

Lägenhets- och villapriser, börsindex och banklån

Peter Öhman och Darush Yazdanfar



Lägenhets- och villapriser, börsindex och banklån

Peter Öhman och Darush Yazdanfar

Med anledning av att tidigare nobelpristagare i ekonomi varnat för en bostadsbubbla i Sverige har Peter Öhman och Darush Yazdanfar vid CER studerat sambandet mellan å ena sidan aktiemarknaden och kreditgivningsmarknaden och å andra sidan husmarknaden. Studierna bygger på månatliga data från svensk mäklarstatistik från september 2005 till oktober 2013 och som kontrollvariabler användes konsumentprisindex och hypotekslåneräntan. Resultaten visar att det finns ett ömsesidigt samband mellan tillgången på kapital från aktiemarknaden respektive kreditgivningsmarknaden och priserna på såväl lägenheter som villor. Värdena påverkar således varandra i en uppåtgående spiral. Samtidigt indikerar det ömsesidiga beroendet att oroligheter på de olika marknaderna tenderar att överföras till varandra. Forskningsresultaten har tidigare publicerats i de internationella tidskriftsartiklarna "The nexus between stock market index and apartment and villa prices: Granger causality test of Swedish data" (Öhman och Yazdanfar, 2017) och "Bank lending and housing prices in Sweden" (Öhman och Yazdanfar, 2018).

Inledning

De svenska huspriserna har ökat under en lång följd av år och till skillnad från många andra länder mattades ökningen inte av under den globala finanskrisen 2007-2009.¹ Mot den bakgrunden har nobelpristagare i ekonomi, som Paul Krugman och Robert Schiller, varnat för en annalkande bostadsbubbla i Sverige.

Av särskilt intresse i sammanhanget är sambandet mellan tillgången på kapital – från aktiemarknaden och/eller kreditgivningsmarknaden – och huspriser, avseende såväl lägenheter som villor. Ett utökat utbud av kapital, inte minst i form av banklån, har exempelvis ansetts vara en bidragande orsak till den svenska fastighets- och valutakrisen i början på 1990-talet.² Likaså har ökad kapitaltillströmning ansetts medverka till den bostadsbubbla som föregick en finansiell kris i Asien 1997³ och den globala finanskrisen som hade sitt ursprung i USA 2007.⁴

Av intresse är också att hus kan betraktas som såväl en konsumtionsvara som en investering.⁵ Om hus i första hand ska ses som något som konsumeras eller något som det investeras i har visat sig vara betydelsefullt vid analyser av samband mellan aktie- och kreditgivningsmarknaderna å ena sidan och husmarknaden å andra sidan. Orsakssambandet kan gå från tillgången på kapital till huspriser alternativt från huspriser till tillgången på kapital eller också kan sambandet vara dubbelriktat.

¹ Claussen (2013).

² Englund (1999).

³ Collyns och Senhadji (2002).

⁴ MacKenzie (2009).

⁵ Dusansky och Koc (2007).

Teoretiskt har tre hypoteser formulerats utifrån hur tillgången på kapital och huspriser kan anses vara relaterade till varandra på lång sikt.

Enligt den första hypotesen betraktas hus i första hand som en konsumtionsvara. Utifrån den utgångspunkten är antagandet att aktiekursen (börsindex) respektive bankers kreditgivning påverkar allmänhetens vilja att köpa såväl lägenheter som villor. Ju högre börsvärde respektive ju större utbud av krediter, desto större efterfrågan på hus och desto högre huspriser. Hypotesen, som alltså förutsätter ett ensidigt orsakssamband som går från aktie- och/eller kreditgivningsmarknaden till husmarknaden, grundar sig på att det finns väl utvecklade aktie- och kreditgivningsmarknader och att banker tenderar att öka sina utlåningsvolymerna om säkerheterna för husen förutsätts öka i värde.

Enligt den andra hypotesen ses hus snarare som en investering än som en konsumtionsvara. Utifrån denna utgångspunkt är antagandet att utvecklingen på husmarknaden påverkar utvecklingen på aktie- och kreditgivningsmarknaderna, bl.a. beroende på att en stor andel av hushållens tillgångar består av husets eget värde. Om huspriserna ökar antas det stimulera finansiella aktiviteter, vilka i sin tur tenderar att leda till ökade aktiekurser och ett större utbud av krediter. Med andra ord: ju högre lägenhets- och villapriser, desto högre börsindex och större utlåningsvolymerna från bankernas sida.

