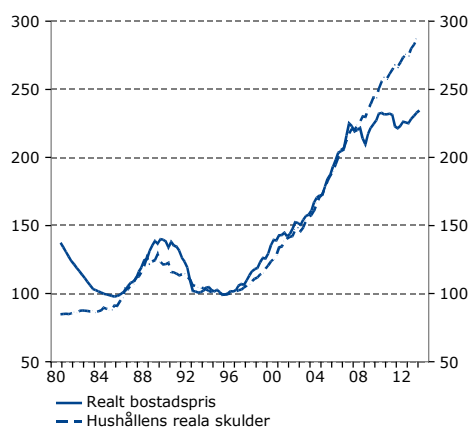
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

**Diagram 122 Reala bostadspriser och hushållens reala skulder**

Index 1986=100



Anm. De nominella serierna är deflaterade med säsongrensad KPIF.

Källa: SCB.

bostadsprisfall.<sup>34</sup> En huvudtanke i detta resonemang är att hushållens skuldsättning är central för att förstå konsumtionseffekterna av ett bostadsprisfall. En nedgång i bostadspriserna innebär att hushållens skuldsättningsgrad ökar. I det fall hushållen vill återställa sin skuldsättningsgrad sker det till stor del genom att hushållen konsumerar mindre och i stället sparar mer och amorterar ner sina lån.

I takt med att bostadspriserna har stigit i Sverige sedan mitten på 1990-talet har även hushållens skuldsättning stigit (se Diagram 122).<sup>35</sup> Detta har gett upphov till en debatt både om förekomsten av finansiella obalanser och om vilka makroekonomiska effekter en eventuell korrigerande av dessa obalanser skulle innebära. Bland annat har Riksbanken uttryckt oro för att utvecklingen i bostadspriserna och hushållens skuldsättning i förlängningen skulle kunna ge upphov till ett ogynnsamt makroekonomiskt läge och hota den penningpolitiska måluppfyllelsen.<sup>36</sup> Ett sådant scenario skulle enligt Riksbanken kännetecknas av att hushållen till följd av ett fall i bostadspriserna (och därmed hushållens förmögenhet) konsumerar mindre för att i stället spara och amortera ner sina skulder. Detta skulle leda till en lågkonjunktur och alltför låg inflation.

Mot denna bakgrund är det således av stor vikt att kvantifiera i vilken utsträckning hushållens konsumtion påverkas av ett bostadsprisfall.

#### FALLANDE BOSTADSPRISER PÅVERKAR BÅDE HUSHÅLLENS KONSUMTION OCH ARBETSLÖSHET

I denna fördjupning analyseras makroekonomiska effekter av ett bostadsprisfall med fokus på hushållens konsumtion och arbetslöshet. För detta ändamål används en bayesiansk VAR-modell.<sup>37</sup> Modellen används för att teckna fyra olika scenarier där betydel-

<sup>34</sup> Se diskussion kring denna och andra förklaringsmodeller i studien som hänvisas till i fotnot 30.

<sup>35</sup> Man bör dock notera att reala skulder på lång sikt bör öka snabbare än reala huspriser eftersom stocken (antalet) bostäder ökar med tiden.

<sup>36</sup> Se till exempel fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2013, Sveriges riksbank. Se även Lars E. O. Svenssons och Per Janssons artiklar i *Ekonomisk Debatt*, nr. 3, 2014, för en beskrivning av olika ståndpunkter i dessa frågor.

<sup>37</sup> Modellen är beskriven i Villani, M., "Inference in vector autoregressive models with an informative prior on the steady state", *Journal of Applied Econometrics*, 24, 2009, sid. 630–650. I den modellspecifikation som används inkluderas KIX16-viktad BNP (säsongrensad), skillnaden mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer, arbetslöshetsgrad i åldersgruppen 15–74 år (säsongrensad), hushållens konsumtion (säsongrensad), reala bostadspriser (deflaterad med säsongrensad KPIF), tremånaders bolåneränta (listpris) och ett finansiellt osäkerhetsindex. Modellen är estimerad på data från och med första kvartalet 1989 till och med fjärde kvartalet 2013.

sen av bostadsprisernas utveckling för konsumtion och arbetslöshet analyseras.<sup>38</sup>

### Scenario 1: Kortvarigt bostadsprisfall

I det första scenariot antas bostadspriserna falla med 5 procentenheter fyra kvartal i rad vilket innebär att bostadspriserna efter fyra kvartal är drygt 20 procent lägre än i basscenariot. Därefter utvecklas bostadspriserna enligt historiskt mönster. Effekten på hushållens konsumtion är som störst efter fem kvartal då den är 1,8 procentenheter lägre än i basscenariot och det dröjer 18 kvartal innan konsumtionen återgår till trendnivån (se Diagram 123). Arbetslösheten blir maximalt 1,5 procentenheter högre än i basscenariot efter 8 kvartal och efter tre år är arbetslösheten fortfarande 1,2 procentenheter högre (se Diagram 124).

