

Villapriserna och inflationen

Villaprisernas snabba stegring har förklarats med många faktorer. Här lanseras ytterligare en förklaring: realräntans fall. Om detta utgör hela förklaringen är det inte säkert att villaägarna tjänat på prisutvecklingen.

Den snabba prisstegringen på främst villor och radhus har ägnats stor uppmärksamhet inom såväl den fördelningspolitiska som den bostadspolitiska debatten. I *figur 1* återges prisutvecklingen för en- och tvåfamiljsfastigheter under perioden 1960—1975 (heldragen kurva); som jämförelse återges även konsumentprisindex (streckad kurva).

Det faktum att fastighetspriserna stiger snabbare än övriga priser skapar naturligtvis en intressant fråga för nationalekonomerna, nämligen frågan om vad som ligger bakom denna prisstegring. Svaren har varit flera:¹ Produktivitet utvecklingen inom byggnadsindustrin är låg, och relativkostnaderna (och därmed relativpriset) för fastigheterna stiger därför. Storstadstillväxten och folkökningen utövar ett allt större tryck på den trots allt begränsade tillgången på land, vilket pressar upp priset. Med stigande levnadsstandard efterfrågar vi större och bättre bostäder, och är beredda att betala mer för dem.

Vid sidan av de ekonomisk-teoretiska synpunkterna på vad som ligger bakom prisstegringen har denna mycket påtagliga fördelningspolitiska aspekter. Det ligger

nära till hands att anta, att prisstegringarna ökar snedheten i inkomst- och förmögenhetsfördelningen.²

Syftet med denna artikel är av såväl ekonomisk-teoretisk som fördelningspolitisk natur: Jag vill *dels* erbjuda ytterligare en förklaring, utöver de ovan nämnda, till den prisutveckling som illustreras i *figur 1*, och jag vill *dels* ifrågasätta — eller åtminstone ta upp till diskussion — uppfattningen att fastighetsägarna har gjort de stora kapitalvinster som en hastig blick på *figur 1* kan ge intryck av.

Kontantpris — försäljningspris

Först några definitioner. Om en fastighet säljes kontant för, låt säga, A kronor säger vi att detta belopp utgör *kontantpriset*. Om fastigheten i stället säljes på kredit, för B kronor att betalas om ett visst antal år, säger vi att *försäljningspriset* är B kronor. Som bekant behöver inte dessa två priser vara lika stora; ett hus med långa och förmånliga lån kan i regel säljas till ett högre pris än ett i övrigt likvärdigt hus utan lån. Eftersom ytterst få hus säljes kontant illustrerar kurvan i *figur 1* *försäljningsprisernas* utveckling.

Med *tidspreferens* avser vi den premie en person kräver för att acceptera att en

Civilekonom MATS PERSSON är lärare och forskare i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han arbetar för närvarande med en studie av teorin för inflation och arbetslöshet.

¹ Se Sandelin [1977].

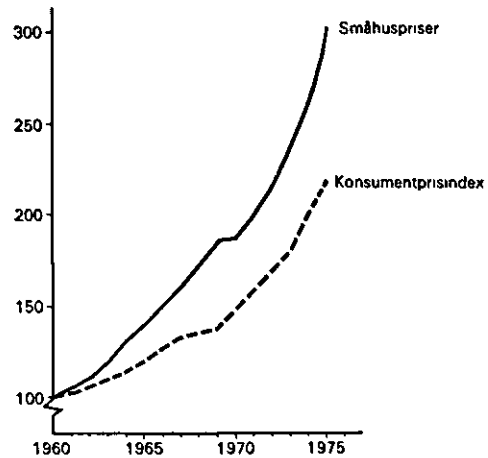
² Fordelningsfrågan har många dimensioner och kan inte enbart analyseras i termer av rika—fattiga. En minst lika viktig aspekt gäller den intergenerationella fördelningen; det är främst unga familjer som köper villor, och som finansierar dem med lån till låga eller negativa realräntor. Jfr Näslund [1977].

inkomst skjuts upp en period; om således personen ifråga är indifferent mellan 100 kronor i år och 110 kronor nästa år säger vi att hans tidspreferens är 10 procent. Man brukar ofta antaga att tidspreferensen är lika med den alternativa avkastning en person kan få på sitt kapital, dvs i regel lika med bankräntan. I verkligheten är detta dock långtifrån självklart; eftersom fastighetsköp oftast inte är marginella affärer för varken köparen eller säljaren, och eftersom bankernas utlånings- och inlåningsräntor skiljer sig avsevärt åt vore det i själva verket en märklig tillfällighet om tidspreferensen vore lika med bankräntan.

