www.evidensgruppen.se

Den bedrägliga skuldkvoten

Analys av fakta och diskussion om vanliga argument rörande de svenska hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden

evidens:

INNEHÅLL

Förord 4

Sammanfattning 6

1. Fem påståenden om hushållens skulder och bostadspriserna 9
2. ”De svenska hushållen har världens högsta skulder” 12
3. ”Bostadspriserna stiger i en ohållbar takt” 27
4. ”Hushållen amorterar inte” 33
5. ”Bolånen riskerar skapa ett så stort konsumtionsfall vid en framtida kris att Sverige drabbas av finansiell instabilitet” 38

Referenser 42

Dags att syna Riksbankens påståenden

I juni presenterade Riksbanken årets första s.k. stabilitetsrapport. Förutom viss uppföljning på morgontidningarnas ekonomisidor passerade den tämligen obemärkt. Det borde den inte ha gjort. I rapporten presenterar nämligen Riksbanken sitt mest långtgående ”reformprogram” någonsin, åtgärder som om de genomfördes skulle leda till en kollaps för bostadsbyggandet och ytterligare höja redan betydande barriärer för resurssvaga hushåll att ta sig in på bostadsmarknaden.

Riksbanken föreslår en kombination av åtgärder som både slår mot bankernas portföljer och hushållens möjligheter att finansiera sina bostadsköp, d v s i praktiken deras möjligheter att efterfråga bostäder. Mot hushållen föreslås bindande amorteringskrav, en sänkning av bolånetaket till 75 procent, tre olika verktyg som begränsar hushållens möjligheter att låna, ett skuldkvotstak, ett tak för skuldtjänstkvoten och stramare kreditprövningar genom att skärpa bankernas kvar-att-leva-på (KALP)-kalkyler. (Bankerna prövar idag hushållens betalningsförmåga mot en ränta på 7 procent eller mer.) Därutöver föreslår Riksbanken en reglering av hushållens räntebindningstider.

Åtgärderna behövs, menar Riksbanken för att stävja en osund utveckling på bostadsmarknaden, inte minst när det gäller hushållens skuldsättning. Men är Riksbankens verklighetsbeskrivning korrekt? Är det riktigt att svenska bopriser skenar till följd av omständigheter på den svenska bostadsmarknaden? Är det korrekt att den svenska skuldkvoten är hög i en internationell jämförelse? Räknar Riksbanken på ett sätt som ger rimliga jämförelser? Är det sant att svenska hushåll inte amorterar?

Mot denna bakgrund har undertecknade, båda med lång bakgrund i den svenska bostads- och fastighetsbranschen samt med motsvarande erfarenheter från politik och offentlig förvaltning, inte minst inom det socialdemokratiska partiet, bett det oberoende analysföretaget Evidens att granska fem centrala påståenden som regelmässigt framförs. Granskningen av dessa påståenden ligger till grund för denna rapport som utförts självständigt av Evidens.

Genomgången bekräftar den bild vi själva har från vår utsiktspunkt inom den svenska bygg- och fastighetsbranschen: Riksbankens beskrivning av riskerna i den svenska bostadssektorn är i långa stycken obalanserad. Detsamma gäller de jämförelser som görs med andra länder där Riksbanken förbiser det uppenbara faktum att Sverige har ett annat socialförsäkrings- och skattesystem.

Med höga skatter följer per automatik att hushållens disponibla inkomster blir lägre än i länder med låga skatter och en större andel privatfinansierade välfärdstjänster. Omvänt betyder det givetvis att i länder där t ex den offentliga barnomsorgen är i det närmaste obefintlig måste hushållen betala ur egen ficka. Att detta får stora konsekvenser för makrojämförelser av hushållens skulder på aggregerad nivå torde vara uppenbart men något som alltså inte beaktas i den pågående debatten.

Detsamma gäller hushållens tillgångssida där svenska hushåll rimligtvis bör tillgodoräknas det faktum att socialförsäkringsavgiften (i praktiken innestående lön) innebär ett skydd vid långvarig arbetslöshet, sjukdom och en grundtrygghet vid kommande pensionering. Om man som Riksbanken och internationella myndigheter bortser från att det mellan de Europeiska länderna finns grundläggande skillnader när det gäller välfärdssystemets finansiering och funktionssätt får det till konsekvens att man i praktiken jämför äpplen och päron.

I tillägg förefaller det som att Riksbanken har begränsade kunskaper om hur bostadsfinansieringen fungerar, d v s det som i praktiken utgör själva blodomloppet i bostadsbyggandet. Såvida inte Riksbanken har en outtalad ambition att påverka ramarna för den svenska bostadspolitiken, t ex hur och i vilka upplåtelseformer som människor ska bo, blir det motsägelsefullt när banken å ena sidan föreslår restriktioner riktade mot hushållen och å den andra säger sig önska ett högre bostadsbyggande.

Varje åtgärd som begränsar hushållens möjligheter att finansiera ett bostadsköp får givetvis konsekvenser för efterfrågan och därmed det totala bostadsbyggandet.

Den som tvivlar på detta kan själv bedöma följderna av det bolånetak som infördes 2010 som fick till följd att den svenska småhusindustrin kollapsade och ungdomarnas möjligheter att ta sig in på den ägda bomarknaden kraftigt försvårades.

Med tanke på hur ogenomtänkt bolånetaket infördes finns all anledning att vara mer förtänksam i framtiden. Vi vill påminna om att ägda bostäder utgör 70 procent av beståndet i Sverige och att Sverige sannolikt är det enda landet i världen som infört ett bolånetak utan att samtidigt införa särregler som ger lättnader för ungdomar.

Det är också angeläget att påpeka att bostadsbyggande kräver finansiering. Om de 250 000 bostäder som Regeringen önskar till 2010 verkligen ska byggas krävs att de kan finansieras. En enkel snabbkalkyl visar att det handlar om närmare 800 mdr SEK. Som hyresrätter innebär det 30 procent som ”eget kapital” och resten som lån. Som ägda bostäder blir matematiken densamma, med den skillnaden att hushållens medfinansiering delas mellan det egna hushållet och bostadsrättsföreningen.

Det är hög tid för politiker, myndigheter och media att granska Riksbanken. Vi menar att det ankommer på de folkvalda i Sveriges Riksdag att initiera en bred och neutral analys som ger svar på centrala frågor:

- Beräknas och beskrivs den svenska skuldsättningen idag på ett korrekt och relevant sätt?
- Vad är en sund amorteringskultur och hur ska en sådan utformas?
- Hur ser en optimal riskfördelning ut mellan hushåll, kommersiella aktörer respektive staten? Hittills har kriser kopplade till bostäderna varit knutna till antingen staten eller kommersiella aktörer. När och under vilka omständigheter utgör just hushållens skuldsättning en risk?

«Är det korrekt att den svenska skuldkvoten är hög i en internationell jämförelse? Räknar Riksbanken på ett sätt som ger rimliga jämförelser?»

Utifrån en sådan analys bör sedan de folkvalda utforma en långsiktig strategi för finansieringen av framtidens bostäder. Politikerna måste ha ett svar på varifrån det riskvilliga egna kapitalet ska komma från, oavsett om det är hushållen eller de kommersiella aktörerna som ska hålla i taktpinnen samt vilken roll bankerna respektive staten ska ha när det gäller behov av lånat kapital?

En sak är nämligen klar; utan en idé om hur framtidens bostäder ska finansieras kommer den rådande bostadsbristen att bestå och svaga grupper, inte minst ungdomar ställas ännu längre ifrån bostadsmarknaden.

Stockholm den 10 september 2015

Ilija Batljan
Vice VD,
Rikshem

Lennart Weiss
Kommersiell direktör,
Veidekke

Sammanfattning

Många debattörer menar att hushållens skuldsättning och prisutvecklingen på bostadsmarknaden är ohållbar och hotar den finansiella stabiliteten i Sverige. Denna rapport undersöker och diskuterar med hjälp av tillgängliga data ett antal vanliga påståenden om skuldsättningen och bostadsmarknaden i Sverige:

1. ”De svenska hushållsskulderna är bland de högsta i världen – den höga skuldkvoten motiverar kraftfulla åtgärder mot fortsatt tillväxt av skuldsättningen”
2. ”De svenska hushållsskulderna växer alltför snabbt”
3. ”Bostadspriserna är ohållbara och prisutvecklingen de senaste åren är orimligt hög – prisutvecklingen bör bromsas”
4. ”Majoriteten av svenska hushåll amorterar inte på sina bostadslån – en ny amorteringskultur måste skapas”
5. ”Bolånen i Sverige är så stora att konsumtionen riskerar falla dramatiskt vid en kris – så kraftigt att den finansiella stabiliteten hotas”

Studien av tillgängliga data visar att flera av dessa påståenden kan ifrågasättas och att riskbilden är mindre problematisk än vad som ofta påstås.

”De svenska hushålls-skulderna är bland de högsta i världen – den höga skuldkvoten motiverar kraftfulla åtgärder mot fortsatt tillväxt av skuldsättningen”

Med hänvisning till den så kallade skuldkvoten, dvs. hushållens samlade skulder i förhållande till de samlade disponibla inkomsterna, påstås att svenska hushåll är bland de mest skuldsatta i världen. Analys av data visar att detta argument inte håller. Det stämmer bara om man inte tar hänsyn till hur välfärdstjänster finansieras och att Sverige har ett högre skattetryck än många andra länder. Eftersom en stor del av det högre skattetrycket i Sverige motsvaras av högre social trygghet är ett skuldkvotsmått som tar hänsyn till skillnader i beskattningen rimligen mer rättvisande. Om man istället redovisar en skuldkvot beräknad på hushållens bruttoinkomster och sociala avgifter är den svenska skuldkvoten relativt genomsnittlig jämfört med andra länder. Detsamma gäller om man relaterar skulderna till BNP.

Nivån på skuldkvoten i både Sverige och i andra länder tycks framförallt förklaras av hur stor andel av hushållen som bor i en

ägd bostad med bostadslån. Länder som uppnått skuldkvoter som är betydligt högre än vad ägarandelen motiverar har i många fall tvingats sänka sin skuldkvot mot en mer hållbar nivå. Men i Sverige skulle en sådan minskning av skuldkvoten vara problematisk och kräva en politik för minskat bostadsägande eller politik som på något sätt skulle sänka bostadspriserna.

De viktigaste förklaringarna till att skuldkvoten stigit i Sverige de senaste decennierna är att andelen hushåll som äger sin bostad ökat kraftigt i Sverige sedan mitten av 1990-talet. Dessutom har hushållens inkomster ökat kraftigt och bolåneräntorna fallit. Med stigande hushållsinkomster ökar hushållens kreditvärdighet samtidigt som efterfrågan på bostäder stiger. Att hushållens inkomster och kreditvärdighet ökat kan knappast anses vara problematiskt.

Ett stort problem med skuldkvotsmåttet är att det inte ger någon bra bild av hur riskerna kopplade till skuldsättning utvecklats. En analys av en palett av mer relevanta mått som exempelvis räntekvoten, nivån på hushållens tillgångar och stresstester av riskgrupper av hushåll visar inte på någon förhöjd risknivå. Tvärtom tycks hushållens betalningsförmåga och motståndskraft ökat de senaste åren – inte minskat.

Sammantaget visar data att policybeslut om kreditransonering på basis av skuldkvotens nivå och ökningstakt riskerar bli kontraproduktiva. Kreditransonering tränger undan stora grupper och minskar rörligheten på marknaden. Nyproduktionen riskerar bli lägre än vad den annars skulle vara vilket riskerar leda till ökat pristryck på den befintliga bostadsstocken.

”Bostadspriserna är ohållbara och prisutvecklingen de senaste åren är orimligt hög – prisutvecklingen bör bromsas”

Analys av data visar att bostadsprisernas utveckling kan förklaras av fundamentala faktorer som storstädernas tillväxt, stigande inkomster och förmögenheter samt fallande räntenivåer. Sedan finanskrisen 2007 har inkomsterna stigit snabbare än bostadspriserna fram till 2014. Först under 2015 har bostadsrättsprisernas ökningstakt överstigit inkomstutvecklingen, men då har samtidigt räntenivåerna fallit ytterligare. Småhusprisutvecklingen har ännu år 2015 varit långsammare än utvecklingen av de disponibla inkomsterna sedan 2007.

Unika data visar samtidigt att boendeutgiften i hyresrätt till marknadspris (andrahandsuthyrning av bostadsrätter) är något högre än boendeutgiften i bostadsrätt. Det betyder att prisutvecklingen inte drivs av orealistiska förväntningar om framtida kapitalvinster. Denna slutsats stöds av frågeundersökningar till hushållen där prisutvecklingen på längre sikt undersöks. På längre sikt förväntar sig hushållen i Stockholmsregionen en real prisutveckling på mellan 2–3 procent, vilket till och med är lägre än den historiska inkomstutvecklingen.

Även om priserna är fundamentalt motiverade kan naturligtvis den snabba prisutvecklingen vara problematisk ur andra perspektiv. Inte minst blir det svårare för grupper utanför bostadsmarknaden att ta sig in. Men sådana fördelningsproblem kan inte lösas med ökad kreditransonering utan kräver en utvecklad bostadspolitik och finanspolitik, exempelvis åtgärder som ökar incitamenten att flytta, både på hyres- och ägarmarknaderna.

”Majoriteten av svenska hushåll amorterar inte på sina bostadslån – en ny amorteringskultur måste skapas”

Data visar att 8 av 10 hushåll amorterar. Och bland de hushåll med högst belåningsgrad amorterar mer än 90 procent på sina bostadslån.

Många hävdar att en ny ”amorteringskultur” måste skapas. Vad som mer specifikt avses med en ny amorteringskultur är

Internationella erfarenheter från Danmark och Storbritannien pekar på att det är lågt sparande och överkonsumtion bland högt skuldsatta hushåll som leder till konsumtionsfall vid en kris.

oklart, men en tolkning är att man menar att alla bostadslån alltid bör ha en löpande avbetalning, utöver den amortering som sker när en bostad säljs (vilket i och för sig är hela lånebeloppet och innehavstiden för en bostad är i praktiken maximalt ca 30–50 år) samt utöver den automatiska amortering som sker genom inflation och värdeökning på bostaden. Den automatiska amorteringen som skapas av 2 procents årlig inflation och 2 procents årlig värdeökning innebär att lånet i reala termer halveras på mindre än 20 år. Dessa fakta står i strid med påståenden om att amorteringstiderna i Sverige är mer än 100 år.

Man kan också fråga sig när vi i Sverige hade en ”amorteringskultur”? Man får gå betydligt längre tillbaks i tiden än decennierna före 90-talskrisen eftersom hushållen under många år amorterade sina bostadslån utifrån 60-åriga annuitetstabeller, där amorteringsbetalningarna var mycket små de första 30–40 åren vid dåtidens höga inflation och nominella räntor.

