

LENNART BERG

Kapitalvinster, hushållens konsumtion och sparande

En uppenbar lärdom av den ekonomiska utvecklingen under 1980-talet är att utvecklingen av tillgångspriserna har betydelse för stabiliseringspolitiken. I *Ekonomisk Debatt* nr 3 1993 diskuterar Bäckström [1993] bl a sambandet mellan sparande och utvecklingen av tillgångspriserna i Sverige och omvärlden.¹ I senaste *OECD Economic Survey for Sweden*, (OECD [1994]), framhålls också vikten av att vara observant på tillgångsprisernas utveckling. I sin analys kommer OECD fram till att avregleringen på kreditmarknaden och därmed förknippade kapitalvinster för hushållen är en mycket betydelsefull förklaringsfaktor till det låga hushållssparandet under senare delen av 1980-talet i Sverige. I sin ekonometriska analys tillskriver OECD-ekonomerna att hushållens (implicita) kapitalvinster förklarar huvuddelen av fallet i hushållens sparkvot under åren 1987–89.

Om vi fokuserar vårt intresse på hushållens sparande så kan noteras att tillgångspriserna har varierat även före avregleringen på den svenska kreditmarknaden. Före avregleringen förefaller dessa prisvariationer huvudsakligen haft effekt på framförallt fördelningen av hushållens sparande.² I och med avregleringen av kreditmarknaden har hushållen kunnat låna i en större omfattning än tidigare.³ Möjligheten uppstår att diskon-

tera förmögenhetsökningar via kapitalmarknaden – tex kan en fastighet som stiger i värde belånas och pengarna kan användas till konsumtion. Avregleringen på kapitalmarknaden kan sägas ha gjort de icke-likvida förmögenheterna likvida och hushållen har kunnat minska den egna kapitalinsatsen i tex ett eget hem.⁴ En följd av avregleringen av kreditmarknaden blir således att kapitalvinster och -förluster blir betydelsefulla för den realekono-

¹ För en översikt om hushållens sparande, skuldsättning och tillgångspriser i de övriga nordiska länderna se även Berg [1994].

² Se Berg [1988] som mha en portföljmodell analyserar hushållens förmögenhetssammansättning och finner bl a att avkastningen och därmed prisutvecklingen på egna hem är en viktig förklaringsfaktor.

³ Tillgängligheten av kredit har rapporterats som en betydelsefull faktor i många studier om hushållens sparande och konsumtion under 1970- och 1980-talet, se tex Palmer [1981], Bentzel & Berg [1983] och Berg [1988]. Dessa resultat styrks av senare studier som testar för konsumtionens överkänslighet visavi inkomstutvecklingen (*excess sensitivity*), se Berg [1993] och Assarsson [1993].

⁴ I den engelska litteraturen benämns detta fenomen som *equity withdrawal* och där har man noterat att belåningsgraden ökat för bl a egna hem som en följd av avregleringen på kreditmarknaden, se tex Miles [1992]. Detta gäller även för Sverige under senare halften av 1980-talet. Samtidigt som utlåningen från hypoteksinstitutet expanderat kraftigt har nettoinvesteringarna i egna hem i stort sett upphört vilket innebar att totalt sett för hushållssektorn har andel eget kapital för egna hem minskat.

Docent LENNART BERG är verksam vid Nationalekonomiska institutionen vid Uppsala universitet.

miska utvecklingen i och med att belåningsmöjligheten *de facto* har ökat. En annan effekt av avregleringen är att hushållens skuldsättning blåses upp. Den ökande skuldsättningen har av allt att döma varit av engångskaraktär. Hushållen var under regleringsperioden ransonerade och kunde inte skuldsätta sig i önskad utsträckning. Borttagandet av regleringen resulterade i en temporär ökning av nytulningen då hushållen justerade sin skuldsättning. Denna ökade skuldsättning har spillt över i en ökning av konsumtionen av framförallt varaktiga konsumtionsvaror.

Hur stora är de implicita kapitalvinsterna?

Välkänt är att realpriset för aktier och egna hem ökade under slutet av 1980-talet. Mindre känt är dock den ungefärliga storleksordningen på dessa (implicita) kapitalvinster. Berg [1988] och Berg & Bergström [1993] har tidigare publicerat beräkningar över hushållens kapitalvinster för egna hem och aktier. I denna artikel har jag uppdaterat och utvidgat dessa beräkningar, som återfinns i *Tabell 1*.