Antag nu att en fastighetsägare vill sälja sitt hus till ett pris på 100 000 kronor kontant. Efter en tids annonserande i pressen visar det sig att ingen köpare kan prestera detta kontantbelopp, och säljaren går därför med på att ge ett lån på köpeskillingen, med 15 års löptid och till 9 procent ränta. Men han vill då inte längre hålla fast vid det gamla kontantpriset 100 000 kronor; för att acceptera den senareläggning av betalningen som det 15-åriga lånet innebär vill han som kompensation få ut ett större försäljningspris, låt säga 150 000 kronor. Hans tidspreferens förhåller sig då till låneräntan på ett sådant sätt att han uppfattar en betalning på 100 000 kronor i dag (= kontantpriset) som likvärdig en betalning på 150 000 kronor (= försäljningspriset), plus 9 procent årlig ränta, om 15 år.

Man kan visa³ att om tidspreferensen är större än låneräntan så kommer försäljningspriset att vara högre än kontantpriset; om lånets löptid är lång kommer det t o m att vara *mycket* högre. Om däremot tidspreferensen är mindre än räntan kommer förhållandet mellan de två priserna att bli det omvända. Det skulle betyda att säljaren inte har så stort behov av kontanter, så han accepterar gärna ett lån i stället; ränteinkomsten från lånet är minst lika stor som hans inkomst (eller

Figur 1. Index för småhuspriser 1960—1975.



Källa: Sandelin [1977], sid 124.

nytta) skulle vara från någon alternativ användning av pengarna. Ehuru detta fall inte på något sätt är omöjligt kan man dock, på grund av att försäljningspriserna i verkligheten oftast är högre än den kontanta motsvarigheten, sluta sig till att tidspreferensen i regel är större (eller åtminstone inte mindre) än räntan.

I det ovanstående har vi hela tiden talar om *säljaren*, men det är uppenbart att liknande resonemang även gäller för *köparen* av en fastighet. Det skulle då kunna tydas sålunda: en köpare som är vil-

³ Om vi betecknar kontantpriset med A och försäljningspriset med B kan förhållandet dem emellan ges av en enkel nuvärdesformel,

$$B = \left(\frac{1+p}{1+r} \right)^n \cdot A,$$

där p betecknar tidspreferensen, r räntan och n lånets löptid. Beroende på lånets mer specifika utformning, tidpunkten då de upplupna räntorna betalas etc kan formeln få ett något annorlunda utseende, vilket i endast obetydlig utsträckning påverkar beräkningarna i det följande. Det bör dock observeras att formeln innebär en stark förenkling av problemet. I verkligheten finansieras husköpet med flera lån, med olika löptider och räntesatser, samt betalas en del av priset i form av en kontantsats. För överskådlighetens skull bortser vi i detta sammanhang från sådana komplikationer, som inte ändrar någonting i princip och som — om så önskas — lätt kan inarbetas i formeln. Vi bortser även från de riskhänsyn som kan tänkas påverka storleken av B.

lig att betala 100 000 kronor kontant för en fastighet skulle, om han i stället blev erbjuden en 15-årig kredit, kunna sträcka sig så långt som att acceptera ett försäljningspris på 150 000 kronor. Om lånet i stället löpte på 17 år skulle motsvarande pris vara, låt säga, 160 000 kronor. Och vi vet alla att detta fenomen dagligen manifesteras på husmarknaden; om köparen erbjuder sig att betala en högre kontantsats förväntar han sig att därigenom kunna pressa ner priset med några tusenlappar.