”Bolånen i Sverige är så stora att konsumtionen riskerar falla dramatiskt vid en kris – så kraftigt att den finansiella stabiliteten hotas”

Ett motiv för införande av tvingande amorteringar är enligt myndigheternas skrivelser risken för att konsumtionen faller kraftigt vid en kris. Så kraftigt att företag som är beroende av hushållens konsumtion går i konkurs och orsakar kreditförluster i banksektorn. Men en närmare granskning av statistiska analyser av sambanden mellan skuldkvotens nivå och fall i konsumtionen vid en kris visar att det inte finns något tydligt samband mellan skuldkvotsnivå och konsumtionsfall vid en kris. Internationella erfarenheter från Danmark och Storbritannien pekar istället på att det är lågt sparande och överkonsumtion bland högt skuldsatta hushåll (mer än 50 procents belåningsgrad) före en kris som leder till ett fall i konsumtionen bland dessa hushåll. I exempelvis Danmark föll konsumtionen bland högt belånade hushåll till samma nivå som för övriga hushåll, dvs till en normal och mer hållbar nivå.

I Sverige har hushållen ett rekordhögt sparande och det finns därför inga tydliga tecken på att hushåll med en hög belåning skulle ägna sig åt någon ohållbar överkonsumtion. Och stora bostadslån återfinns bland hushåll med höga inkomster som normalt också har ett högt sparande. Data tyder på att svenska hushåll använder skulder till att investera i tillgångar – inte till ohållbar överkonsumtion. Det återstår därför för de myndigheter som avser införa ytterligare kreditrestriktioner för hushållen i syfte att värna den finansiella stabiliteten att visa hur stort konsumtionsfallet blir eller hur stora kreditförlusterna i banksektorn blir om svenska hushåll med hög belåningsgrad (mer än 50 procent) skulle konsumera som andra hushåll vid en kris. Såvitt känt finns ingen sådan analys publicerad.

1. Fem påståenden om hushållens skulder och bostadspriserna

Det pågår en intensiv debatt om riskerna med hushållens skuldsättning och prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Många befarar att stigande bostadspriser och ökad skuldsättning ska leda till stora samhällsekonomiska problem och kostnader om bostadspriserna skulle falla kraftigt vid en framtida kris. Av detta skäl, menar man, borde hushållens möjligheter att låna till bostäder begränsas.

Bolånetaket stänger ute grupper från nyproduktionsmarknaden, snabbar på prisutvecklingen på mindre bostäder och har exempelvis inneburit högre skuldsättning hos exempelvis föräldrar.

Och de senaste åren har en rad sådana åtgärder beslutats och genomförts: bolånetak, höjda riskvikter, införande av kontracykliska kapitalbuffertar för banker, ökade krav på eget kapital i banker, krav på obligatoriska amorteringsplaner, Finansinspektionens årliga stresstester av nya bolånetagare och Bankföreningens rekommendationer om att hushållen ska klara höga räntor vid kreditprövningen.

Politikerna har dessutom aviserat kommande och tvingande amorteringskrav för alla hushåll med lån som överstiger 50 procent av bostadens värde, oavsett vilka övriga tillgångar eller hur stora inkomster ett hushåll har.

Men trots att dessa åtgärder genomförts eller håller på att genomföras vill statliga myndigheter, främst Riksbanken, att fler åtgärder vidtas för att bromsa tillgången till finansiering vid bostadsköp. Riksbanken menar till och med att politiker och andra myndigheter som fattat beslut om åtgärder enligt listan ovan präglas av en ”inaction bias”, dvs att de egentligen föredrar att inte göra något alls för att begränsa utlåningen till bostadsändamål:

”Det verkar finnas en ”inaction bias”, som innebär att ingen myndighet vidtagit adekvata åtgärder”
Kerstin af Jochnick, vice Riksbankschef, tal på SNS augusti 2015

«Motiverade regelförändringar är välkomna, särskilt om de får bostadsmarknaden att fungera mer effektivt.»

Exempel på Riksbankens förslag till ytterligare åtgärder är: sänkt bolånetak, ännu striktare amorteringskrav, skuldkvotstak, dvs att utlåningen till hushåll (oavsett förmögenhet) begränsas till en viss andel av hushållets inkomster, krav på högre andel bundna räntor m fl krav. Kort sagt, andelen eget kapital vid bostadsförvärv ska vara högre. Detta kan tolkas som att bland annat unga hushåll med begränsat sparkapital inte bör äga en bostad av hänsyn till den finansiella stabiliteten. Riksbanken anser också att det är viktigt att bostadsbyggandet ökar, men såvitt känt har Riksbanken inte analyserat på vilket sätt ökade krav på kreditransonering skulle underlätta bostadsbyggandet. Andra bedömare menar att det snarare minskar byggandet.

Riksbanken har under senare år hävdat att en högre styrränta skulle minska risker med hushållens skuldsättning i så stor utsträckning att de kostnader som uppstår med en sådan politik skulle vara motiverade. Banken har också under lång följd av år hävdat att inflationen inom en ganska snar framtid skulle nå målet på 2 procent och räntenivåerna därmed stiga. På båda dessa punkter har Riksbankens slutsatser fått omfattande kritik och banken har tvingats revidera sina slutsatser och sin politik.

Av dessa skäl har förtroendet för Riksbankens analys och slutsatser rörande hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden minskat bland många aktörer i bostadsbranschen. Självklart är det viktigt att varken bostadsmarknaden eller kreditmarknaden riskerar den finansiella stabiliteten i Sverige. Motiverade regelförändringar är välkomna, särskilt om de får bostadsmarknaden att fungera mer effektivt. Men frågan är om just kreditreglering är en sådan åtgärd och om hushållens skuldsättning i nuläget är så problematisk som Riksbanken påstår? Om Riksbankens analys av penningspolitiken inte varit fri från invändningar – hur riktig är dess analys av skulder och bostadsmarknad?

Oron för Riksbankens agitation har inte blivit mindre av att andra kvalificerade bedömare, som publicerat mer djupgående analyser av data som beskriver hushållens skuldsättning, kommit till andra slutsatser än Riksbanken. Några mer namnkunniga exempel är Finansinspektionens årliga bolånerapporter (Finansinspektionen 2015), Konjunkturrådets rapport Den svenska skulden (Konjunturrådet 2015), den statliga utredningen Överskuldsättning i kreditsamhället (SOU 2013) och professor Lars EO Svenssons argumentation, se exempelvis Svensson (2014a). Gemensamt för dessa analyser är att de ger en till stora delar annan och betydligt mindre problematisk bild av hushållens skulder än Riksbanken. De visar också att enkla skuldkvotsmått inte ger någon tillförlitlig bild av risker med skulduppbyggnad.

Riksbanken – och andra debattörer inom politik och media – har exempelvis agiterat ivrigt för att skulduppbyggnaden mätt som skuldkvot är mycket problematisk. Med skuldkvot menas hushållens skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna. Med hänvisning till skuldkvotens nivå och ökningstakt menar man att de svenska hushållen har mycket höga skulder och att en stigande skuldkvot är ett tydligt bevis för att riskerna rörande finansiell stabilitet ökat kraftigt. Mot denna bakgrund är det lätt att förstå kraven på fler åtgärder. Men är en ”hög” skuldkvot verkligen ett tecken på hög risk?

För att översiktlig belysa detta kan man studera och jämföra utvecklingen under 1990-talskrisen, 1991-1993 och finanskrisen 2008–2011. Under 1990-talskrisen var skuldkvoten ca 130 procent. Under finanskrisen runt 170 procent. Men effekterna på samhällsekonomin och den finansiella stabiliteten var betydligt mer negativa och omfattande på 90-talet än efter finanskrisen.

Under 1990-talskrisen föll bostadspriserna med mellan 20–30 procent och priserna återhämtade sig långsamt medan prisfallet under finanskrisen var som mest ca 20 procent med en relativt snabb återhämtning. Det mindre prisfallet och den snabbare återhämtningen under finanskrisen tyder på att både hushållen och bostadsmarknaden var betydligt mer motståndskraftiga än under 1990-talet, trots betydligt högre skuldkvot och mångdubbelt högre bostadspriser. Förklaringen är sannolikt att bostadsbyggandet varit lägre, kreditexpansionen mer måttlig, sparandet högre, räntorna lägre och både statens och hushållens ekonomi starkare i form av lägre statsskuld, stabilare kommunala finanser, högre disponibla inkomster och större finansiella tillgångar nu än under 1980- och 90-talen. Dessa

”stresstest i realtid” pekar därför på att eventuella risker med hushållens skuldsättning och bostadsprisutvecklingen kräver en både bredare och djupare analys än vad som är möjligt med ett enkelt skuldkvotsmått.

Det är därför ett problem om politiska beslutsfattare och andra beslutsfattare inom de statliga myndigheterna baserar beslut som kraftigt påverkar bostadsmarknadens funktion till det sämre på diffusa grunder och enkla och onyanserade nyckeltal, som exempelvis skuldkvot.

I syfte att analysera och diskutera vanliga påståenden i debatten har därför de båda företagen Veidekke och Rikshem givit Evidens i uppdrag att analysera och diskutera ett antal vanliga påståenden i debatten:

1. ”De svenska hushållsskulderna är bland de högsta i världen – den höga skuldkvoten motiverar kraftfulla åtgärder mot fortsatt tillväxt av skuldsättningen”
2. ”De svenska hushållsskulderna växer alltför snabbt”
3. ”Bostadspriserna är ohållbara och prisutvecklingen de senaste åren är orimligt hög – prisutvecklingen bör bromsas”
4. ”Majoriteten av svenska hushåll amorterar inte på sina bostadslån – en ny amorteringskultur måste skapas”
5. ”Bolånen i Sverige är så stora att konsumtionen riskerar falla dramatiskt vid en kris – så kraftigt att den finansiella stabiliteten hotas”

Frågan är i vilken utsträckning dessa påståenden är baserade på kända fakta? Eller riskerar myndigheternas förslag till regleringar försämra bostadsmarknadens funktion utan att lösa något egentligt problem?

Påstående 3: ”Bostadspriserna är ohållbara och prisutvecklingen de senaste åren är orimligt hög – prisutvecklingen bör bromsas”

2. ”De svenska hushållen har världens högsta skulder”

«Ett antal länder med lägre skuldkvot har fått stora problem på både bostadsmarknaden och i banksektorn.»

Både statliga myndigheter, internationella bedömare av svensk ekonomi och inte minst media, framhåller intensivt att svenska hushåll har en ”hög” skuldsättning. Det främsta beviset för detta är att den så kallade skuldkvoten, dvs hushållens aggregerade skulder i förhållande till de aggregerade inkomsterna, stigit de senaste 20 åren och att denna kvot nu är på en ”hög” nivå, både historiskt och vid internationella jämförelser.

Det är riktigt att skuldkvoten är på en historiskt hög nivå (fig. 1). Men det finns många argument för att en hög nivå i ett historiskt perspektiv i sig inte är ett bevis för att risker ökat. Hur riskerna förändrats beror rimligvis på hur hushållens möjligheter att bära en högre skuldsättning genom högre betalningsförmåga och större motståndskraft mot störningar har förändrats. Det finns därför bättre indikatorer än skuldkvoten på hur riskerna kopplade till skulderna har förändrats. Detta diskuteras mer utförligt längre fram i detta avsnitt.

Att hushållens skulder är höga vid en internationell jämförelse behöver inte heller innebära att riskerna skulle vara högre i Sverige än i länder med lägre skuldkvoter. Den enklaste illustrationen till denna slutsats är att flera länder med högre skuldkvot än Sverige inte drabbats av problem, samtidigt som ett antal länder med lägre skuldkvot fått stora problem på både bostadsmarknaden och i banksektorn. Detta visar att skuldkvoten i sig inte är en bra indikator på risker med hushållens skuldsättning. Internationella erfarenheter pekar i stället på att det är nationella förhållanden i form av bostadsbyggande, bytesbalans, hushållsparande, kreditexpansion, standarden på kreditprövning av hushåll och institutionella villkor som påverkar riskbilden.

INTERNATIONELLA JÄMFÖRELSER AV SKULDKVOTEN BASERAD PÅ DISPONIBEL INKOMST ÄR MISSVISANDE

Förutom att skuldkvoten är en ofullständig indikator på risker förknippade med hushållens skulder finns ett annat problem vid internationella jämförelser. Det skuldkvotsmått som de mest alarmistiska aktörerna (främst Riksbanken) använder är som tidigare nämnts en kvot mellan skulder och disponibla inkomster. I Sverige (och i andra nordiska länder) är inkomstbeskattningen relativt hög. Det handlar både om nivån på sociala avgifter samt nivån på beskattningen av inkomst av tjänst. Den högre beskattningen används för att finansiera välfärdstjänster såsom sjukförsäkring, föräldraförsäkring, allmän pension, sjukvård och utbildning mm. I andra länder är det vanligt att delar av dessa tjänster i stället finansieras med hushållens disponibla inkomster. Detta ger lägre disponibelinkomster för svenska hushåll och en högre skuldkvot, vilket gör att internationella jämförelser blir missvisande. Eftersom en stor del av det högre skattetrycket i Sverige motsvaras av högre social trygghet är ett skuldkvotsmått som tar hänsyn till skillnader i beskattningen rimligen mer rättvisande.

För att i någon mån förbättra jämförbarheten mellan länder kan man med tillgäng-

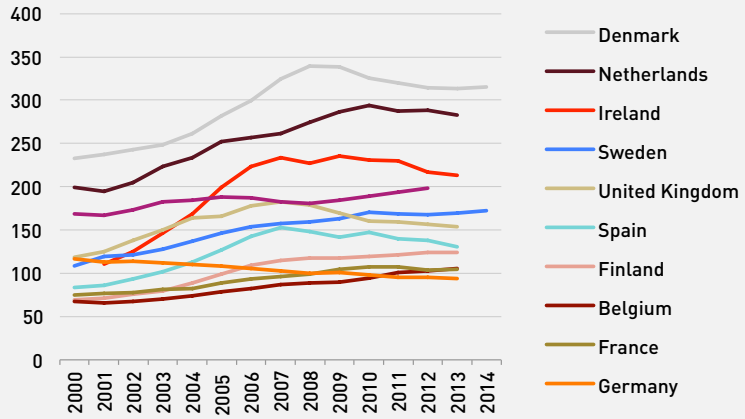
lig statistik beräkna en skuldkvot baserad på ett inkomstmått bestående av bruttoinkomster och sociala avgifter. Man kan dessutom beräkna en skuldkvot där hushållens inkomster ersätts med BNP. Frågan är hur Sverige positioneras i en internationell jämförelse om man använder sådana, mer rättvisande, skuldkvotsmått?

