

Penningpolitiken och bostadsmarknaden: Några reflexioner

HANS LIND

Syftet med denna artikel är att diskutera hur penningpolitikens effekter beror av bostadsmarknadens struktur, särskilt lånens egenskaper, och hur penningpolitiken påverkar bostadsmarknaden. En tes är att dessa samband i dag är betydligt starkare än när den ”nya” penningpolitiken ursprungligen lades fast i början på 1990-talet, men också att det finns en hel del fördelningseffekter som kan behöva diskuteras mer.

Den klassiska synen på penningpolitikens effekter

Hörngren (1995) kan ses som den klassiska framställningen av den ”nya” penningpolitikens transmissionsmekanismer. Jag har sedan 15 år varit ansvarig för en liten makroekonomisk introduktionskurs där vi ofta haft personer från Riksbanken som föreläsare och då är det detta som har sagts!

En räntesänkning, om vi tar det som exempel, påverkar ekonomin via tre transmissionsmekanismer.

Den första är räntekanalerna och i den klassiska synen (se Hörngren 1995, s 7–8) betonas att räntan påverkar sparande och investeringar. Den lägre räntan gör det mindre lönsamt att spara och mindre kostsamt att låna och påverkar både företagets investeringar och hushållens köp av varaktiga konsumtionsvaror. Den lägre räntan leder också till högre

tillgångspriser vilket i sin tur stimulerar konsumtionen.

Den andra är växelkurskanalen, där lägre ränta i Sverige gör att utländska placeringar framstår som mer attraktiva och detta pressar ner växelkursen, vilket gynnar den svenska exporten och styr konsumtionen mot inhemska varor (Hörngren, s 8).

Den tredje är kreditkanalen (Hörngren, s 8–9) som beskrivs som att den lägre räntan gör det relativt sett lönsammare för bankerna att låna ut pengar och kreditutlåningen generellt kommer att öka, vilket gör det lättare för företag att låna. Hörngren skriver vidare (s 10)

De komplicerade länkarna mellan styrmedlet och det slutliga målet gör även att det tar tid innan en åtgärd får effekt. En vanlig uppskattning, som också avspeglar osäkerheten om fördröjningen, är att effekterna uppträder efter ett å två år.

Det brukar visas en bild där Riksbanken gör en mer långsiktig inflationsprognos och bestämmer sin politik av hur man tror att det kommer att se ut om ett eller två år.

I denna ståndpunkt ligger ett indirekt antagande om att effekten på tillgångspriser och/eller tillgångsprisernas effekt på konsumtionen är relativt liten, eftersom den borde uppträda omedelbart. Detta kommer dock inte att diskuteras här.

Varför detta är långt från hela sanningen

Hushållen har i dag mer än 800 miljarder kr i bostadslån med rörlig ränta.¹ Inom företagen finns också stora mängder korta lån även om det inte kommer att beröras vidare här.² Med en sänk-

Hans Lind är professor i fastighetsekonomi vid Kungliga Tekniska högskolan och har i sin forskning bl a sysslat med regelsystem för bostadsmarknaden och cykler på fastighetsmarknaden. hans.lind@abe.kth.se

¹ Räknat på 1 350 miljarder i lån från bostadsinstitut (SCB) och ca 60 procent av lånen med rörlig ränta (Riksbanken).

² Det kan t ex noteras att de flesta stora allmännyttiga bostadsbolagen har en god ekonomi eftersom ”självkostnadshyrorna” är satta utifrån relativt höga långsiktiga räntor, medan man lånar kortsiktigt till mycket lägre ränta. Den goda ekonomin syns dock inte så tydligt eftersom man passar på att öka underhållsinsatserna!

ning av den rörliga bolåneräntan från i runda tal 6 procent till 2 procent innebär det en direkt effekt på disponibel inkomst efter skatt på ca 20 miljarder per år. Det paradoxala resultatet tycks bli att kombinationen av sänkta rörliga räntor och skattesänkningar gör att de disponibla inkomsterna ökar relativt kraftigt 2009 trots att BNP faller på ett dramatiskt sätt.

Lån med rörlig ränta var ovanliga när penningpolitikens transmissionsmekanismer beskrevs på 1990-talet. Det kan noteras att bostadsmarknaden och bostadslån överhuvudtaget inte nämns i Hörngrens artikel.

Konsekvensen av den stora mängden lån med rörlig ränta är också att den klassiska bilden att penningpolitiken inte har några omedelbara effekter blir felaktig. Penningpolitiken har i dag effekter som i hög grad liknar finanspolitiken, i det att den tämligen direkt sätter mer (eller mindre) pengar i hushållens händer. En effekt av detta är att penningpolitiken inte främst ska grundas på en prognos över inflationen utan på det aktuella ekonomiska läget i stort – och det är väl också det intryck man som utomstående får av vad som faktiskt styr penningpolitiken!