En möjlig förklaring till att fastighetspriserna ökat så snabbt som *figur 1* ger vid handen skulle således kunna vara att den genomsnittliga längden på fastighetslånen ökat. I räkneexemplet ovan framgick att en ökning av lånetiden från 15 till 17 år skulle motsvara en sexprocentig höjning av försäljningspriset. Och denna höjning skulle inte gynna eller missgynna vare sig säljaren eller köparen; under förutsättning att de två agenterna har någorlunda lika tidspreferens innebär höjningen helt enkelt en rimlig kompensation för de förändrade lånevillkoren.

Inflationen och realräntan

Huruvida en förlängning av den genomsnittliga lånetiden verkligen ligger bakom den snabba stegringen av fastighetspriserna vill jag låta vara osagt. Det är i och för sig rimligt att förändringar i kredittiden äger rum — under tider av sträng kreditåtstramning kan tex villasäljare i ökad utsträckning själva axla finansieringsbördan, acceptera lägre kontantsatser m m. Men för att kunna säga att någon sådan *trendmässig* förändring ägt rum under 60- och 70-talen krävs en ingående empirisk studie av kreditvillkor, handpenningens storlek m m, och en sådan omfattande undersökning faller utanför ramen för denna artikel.

I stället vill jag rikta uppmärksamheten på en faktor som är lättare att empiriskt belägga. Räkneexemplet i det ovan-

stående förutsatte att den allmänna prisnivån var konstant. Om inflationen i stället vore exempelvis 5 procent per år skulle både köparen och säljaren ta hänsyn till att *realräntan* nu inte längre är 9 procent (= den nominella räntan), utan endast 4 procent (\approx nominalräntan minus inflationstakten). Eftersom det i själva verket är det reala värdet av framtida betalningsströmmar som avgör den nytta vi har av dem, och eftersom tidspreferensen således avser reala betalningar, kommer därför förhållandet mellan kontant- och försäljningspris att bestämmas av tidspreferensen och realräntan.⁴ Låt oss återgå till exemplet ovan med ett 15 års lån med 9 procent nominell ränta, och låt oss dessutom göra antagandet att inflationstakten

”En möjlig förklaring till att fastighetspriserna ökat så snabbt... skulle kunna vara att den genomsnittliga längden på fastighetslånen ökat.”

är 5 procent. I så fall skulle ett kontantpris på 100 000 kronor svara mot ett försäljningspris på kanske drygt 300 000 kronor. Det vill säga: En tredubbling av köpesumman skulle erfordras för att kompensera säljaren och köparen för ett 15-årigt uppskjutande av betalningen i en ekonomi med 5 procents inflation.

Medan det är svårt att säga huruvida tidspreferensen eller kredittiden förändrats sedan 1960 är det däremot klart att realräntan i Sverige visar en, trots den stora spridningen i de observerade värdena, signifikant nedåtgående trend. I *figur 2* nedan har realräntan, beräknad som räntan på långa statsobligationer deflate-

⁴ Motsvarigheten till formeln i fotnot nr 3 ovan kommer då att lyda:

$$B = \left(\frac{(1+p)(1+i)}{1+r} \right)^n \cdot A = \left(\frac{1+p}{1+R} \right)^n \cdot A$$

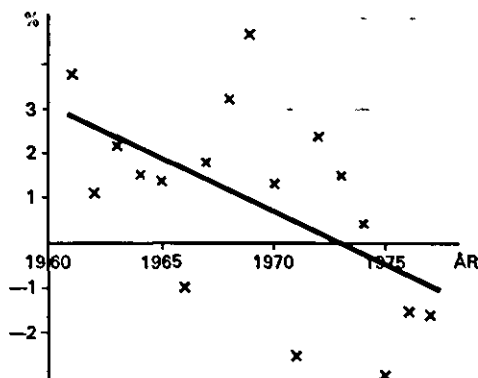
där i betecknar inflationstakten och där $R = \frac{1+p}{1+i} - 1$ är realräntan.

rad med konsumentprisindex, ritats in tillsammans med en skattad trendlinje som visar att räntan sjunkit med i genomsnitt en kvarts procent per år.⁵