Den senaste uppgiften om skuldkvoten mätt med disponibla inkomster finns i Riksbankens penningpolitiska rapport från juli 2015, Riksbanken (2015). Skuldkvoten mätt på detta sätt uppgick vid årsskiftet 2014/2015 till 172 procent, vilket är i princip samma nivå som år 2010. Under fyra års tid har alltså skuldkvoten i princip varit oförändrad runt 170 procent. Det är denna nivå som bland annat Riksbanken kategoriserar som ”hög” vid en internationell jämförelse. Om man byter ut disponibel inkomst mot summan av bruttoinkomst och sociala avgifter kan man redovisa en justerad skuldkvot. Tillgänglig statistik från Eurostat och OECD medger sådana jämförelser mellan 12 länder i Västeuropa (fig. 2).

Resultatet visar att spridningen mellan länder minskar och att Sveriges justerade skuldkvot var 132 procent år 2013, det sista året med tillgänglig statistik för ett flertal länder i jämförelsen. Skuldkvoten mätt på detta sätt är därmed nästan 40 procentenheter lägre än det mått Riksbanken föredrar att framhålla. En jämförelse av justerade skuldkvoter visar att Sverige positionerar sig nära mitten bland jämförda länder i figur 2 (medelvärdet var år 2012 130 procent och medianen 122 procent).

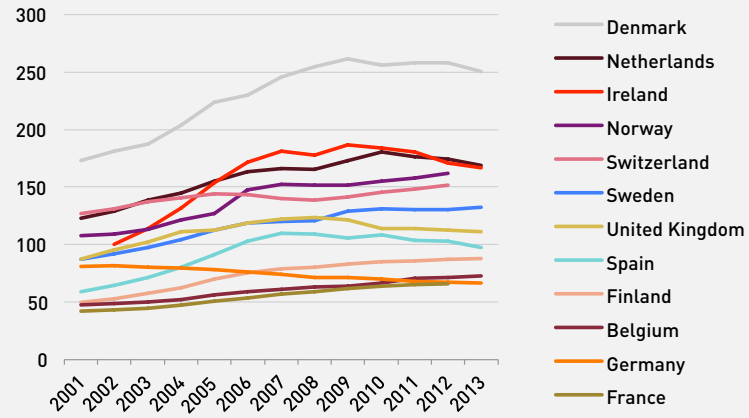
Vad som bör betraktas som en mycket hög, hög, normal eller låg skuldkvot kan man naturligtvis diskutera. Men det verkar onekligen som myndigheternas påstående att

Figur 1. Skuldkvot beräknad på disponibla inkomster.
Hushållens skulder i procent av disponibel inkomst 2000–2014, procent.



Källa: OECD.

Figur 2. Skuldkvot beräknad på bruttoinkomster och sociala avgifter.
Hushållens skulder i förhållande till hushållens bruttoinkomster plus sociala avgifter 2001–2013, procent.



Källa: Eurostat och SSB.

den svenska skuldkvoten skulle vara mycket ”hög” vid en internationell jämförelse med relevanta länder och mer rättvisande inkomstmått starkt kan ifrågasättas. Det verkar bara stämma om man inte tar hänsyn till hur välfärdstjänster finansieras.

Internationella erfarenheter visar att det inte är nivån på skuldkvoten som vållat problem utan tillväxttakten i skulduppbyggnad (vanligen i kombination med ett omfattande byggande, lågt sparande och eller låg standard på kreditgivningen), se Flodén (2014) och Bunn och Rostom (2014). En jämförelse med länder som fått stora problem på bostadsmarknaden och i övriga samhällsekonomin visar att tillväxttakten åren före krisen varit måttlig i Sverige mätt som tillväxt i den justerade skuldkvoten (tabell 1). Och tillväxttakten sedan år 2010 har som tidigare nämnts varit i princip noll i Sverige. I både Danmark, Spanien och Irland var tillväxttakten betydligt högre än i Sverige. Nederländerna hade något högre tillväxttakt i den justerade skuldkvoten men redovisar både ett högre bostadsbyggande före krisen och kraftigt avvikande institutionella förhållanden jämfört med Sverige vad gäller skatteregler och kreditgivning.

Ett annat sätt att beräkna skuldkvoten och undvika missvisande jämförelser som beror på skattesystemet och finansieringen av välfärdstjänster är att relatera skulderna till BNP. En sammanställning av skulder i avancerade ekonomier uppdelade på de olika samhällssektorerna offentlig sektor, företag och hushåll redovisas i figur 3, McKinsey (2015).

Tillgänglig data visar att de svenska hushållsskulderna mätt som skulder i förhållande till BNP är genomsnittliga vid en internationell jämförelse och uppgick år 2014 till 82 procent. Den totala skuldkvoten i samtliga sektorer i Sverige var samtidigt 290 procent. Den genomsnittliga totala skuldkvoten för samtliga jämförda avancerade ekonomier var 280 procent. Både hushållsskulderna och de totala skulderna framstår därmed som genomsnittliga vid en internationell jämförelse. De offentliga skulderna i Sverige framstår samtidigt som låga medan företagssektorns skuldkvot är relativt hög jämfört med de flesta andra länder. Också för företag blir dock skuldkvotsmåttet missvisande. Tar man hänsyn till företagens tillgångar är skuldsättningsgraden för svenska icke-finansiella börsnoterade företag ca 20 procent, vilket är en låg skuldsättningsgrad vid en internationell jämförelse, Konjunkturrådet (2015).

Tabell 1. Skuldkvot, Hushållens skulder som andel av hushållens bruttoinkomster och sociala avgifter.

Länder med kraftigt boprisfall	Skuldkvot		Förändring 2003–2007, procent	Förändring procent/år
	2003	2007		
Nederländerna	144,1	174,4	30,3	7,6
Danmark	179,2	231,7	52,5	13,1
Spanien	72,7	112,5	39,8	10,0
Irland	119,1	189,4	70,3	17,6
Sverige	92,5	112,0	19,5	4,9

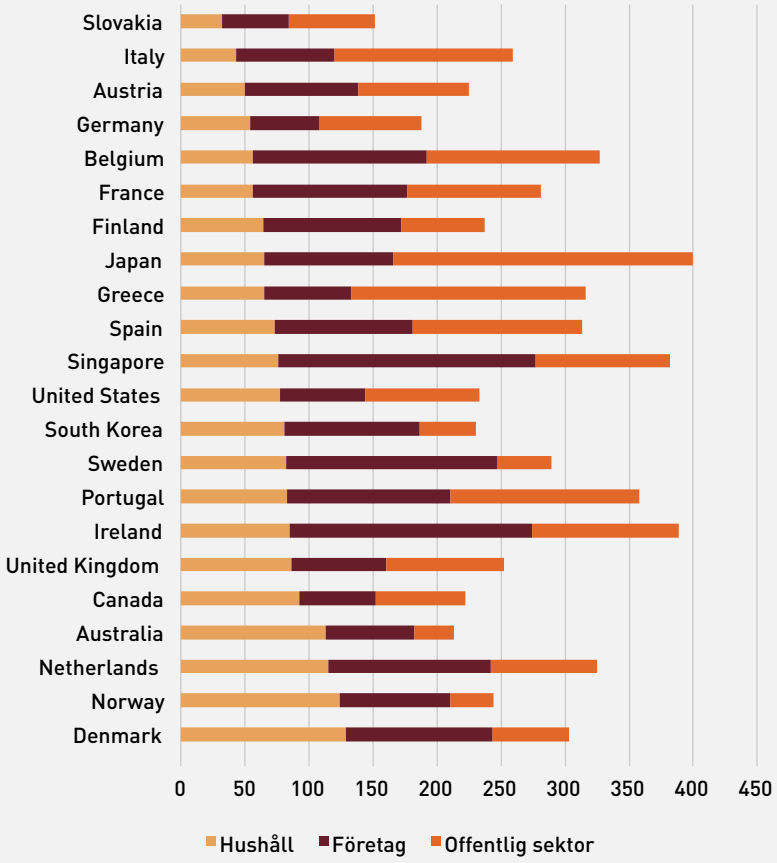
Källa: Eurostat

Mycket talar för att förtroendet för de offentliga finanserna och finansieringen av välfärdstjänster över skattsedeln verkar dämpande på ett prisfall vid en kris, jämfört med länder där hushållen måste finansiera välfärdstjänster med sin disponibla inkomst. Med högt förtroende för statsfinanser och tillgång till finansierad sjukvård, utbildning och socialförsäkringar kan många hushåll vänta ut en svag konjunktur utan att behöva sälja sin bostad med förlust. I Sverige är också hushållen fullt ut betalningsansvariga för sitt bolån till skillnad från exempelvis i USA, där lånet i stället är knutet till säkerheten, dvs själva bostaden. Sammantaget ger dessa förhållanden större motståndskraft för svenska hushåll. Kreditförlusterna på bostadslån har över tid legat på en minimal nivå. Under 90-talskrisen uppgick bankernas förluster på hushållen endast till 6 procent 1992 när krisen kulminerade, förlusterna uppstod istället i företagssektorn.

Tillgången till data begränsar möjligheterna att jämföra utvecklingen över tid. Men studeras tillväxttakten i skuldkvot i hushållssektorn i förhållande till BNP i de länder där OECD redovisar data, verkar inte Sverige avvika nämnvärt (fig 4). I likhet med skuldkvoter som beräknas på basis av bruttoinkomster och sociala avgifter redovisar inte heller detta mått en tillväxttakt som avviker från övriga länder före finanskrisen och tillväxttakten de senaste åren förefaller måttlig.

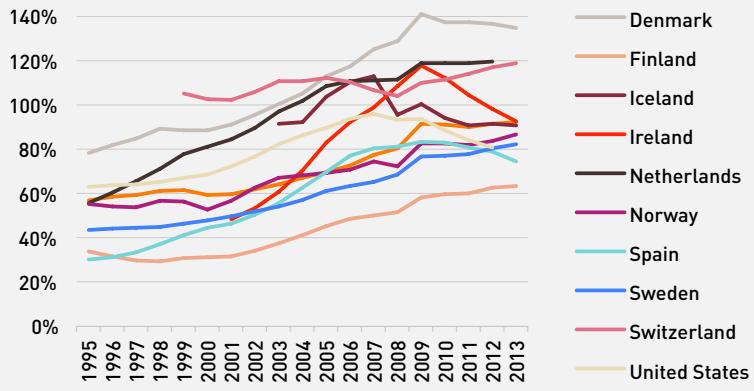
En allsidig och seriös diskussion om nivån och tillväxttakten i de svenska hushållens skuldsättning bör baseras på en redovisning

Figur 3. Skuldkvot beräknad på BNP.
Skuldkvoter, skulder som andel av BNP i olika sektorer 2014, procent.



Källa: World economic outlook, IMF, BIS, Haver Analytics, Centralbanker, McKinsey Global Institute.

Figur 4. Skuldkvot beräknad på BNP 1995–2013.
Hushållens skulder i förhållande till BNP 1995–2013.



Källa: OECD.

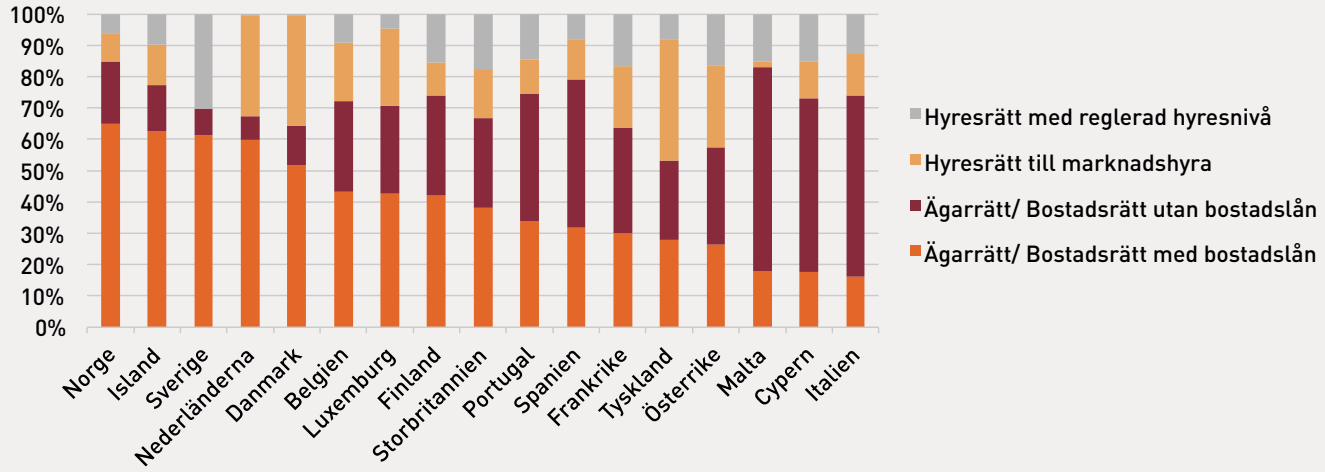
av flera olika mått. Skuldkvotsmåtten är som tidigare konstaterats bristfälliga som mått på risker. Det finns betydligt bättre mått, vilket utvecklas mer utförligt i slutet av detta avsnitt. Men om man diskuterar skuldsättningen med hjälp av skuldkvotsmått bör en sådan redovisning innehålla också skuldkvoter baserade på bruttoinkomster och BNP. Denna korta genomgång och analys av skuldkvoter beräknade på (enkelt) tillgängliga data pekar på att slutsatser om att svenska hushåll skulle vara mycket högt skuldsatta jämfört med hushåll i andra länder är tveksam. En rimlig slutsats av detta är att politiska beslut om att begränsa hushållens möjligheter att lånefinansiera bostäder, baserat på att skulderna i förhållande till disponibla inkomster förefaller höga jämfört med andra länder, inte verkar vara rimligt underbyggda. Detta väcker frågan varför Riksbanken vid internationella jämförelser väljer att använda skulder i förhållande till disponibla inkomster, när det finns mer rättvisande mått?

GRADEN AV BOSTADSÄGANDE OCH TILLGÄNGLIGHET TILL BOSTADSFINANSIERING PÅVERKAR NIVÅN PÅ SKULDKVOTEN

Även om skuldsättningen i den svenska hushållssektorn vid en internationell jämförelse endast ser ut att vara ”hög” om skulderna relateras till disponibla inkomster, finns många länder i Väst- och Sydeuropa med lägre skuldkvot, även om man använder bruttoinkomster eller BNP när kvoten beräknas. Med en genomsnittlig skuldkvot mätt exempelvis som skulder i relation till BNP positionerades Sverige i mitten av urvalet länder. Det finns alltså många länder med lägre skuldkvot än Sverige, oavsett vilket skuldkvotsmått man studerar. Man kan därför fråga sig vad som påverkar skuldkvotens nivå?