Effekter på bostadsmarknaden

Under åren 2004–07 pågick runt om i världen en debatt mellan å ena sidan en (liten) grupp ekonomer som hävdade att det var en prisbubbla på småhusmarknaden, och å andra sidan en (större) grupp ekonomer som menade att prishöjningen kunde förklaras med ”fundamenta” som låga räntor och stigande inkomster (se t ex Lind 2009 för en översikt). I dag har priserna i en rad länder fallit med åtminstone 20 procent och det sägs runt om i världen att det faktiskt var en prisbubbla och att den första gruppen av ekonomer hade rätt.

Men i Sverige har inte priserna fallit

nämnvärt och just nu finns inga tecken på allmänna prisfall även om det finns undantag i de orter och regioner som drabbats hårdast av arbetslösheten. Den vanliga ståndpunkten bland experter i den svenska debatten i dag tycks vara att utvecklingen här bara är tillfällig: Marknaden är ”dopad” av de låga räntorna och priserna kommer snart att börja falla. Man hänvisar t ex till att det tog tid innan småhuspriserna började falla efter fastighetskrisen i början på 1990-talet.

Det kan dock noteras att i länder där priserna fallit så har de inte fallit tillbaka till samma nivåer som innan prisstegringen, vilket ju kännetecknar klassiska bubblor. Detsamma kommer att gälla i Sverige om priserna skulle falla med 20–30 procent. Även om det delvis var en bubbla under de senaste 10 åren tycks det också ha blivit ett strukturellt skift uppåt i huspriserna.

Min hypotes är i så fall att detta sammanhänger med den nya penningpolitiken. Det är vanligt i debatten att hävda att hushållen tar för stora risker när de har så mycket av sina lån med rörliga räntor. Ett problem med detta argument är att det ser på lånen isolerat. Men om ett hushåll räknar med att inkomsterna kan sjunka under lågkonjunkturen så är faktiskt en rörlig ränta en försäkring och inte något som innebär ökade risker – om hushållet utgår från att Riksbanken kommer att sänka räntan under lågkonjunkturen. *En rörlig ränta bidrar i detta fall till att stabilisera hushållens konsumtion, genom att den sänker utgifterna just när inkomsterna riskerar att falla.* Om lån med rörlig ränta bidrar till att stabilisera konsumtionen blir det mindre ”kostsamt” att låna och det blir rationellt för hushållen att vara beredda att låna mer, vilket kan driva upp huspriserna.

Hushållssektorns stora volym av lån med rörlig ränta kan även bidra till att långsiktigt sänka den genomsnittliga räntenivån, vid sidan av allmänna

förändringar i utbud och efterfrågan på kapitalmarknaden. Hushållssektorn blir som en bank som är ”too big to fail” och även om Riksbanken sagt att man snabbt kommer att höja räntan när konjunkturen vänder uppåt, så finns det väl skäl att sätta lite frågetecken kring detta! En sådan höjning kan ju få en stor effekt på konsumtionen (och inflationen) och kraftigt bromsa konjunkturuppgången och då är det väl rationellt för Riksbanken att vara lite försiktig med sina räntehöjningar. Ett annat sätt att uttrycka detta är att vid en nedgång i konjunkturen kan det ligga i Riksbankens intresse att ta till ordentligt för att vara säker på att få en effekt, men att man vid uppgången kanske hellre tar till i underkant vid varje höjning för att inte riskera att bromsa konjunkturen för mycket – och därmed få mycket kritik. Den samlade effekten skulle bli en lägre genomsnittlig ränta.

De sänkta rörliga räntorna under en lågkonjunktur gör också att få hushåll ”tvingas” sälja sin bostad på grund av att man inte klarar lånen. Eftersom det är dessa hushåll som normalt är de som accepterar ett lägre pris innebär det att sjunkande efterfrågan på bostäder kan matchas av ett sjunkande utbud vilket håller uppe priserna. Husköpare med relativt god ekonomi har mindre tålamod och ett klassiskt spelteorieresultat är väl att den som kan vänta längst har bäst förhandlingsposition! Den rörliga räntan stärker alltså den presumtive säljarens förhandlingsposition och bidrar även på detta sätt till att minska pressen nedåt på huspriserna. De exekutiva auktionerna räknas t ex fortfarande i hundratals inom ett bestånd på flera miljoner bostäder!

Fördelningspolitiska effekter

Det finns emellertid fördelningspolitiska konsekvenser av denna utveckling som behöver uppmärksammas.

Kombinationen av lägre räntor och sänkta fastighetsskatter har gjort att alla hushåll som ägde en bostad i en tillväxtregion i mitten på 1990-talet har fått en förmögenhetsökning på 1 miljon eller mer. Förmögenhetsgapet till dem som bodde i hyreslägenhet har ökat kraftigt. Personligen är jag väldigt tacksam över att min fru övertalade mig så att vi köpte ett radhus 1996!