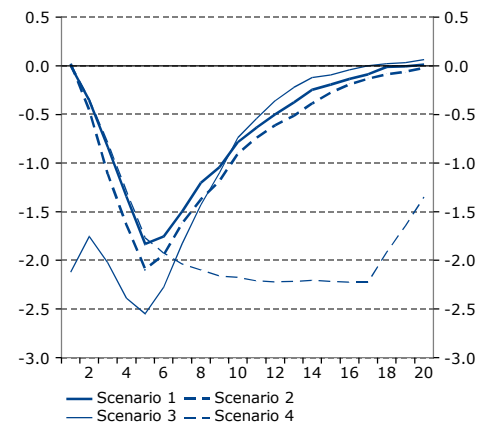
### Scenario 2: Kortvarigt bostadsprisfall och försämrade inhemska finansiella villkor

Ett annat tänkbart scenario belyser effekterna av ett inhemskt bostadsprisfall som sammanfaller med försämrade inhemska finansiella förhållanden. Utöver det tidigare antagandet om ett kortvarigt bostadsprisfall antas nu även att tillståndet i den inhemska finansiella sektorn försämras i ungefär samma grad som under hösten 2008.<sup>39</sup> Det försämrade tillståndet i den inhemska finansiella sektorn bidrar, inte oväntat, till en mer negativ ekonomisk utveckling. Efter fem kvartal är hushållens konsumtion 2 procentenheter lägre än i basscenariot och återgår till trendnivån först efter 20 kvartal. Arbetslösheten är som mest 1,8 procentenheter högre än i basscenariot. Efter tre år är arbetslösheten fortfarande 1,6 procentenheter högre (se Diagram 124).

### Scenario 3: Kortvarigt bostadsprisfall och utländska störningar

Det tredje scenariot syftar till att åskådliggöra effekterna av ett inhemskt bostadsprisfall i samband med en större internationell konjunkturedgång och oro på de internationella finansiella marknaderna. Liksom tidigare antas ett kortvarigt inhemskt bostadsprisfall, men nu antas också en nedgång i omvärldens BNP

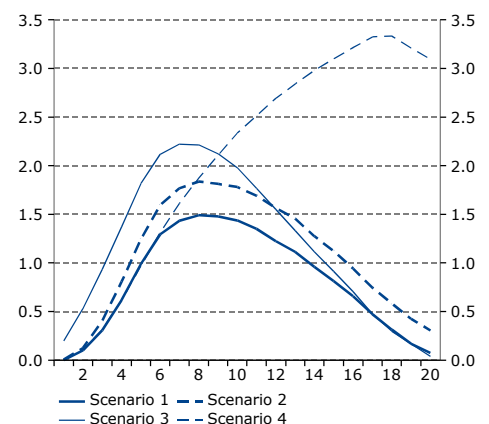
**Diagram 123 Hushållens konsumtion**  
Skillnad mot basscenario, procentenheter



Anm. X-axeln visar kvartal. Första minskningen av bostadspriserna sker kvartal 1 i diagrammet. Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 124 Arbetslöshet**

Skillnad mot basscenario, procentenheter



Anm. X-axeln visar kvartal. Första minskningen av bostadspriserna sker kvartal 1 i diagrammet. Källa: Konjunkturinstitutet.

<sup>38</sup> För att beakta att möjligheterna att sänka reporäntan för närvarande är begränsad antas i samtliga scenarier att bolåneräntan inte faller under 1,5 procent.

<sup>39</sup> Ett inhemskt finansiellt osäkerhetsindex ingår i modellen och syftar till att ge ett sammanfattande mått på tillståndet i den finansiella sektorn. Det är uppbyggt av tre komponenter: en kort realränta, en kort interbanksread och utvecklingen på Stockholmsbörsen (med omvänt tecken). I beräkningen av indexet ges de tre komponenterna samma vikt. I scenario 2 antas att det inhemska finansiella osäkerhetsindexet stiger med 15 indexenheter det första och ytterligare 15 indexenheter det andra prognoskvartalet.

och ökad finansiell osäkerhet,<sup>40</sup> i ungefär samma storleksordning som under finanskrisen.<sup>41</sup> Hushållens konsumtion blir i detta fall som mest 2,6 procentenheter lägre efter fem kvartal. Redan det första kvartalet är effekten på hushållens konsumtion relativt stor, 2,1 procentenheter och konsumtionen återgår till trendnivån efter 17 kvartal (se Diagram 123). Arbetslösheten är 2,2 procentenheter högre efter sju kvartal och är efter tre år fortfarande 1,5 procentenheter högre jämfört med basscenariot.