Ett rimligt antagande är att skuldkvotens nivå påverkas av flera olika faktorer, exempelvis den ekonomiska utvecklingen i respektive land, kreditmarknadens funktionssätt, skatteregler, institutionella förhållanden och bostadsmarknadens struktur, dvs hur stor andel av befolkningen som äger respektive hyr sin bostad. I länder med en stor hyressektor, också för ekonomiskt starka hushåll, blir skulderna i hushållssektorn lägre eftersom efterfrågan på bolån blir

Figur 5. Andel av befolkningen per boendeform.
Andel av befolkningen per upplåtelseform och andel med bostadslån år 2012.



Källa: Eurostat.

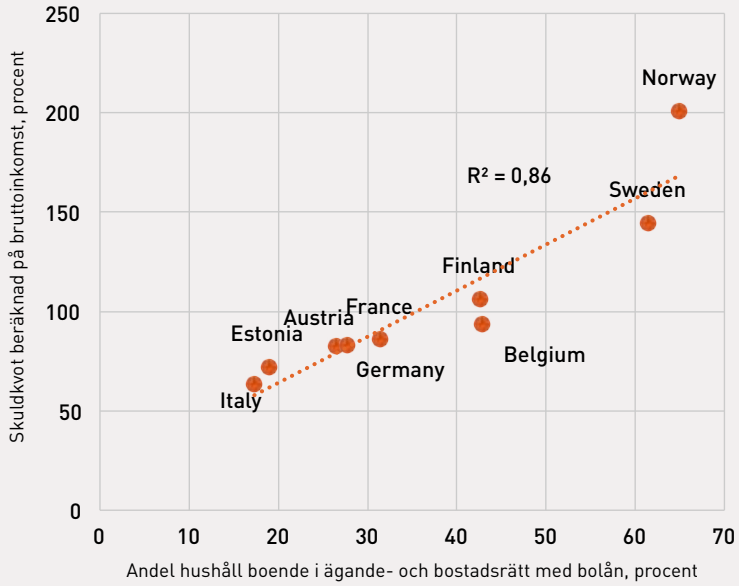
lägre. Skulderna hamnar då istället i företagssektorn, hos bostadsföretagen och andra fastighetsägare. Omvänt blir skuldsättningen i hushållssektorn större om en stor andel av alla hushåll äger sitt boende. I många länder med hög ägarandel på bostadsmarknaden har detta varit resultatet av politiska målsättningar baserade på idén om att en stor ägarandel i sig är välfärdshöjande. Politiska mål om ökat bostadsägande har då ofta påverkat tillgängligheten till bostadslån. Det finns forskning som stödjer sådana politiska målsättningar. Positiva effekter för närområdets förvaltnings- och investeringsnivå diskuteras i DePasquale och Glaeser (1999), positiva effekter på skolresultat diskuteras i Aronson (2000) och Rohde och Lindblad (2013) sammanfattar forskning om påverkan på kriminalitet och upplevd livskvalitet.
I Eurostats databas finns data om bostadsägande i ett antal europeiska länder (fig. 5). Av figuren framgår att Norge har den största ägarandelen av samtliga jämförda länder. Samtliga nordiska länder redovisar en stor ägarandel. Men det finns samtidigt flera länder i södra Europa med stor ägarandel på bostadsmarknaden som Malta, Cypern, Spanien och Italien. Utmärkande för de nordiska länderna (samt Nederländerna, Belgien och Luxemburg) är att en mycket stor andel av hushållen som bor med äganderätt har ett bostadslån. I Sydeuropa är det en stor andel hushåll som bor med äganderätt men som inte har något bostadslån, bostäder finansieras uppenbarligen på annat sätt.

I Sydeuropa är det en stor andel hushåll som bor med äganderätt men som inte har något bostadslån, bostäder finansieras uppenbarligen på annat sätt.

Det kan finnas många förklaringar till att bostäder i högre utsträckning finansieras med bolån i norra Europa än i södra. Förutom rena kulturskillnader i synen på bostadsköp, familjebildning och etablering på bostadsmarknaden kan viljan och förmågan att erhålla ett bostadslån påverkas av olika faktorer:

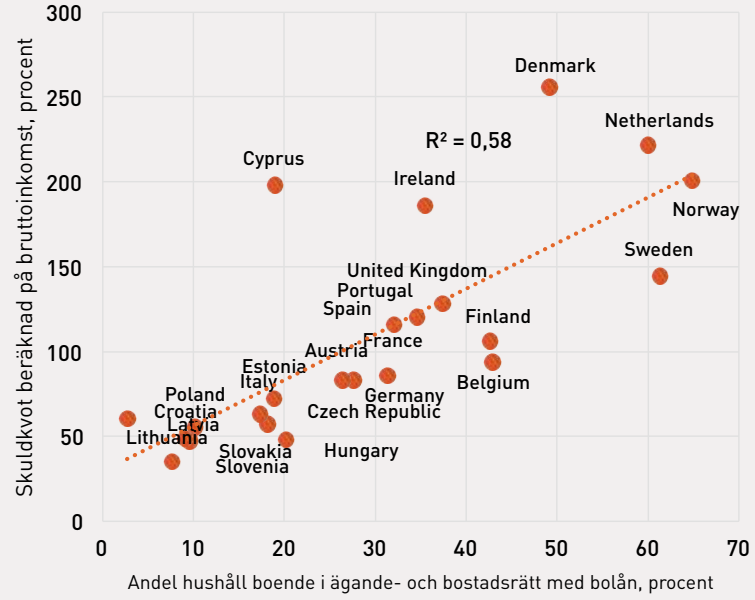
- Politiska mål
- BNP- och bostadsprisnivå
- Grad av urbanisering
- Bankernas möjligheter att bedöma låntagarens kreditvärdighet (bland annat hur tillgängliga korrekta inkomstuppgifter är och vilket skydd som finns vid exempelvis sjukdom och arbetslöshet)
- Institutionella förhållanden (transaktionskostnader, rättssäkerhet, grad av korruption och förtroende för inskrivningsmyn-

Figur 6. Skuldkvot och andel hushåll med ägt boende + bostadslån i länder utan kraftiga boprisfall.
Skuldkvot och andel hushåll i ägande- och bostadsrätt med bolån 2013.



Källa: Eurostat och Evidens.

Figur 7. Skuldkvot och andel hushåll med ägt boende + bostadslån.
Skuldkvot och andel hushåll i ägande- och bostadsrätt med bolån 2013.



Källa: Eurostat och Evidens.

digheter och pantregister mm)
- Förekomsten av en svart/grå ekonomi vid bostadsbyggande i delar av södra Europa

Dessa förhållanden påverkar samtidigt rimligtvis tillgängligheten till och utbudet av bostadslån – vilket i sin tur påverkar hushållens möjligheter att få ett bolån. Ett sätt att analysera vilken betydelse ägarstrukturen på bostadsmarknaden har för nivån på skuldkvoten är att studera sambandet mellan dessa två faktorer för länder som inte drabbats av stora störningar på bostadsmarknaden i samband med finanskrisen. Länder som drabbats av störningar och där hushållen tvingats att skuldsanera kan ha haft för hög skuldsättning av flera olika skäl, exempelvis övervärderade bostäder eller för hög skuldsättning i relation till hushållens inkomster. Lånen kan ha använts för finansiering av annan konsumtion, dvs skulderna har varit för höga i relation till vad ägarandelen på bostadsmarknaden eller inkomsterna uthålligt motiverar.

De länder som Eurostat dels redovisar data för och dels inte drabbats av svåra störningar på bostadsmarknaden med tillhörande skuldavveckling är Estland, Italien, Österrike, Frankrike, Tyskland, Belgien, Finland, Sverige och Norge. De som uteslutits på grund av förmodad problematiskt hög skuldsättning eller kraftiga boprisfall är Island, Danmark, Nederländerna, Spanien och Portugal. För övriga länder saknas data om skuldkvot baserat på bruttoinkomster eller ägarandel på bostadsmarknaden. På grund av dataproblem blir antalet länder i analysen begränsat, vilket naturligtvis innebär att resultatet måste betraktas med försiktighet. Men en enkel regression mellan skuldkvot och andel hushåll med ägt boende och bostadslån i detta begränsade antal länder visar ett mycket starkt samband mellan dessa variabler (fig. 6). Sambandet förblir starkt om också länder med större prisfall inkluderas (fig.7).

Resultatet indikerar att nivån på skuldkvoten på längre sikt framförallt förklaras av hur stor andel av hushållen som bor i ägda boendeformer och hur stor andel av dessa som har ett bostadslån – givet att bostäderna är rätt värderade och att hushållens skulder främst används till bostadsfinansiering.

«Minskad nyproduktion riskerar att innebära ytterligare prisstegring.«

Resultatet skulle därmed också kunna förklara varför vissa länder tvingats till en omfattande skuldsanering. Om skuldkvoten är väsentligt högre än vad som motiveras av andelen hushåll med ägt boende och bolån, och skulderna i huvudsak utgörs av bolån, kan kvoten förr eller senare förväntas falla mot den nivå som motiveras av ägarandelen med lån. Det skulle till stor del kunna förklara varför skuldkvoterna fallit efter finanskrisen i länder som Irland, Island, Danmark, Spanien och USA, samtidigt som de varit stabila i andra länder (fig. 4). Det indikerar vidare, att hushåll i dessa länder kan ha använt lån till annan konsumtion än till bostadsinvesteringar i högre utsträckning. Sådan lånefinansierad överkonsumtion är inte hållbar på sikt medan skuldnivåer som motiveras av ägarandelen på en bostadsmarknad, med rätt värderade bostäder, är betydligt mer hållbara.

Att Sverige redovisar en högre skuldkvot än flera andra länder vid en internationell jämförelse verkar sammanfattningsvis framförallt bero på en hög ägarandel på bostadsmarknaden och rimligt värderade bostäder i kombination med att bostadsfinansiering är tillgänglig för många hushåll. Det betyder vidare att en strategi från myndigheternas sida med målet att sänka den påstått ”höga” skuldkvoten förefaller problematisk.

Om en låg skuldkvot av någon anledning uppfattas som önskvärd kan andelen bostadsägare med lån minskas genom att tvinga hushållen att kraftigt amortera ner sina bostadslån. Ur ett portföljperspektiv på sparande är detta emellertid en problematisk strategi, vilket utvecklas mer i kommande avsnitt. En sådan strategi kommer också sannolikt att påverka nyproduktionen av bostäder kraftigt negativt, Evidens (2015). Att kräva betydligt högre andelar eget kapital vid bostadsförvärv slår mot unga hushålls och andra likviditetsbegränsade hushålls möjligheter att efterfråga bostäder. En minskad nyproduktion riskerar då på sikt att innebära ytterligare prisstegring i det befintliga beståndet.

«Högre andelar eget kapital slår mot unga och andra likviditetsbegränsade hushåll.»

Alternativa strategier skulle kunna vara att fler hyr sina bostäder eller att bolånen ransoneras kraftigt. Men vilka grupper av hushåll bör i så fall lämna det ägda boendet till förmån för det hyrda? För vilka kategorier hushåll bör tillgängligheten till bostadsfinansiering minska? Eller borde ett prisfall på bostadsmarknaden framtvingas med åtföljande skuldanpassning? Och vilka problem skulle en sådan politik vara lösningen på?

SKULDKVOTEN STIGER NÄR FLER HUSHÅLL ÄGER SIN BOSTAD

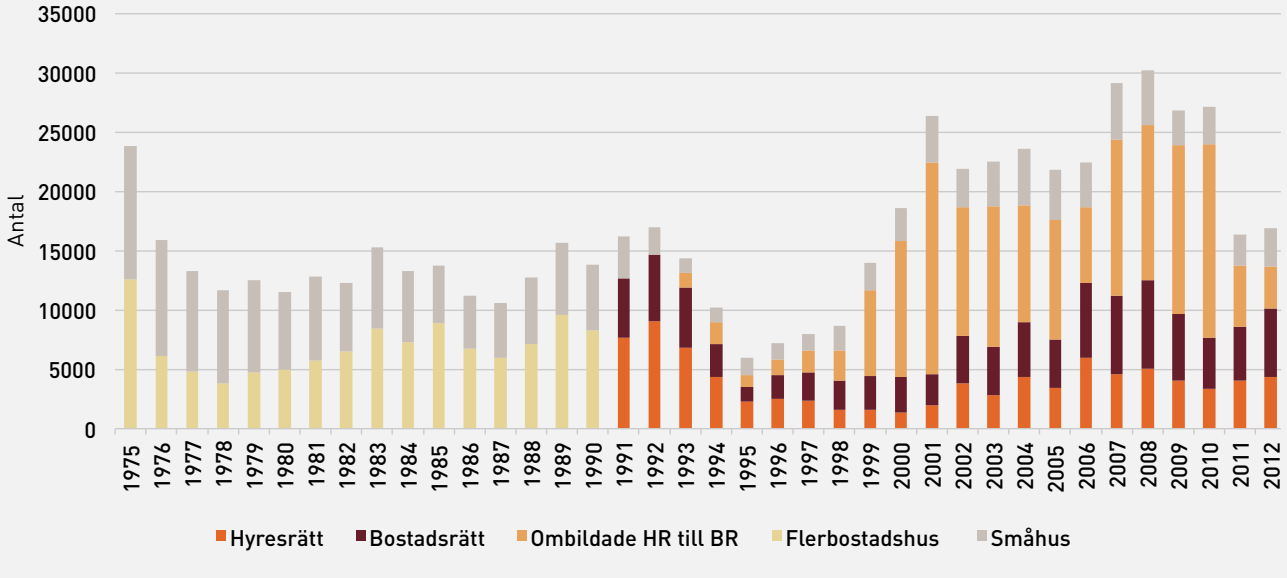
Som konstaterats i internationella studier är det tillväxttakten i skulduppbyggnaden som utgör den egentliga riskfaktorn. Detta disku-

Att bostadspriserna stigit kraftigt beror bland annat på utvecklingen av storstädernas tillväxt, hushållens inkomst- och förmögenhetsutveckling och förändring i räntenivån.

teras mer ingående i det avslutande avsnittet. Och den svenska skuldkvoten, oavsett hur man mäter den, redovisar en relativt måttlig tillväxttakt även om den stigit under lång tid. Tillväxttakten i länder som fått problem har i normalfallet varit betydligt snabbare (fig. 4).

Vid sidan av tillväxttakten är risksituationen kopplad till hushållsskulder starkt beroende av vad skulduppbyggnaden används till. I Sverige används skulderna framförallt till investeringar och inte till överkonsumtion. Med överkonsumtion menas att hushållen konsumerar mer än disponibel inkomst, dvs. att hushållen lånar till konsumtion. Analyser av vilka faktorer som bidragit till

Figur 8. Bostadsbyggande och ombildning till bostadsrätt i storstadsregionerna.
Bostadsbyggande och ombildning fördelat på hustyp och upplåtelseform i Stor-Stockholm, Stor-Göteborg och Stor-Malmö år 1975–2012.