De realpriser som återfinns i tabellen är Stockholmsbörsens generalindex respektive ett vägt riksgenomsnitt av priserna för egna hem och fritidshus⁵ i relation till den allmänna prisutvecklingen. Samtliga prisindex har normerats till att vara lika med ett för 1985. Utifrån den framräknade tidsserien av realpriset för aktier kan beräknas att realt sett minskade generalindex med ca 25 procent under 1970-talet samt ökade med hela 400 procent under 1980-talet och med 14 procent mellan 1990 och 1993. Motsvarande kalkyl för realpriset för egna hem ger vid handen att under 1970-talet ökade priserna med 15 procent medan de minskade med 9 procent respektive 25 procent under 1980-talet respektive 1990–93. Observera dock att realpriset för egna hem först faller under 1980-talet för att sedan öka. Mellan 1980 och 1985 faller realpriset för egna

hem med hela 46 procent⁶ som följs av en uppgång på 36 procent mellan 1985 och 1990. Viktigt att notera i detta sammanhang är att den reala prisminskningen på egna hem under de senaste åren är mycket mindre än den som vi upplevde under första delen av 1980-talet.

Nästa fråga är hur stora dessa implicita kapitalvinster har varit för hushållen? Jag har valt redovisa en grov kalkyl över dessa för hushållens innehav av egna hem och aktier. Kalkylen baseras på att jag beräknar effekterna av förändringen i realpriserna sedan hänsyn tagits till investeringar i aktier och egna hem. Den använda formeln återges under *Tabell 1*. De beräknade kapitalvinsterna redovisas sedan i procent av real disponibel inkomst.⁷

Som en följd av fluktuationer i realpris och i investeringar i dessa två tillgångsslag varierar de beräknade kapitalvinsterna också kraftigt. Längst ned i tabellen redovisas medelvärdesberäkningar för några valda tidsperioder. Beträffande aktier var kapitalvinsten negligierbar för 1970-talet. För första hälften av 1980-talet uppgick kapitalvinsterna för aktier till i genomsnitt 2,8 procent av de disponibla inkomsterna och föra andra hälften till 4,3 procent. För egna hem uppgår den genomsnittliga vinsten till ca 5 procent under 1970-talet medan förlusten för första halvan av 1980-talet uppvägs av vinsten för andra hälften. För de fyra första åren under 1990-talet stannar kapi-

⁵ Fortsättningsvis använder termen "egna hem" synonymt med termen "egna hem och fritidshus".

⁶ Persson [1989] uppskattar att 1983–85 års skattereform, med en avdragsbegränsning för skuldräntor på 50 procent, bör på kort sikt ha sänkt realpriset för egna hem med 17–18 procent.

⁷ Som bekant ingår inte kapitalvinster i nationalräkenskaperna. Jag justerar inte heller de disponibla inkomsterna med den beräknade kapitalvinsten.

Tabell 1 Realpris och hushållens implicita kapitalvinster för aktier och egna hem 1970–93.

	Aktier		Egna hem		Summa Kapitalvinster i procent av disponibel inkomst	Kapitalvinster i procent av bruttoförmö- genhet
	Realpris	Kapitalvinst i procent av disponibel inkomst	Realpris	Kapitalvinst i procent av disponibel inkomst		
1970	0,51		1,38			
71	0,57	3,3	1,37	2,2	5,6	1,2
72	0,59	1,1	1,39	2,9	4,0	0,9
73	0,55	- 2,2	1,42	4,8	2,6	0,6
74	0,49	- 1,0	1,44	5,2	4,1	0,9
75	0,57	1,9	1,42	- 0,4	1,5	0,4
76	0,52	- 1,6	1,48	9,7	8,1	1,9
77	0,39	- 3,3	1,55	10,5	7,3	1,6
78	0,41	- 0,3	1,56	6,7	6,4	1,4
79	0,38	0,7	1,59	6,0	6,7	1,4
1980	0,41	- 2,3	1,46	-11,2	-13,5	-3,0
81	0,57	3,1	1,28	-19,9	-16,8	-3,8
82	0,70	3,0	1,17	-10,9	- 7,8	-1,7
83	1,04	11,4	1,05	-13,1	- 1,8	-0,4
84	0,85	- 2,0	1,01	- 4,0	- 6,0	-1,3
85	1,00	3,7	1,00	- 1,7	2,0	0,5
86	1,44	6,5	1,01	1,9	8,3	1,8
87	1,26	- 6,7	1,08	10,3	3,7	0,8
88	1,81	11,8	1,22	14,4	26,2	4,9
89	2,11	5,6	1,33	17,4	23,1	4,1
1990	1,33	-15,5	1,36	9,1	- 6,4	-1,2
91	1,27	- 6,1	1,36	2,5	- 3,6	-0,7
92	1,23	- 1,3	1,19	-19,6	-20,9	-4,5
93	1,52	13,6	1,01	-24,9	-11,3	-2,6
1971-79		- 0,1		5,3	5,1	1,1
1980-85		2,8		-10,1	- 7,3	-1,6
1986-89		4,3		11,0	15,3	2,9
1990-93		- 2,3		- 8,2	-10,6	-2,2