Observera att dessa siffror endast speglar räntan på *nya* lån under respektive år. I den mån räntan är fast, eller åtminstone mycket trögrörlig (vilket gäller för vissa fastighetslån), kommer således realräntan på *den totala mängden utestående lån* att vara avsevärt lägre. Vidare har under perioden en trendmässig höjning av marginalskatten ägt rum, varför det finns anledning att tro att realräntan *efter skatt*, dvs den nettoränta som husköpare egentligen är intresserade av, har sjunkit ännu mer. Således är det snarast ett väl försiktigt påstående om man säger att realräntan sjunkit med ca 1/4 procentenhet per år, från omkring 3 procent i början av 60-talet till ca minus en procent i mitten av 70-talet. Å andra sidan är det givetvis inte den räntenivå som råkar råda vid köptillfället som avgör vad köparen är beredd att betala, utan i stället den räntenivå som förväntas råda under låneperioden. För att konstruera ett inte alltför orimligt räkneexempel väljer vi därför de tämligen försiktiga uppskattningarna tre respektive minus en procent. Hur påverkar en sådan förändring fastighetspriserna?

Låt oss anta att *kontantpriserna* har utvecklats helt i takt med den allmänna prisnivån, så att fastigheterna relativt sett varken har blivit dyrare eller billigare de senaste 15 åren. Låt oss också anta att realräntan år 1960 var 3 procent, och att tidspreferensen var 4 procent. Vid en lånetid på 10 år (som vi antar varit konstant under perioden, och som snarast ligger på den försiktiga sidan när det gäller att spegla den genomsnittliga lånetiden i verkligheten) innebär detta att ett hus som 1960 kostade 50 000 kr kontant skulle ha ett försäljningspris på 55 000 kr med det 10-åriga lånet. 1975 har konsumentprisindex ökat med 119 procent, dvs kontant-

Figur 2. Realräntan i Sverige 1960—1976.



Källa: OECD, Main Economic Indicators.

priset på det hus som 15 år tidigare kostade 50 000 kronor är nu 109 000 kronor, en ökning som ligger helt i takt med inflationen i övrigt. Men när det gäller försäljningspriset på ett sådant hus med 10-åriga lån har betydelsefulla förändringar inträffat: eftersom realräntan sjunkit till minus 1 procent blir försäljningspriset 179 000 kronor, dvs en ökning från 1960 med drygt 225 procent.

Nu bygger denna siffra på det i och för sig godtyckliga antagandet att tidspreferensen är 4 procent, och en berättigad fråga är hur känsliga beräkningarna är för detta antagande. Faktum är att så länge tidspreferensen är konstant så spelar dess storlek inte någon roll för den procentuella ökningstakten; tidspreferensen kan "divideras bort" från uttrycket, och ökningstakten är således oberoende därav.⁶ Å andra sidan spelar antagandet om längden på lånet stor roll, och *tabell 1* visar hur stor ökningen blir för lån med olika löptid.

⁵ I verkligheten är det givetvis inte säkert att en sådan regressionslinje helt speglar allmänhetens uppfattning av realräntans förändring, men den ger åtminstone en viss indikation på den genomsnittliga utvecklingen.

⁶ Detta gäller den enkla nuvarandesformeln i fotnoten på föregående sida. För mer realistiska formuleringar av lånevillkoren kan värdet på tidspreferensen få ett visst, om än obetydligt, inflytande på ökningstakten.

Tabell 1. Procentuell ökning av försäljningspriset 1960—1975.

Lånets löptid	6 år	8 år	10 år	12 år	14 år	16 år
Ökning	178 %	201 %	225 %	252 %	281 %	313 %

Den utveckling av försäljningspriset för småhus som illustrerades i *figur 1* i början av denna artikel motsvarar en procentuell höjning på 205 procent, vilket ska jämföras med konsumentprisindex som "bara" ökade med 119 procent under perioden. Den snabbare prisutvecklingen på småhus kan givetvis bero på en mängd andra faktorer, men en fullt rimlig och tillräcklig förklaring utgörs av den sänkning som skett i realräntans nivå. För denna förklaring talar det faktum att den observerade prisökningen på 205 procent mer än väl täcks in av de teoretiska, framräknade ökningstakter som ges i tabellen ovan.

Har tidspreferensen ändrats?