Källa: SCB och Evidens.

Tabell 2. Effekter på hushållens skuldkvot av olika makroförändringar i ett urval länder. (Procent) 1995–2011.

	SE	DK	FI	NL	IR	ES
Högre bostadsägarandel	+20	+2	-12	+30	–7	+12
Lägre boendeskatter	+7	–4	0	+5	–2	–2
Lägre bolåneräntor	+6	+10	+14	+6	+2	–1
Kombinationseffekt	+4	+0	–2	+4	–0	+0
Summa	**+ 40**	**+ 8**	**+ 0**	**+ 44**	**– 7**	**+ 8**

Källa: Finansinspektionen.

skulduppbyggnaden bland svenska hushåll visar att det framförallt är två faktorer som bidragit till att skuldkvoten vuxit i Sverige de senaste 20 åren, Evidens (2013).

Den ena faktorn är att bostadspriserna stigit kraftigt i reala termer, vilket i sin tur bland annat beror på utvecklingen av storstädernas tillväxt, hushållens inkomst- och förmögenhetsutveckling och förändring i räntenivån. Hur hållbar prisutvecklingen på bostadsmarknaden varit diskuteras mer utförligt i kommande avsnitt.

Den andra faktorn, som är relativt unik för Sverige jämfört med länder som fått stora problem, är att andelen hushåll som äger sin bostad ökat kraftigt under perioden (fig. 8 och tabell 2). Tyvärr saknas uppdelning av flerfamiljhus i nyproduktionen före år 1990. Men av figuren framgår tydligt att andelen ägda bostäder som tillförts marknaden genom nyproduktion och ombildning ökat under 2000-talet genom att småhus och bostadsrätter dominerat nyproduktionen samtidigt som ett mycket stort antal hyresbostäder omvandlats till bostadsrätt i högprismarknader. Av tabell 2 framgår att det är andra, i vissa fall mer problematiska faktorer, som byggt upp skulder i flera andra länder. Denna mycket stora förändring av strukturen på bostadsmarknaden har alltså i stor utsträckning bidragit till den stigande skuldkvoten i Sverige.

«En central faktor har varit omläggningen av bostadspolitiken och avvecklingen av det tidigare bostadsfinanieringssystemet som gynnade produktion av hyresbostäder.»

Att ägarandelen ökat kan förklaras av flera faktorer. En central faktor har varit omläggningen av bostadspolitiken och avvecklingen det tidigare bostadsfinanieringssystemet som gynnade produktion av hyresbostäder. När hushållen själva fullt ut ska finansiera bostäder blir boendeutgifterna, allt annat lika, högre i hyresbostäder där boendeutgiften (hyran) också ska täcka investerarens avkastning på insatt eget kapital. Dessutom har ombildningarna till följd av politisk vilja och tillämpningen av bruksvärdessystemet ökat stocken av ägda bostäder, särskilt i högprismarknader. Kombinationen av stigande bostadspriser och kommunal markpolitik har också gynnat byggandet av ägda bostäder. Införandet av balanskrav och en allmänt striktare budgethållning efter 90-talskrisen har lett till att storstadskommunerna tillämpar marknadspriser vid markförsäljning. Dessutom förs i viss mån infrastrukturkostnader över på byggherrarna i större utsträckning än tidigare. Detta leder sammantaget till att kalkylerna för hyresbostäder blir problematiska och andelen ägda bostäder i nyproduktionen ökar – finansieringen hamnar i sista ledet i större utsträckning hos hushållen.

Finansinspektionen kommenterar utvecklingen på följande sätt, Finansinspektionen (2013):

”Uppgången i hushållens skuldkvot i andra länder kan inte som för Sveriges del i allmänhet förklaras av ett ökat bostadsägande och lägre kostnader för bostad och bolån. Stora likheter finns förvisso med Nederländerna, där en stigande ägarandel kan förklara en uppgång i skuldkvoten med 30 procent.

För Nederländerna bidrar dessutom, precis som för Sverige, såväl sänkta boendeskatter och lägre bolåneräntor till att förklara en uppgång i hushållens skuldkvot. Notera dock att skuldkvoten i

Nederländerna ökat med 63 procent under den aktuella perioden jämfört med 44 procent för Sverige, och att dessa faktorer kan förklara 70 procent av uppgången jämfört med att 91 procent av uppgången kan förklaras för Sverige."

"Med detta i beaktande kan det trots allt vara rimligt att tro att det som hänt med hushållens skuldsättning (och på bostadsmarknaden) i andra länder i och med den finansiella krisen inte med automatik kommer att hända i Sverige. För att bedöma den framtida utvecklingen i Sverige torde det vara mer intressant att försöka avgöra hur de bakomliggande faktorerna kommer att utvecklas i framtiden i stället för att i huvudsak dra slutsatser från vad som hänt i andra länder."

En nominell tillväxttakt i totala skulder om ca 4 procent per år är förenligt med en oförändrad skuldkvot eftersom de nominella inkomsterna kan förväntas växa med ca 4 procent per år. På kort sikt, det senaste året, har den årliga tillväxttakten i skuldsättningen, mätt som total nominell skuldtillväxt, ökat från ca 4 procent per år till ungefär 7 procent (juni 2015). Enligt de analyser som Evidens tidigare genomfört beror den ökande tillväxttakten sannolikt på att hushållens inkomster och nettoförmögenheter ökat snabbare det senaste året samtidigt som nyproduktionstakten (och sannolikt också ombildningstakten, här saknas ny data) ökat. Kort sagt: hushållens kreditvärdighet ökar och stocken av nya bostads- och äganderätter växer snabbare när konjunkturen förbättras och byggandet tar fart.

SKULDKVOTEN – ETT OLÄMPLIGT MÅTT

Diskussionen ovan om olika mått på skuldkvoten visar att skuldkvoter är ett olämpligt och otillräckligt mått på eventuella risker med hushållens skuldsättning. Att dra slutsatser om risknivån i Sverige utifrån internationella jämförelser av nivån på skuldkvoten är enligt diskussionen ovan orimligt. Policybeslut bör därför inte baseras på sådana jämförelser. Det finns istället betydligt mer relevanta mått och indikatorer. Ett intressant resultat av studier av sådana mer relevanta mått är att de ger en annan riskbild än den som myndigheterna, främst Riksbanken, framhåller. Företrädare för Riksbanken har i olika sammanhang påstått att skuldkvoten är ett lämpligt riskmått eftersom hushållen betalar sina lånekostnader med den disponibla inkomsten snarare än med sina tillgångar. Men det är ett bristfällig resonemang, dels eftersom skuldkvoten vid en närmare granskning knappast ger någon information om riskerna, dels eftersom det inte är skulden som ska betalas av de disponibla inkomsterna utan de löpande lånekostnaderna. Om man ska förstå hushållens faktiska betalningsförmåga och motståndskraft mot störningar måste man analysera hushållens totala balans- och resultaträkning. Och det är dessutom lämpligt att analysera hushållens balansräkning respektive resultaträkning för sig, istället för att blanda stock- och flödesmått, som man gör när man använder skuldkvotsmåttet:

1. Räntekvoten, dvs. räntebetalningarnas andel av disponibel inkomst, är ett bättre resultaträkningsmått, eftersom en låg räntekvot visar på god betalningsförmåga och motståndskraft mot räntehöjningar.

2. Stresstester av riskgrupper på bostadsmarknaden, där hushållen stresstestas mot dåliga utfall i ekonomin

3. Skuldsättningsgraden, dvs. hushållens skulders storlek i förhållande till hushållens totala tillgångar, är ett bättre mått än skuldkvoten, eftersom en låg skuldsättningsgrad innebär att hushållen har en stor nettoförmögenhet i förhållande till skulderna. Med en stor nettoförmögenhet har hushållen en god motståndskraft mot exempelvis ett fall i bostadspriserna eftersom de då har en hög kapacitet att absorbera förluster utan att nettoförmögenheten raderas ut.

Ett vanligt argument i debatten om hushållens skulder är att det är de likvida tillgångarna som är viktigast för hushållens motståndskraft och förmåga att absorbera ett boprisfall. Men det är ett mycket diskutabelt argument. Bostadslån behöver inte sägas upp innan man säljer bostaden. Bostaden är på så sätt mer likvid än lånet. Vid en störning kan hushållet därför sälja sin bostad och istället köpa eller hyra en annan, billigare, bostad. Likvida tillgångar blir därför istället ett mått på förmågan att hantera mer tillfälliga inkomstbortfall i på grund av sjukdom eller arbetslöshet och blir då snarare ett ytterligare flödesmått.

Förmåga att hantera löpande lånekostnader

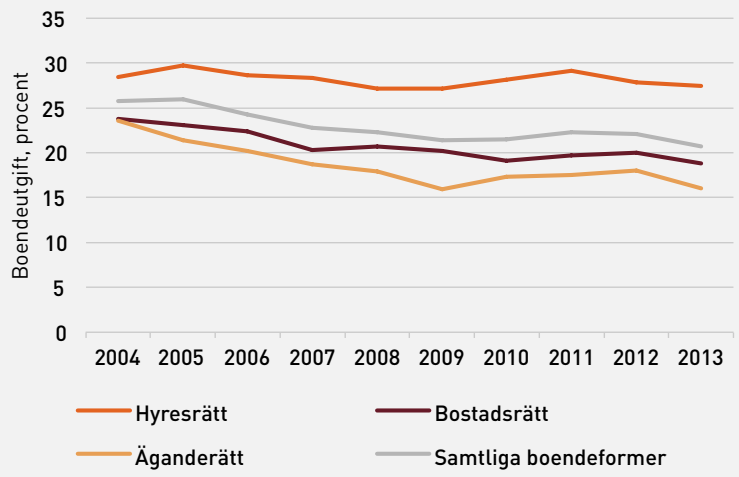
Hushållens förmåga att hantera den nuvarande skuldnivån i sin resultaträkning kan analyseras genom att studera den så kallade räntekvoten, dvs. förmågan att med hjälp av de disponibla inkomsterna hantera den löpande kostnaden för skulderna (flödesmått mot flödesmått). Räntekvoten är för närvarande ca 3 procent av hushållens disponibla inkomster, vilket är något lägre än det historiska genomsnittet de senaste decennierna.

Skuldkvoten för samtliga hushåll är drygt 170 procent. Men för skuldsatta hushåll är den självklart högre, drygt 300 procent, eftersom många hushåll inte har några lån alls. Den avgörande frågeställningen är om en genomsnittlig nivå på skulder i förhållande till disponibla inkomster om ca 300 procent är problematisk? Det kan man analysera med hjälp av att beräkna vad den löpande lånekostnaden blir för en sådan skuldkvot vid olika räntenivåer.

Bolåneräntorna är för närvarande (2015) ca 2 procent, avdragsrätten för skuldräntor 30 procent. Hushållens räntekvot, dvs. räntebetalningarna i förhållande till disponibla inkomster blir då ca 3 procent (0,02 x 0,7 x 170 är ungefär 3 procent). Men skulderna bland skuldsatta är högre och skuldsattas räntekvot därför högre, ca 4 procent (0,02 x 0,7 x 300 är ungefär 4 procent).

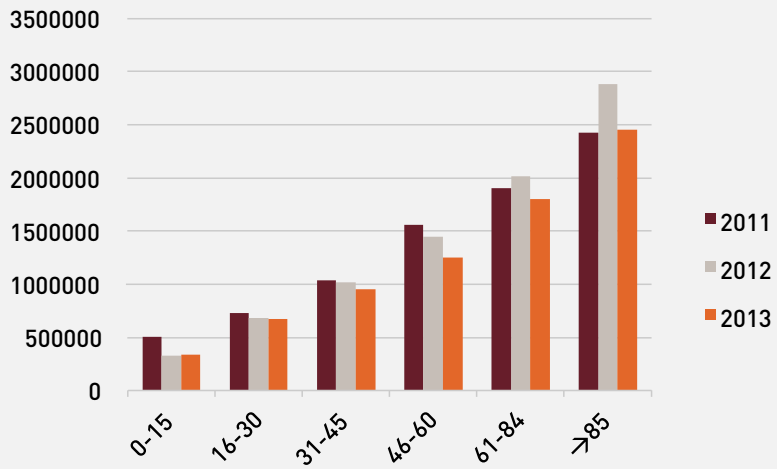
Om bolåneräntorna skulle stiga betydligt, till exempelvis 7 procent, blir skuldsattas genonomsnittliga räntekvot 0,07 x 0,7 x 300 = 15 procent. Med en sådan hög bolåneränta (man kan idag binda räntan i 10 år till betydligt lägre nivåer) blir alltså skuldsatta hushålls lånebetalningar 15 procent av disponibel inkomst. Frågan är om det är en hållbar nivå? Svaret på den frågan finns i en jämförelse av hushållens alternativ till ett ägt, lånefinansierat boende, dvs. de löpande betalningarna för att hyra motsvarande bostad. Boendeutgiftsandelen i hyrda bostäder i Stockholm var ca 27 procent 2013 (fig.9), vilket är ungefär samma utgiftsandel som för hela Sverige. Då är onekligen 15 procents nominell ränteutgift betydligt lägre och avgiften till bostadsrättsföreningen knappast så stor att den totala boendeutgiften skulle överstiga utgifterna för en hyrd bostad.

Figur 9. Boendeutgiftsandelar i olika boendeformer i Stor-Stockholm 2004–2013



Källa: SCB.

Figur 10. Genomsnittligt bostadslån (kr) i olika inkomstgrupper (tkr).



Källa: Finansinspektionen.

«En avgörande frågeställning är om en genomsnittlig nivå på skulder i förhållande till disponibla inkomster om cirka 300 procent är problematisk?»

Det förefaller därför som nuvarande skuldnivåer bland skuldsatta hushåll är hållbara ur ett resultaträkningsperspektiv. Men den nominella räntebetalningen håller den nominella skulden konstant. För många hushåll med goda marginaler i sin hushållsekonomi är den räntebetalning som håller den reala skulden konstant minst lika intressant.