Ann: Kapitalvinsten, π , i fast pris har beräknats enligt följande:

$$\pi = P_t K/P - P_{t-1} K_{-1}/P_{-1} - P_t I^N/P$$

dar P_t är prisindex för tillgången,
 P prisindex för den allmänna prisnivån,
 K volymen av tillgången, och
 I^N nettoinvesteringen.

Uppgifterna för 1993 är preliminära.

taförlusten vid ca 8 procent av de disponibla inkomsterna.

I näst sista kolumnen i *Tabell 1* finns kapitalvinsterna summerade och som enligt mina kalkyler uppgick till hela 15 procent av de disponibla inkomsterna mellan 1986 och 1989. För 1990-talets första år noteras kapitalförluster motsvarande 10 procent. I tabellen har jag också redovisat de beräknade kapitalvinsterna i procent av hushållens bruttoförmögenhet.⁸ Eftersom hushållens bruttoförmögenhet är bortemot fem gånger större än den disponibla inkomstsumman blir kapitalvinsterna uttryckt i procent av denna variabel desto mindre. Utifrån medelvärdesberäkningarna uppgick dessa vinster till en dryg procent för 1970-talet för att under första delen av 1980-talet minska med ca 1,5 procent samt öka med 3 procent under andra delen av detta decennium. För de senaste åren redovisas ett fall på drygt 2 procent.

Kapitalvinster, sparande och konsumtion

I sin ekonometriska analys har OECD-ekonomerna funnit att efter 1985 har en kronas ökning av kapitalvinsterna i hushållssektorn resulterat i en ökning av den privata konsumtionen med 50 öre. Detta är en kraftig effekt och kan tolkas som att hushållen skulle betrakta kapitalvinster som inkomst och inte som en förmögenhetsökning.

Huruvida hushållen uppfattar kapitalvinster som inkomst eller förmögenhetsökning är viktigt för förståelsen för konsumtions- och sparandeutvecklingen i samhället. I en tidigare studie har jag analyserat om kapitalvinster i aktier och egna hem hade större effekt på konsumtionen än förmögenheten, se Berg [1988]. Slutsatsen var att kapitalvinster kunde betraktas som förmögenhetstillskott. Effekten på konsumtionen utifrån resultaten i min gamla studie blir påtagligt mindre än den som OECD-ekonomerna har erhållit. Enligt mina estimat medförde en ökning

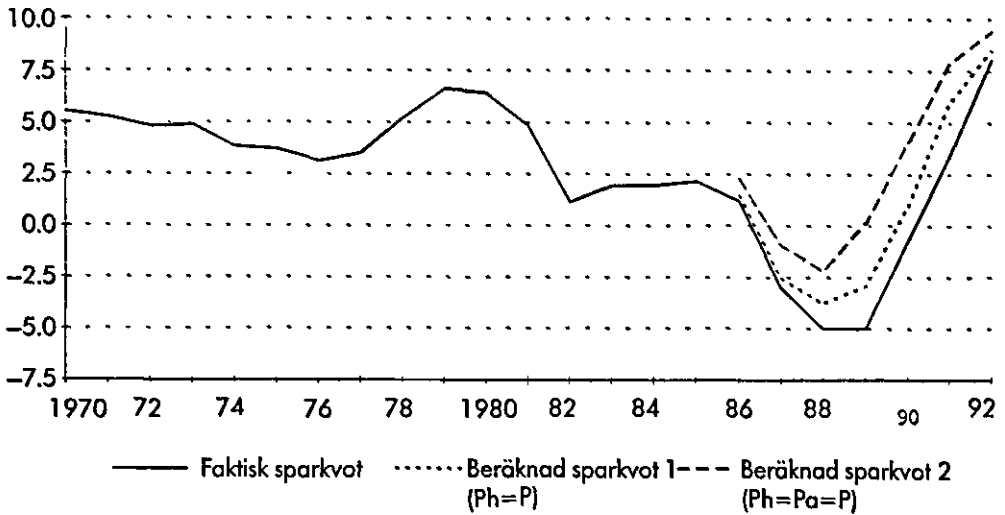
av förmögenheten med en krona att konsumtionen ökade med mellan 5 och 6 öre. I min gamla studie sträcker sig undersökningsperioden från 1950-talets början fram till 1986 och undersökningen har således utförts under en period med en reglerad kreditmarknad. Resultaten kan därför vara föråldrade och jag skall därför även göra en jämförelse med en studie av senare datum.