Ligger huspriserna kvar på en hög nivå kommer det, jämfört med tidigare decennier, att bli mycket svårare att ta steget från hyreslägenhet till ägd bostad. I en nyligen genomförd enkätundersökning (Kulander och Lind 2009) framgick att ca 85 procent av köparna sålt en annan ägd bostad och att det var särskilt få av dem som kom direkt från hyreshus som hade låg inkomst. I skrivande stund (juli 2009) publiceras tidningsartiklar som säger att bankerna höjt sina krav för utlåning så att man ska klara 6–7 procent ränta för att få låna, vilket naturligtvis innebär att bara de som har en förmögenhet eller hög inkomst får möjlighet att ta del av de låga räntorna.

Många länder har en politik inriktad på att hjälpa fler hushåll att ta detta steg (se t ex Atterhög och Song 2005) och det är nog dags att diskutera mer kraftfulla sådana åtgärder, även om vi naturligtvis ska dra lärdom av ”sub-prime”-krisen på denna punkt. I Atterhög m fl (2003) diskuteras tänkbara åtgärder mer i detalj ur ett svenskt perspektiv.

Eftersom hyrorna inte är direkt kopplade till räntenivåerna leder räntesänkningar till kraftiga ökning i den disponibla inkomsten enbart för dem som äger sin bostad och har stora lån. De som bor i hyreslägenheter får ingen motsvarande effekt. Detta kan ses som rationellt utifrån att hushåll med lägre inkomster inte kan ta så stora risker, men argumenten i tidigare avsnitt antyder att riskerna inte är så stora och då blir den fördelningspolitiska profilen

mer diskutabel. I media har det varit ett antal reportage om hur husägare som blivit arbetslösa ska klara sina bostadskostnader, men den grupp som riskerar att råka värst ut är faktiskt de arbetslösa som bor i hyreslägenhet, eftersom de inte får någon utgiftsminskning.

Betraktar vi penningpolitikens utformning som given, vilket verkar rimligt med hänsyn till dess stora konjunkturpolitiska effekter, kan man fråga sig om hyressättningsystemet behöver förändras. Ska hyresgästerna kunna välja mellan ”rörliga” och ”fasta” hyror på samma sätt som husägaren kan välja låneform?³

På lång sikt kan naturligtvis hyresgästerna vinna på den nya penningpolitiken – om kommunerna planlägger mer mark och bygger ut infrastruktur och om bostadsföretagen sänker sina avkastningskrav så kommer ju hyrorna i nyproduktionen att sjunka, vilket i sin tur påverkar hyresnivån i beståndet. Det finns dock många diskutabla ”om” i detta påstående!

Avslutning

Lite tillspetsat kan man säga att min tes är att de klassiska penningpolitiska transmissionsmekanismerna i Sverige i dag väger lätt i relation till effekterna via den stora mängden lån med rörlig

ränta. Detta gör penningpolitiken mer effektiv på kort sikt och kan därmed också förklara varför regeringen varit försiktig med finanspolitiska åtgärder.

Denna förändring innebär emellertid också ett antal fördelningspolitiska effekter och det kan behövas både en kompenserande profil på finanspolitiken och förändringar i hyressättningsystemet.

REFERENSER

Atterhög, M, A Hellström, H Lind och H-S Song (2003), ”Är det motiverat att underlätta för hushåll med låga inkomster att äga sin bostad – och hur ska det i så fall göras?”, rapport från Avdelningen för Bygg- o fastighetsekonomi, KTH, Stockholm.

Atterhög, M och H-S Song (2005), ”Policies to Increase Access to Home Ownership for Low-Income Households”, i Atterhög, M, *The Effect of Competition and Ownership Policies on the Housing Market*, doktorsavhandling, Avdelningen för Bygg- o fastighetsekonomi, KTH, Stockholm.

Hörngren, L (1995), ”Penningpolitik i teori och praktik”, *Penning- & Valutapolitik*, årg 3, s 5-12.

Kulander, M och H Lind (2009), ”Belåningsgrader och lånevillkor – en studie av husköpare våren 2008”, rapport från Avdelningen för Bygg- o fastighetsekonomi, KTH, Stockholm.

Lind, H (2009), ”Price Bubbles in Housing Markets: Concept, Theory and Indicators”, *International Journal of Housing Markets and Analysis*, årg 2, s 78-90.

³ Hyresgästföreningen har argumenterat för att hyresgäster ska kunna göra ränteaavdrag liknande de som husägare gör, men då utifrån bostadsföretagets räntekostnader. Detta leder dock till ”fel” fördelningspolitisk effekt ur ett konjunkturperspektiv eftersom värdet av dessa ränteaavdrag sjunker i lågkonjunkturen när räntan är lägre. Bostadskostnaden stiger då för hyresgästen i lågkonjunkturen om inte hyran sänks.