Ett enkelt räkneexempel som visar vilken räntebetalning som krävs för att hålla skulden realt konstant vid inflation presenterades i Svensson (2014b), Svensson skriver:

*Med positiv inflation minskar då den reala skulden. Den kan vara relevant för hushåll som är låne- eller likviditetsransonerade. Men för hushåll som inte är likviditetsransonerade är den reala räntebetalningen, den räntebetalning som krävs för att hålla den reala skulden konstant, mer relevant än den nominella. Med en inflationstakt på 2 procent blir realräntan efter skatt 5 – 2 = 3 procent [vid 7 procents bolåneränta före skatt]. Då blir den reala räntebetalningen bara 0,03*300 = 9 procent av disponibel inkomst.*

*Men denna beräkning bortser från real tillväxt i disponibel inkomst. Den reala räntebetalningen håller den reala skulden konstant. Om disponibel inkomst växer realt faller då skuldkvoten. För att bedöma om en viss skuldkvot är långsiktig hållbar kan man beräkna den räntebetalning som håller skuldkvoten konstant över tiden, precis som man gör med den s.k. skuldekvationen för att bedöma om ett lands statsskuld är långsiktigt hållbar. Enligt skuldekvationen är det då skillnaden mellan realräntan efter skatt och tillväxttakten i real disponibel inkomst som skuldkvoten ska multipliceras med. Då blir räntebetalningen som håller skuldkvoten konstant bara (3-2)*300 = 3 procent av disponibel inkomst.*

Sammanfattningsvis visar dessa enkla beräkningar att nuvarande genomsnittliga skuldnivå, mätt som skulder i förhållande till disponibla inkomster, förefaller långsiktigt hållbar. Även med mycket kraftigt höjd räntenivå blir boendeutgifterna i ägda bostäder mycket konkurrenskraftiga i förhållande till alternativet att hyra en bostad. Beräkningarna visar också varför räntekvoten är ett bättre och mer nyanserat mått på eventuella risker med hushållens skuldsättning.

Stresstester av riskgrupper

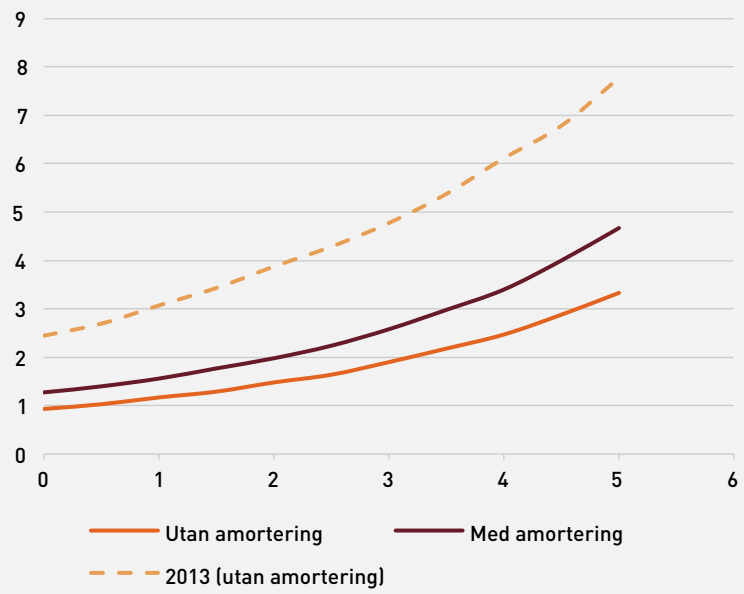
En invändning mot enkla beräkningar av räntekvoter vid en genomsnittlig skuldkvot om 300 procent är att det finns många hushåll, särskilt hushåll som nyss tagit ett bostadslån, som är mer sårbara. Detta gäller inte minst nya bolånetagare. Äldre bolånetagare har i högre grad kunnat tillgodogöra sig prisutveckling och ökade disponibelinkomster vilket sänkt deras belåningsgrad och skuldkvot. Den bästa källan för nya bolånetagares betalningsförmåga och motståndskraft mot störningar finns i Finansinspektionens årliga bolånerapport. Den senaste rapporten visar, med detaljerade analyser och stresstester genomförda på data för enskilda hushåll, att nya bolånetagare har god återbetalningsförmåga och stor motståndskraft mot störningar i form av kraftigt stigande bolåneräntor och ökad arbetslöshet, Finansinspektionen (2015).

Finansinspektionens rapport bekräftar slutsatserna från de enkla beräkningarna ovan. Endast några få procent av nya bolånetagare får underskott i sin hushållsekonomi, även om bolåneräntan höjs med 5 procentenheter (fig. 11), utan att inkomsterna ökar. Detta får knappast några kraftiga makroekonomiska effekter. Att en liten andel får problem är i och för sig problematiskt för dessa hushåll. Men det är ett konsumentproblem, inte ett makroproblem.

Rapporten visar samtidigt att betalningsförmågan har ökat det senaste året. Stresstesterna undersöker också hur stor andel av hushållen som får ett underskott i sin hushållsekonomi och samtidigt ett bostadslån som överstiger bostadens marknadsvärde vid kraftiga prisfall på bostadsmarknaden. Också detta test visar på stor motståndskraft bland hushållen (fig. 12).

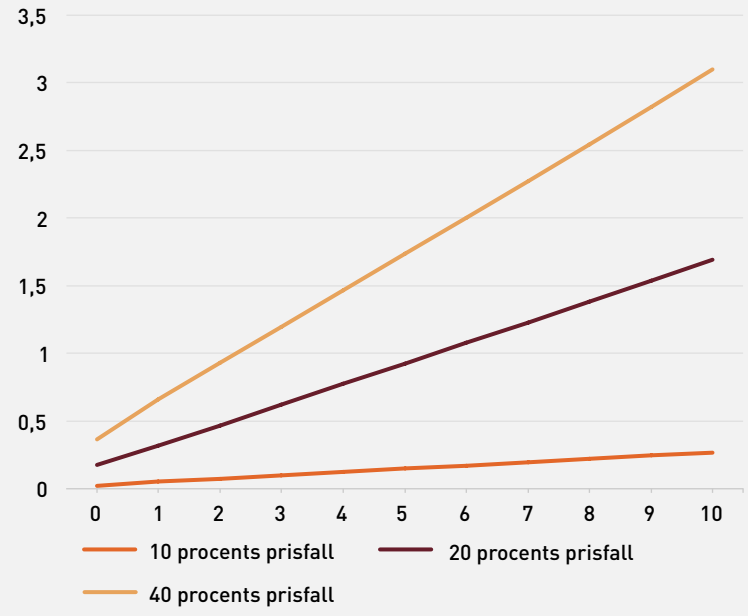
En förklaring till att hushållen redovisar sådan motståndskraft mot räntehöjningar är att de stora skulderna är koncentrerade till hushåll med goda inkomster (fig. 10) och som därför har goda marginaler i sin hushållsekonomi. Det finns dessutom fler underökningar av disaggregerad data över hushållens skuldsättning som visar att de stora skulderna återfinns bland hushållen med högst inkomster och att både lånebeloppen och andelen skuldsatta bland låginkomsthus-

Figur 11. Andel hushåll med underskott vid räntepåslag (procent) 2014.



Källa: Finansinspektionen.

Figur 12. Andel hushåll med underskott och över 100 procents belåningsgrad vid ökad arbetslöshet i kombination med bostadsprisfall. Andel hushåll, procent.



Källa: Finansinspektionen.

hållen är betydligt lägre[1]. Många hushåll med låga inkomster har inga bostadslån. Finansinspektionen skriver i sammanfattningen till den senaste rapporten, Finansinspektionen (2015):
”FI:s stresstester visar att hushållen som ingår i undersökningen överlag har goda marginaler i sin ekonomi, både i dag och i sämre tider. Stresstesterna undersöker hushållens motståndskraft mot både ränteökningar och inkomstbortfall. Motståndskraften har förbättrats avsevärt jämfört med förra året.”

En intressant fråga är varför Finansinspektionen och Riksbanken drar så diametralt olika slutsatser om risknivån förknippad med hushållens skuldsättning? Och menar Riksbaken att skuldkvoten ger mer information om riskerna i hushållssektorn än Finansinspektionens stresstester på individdata i den årliga bolånerapporten? Vilka skulle argumenten för en sådan slutsats vara?

FÖRMÅGA ATT ABSORBERA FÖRLUSTER OCH EN MINSKAD NETTOFÖRMÖGENHET – HUSHÅLLENS TILLGÅNGAR

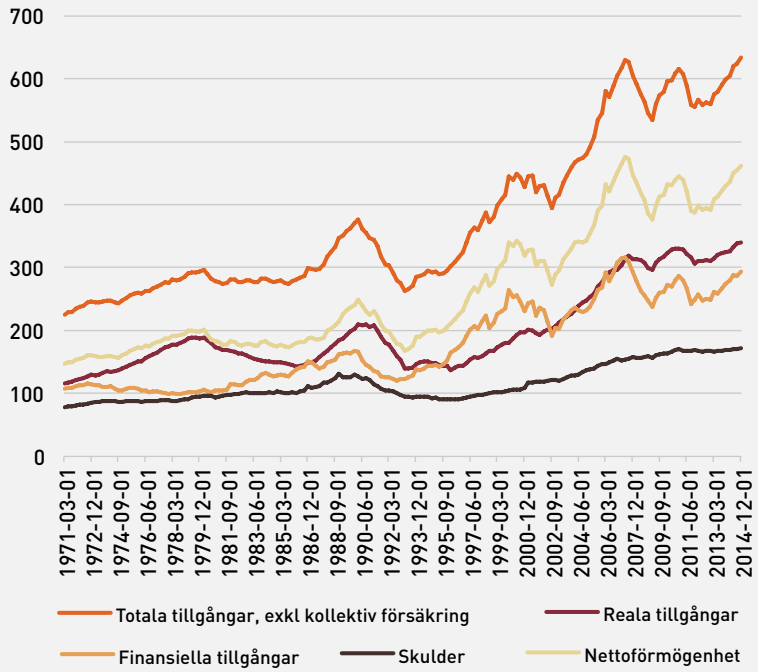
För att dessutom förstå vilken förmåga hushållen har att stå emot ett fall i bostadspriserna finns också bättre mått än skuldkvoten.

Sådana mått får man genom att ställa skulden i förhållande till andra tillgångar i hushållens balansräkning, som värdet av hushållens bostad eller hushållets totala tillgångar.

I Riksbankens stabilitetsrapport finns data om hur hushållens tillgångar utvecklats i relation till skulderna (fig. 13). Data finns för både reala och finansiella tillgångar. De reala tillgångarna utgörs framförallt av bostäder. Data visar att hushållens reala och finansiella tillgångar vuxit betydligt snabbare än skulderna. Skuldkvoten blir därför missvisande också när det gäller hushållens balansräkningar. Den kraftiga tillväxten i hushållens tillgångar har gjort hushållen mer motståndskraftiga under senare år – inte mindre. Förmågan att absorbera förluster vid ett fall i bostadspri-

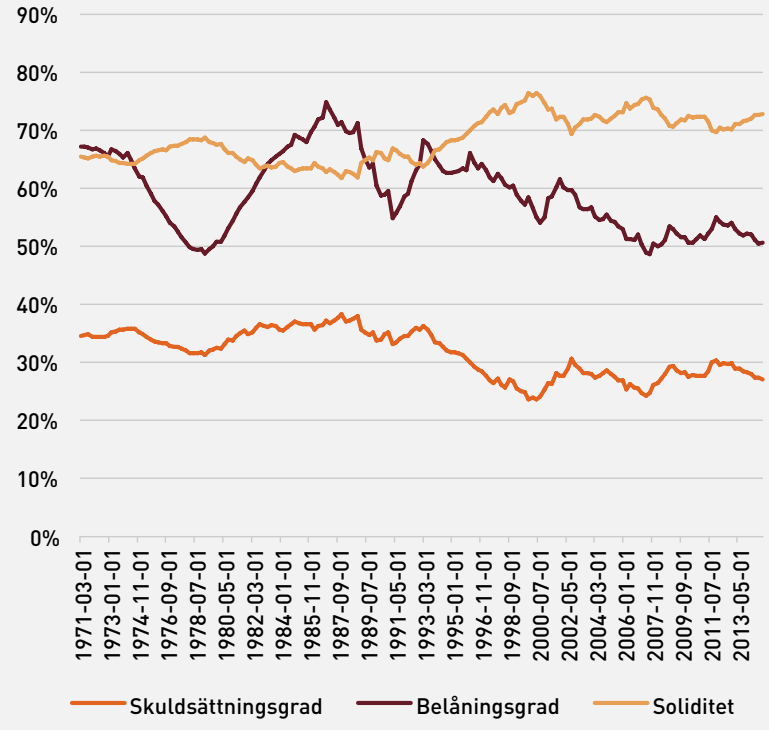
1 Se exempelvis sammanfattningen av tillgänglig information av fördelningen av skulder bland hushållen i Konjunkturrådet (2015). Skuldsättningen i hushållssektorn beskrivs och sammanfattas på sid. 72–86.

Figur 13. Hushållens tillgångar och skulder.
I procent av disponibel inkomst



Källa: Riksbanken och SCB.

Figur 14. Hushållens belånings- och skuldsättningsgrad.



Källa: Riksbanken och SCB.

serna har därmed ökat.

Trots att skuldkvoten ökat och är på en historiskt hög nivå har inte hushållens skuldsättningsgrad eller belåningsgrad ökat och soliditeten har inte minskat (fig. 14). Skuldsättningsgraden ligger konstant strax under sitt historiska genomsnitt. På samma sätt visar belåningsgraden knappast någon problematisk trend. Den långsiktiga trenden har snarare varit fallande vilket innebär ökad motståndskraft och absorptionsförmåga mot förluster. Man kan också beräkna hushållens soliditetsnivå genom att relatera nettoförmögenheten till de totala tillgångarna. Också detta mått visar att hushållens motståndskraft är större under senare år än tidigare.

ETT BATTERI AV NYCKETAL GER BÄTTRE MÅTT PÅ HUR RISKERNA FÖRÄNDRAS ÄN SLUTSATSER AV NIVÅN PÅ SKULDKVOTEN

Även om data ovan redovisar situationen på aggregerad nivå visar också analyser av disaggregerad data att hushållen är motståndskraftiga mot boprisfall. Som redan nämnts finns de största lånen bland hushåll med de högsta inkomsterna (fig. 10) och andelen hushåll med lån i de lägsta inkomstgrupperna är liten. Hushåll med de högsta inkomsterna har normalt både marginaler som gör att de klarar de löpande utgifterna för skulder men det är också troligt att hushåll med de högsta inkomsterna samtidigt har ett högt sparande och därmed större finansiell förmögenhet. Sammantaget gör det dessa hushåll motståndskraftiga mot både stigande räntor, inkomstbortfall och ett fall i bostadspriser. Och riskgrupper i form av nya bolånetagare analyseras löpande med hjälp av data på hushållsnivå i Finansinspektionens årliga analys och uppföljning. Hittills visar dessa analyser inga alarmerade resultat.

En mer nyanserad bild av eventuella risker med hushållens skuldsättning än den som ges av enkla skuldkvotsmått får man alltså sammanfattningsvis om man istället analyserar:

1. hushållens räntekvot, dess känslighet för stigande räntor och relation till utgift i motsvarande hyresboende
2. riskgrupper med disaggregerad data som exempelvis nya bolånetagares motståndskraft mot högre räntor, inkomstbortfall vid arbetslöshet och boprisfall
3. hushållens tillgångar och skulder i form av nettoförmögenhet, skuldsättningsgrad, belåningsgrad och soliditet.