I en studie där konsumtionsutvecklingen analyseras mellan 1970 och 1992 har Reinhold Bergström och jag tagit hänsyn till inkomstutveckling, skuldsättning och förmögenhetssammansättning, se Berg & Bergström [1993]. Konsumtionsfunktionen har specificerats så att hänsyn tas till såväl kort som långsiktiga effekter – en sk *error correction*-modell. Med hjälp av en av de i studien redovisade modellerna, har jag simulerat utvecklingen av hushållens sparkvot utifrån två olika antagande om utvecklingen av realpriserna för egna hem och aktier.⁹ Simuleringsövningen syftar således till att studera förmögenhetseffekter av kapitalvinster på hushållens sparande. Beräkningarna finns tillsammans med den faktiska utvecklingen av hushållens sparkvot redovisade i *Figur 1*.

⁸ Variabeln hushållens bruttoförmögenhet utgors av summan av vardet av hushållens innehav av små- och fritidshus, hyreshus, bostadsrättslägenheter, jordbruk, varaktiga konsumtionsvaror samt finansiella tillgångar. I variabeln finansiella tillgångar ingår bank och allemanssparande, obligationer, aktier, frivilligt försäkrings-sparande samt övriga finansiella tillgångar. Beräkningarna utgör en uppdatering av de data som redovisas i Berg [1988] där även en dokumentation över använda kalkylmetoder och källor finns redovisad.

⁹ Den dynamiska konsumtionskvation, baserad på kvartalsdata, som används för simuleringen är *restricted model* (9) i Berg & Bergström [1993]. Simuleringarna har också gjorts med kvartalsdata som bas men därefter har de två olika projicerade utvecklingarna summerats till årsvärden.

Figur 1 Hushållens faktiska sparkvot 1970–92 samt simuleringar över sparkvotens utveckling givet förutsättningen att priset för egna hem (Ph) och aktier (Pa) följer den allmänna prisnivån (P).



Källa: se texten.

Av figuren framgår att hushållens sparkvot minskar med ca 7,5 procentenheter mellan 1985 och 1989 för att därefter öka med 12,5 procentenheter fram till 1992. Dessa fluktuationer har naturligtvis inneburit att den privat konsumtionen och därmed total efterfrågan i ekonomin har förändrats kraftigt. De kalkyler jag gjort avser att beräkna sparande- och konsumtionsutvecklingen givet att priset på egna hem och aktier skulle ha följt den allmänna prisutvecklingen, allt annat lika. Jag simulerade således två alternativa utvecklingsbanor för hushållens sparande och konsumtion utifrån förutsättningen att realpriset för aktier och egna hem skulle ha varit oförändrat mellan 1985 och 1992.

För *beräknad sparkvot 1* i Figur 1, antar jag att realpriset för egna hem var oförändrat 1985–92 och för *beräknad sparkvot 2* antar jag att såväl realpriset för egna hem som aktier var oförändrade. Enligt mina beräkningar skulle de kraftiga ökningarna i realpriset för egna hem och därmed förmögensökning mellan 1988 och 1991 resul-

terat i att hushållens sparkvot var 1 till 2 procentenheter lägre än eljest (differensen mellan beräknad sparkvot 1 och faktisk sparkvot). Effekten på hushållens sparande av att även aktiepriserna följer den allmänna prisutvecklingen blir att den beräknade sparkvoten ökar ytterligare några procentenheter. Största effekten uppmäts för 1989 då diskrepansen mellan faktisk sparkvot och beräknad sparkvot 2 uppgår till 5 procentenheter.