Enligt den tredje hypotesen är antagandet att aktie- och kreditgivningsmarknaderna är starkt sammanlänkade med husmarknaden. Utifrån en sådan utgångspunkt är antagandet att aktiekursen respektive bankers kreditgivning och allmänhetens vilja att köpa hus påverkar varandra ömsesidigt. Det innebär att värdena anses påverka varandra i uppåt- eller nedåtgående spiraler.

Empiriska undersökningar inriktade på den långsiktiga relationen mellan börsindex och huspriser har företrädesvis gjorts i amerikanska och asiatiska kontexter, men det finns även studier gjorda i Europa. Även om det får anses klarlagt att det finns ett samband mellan aktiemarknaden och husmarknaden är resultaten inte samstämmiga när det gäller hur detta samband ser ut. Exempelvis visar en studie, med data från åtta europeiska länder, ett ensidigt orsakssamband från börsindex till huspriser i två länder (Belgien och Italien), ett ensidigt orsakssamband från huspriser till börsindex i tre länder (Nederländerna, Storbritannien och Tyskland) och ett ömsesidigt samband i tre länder (Frankrike, Spanien och Schweiz).⁶ Det skulle tyda på att förhållandet mellan aktiemarknaden och huspriser är kontextberoende och att faktorer som exempelvis lagar och skatter är av betydelse.

⁶ Su (2011).

Det finns en samstämmighet också avseende förekomsten av ett samband mellan bankutlåning och huspriser och även i detta fall finns empiriska belegg för samtliga tre teoretiska hypoteser. Vissa studier påvisar dessutom olika sambandsriktningar, antingen för olika länder som ingår i samma undersökning eller för olika tidsperioder i samma land. Den kanske mest omfattande studien, med data från 17 länder under mer än 35 sammanhängande år, påvisar ett ömsesidigt samband mellan kreditgivningsmarknaden och husmarknaden.⁷

Syfte och tillvägagångssätt

Syftet med de studier som genomförts av Öhman och Yazdanfar är att kartlägga eventuella orsakssamband mellan börsindex respektive bankutlåning och huspriser. Kontrollvariabler är konsumentprisindex och hypotekslåneräntan. Studierna bygger på månatliga data från svensk mäklarstatistik från september 2005 till oktober 2013, dvs. en period som täcker in förhållanden före, under och efter den globala finanskrisen. Noteras ska att dessa data från svensk mäklarstatistik inte inkluderar de fastighetsförsäljningar som gjordes utan inblandning av mäklare, vilket är en begränsning. Dock medger datan att lägenhets- och villapriser kan studeras var för sig, vilket att döma av tidigare studier inte hör till vanligheterna (då huspriser normalt behandlas som en homogen enhet). Flera ekonometriska metoder användes för att analysera datan, inklusive "Granger causality test" som är den mest vedertagna metoden för att kartlägga långsiktiga orsakssamband mellan variabler.

Bortsett från en studie som enbart fokuserade på sambandet mellan aktiemarknaden och husmarknaden i Stockholm⁸ och en studie som endast jämförde utvecklingen på fastighetsaktier med utvecklingen på huspriser⁹, har orsakssamband mellan börsindex respektive bankutlåning och lägenhets- respektive villapriser inte tidigare undersökts i en svensk kontext. Detta trots att den svenska husmarknaden beskrivs som transparent, har offentliga register och förhållandevis god tillgång till data och trots att den inhemska fastighets- och valutakrisen i början på 1990-talet väckte relativt stort internationellt intresse.¹⁰ Vidare är både aktier och hus viktiga välfärdskomponenter i den svenska ekonomin. Runt 75 procent av befolkningen mellan 18 och 76 år äger aktier och majoriteten av de svenska hushållen föredrar att köpa hus framför andra typer av tillgångar. I slutet av 2017 fanns det mer än 4,7 miljoner lägenheter och villor i Sverige. I större städer dominerar lägenheter, medan villor är jämförelsevis vanligast i mindre städer.¹¹ Oavsett i vilka städer lägenheterna respektive villorna är uppförda så är kvoten mellan hushållens skuldsättning (företrädesvis i form av banklån) och

⁷ Goodhart och Hofmann (2008).

⁸ Berg och Lyhagen (1998).

⁹ Yang (2005).

¹⁰ Bellman och Öhman (2016); Englund (1999); Öhman et al. (2012).

¹¹ Öhman och Yazdanfar (2017).

deras disponibla inkomster ovanligt hög i Sverige jämfört med i andra EU-länder, dvs. kvoten visar ett siffervärde som ligger långt över den genomsnittliga EU-nivån.