Utifrån en samlad bild av dessa mått kan man uttala sig om eventuella risker med hushållens skuldsättning. Inga av dessa mått redovisar i nuläget någon problematisk nivå eller trend. Stresstester visar samtidigt att hushållen också är motståndskraftiga vid betydligt mer stressade scenarion. Slutsatsen är därmed att enkla jämförelser av skuldkvoter mellan olika länder är en otillräcklig analysmetod för att beskriva riskerna med hushållens skuldsättning. Mot bakgrund av detta kan man fråga sig varför flera aktörer i debatten så enträget framhåller att riskerna ökat med hänvisning till en stigande skuldkvot?

En mer nyanserad bild får man sammanfattningsvis om man analyserar:

HUSHÅLLENS RÄNTEKVOT
dess känslighet för stigande räntor och relation till utgift i motsvarande hyresboende

RISKGRUPPER
med disaggregerad data som exempelvis nya bolånetagares motståndskraft mot högre räntor, inkomstbortfall vid arbetslöshet och boprisfall

HUSHÅLLENS TILLGÅNGAR OCH SKULDER
i form av nettoförmögenhet, skuldsättningsgrad, belåningsgrad och soliditet.

3. ”Bostads-priserna stiger i en ohållbar takt”

Ett vanligt påstående i debatten är att bostadspriserna stiger i en ohållbar takt. Detta är dock inte ett unikt svenskt fenomen. Debatten finns i många länder som sett tillgångspriser öka när ekonomin återhämtar sig efter finanskrisen samtidigt som räntorna är låga.

Den egentliga innebörden av påståenden om ohållbara bostadspriser är rimligen att bostadspriserna inte är på en hållbar nivå utan rimligen förr eller senare måste korrigeras nedåt till en fundamentalt motiverad nivå. Om bostadspriser är uppblåsta utöver den nivå som fundamentala faktorer förklarar, kan ett boprisfall bli relativt omfattande, mer omfattande än vad en mer normal konjunkturavmattning annars skulle motivera. Mindre, konjunkturberoende, prisfall har uppstått när konjunkturen vänt nedåt, exempelvis vid IT-krisen i början av 2000-talet, finanskrisen 2008 och eurokrisen 2011. Dessa störningar i ekonomin med åtföljande prisfall på mellan 5 och 20 procent avslöjade inte någon bristande betalningsförmåga eller svag motståndskraft i hushållssektorn. Men sedan dess har bostadspriserna stigit ytterligare. Frågan är om bostadsprisernas tillväxt de senaste 20 åren kan betraktas som fundamentalt motiverad och hållbar?

TILLGÄNGLIGA ANALYSER VISAR ATT BOSTADSPRISERNA ÄR FUNDAMENTALT MOTIVERADE

Offentligt tillgängliga analyser har landat i slutsatsen att det är osannolikt att Sverige byggt upp en bostadsbubbla i klassisk mening. Med bostadsbubbla menas en situation där prisnivån är högre än vad som kan förklaras av fundamentala faktorer. Prisnivån är därmed inte uppdriven av orealistiska förväntningar om framtida prisuppgång. Slutsatsen att Sverige inte har en bostadsbubbla drogs exempelvis i

Riksbankens stora utredning om riskerna på den svenska bostadsmarknaden, Riksbanken (2011). Evidens egna analyser visade samma resultat, Evidens (2012, 2013). Även analyser publicerade på bloggen Ekonomistas, Flam (2014 och 2015) samt ett arbete inom ramen för Finanspolitiska rådet (2013) indikerade liknande slutsatser.
De viktigaste indikationerna som talar mot föreställningen om en svensk bostadsbubbla är framförallt att prisutvecklingen kan förklaras av fundamentala faktorer och att boendeutgiften i bostadsrätt och marknadsprisatt hyresrätt är likvärdig. Analyserna visar att prisutvecklingen sedan slutet av 1980-talet kan förklaras av fundamentala orsaker som stigande disponibelinkomster, minskade skatter (inkomstskatt, arvs- gåvo- och förmögenhetsskatt samt fastighetskatt), ökade finansiella tillgångar hos hushållen samt sjunkande reala bostadsräntor. Därtill har den snabba befolkningstillväxten i tillväxtregionerna och ett relativt lågt bostadsbyggande ytterligare drivit upp bostadspriserna.

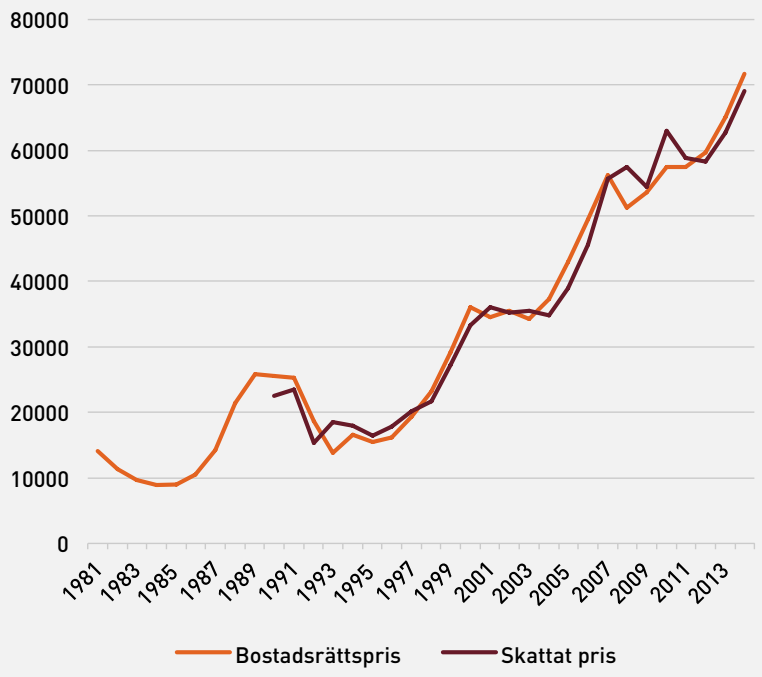
BOPRISUTVECKLINGEN I STOCKHOLM FÖRKLARAS AV SNABBT STIGANDE INKOMSTER OCH FALLANDE RÄNTOR

Resultatet av en enkel modellskattning visar att prisutvecklingen i Stockholm i hög grad kan förklaras av fundamentala faktorer (fig. 15). De tidsseriemodeller för prisutvecklingen i Stockholm som redovisar högst förklaringsgrad och i övrigt har bästa prestanda ur ett statistiskt perspektiv omfattar två centrala variabler:

- Total disponibel inkomst i Stockholms län
- Realränta (2-årigt bostadslån) efter skatteavdrag

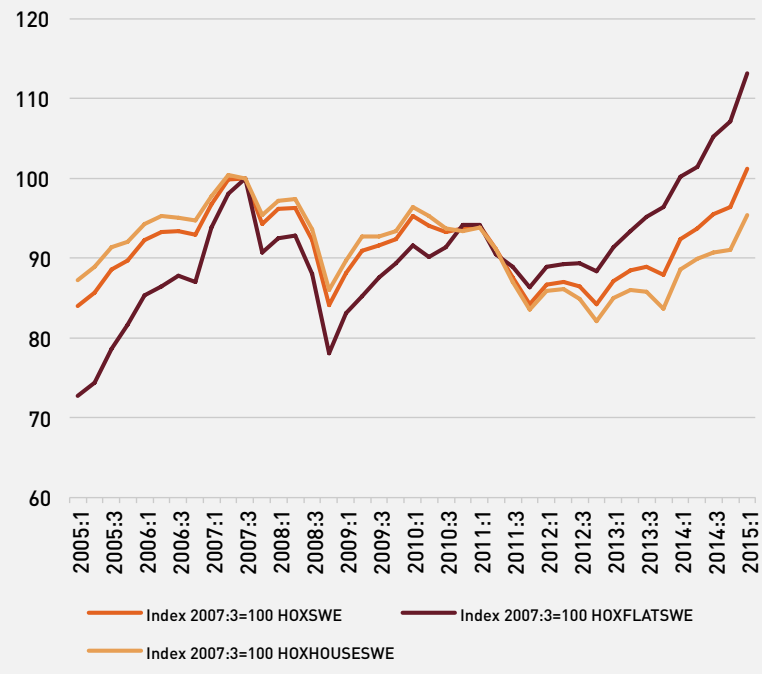
Den totala disponibla inkomsten i länet mäter både utvecklingen av hushållens disponibla inkomster, inklusive kapitalinkomster, och befolkningstillväxten (tabell 3). Denna variabel innehåller därmed två tydliga regionalekonomiska aspekter i form av inkomstnivå och inkomstutveckling i landets största lokala arbetsmarknad men också den snabba befolkningstillväxten. Analysen visar att denna sammansatta variabel ger en bättre förklaring till prisutvecklingen än om endast den genomsnittliga inkomstutvecklingen testas.

Figur 15. Bostadsprisutveckling i Stockholms innerstad och skattad prisutveckling, kr/kvm.



Källa: Evidens och Värderingsdata.

Figur 16. Tillväxt i bostadspriser i relation till tillväxt i disponibel inkomst.



Källa: SCB och Valueguard.

Tabell 3. Inkomstutveckling i Stockholms stad 2005–2012, genomsnitt, procent per år

	Disponibel inkomst per capita, nominellt	Disponibel inkomst per capita, realt	Befolknings-tillväxt	Tillväxt i total disponibel inkomst, nominellt	Tillväxt i total disponibel inkomst, realt
Stockholms stad	4,9	3,1	1,9	6,9	5,1
Riket	4,2	2,5	0,8	5,0	3,3

Källa: SCB.

«Inkomstutvecklingen är särskilt snabb under perioder med stark tillväxt i ekonomin. Under sådana perioder ökar inte minst hushållens kapitalinkomster snabbt vilket driver på prisutvecklingen.»

Analyser av utvecklingen av de totala disponibla inkomsterna visar tydligt att den totala inkomstutvecklingen varit mycket snabb de senaste 15 åren. Om man jämför förändringen av inkomsterna över tid med utvecklingen av hushållens samlade finansiella tillgångar ser man också att inkomstutvecklingen är särskilt snabb under perioder med stark tillväxt i ekonomin. Under sådana perioder ökar inte minst hushållens kapitalinkomster snabbt vilket driver på prisutvecklingen. Hushållen i storstadsregionerna svarar för en mycket stor andel av de totala finansiella förmögenheterna vilket i sin tur gör dessa bostadsmarknader mer känsliga för förändringar i konjunkturen.

Studerar man den årliga tillväxttakten i disponibelinkomster i hela landet och sätter den i relation till tillväxttakten i bostadspriserna kan man se att prisutvecklingen på bostadsrätter var långsammare än tillväxten i disponibla inkomster under perioden 2007 till början av 2014 (fig. 16). Först under senare delen av 2014 och under 2015, när räntenivån fallit ytterligare, har priserna ökat snabbare än inkomsterna i bostadsrättssektorn. Småhuspriserna hade så sent som i början av 2015 inte haft samma tillväxttakt som disponibel inkomst sedan år 2007.

Modellanalysen visar också tydligt, precis som Riksbankens analys från 2011 visade, att fallande räntenivåer till stor del bidrar till prisutvecklingen. I början av 1990-talet var den tvååriga bolåneräntan ungefär 14 procent och har sedan fallit till en genomsnittlig nivå på ungefär tre procent de senaste åren. Hushållens finansieringskostnader har därmed fallit kraftigt vilket påverkar prisutvecklingen positivt.

Kombinationen av realt kraftigt stigande totala disponibla inkomster och sjunkande räntor kan förklara nästan hela förändringen av prisnivån för både småhus och bostadsrätter i Stockholm sedan slutet av 1980-talet.

BOENDEUTGIFTERNA I BOSTADSRÄTT ÄR LÄGRE ÄN I MOTSVARANDE HYRESRÄTT TILL MARKNADSHYRA

Också jämförelser mellan boendeutgifterna i bostadsrätt och hyresrätt stödjer slutsatsen om fundamentalt motiverade bostadspriser. Om boendeutgifterna i bostadsrätt väsentligt överstiger boendeutgifterna i hyresrätt (till marknadspris) är det ett tecken på att bostadsrättsköparna spekulerar i framtida värdeökning som genom en förmodad kapitalvinst på sikt kompenserar dem för högre boendeutgifter initialt. Om boendeutgifterna i bostadsrätt däremot är lägre än i hyresrätt är det en indikation på att hushållen inte har orealistiska förväntningar om framtida kapitalvinster. Hyresgäster bör betala en högre boendeutgift eftersom fastighetsägaren istället för den boende tar på sig kapitalrisken samt att en högre grad av service ingår i hyran.

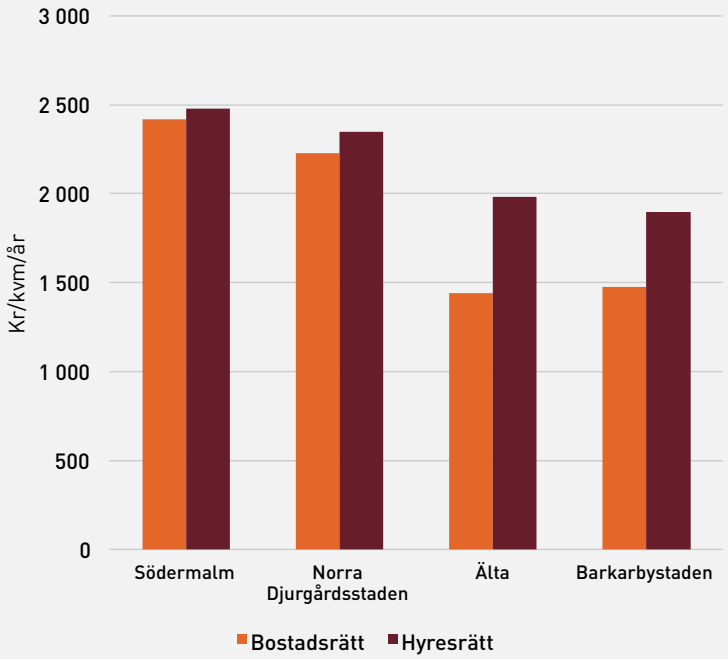
En jämförelse av boendeutgiften mellan bostadsrätt och nyproducerad hyresrätt med (relativt) korta kötider i Stockholms stad (för projektet Norra Djurgårdsstaden är kötiden knappt 5 år och projektet på Södermalm nästan 10 år), visar att boendeutgiften i hyresrätten är minst lika hög som i bostadsrätter i de nyproducerade hyresrätternas närmiljö (fig. 17). Boendeutgifterna i bostadsrätt har beräknats genom observerade avgifter till föreningarna och att lån och avkastningskrav på eget kapital antas vara ca 3,5 procent. Och även med högre låneräntor och avkastningskrav blir boendeutgiften i bostadsrätt konkurrenskraftig i förhållande till nyproducerad hyresrätt. Samma slutsats kan dras genom studier av begärda hyror för andrahandsuthyrning av bostadsrätter på Blocket.