Av ovanstående resonemang framgår att om realräntan faller kan försäljningspriserna stiga ganska kraftigt utan att för den skull husen har blivit "dyrare". Man bör dock observera att detta förutsätter att köparnas och säljarnas tidspreferens är konstant över tiden. Om tidspreferensen är att betrakta som alternativ avkastning på pengarna, dvs i praktiken bankernas inlåningsränta, finns det kanske anledning att ifrågasätta en sådan förutsättning; lika väl som realräntan på fastighetslån har sjunkit har ju den reala inlåningsräntan fallit trendmässigt sedan 60-talet. Vad innebär detta för fastighetspriserna?

Ekonomiskt sett innebär husköp en investering i boende, dvs man satsar en summa pengar för att i framtiden kunna konsumera en ström av "boendetjänster" från fastigheten. Husköparen diskonterar denna ström av tjänster med hjälp av sin tidspreferens och erhåller så ett belopp som är lika med nuvärdet av det framtida

boendet i huset. I jämvikt skall detta diskonterade nuvärde av nyttoströmmen minus de löpande utgifterna för boendet vara lika med fastighetens kontantpris; om kontantpriset vore högre skulle ingen köpa fastigheten, och om kontantpriserna i allmänhet vore lägre skulle andra köpare strömma till och bjuda över varandra tills likhet mellan "boendetjänsternas" nuvärde och kontantpriset etablerats.

Antag nu att allmänhetens tidspreferens av någon anledning sjunker. Detta innebär att eftersom diskonteringsfaktorn

"Den snabbare prisutvecklingen på småhus kan givetvis bero på en mängd andra faktorer, men en fullt rimlig och tillräcklig förklaring utgörs av den sänkning som skett i realräntans nivå."

ändrats kommer det diskonterade nuvärdet av framtida inkomster, betalningsströmmar eller "boendetjänster" att stiga. Följaktligen blir fastigheterna mer värda för de boende, och dessa blir i sin tur beredda att betala högre kontantpriser för dem.

Frågan gäller huruvida en sådan sänkning av människornas tidspreferenser verkligen har ägt rum. Delvis bestäms säkert tidspreferensen av bankernas reala inlåningsränta (vilken uppenbarligen har fallit) men den bestäms också av andra, mer svårfångade faktorer. Det finns ingen direkt anledning att tro att dessa faktorer utvecklats på ett sådant sätt att tidspreferensen påverkats i någon viss riktning; således förefaller det tämligen rimligt att antaga att om den fallit så har den i alla fall knappast fallit mer än realräntan på fastighetslånen.



RYCK UPP DEJ, KÅKFRAN, SKA DU FÅ HÖRA NYA TAXERINGSVÄRDET!

Vi har således två extremfall, och som så ofta annars ligger förmodligen sanningen någonstans däremellan: *Antingen* har den reala låneräntan sjunkit, medan tidspreferensen förblivit oförändrad. I så fall kan den observerade ökningen i försäljningspriserna helt och hållet förklaras genom att kontantpriserna varit konstanta i reala termer (dvs ökat i takt med den allmänna prisnivån) medan försäljningspriserna justerats uppåt för att kompensera för de ändrade lånevillkoren. *Eller också* har realräntan och tidspreferensen sjunkit parallellt. I detta fall kommer kontantpriset att stiga i reala termer, och fastän förhållandet mellan kontant- och försäljningspris då förblir oförändrat kommer likväl försäljningspriset, precis som i *figur 1*, att öka mer än den allmänna prisnivån.

Vem har tjänat på villorna?

Den ekonomisk-teoretiska slutsatsen är tämligen given: förändringen i realräntans nivå räcker väl till för att förklara det faktum att försäljningspriset på småhus

stigit snabbare än konsumentprisindex 1960—1975.