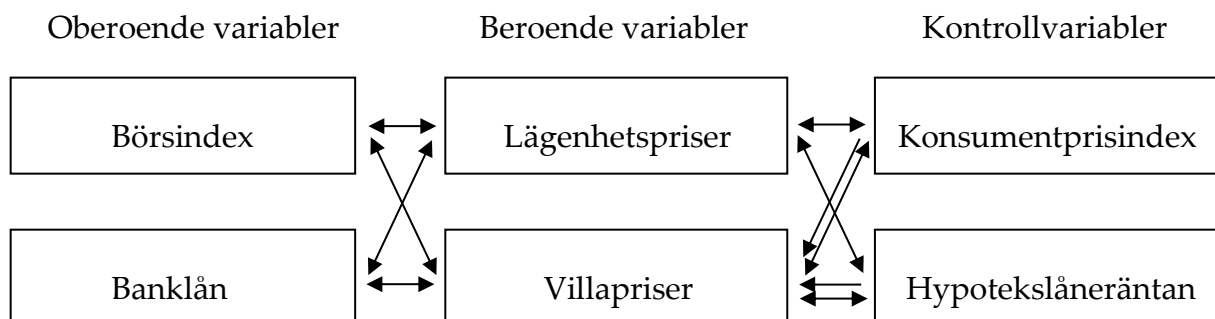
Resultat

Ett huvudresultat är att aktiemarknaden och husmarknaden är starkt sammanlänkande och ömsesidigt beroende i Sverige. Det innebär att börsindex och lägenhets- respektive villapriser tenderar att spilla över på varandra i en uppåtgående spiral. Samtidigt indikerar det ömsesidiga beroendet att eventuella oroligheter på en marknad tenderar att smitta av sig på den andra marknaden. Resultatet skulle också innebära att hus kan beskrivas både som konsumtionsvaror och som investeringsobjekt enligt de teoretiska hypoteserna. Notabelt är att detta resultat om ett ömsesidigt samband skiljer sig från den studie som visade ett ensidigt orsakssamband från aktiemarknaden till husmarknaden i Stockholm under perioden 1981 till 1997.

Ett annat huvudresultat är att också kreditgivningsmarknaden och husmarknaden är starkt sammanlänkande och ömsesidigt beroende. Det innebär att banklån och lägenhets- respektive villapriser tenderar att relateras till varandra i både uppåt- och nedåtgående spiraler. Även i detta fall kan såväl lägenheter som villor betraktas som både konsumtionsvaror och investeringsobjekt.

Beträffande kontrollvariablerna så är orsakssambanden entydigt ömsesidiga vad gäller förhållandet till lägenhetspriser. Däremot visar orsakssambanden mellan såväl konsumentprisindex som hypotekslåneräntan och villapriser blandade resultat. Dels framträder ett ensidigt samband från respektive kontrollvariabel till villapriser, dels framträder ömsesidiga samband mellan dessa variabler. I detta avseende skiljer sig alltså lägenheter från villor.

Resultaten kan visualiseras såsom framgår av figur 1:



Figur 1: Resultatsammanfattning (dubbelriktade pilar indikerar ömsesidiga orsakssamband och enkelriktade pilar indikerar ensidiga orsakssamband i pilens riktning).

Värt att notera är att den största variationen i framtida huspriser utgörs av tidigare prisförändringar på såväl lägenheter som villor. Tidigare husprisförändringar har avsevärt mycket starkare inverkan på framtida huspriser än hur börsindex och bankernas utlåningsvolym utvecklas och även hur konsumentprisindex och hypotekslåneräntan utvecklas över tid. Faktum är att båda kontrollvariablerna, dvs. konsumentprisindex och hypotekslåneräntan, har större inverkan på prisförändringarna på lägenheter och villor än vad börsindex och banklån har.

Slutdiskussion

Det ömsesidiga orsakssambandet mellan börsindex och huspriser (lägenheter och villor) i Sverige överensstämmer med det mönster som tidigare rapporterats från Frankrike, Spanien och Schweiz, men inte med resultaten från Belgien, Nederländerna, Italien, Storbritannien och Tyskland.¹² Det ömsesidiga orsakssambandet mellan banklån och huspriser (lägenheter och villor) visar samma mönster som tidigare redovisats i en omfattande studie från 17 länder.¹³ Resultaten från den svenska kontexten innebär att i) lägenheter och villor ska betraktas som både konsumtionsvaror och investeringsobjekt, ii) aktiemarknaden, kreditgivningsmarknaden och husmarknaden är starkt sammanlänkande med varandra och iii) börsindex respektive banklån och lägenhets- respektive villapriser tenderar att spilla över på varandra i både uppåt- och nedåtgående spiraler.