#### **Scenario 4: Utdraget bostadsprisfall**

Ett fjärde tänkbart scenario är att bostadsprisfallet blir mer utdraget, vilket till exempel var fallet under 1990-talskrisen (se Diagram 119). Detta scenario konstrueras genom att anta att bostadspriserna faller med 20 procentenheter under första året, för att därefter vara oförändrade under tre år. Det mer varaktiga bostadsprisfallet ger, inte överraskande, mer varaktiga konsumtionseffekter. Hushållens konsumtion minskar för att som mest vara 2,2 procentenheter lägre än i basscenariot efter 17 kvartal. Effekten på arbetslösheten blir ännu större, maximalt 3,3 procentenheter högre än i basscenariot efter 18 kvartal.

#### **Effekter på BNP och investeringar**

Vid sidan av de resultat för konsumtion och arbetslöshet som presenteras ovan har även effekterna av ett bostadsprisfall på investeringar och BNP undersökts. Effekterna av ett bostadsprisfall på investeringar är signifikanta men inträffar med en större tidsförskjutning än på hushållens konsumtion. Effekterna på BNP-tillväxten är också negativa men inte statistiskt signifikanta. Sannolikt kan detta till stor del förklaras av att såväl 1990-talskrisen som finanskrisen sammanföll med en försvagning av kronan. Detta följdes av en snabb återhämtning i nettoexporten så att effekten på BNP-tillväxten mildrades.

#### **EFFEKTERNA KAN VARA UNDERSKATTADE ELLER ÖVERSKATTADE**

Även om modellens resultat är robusta för olika specifikationer finns det skäl att vara försiktig vid tolkningen av modellresultaten. För det första är ett centralt antagande att effekterna av bostadsprisfallet på konsumtionen går att approximera linjärt, det vill säga om priserna faller med 5 procentenheter i stället för

<sup>40</sup> Den ökade finansiella osäkerheten motsvaras av en ökad ränteskillnad mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer.

<sup>41</sup> Motsvaras av en nedgång i omvärldens BNP med två procentenheter och att ränteskillnaden mellan amerikanska företagsobligationer med hög risk och amerikanska statsobligationer stiger med sju procentenheter det första prognoskvartalet.

1 procentenhet blir effekten på konsumtionen fem gånger så stor. För ett bostadsprisfall av den magnitud som undersöks i denna studie bedöms detta antagande vara rimligt, men vid ett fall i bostadspriserna som är kraftigt nog att störa de finansiella marknadernas funktionssätt skulle sannolikt modellens prediktioner underskatta den faktiska effekten.

För det andra är det viktigt att beakta att modellen är estimerad på en tidsperiod då flera ekonomiska samband sannolikt delvis avviker från de samband som föreligger idag. Modellens samband har bland annat identifierats under perioder då en svag bostadsprisutveckling har sammanfallit med en försvagning av kronan och en ökad nettoexport. Ett framtida bostadsprisfall behöver inte nödvändigtvis vara förenat med en sådan utveckling och effekterna skulle därför kunna komma att bli större än vad modellresultaten indikerar.

Samtidigt finns det faktorer som talar för att effekterna på konsumtion och arbetslöshet skulle kunna bli mindre vid ett framtida bostadsprisfall än vad modellresultaten indikerar. Jämfört med den estimerade perioden så är hushållens sparande högre och den offentligfinansiella ställningen starkare i nuläget, vilket kan bidra till mindre negativa makroekonomiska effekter.

#### **DEN SAMLADE BEDÖMNINGEN ÄR ATT ETT BOSTADSPRISFALL LEDER TILL EN MÅTTLIG KONJUNKTURFÖRSÄMRING**

Modellresultaten indikerar att hushållens konsumtion skulle påverkas negativt efter ett bostadsprisfall och arbetslösheten skulle stiga. Effekten är inte försumbar och den ökar dessutom då bostadsprisfallet sammanfaller med andra störningar. Det bostadsprisfall som antas ske i modellövningarna skulle förklaras av en korrigering av förväntningsbildningen (sprucken bubbla), men också som en anpassning till förändringar i bostadsprisets fundamentala bestämningsfaktorer. Med tanke på omfattningen på de makroekonomiska effekterna som följer av modellövningarna ovan, kan det därför finnas skäl för beslutsfattare att noga analysera hur olika politikförändringar kan tänkas påverka de fundamentala bestämningsfaktorerna och därigenom bostadspriserna. Konjunkturinstitutets samlade bedömning är dock att effekterna av ett inhemskt bostadsprisfall, med eller utan övriga störningar, av den storleksordning som undersökts här i sig inte behöver få större makroekonomiska konsekvenser än under en vanlig konjunkturförsämring.<sup>42</sup> Jämfört med tidsperioden då modellen är estimerad är den offentligfinansiella ställ-

<sup>42</sup> Till exempel sjönk hushållens konsumtion, och arbetslösheten steg, betydligt mer under både 1990-talskrisen och finanskrisen än de effekter som redovisats här.

ningen stark. Det begränsade utrymmet för penningpolitisk stimulans kan därför kompletteras med en mer expansiv finanspolitik än normalt för att möta en nedgång i efterfrågan. Dessutom är hushållens sparande på en hög nivå vilket kan dämpa effekterna på konsumtionen och därmed arbetslösheten.