Den fördelningspolitiska slutsatsen är inte lika uppenbar. Låt oss först betrakta det fall som diskuterades i närmast föregående avsnitt, dvs sänkningen av realräntan har åtföljts av en parallell sänkning av tidspreferensen. I detta fall har det diskonterade nuvärdet av strömmen av "boendetjänster" från villorna ökat, varför de personer som redan tidigare ägde hus har gjort en kapitalvinst. Om räntan och tidspreferensen sjunkit lika mycket uppgår denna kapitalvinst till hela skillnaden mellan de två priskurvorna i *figur 1*. Om å andra sidan tidspreferensen sjunkit i mindre utsträckning (vilket är det troligaste) kan kapitalvinsten ha reducerats till ett lägre belopp, vars storlek beror på vem som står för finansieringen av fastighetsköp: säljaren, köparen eller någon tredje part (= bankerna). Låt oss, för att se hur detta hänger ihop, endast analysera det enklaste fallet, dvs vi antar att tidspreferensen varit konstant medan realräntan fallit.

Om man köper en fastighet köper man egentligen två varor: dels själva fastigheten, dels en kredit för att finansiera affären. För att avgöra huruvida fastigheterna blivit dyrare eller inte måste man se på utvecklingen av båda dessa varors pris. Som visats i det föregående kan en ökning av det ena priset (försäljningspriset) helt enkelt vara en kompensation för en sänkning av det andra priset (låneräntan), varför nettoeffekten blir plus minus noll. En ökning i försäljningspriserna, som på papperet ser ut som en vinst, behöver inte alls vara någon vinst när finansieringen av affären tas med i bilden. Om det är så att säljaren av fastigheter själva har burit hela finansieringsbördan och lånen har haft en längre löptid än 8 år,

"Om säljaren inte står för några krediter alls, utan köparen finansierar affären via exempelvis banklån, är det klart att prisutvecklingen innebär en reell och betydande kapitalvinst för villaägarna."

framgår det av *tabell 1* att den 205-procentiga prisökningen snarast är för låg för att kompensera för lånens minskade realränta; det är således mindre lönsamt att ha villa i dag än det var för 15 år sedan.

Om å andra sidan säljaren inte står för några krediter alls, utan köparen finansierar affären via exempelvis banklån, är det klart att prisutvecklingen i *figur 1* innebär en reell och betydande kapitalvinst för villaägarna. På vissa delmarknader inom boendesektorn, exempelvis vad gäller handeln med bostadsrätter, är kontantköp regel snarare än undantag, och således har bostadsrättsinnehavarna kunnat tillgodoräkna sig hela den kapitalvinst som speglas i försäljningsprisernas utveckling.

Den största delen av villaaffärerna faller någonstans mellan dessa båda ytterlighetsfall, och för att bestämt kunna säga något om den reala utvecklingen av de kontantpriser som svarar mot de observerade försäljningspriserna krävs mycket detaljerade studier av fastighetsmarknaden. Av *tabell 1* framgår emellertid att marknaden, med våra schematiska förutsättningar, kan "tåla" ganska kraftiga höjningar av försäljningspriserna utan att villorna för den skull blir reell dyrare för köparna.

Och då förefaller det inte alltför djärvt att antaga att marknaden även i *verkligheten* kan stå ut med vissa höjningar.

Om säljarna får en relativt stor del av försäljningspriset kontant kan dessa således ha gjort vinster på prisutvecklingen. Samtidigt är det möjligt att köparna betalar en kontantinsats som är *mindre* än den kontantsumma säljarna erhåller; mellanskillnaden finansieras i så fall via banklån. Detta kan innebära att *såväl säljare som köpare* kan ha tjänat på prisutvecklingen, medan förlusterna har burits av kreditinstituten, dvs i praktiken av dem som sparar pengar på bank.

Vad gäller säljarna, som ofta i viss utsträckning står för finansieringen, är det således svårt att säga huruvida prisutvecklingen varit förmånlig eller oförmånlig. För köparna, som oftast bara betalar en bråkdel av priset kontant och finansierar resten via lån med avsevärt längre löptider än de som förekommer i tabellen ovan, kan prisutvecklingen eventuellt ha varit gynnsam: det är inte omöjligt att den verkliga lånekostnaden sjunkit så kraftigt att villorna i själva verket är billigare i dag än för 15 år sedan.

Referenser

- Naslund, B., [1977], "Vem förlorar på inflationen?" *Ekonomisk Debatt*, årg 5, nr 2
 Sandelin, B., [1977], "Prisutveckling och kapitalvinster på bostadsfastigheter", Memorandum nr 66 från Nationalekonomiska Institutionen vid Göteborgs Universitet