De ömsesidiga orsakssambanden mellan börsindex och huspriser respektive utbudet av banklån och huspriser kan vara skäl nog för politiker att försöka kyla ner den svenska husmarknaden. Inte minst i kombination med att ökningen på huspriser inte mattades av under den globala finanskrisen, att kvoten mellan hushållens skuldsättning och deras disponibla inkomster ligger långt över den genomsnittliga EU-nivån och varningarna om en eventuell bostadsbubbla i Sverige. För att förhindra att en negativ prisutveckling på husmarknaden ger upphov till en lågkonjunktur krävs av allt att döma genomtänkta strategier och därtill hörande regleringar.

Samtidigt ger de resultat som presenteras i denna rapport anledning till tvivel om huruvida de svenska bankernas expansiva utlåningspolitik har varit en avgörande faktor för prisutvecklingen på husmarknaden såsom både Finansinspektionen och Riksgälden har antytt. Resultaten indikerar att tidigare prisökningar på lägenheter och villor har haft en avsevärt större inverkan på variationen i framtida huspriser än såväl bankernas utlåningspolitik som börsindex, konsumentprisindex och hypotekslåneräntan. Den relativt begränsade effekt som bankutlåningen tycks ha på variationen i framtida huspriser tyder på att det kan vara en förenkling att skylla på bankernas utlåning som huvudorsak till en eventuell bostadsbubbla i Sverige.

¹² Su (2011).

¹³ Goodhart och Hofmann (2008).

Av intresse är också att flera empiriska undersökningar har påvisat olika sambandsriktningar beträffande utvecklingen på aktiemarknaden, kreditgivningsmarknaden och husmarknaden med avseende på olika länder, olika regioner i samma land och/eller för olika tidsperioder.¹⁴ Även om de i denna rapport presenterade studierna täcker in förhållanden före, under och efter den globala finanskrisen görs ingen åtskillnad mellan olika städer. Det kan mycket väl tänkas att orsakssambanden ser något olika ut i större och mindre svenska städer.

¹⁴ Park et al. (2010); Su (2011).

Referenser

- Bellman, L. och Öhman, P. (2016), "Authorised property appraisers' perceptions of commercial property valuation". *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 34, Nr. 3, s. 225-248.
- Claussen, C.A. (2013), "Are Swedish houses overpriced?". *International Journal of Housing Markets and Analysis*, Vol. 6, Nr. 2, s. 180-196.
- Collyns, C. och Senhadji, A. (2002), "Lending booms, real estate bubbles, and the Asian crisis". Working Paper WP: 02/20, IMF, Washington, DC.
- Dusansky, R. och Koc, C. (2007), "The capital gains effect in the demand for housing". *Journal of Urban Economics*, Vol. 61, Nr. 2, s. 287-298.
- Englund, P. (1999), "The Swedish banking crisis. Roots and consequences". *Review of Economic Policy*, Vol. 15, Nr. 3, s. 80-97.
- Goodhart, C. och Hofmann, B. (2008), "House prices, money, credit, and the macroeconomy". *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 24, Nr. 1, s. 180-205.
- MacKenzie, D. (2009), *Material markets: how economic agents are constructed*. Oxford University Press, Oxford.
- Park, S.W., Bahng, D.W. och Park, Y.W. (2010), "Price run-up in housing markets, access to bank lending and house prices in Korea". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 40, Nr. 3, s. 332-367.
- Su, C-W. (2011), "Non-linear causality between the stock and real estate markets of Western European countries: evidence from rank test". *Economic Modelling*, Vol. 28, Nr. 3, s. 845-851.
- Yang, Z. (2005), "Co-integration of housing prices and property stock prices: evidence from the Swedish market". *Journal of Property Research*, Vol. 22, Nr. 1, s. 1-17.
- Öhman, P., Söderberg, B. och Uhlin, O. (2012), "Accuracy of Swedish property appraisers' forecasts of net operating income", *Journal of Property Research*, Vol. 29, Nr. 2, s. 103-122.
- Öhman, P. och Yazdanfar, D. (2017), "The nexus between stock market index and apartment and villa prices: Granger causality test of Swedish data". *International Journal of Housing Markets and Analysis*, Vol. 10, Nr 3, s. 450-467.
- Öhman, P. och Yazdanfar, D. (2018), "Bank lending and housing prices in Sweden". *International Journal of Housing Markets and Analysis*, Vol. 11, Nr. 3, s. 498-519.