Effekten av en faktisk förändring av realpriset visavi ett oförändrat realpris för aktier blir genomgående kraftigare än motsvarande förändring för egna hem trots att värdet av hushållens aktieinnehav uppgår till ca 1/4 av det beräknade värdet för husstocken. Detta sammanhänger med att realprisförändringen varit större för aktier än för egna hem men även med det faktum att den, i modellen, estimerade marginella konsumtionsbenägenheten med avseende på finansiell förmögenhet är nästan dubbelt så stor som konsumtionsbenägenheten med avseende

på realvärdet av husstocken – 24 respektive 14 procent. Att konsumtionsbenägenheten är större för de mer likvida finansiella tillgångar än för husinnehav är också vad man kan förvänta sig.

Lärdomar

De simuleringar jag redovisat i denna artikel ger vid handen att utvecklingen av tillgångspriser är av betydelse för stabiliseringspolitiken. Givet förutsättningarna för beräkningarna, tyder resultaten på att hushållens sparkvot minskat med i genomsnitt 3 procentenheter mellan 1986 och 1992 som en följd av att de två tillgångspriserna avvikit från den allmänna prisutvecklingen. Eftersom drygt hälften av BNP utgörs av konsumtionsutgifter implicerar mina beräkningar, allt annat oförändrat, att aggregerad efterfrågan hade varit ca 1,5 procent lägre om realpriset för egna hem och aktier varit oförändrat mellan 1985 och 1992. Den sk *asset inflation* som vi upplevt synes vara en viktig förklaringsfaktor bakom det kraftiga ekonomiska uppsvinget under senare hälften av 1980-talet.

Utifrån mina simuleringar erhålls kraftiga effekter på hushållens sparande av förändringar i realpriserna för egna hem och fritidshus samt aktier. Observera dock att de effekter OECD-ekonomerna har redovisat är än kraftigare. Det bör också påpekas att trots att jag håller realpriserna oförändrade uppvisar *beräknad sparkvot* 2 ett fall med 5 procentenheter mellan 1986 och 1989. I den underliggande modellen förklaras denna minskning i sparandet med en ökad skuldsättning – avregleringen på kreditmarknaden resulterar i en tillfällig ökning av skuldsättningen som en följd av att hushållen var kreditransonerade. Den kraftiga ökningen av hushållssparandet efter 1989 sammanhänger med bl a fallande förmögenhetsvärde och kapitaliseringseffekter av 1990–91 års skattereform.¹⁰

¹⁰ För en inträngande diskussion beträffande kapitaliseringseffekten av 1990–91 års skattereform se Agell [1990].

Referenser

- Agell, J, [1990], "Skattereformen och kapitalbeskattningen: halvmesyr eller förståndig kompromiss?" I Agell, J, Måler, K-G & Södersten, J (red), *Ekonomiska perspektiv på skattereformen*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Assarsson, B, [1993], "Livscykelhypotesen, konsumtionen och stabiliseringspolitiken". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 7, s 607–618.
- Bäckström, U, [1993], "Tillgångspriser och stabiliseringspolitik". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 5, s 451–464.
- Bentzel, R & Berg, L, [1983], "The Role of Demographic Factors as a Determinant of Savings". I Modigliani, F & Hemming, R (red), *The Determinants of National Saving and Wealth*, Macmillan, London.
- Berg, L, [1988], *Hushållens sparande och konsumtion*. Allmänna förlaget, Stockholm.
- Berg, L, [1993], "The Permanent Income Hypotheses and Excess Sensitivity of Consumption – an Empirical Test on Swedish Data". Working Paper 1993:11, Department of Economics, Uppsala university.
- Berg, L, [1994], "Household Savings and Debts – the Experience of the Nordic Countries". *Oxford Review of Economic Policy*, vol 10, no 2.
- Berg, L & Bergström, R, [1993], "Consumption, Income, Wealth and Household Debt – an Econometric Analysis of the Swedish Experience 1970–1992". Working Paper 1993:12, Department of Economics, Uppsala university.
- Miles, D, [1992], "Housing Markets, Consumption and Financial Liberalisation in the Major Economies". *European Economic Review*, vol 36.
- OECD [1994], *OECD Economic Survey for Sweden*. Paris 1994.
- Palmer, E E, [1981], *Determination of personal consumption*. National Institute of Economic Research, Stockholm.
- Persson M, [1989], "Effekter på bostadsmarknaden av en ändring av kapitalinkomstbeskattningen". Bilaga 15 i SOU 1989:33, *Reformrad inkomstbeskatning Del IV*. Allmänna Förlaget, Stockholm.