Inte heller dessa resultat talar därför för att bostadsrättspriserna skulle vara uppdrivna bortom vad fundamentala faktorer kan förklara – det är inte billigare att hyra en bostad till marknadshyra.

STOCKHOLMSHUSHÅLLENS FÖRVÄNTNINGAR PÅ FRAMTIDA PRISUTVECKLING ÄR INTE OREALISTISKA

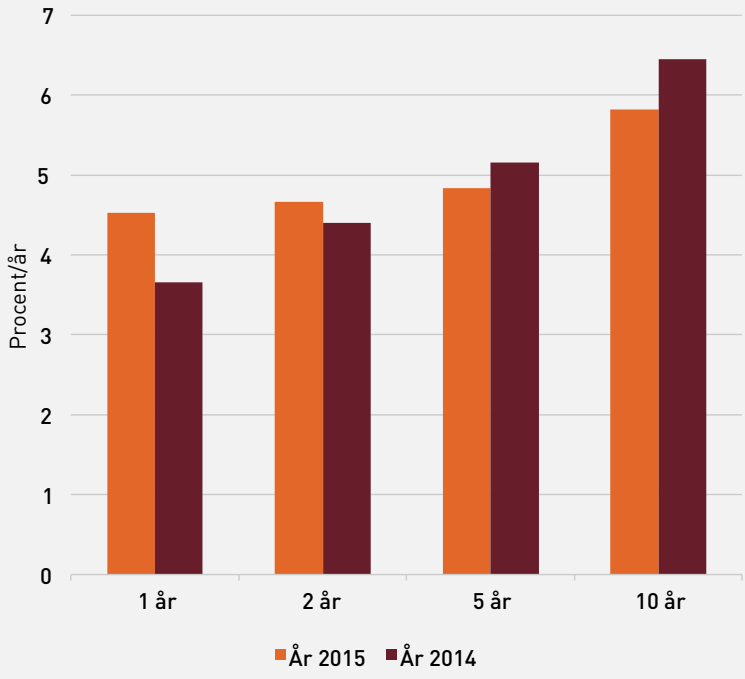
Snabbt stigande bostadspriser i sig är alltså inte ett bevis för att en bubbla är på väg att uppstå. Men om förväntningar om en snabb och långvarig prisutveckling är ett

Figur 17. Boendeutgift för nyproducerade hyresbostäder jämfört med bostadsrätter i närmiljön i Stor-Stockholm.



Källa: Valueguard, Stockholms bostadsförmedling och Evidens.

Figur 18. Stockholmshushållens förväntningar på årlig framtida bostadsprisutveckling.



Källa: Evidens.

viktigt och avgörande motiv vid hushållens beslut att köpa en bostad byggs successivt en allt större inneboende skörhet in i prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Även om den nuvarande prisnivån kan förklaras och är fundamentalt motiverad finns därför risken att en bostadsmarknad i framtiden går in i en ”bubbelfas”, dvs. att priserna framöver stiger snabbare än vad som är motiverat utifrån utvecklingen av inkomster, tillgångar och räntor etc.

I en sådan situation är det inte längre de fundamentala faktorerna inkomster, räntor och byggande mm som sätter priset, utan priserna stiger istället på grund av hushållens tro på och förväntningar om framtida kapitalvinster. Hushållen tror då att även om priset är högt idag, blir det ännu högre i morgon, vilket i sin tur motiverar dagens höga pris. Många bostadsköpare tror i en sådan situation att en bostad som normalt skulle vara för dyr för dem ändå är en bra affär eftersom de kompenseras av framtida prisökningar. De behöver då inte spara ihop till ett större eget kapital som annars skulle krävts, utan prisutvecklingen ”sparar” åt dem. Eftersom bostadspriser inte kan stiga alltför snabbt, alltför länge, i förhållande till fundamentala faktorer, kommer priserna i en sådan situation förr eller senare att falla när hushållen av något skäl slutat tro på stigande priser. Då är prisnivån mycket skör, eftersom den endast stöds av förväntningar och priset faller på grund av minskad efterfrågan – bubblan brister. Hushåll som planterat köpa en bostad skjuter i det läget fram sitt köp eftersom det lönar sig att vänta ut prisfallet, vilket ytterligare minskar efterfrågan. Om det dessutom är en stor andel hushåll som köpt en för dyr bostad och långsiktigt inte kan bära de boendeutgifter de tagit på sig, tvingas många sälja snabbt. Sådana framtvingade försäljningar ger en extra påspädning av bostadsutbudet och prisfallet blir än mer omfattande. Sammanfattningsvis är därför hushållens förväntningar på bostadsmarknaden och den framtida prisutvecklingen på bostäder en mycket intressant faktor att studera.

Evidens genomför årligen analyser av hushållens förväntningar på den framtida prisutvecklingen, Evidens (2014). Analysen av svaren från enkäter under sommaren 2014 och våren 2015 visar att hushållen i Stockholm i genomsnitt förväntar sig en prisutveckling på lång sikt på ca 5–6 procent per år de närmaste tio åren, rensat för extremvärden (figur 18). Detta kan jämföras med resultaten från den berömda uppsatsen av Case och Shiller från år 2004 som visade att amerikanska hushåll trodde på en årlig prisuppgång på uppemot 15 procent per år under 10 års tid, Shiller (2004). Även i Stockholm tror hushållen på en relativt god prisutveckling, även om de amerikanska hushållen var betydligt mer optimistiska.

«Hushållen i Stockholm förväntar sig en genomsnittlig prisutveckling på 5–6 procent per år de närmaste tio åren.»

Spridningen i svaren på förväntad prisutveckling på lång sikt är något större än på kortare sikt. Ett sätt att illustrera detta är att beräkna medianvärdet för den förväntade prisutvecklingen i Stockholm på 10 års sikt som då faller till ca 5 procent per år. På kort sikt sammanfaller i stort sett medel och medianvärdena. Det finns alltså en större osäkerhet om prisutvecklingen på lång sikt bland stockholmshushållen med en mindre grupp hushåll som tror på större prisuppgångar. Det är uppenbart att hushållen i Stockholm inte förväntar sig lika kraftiga prisuppgångar som de amerikanska hushållen gjorde för 10 år sedan. Den centrala frågan är om förväntningarna på prisutvecklingen i Stockholm trots det kan betraktas som orealistiska och om de inrymmer påtagliga förväntningar om framtida kapitalvinster?

Om man utgår ifrån att hushållen någorlunda kan överblicka den närmaste femårsperioden och svårligen kan köpa en bostad som ger betalningssvårigheter eller alltför knappa budgetförutsättningar under fem år, bör förväntningarna på fem års sikt ge god information om graden av realism i förväntansbilden. Är förväntningar om en pristillväxt på ca 5 procent per år orealistiskt? Evidens enkät visade samtidigt att hushållen har en genomsnittlig inflationsförväntan på sikt på ca 2,5 procent per år, vilket ger en förväntad real prisutveckling på ca 2,5 procent per år under de närmaste 5 åren.

Som framgått av tabell 4 växte hushållens totala disponibla inkomster i Stockholms stad enligt SCB realt med i genomsnitt drygt

5 procent per år mellan 2005 och 2012, trots finanskris. (Real disponibel inkomst per capita växte med 3,1 procent och befolkningen med 1,9 procent, motsvarande siffror för hela riket var 2,5 respektive 0,8 procent, se tabell 4).

Ett rimligt antagande är att bostadspriserna, allt annat lika, bör växa i takt med hushållens inkomster. I Stockholm, med en ökande konkurrens om befintliga bostäder, bör rimligen bostadspriserna växa något snabbare än så. Hushållens förväntningar på prisutvecklingen på fem års sikt förefaller därför som högst realistiska och verkar inte innehålla potentiellt problematiska förväntningar om framtida kapitalvinster. Till skillnad från hushållen i USA år 2003, har hushållen i Stockholm betydligt mer välgrundade förväntningar på både kortare och längre sikt. Fakta visar därmed att påståenden om att svenska hushålls syn på bostadsmarknaden skulle baseras på orimliga förväntningar inte verkar stämma med tillgänglig data.

FINANSPOLITIK OCH UTVECKLAD BOSTADSPOLITIK BÄTTRE ÄN KREDITREGLERING

Sammantaget ger data inget stöd för påståendet att prisutvecklingen inte är hållbar – den stöds av förändringar av fundamentala faktorer:

- Ökande befolkning i storstäderna
- Snabbt stigande inkomster och förmögenheter (inte minst i storstäderna)
- Fallande räntenivåer
- Hyresnivån i hyresrätt till marknadshyra ger högre boendeutgift
- Rimliga förväntningar om prisutvecklingen på sikt bland hushållen
- Betydligt lägre bostadsbyggande än under perioden 1970–1995

Detta betyder dock inte att en snabb prisutveckling inte kan vara problematiskt ur andra perspektiv. Realt stigande bostadspriser gör det exempelvis svårare för bland annat unga hushåll att etablera sig på bostadsmarknaden och flytta till större städer. Hushåll utanför ägarsektorn riskerar en betydligt sämre förmögenhetsutveckling än hushåll som äger sin bostad under en längre tid, vilket på sikt kan skapa stora förmögenhetsskillnader mellan generationer och grupper av hushåll. Men det verkar inte vara denna typ av reella fördelningsproblem som ligger till grund för myndigheternas oro över bostadsprisutvecklingen. Och denna typ av problem bör hanteras med hjälp av finanspolitik (skatter, infrastruktur och bidrag) och en mer utvecklad bostadspolitik (förändrad hyreslagstiftning, planlagstiftning, stödformer till enskilda hushåll mm) – inte med hjälp av ökad kreditreglering. Ökad kreditreglering riskerar istället att undanträngningseffekterna på bostadsmarknaden för ekonomiskt svagare grupper blir ännu större.

Det finns naturligtvis också en risk att fundamentala faktorer utvecklas negativt och därigenom bidrar till att bostadspriserna faller. Det skedde exempelvis både vid IT-krisen i början av 2000-talet och under finanskrisen. Under finanskrisen föll både börsen och BNP kraftigt och bostadspriserna föll. Men det är just sådana stressade scenarier som Finansinspektionen utvärderar i sin årliga rapport om bolånemarknaden som tidigare diskuterats. Dessa stresstester visar som tidigare beskrivits att hushållen vid nuvarande skuldnivå är motståndskraftiga mot kraftiga störningar i form av räntehöjningar, arbetslöshet och relativt kraftiga boprisfall.

«Ökad kreditreglering riskerar att undanträngningseffekterna på bostadsmarknaden för ekonomiskt svagare grupper blir ännu större.»

4. ”Hushållen amorterar inte”

Under senare år har amorteringar kommit att diskuteras allt mer intensivt och många debattörer, inte minst på den politiska nivån, menar att en ny ”amorteringskultur” måste skapas. Det är emellertid svårt att avgöra i vilken utsträckning debatten grundas på ekonomisk rationalitet i relation till rena moraluppfattningar.

Vad som mer specifikt avses med en ny amorteringskultur är oklart, men en tolkning är att man menar att alla bostadslån alltid bör ha en löpande avbetalning, utöver den amortering som sker när en bostad säljs (vilket i och för sig är hela lånebeloppet) samt utöver den automatiska amortering som sker genom inflation och värdeökning på bostaden. Den automatiska amorteringen som skapas av 2 procents årlig inflation och 2 procents årlig värdeökning innebär att lånet i reala termer halveras på mindre än 20 år. Detta är viktigt att komma ihåg när debattörer påstår att amorteringstiderna i Sverige är mer än 100 år. Ett sådant påstående avslöjar en kunskapsbrist. En inflation runt 2 procentsmålet är således viktigt och rimligen ett viktigt mål för penningpolitiken, särskilt om man menar att nivån på hushållens skulder är problematisk.

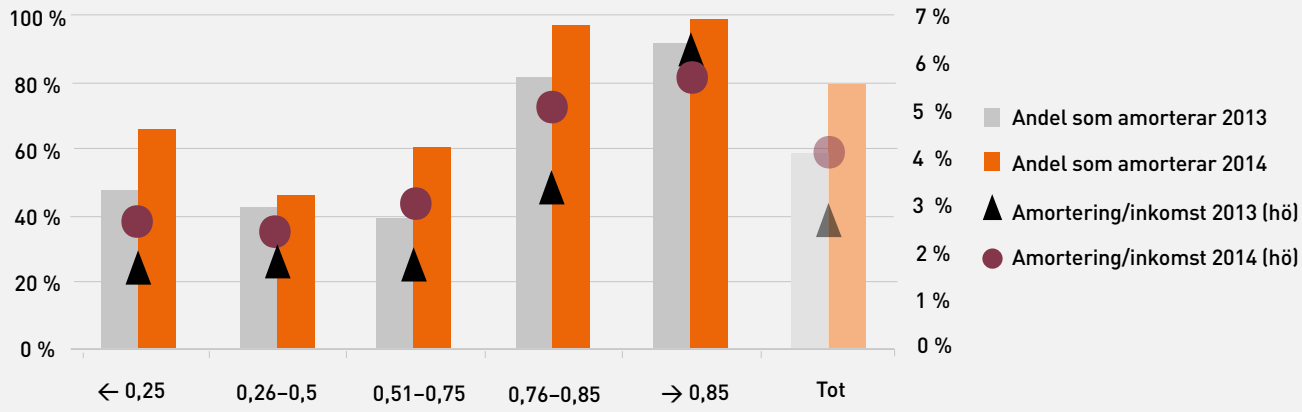
VAD INNEBÄR BEGREPPET ”AMORTERINGSKULTUR”?

Man ska inte tro att ”amorteringskulturen” var särskilt påtaglig under 1980- och 1990-talen. För att tala om en genuin amorteringskultur får man antagligen gå långt tillbaks i tiden. Decennierna före 1990-talskrisen amorterades statliga bostadslån och bottenlån efter 50- och 60-åriga annuitetstabeller. Med den inflation och de räntor som då gällde innebar det i praktiken att amorteringarna var försumbara under de första trettio eller fyrtio åren. Bankerna krävde knappast någon omfattande amortering.

För att förbättra ”amorteringskulturen” införde Finansinspektionen kravet på amorteringsplaner under 2014 som innebär att hushållen successivt måste öka andelen eget kapital i sina bostadsinvesteringar om banken kräver det, men att denna ökning får anpassas efter varje hushålls unika situation och möjligheter. Planen upprättas i förhandling mellan banken och det enskilda hushållet. På så sätt kan banken och hushållet avväga nivån på amorteringarna efter exempelvis hushållets ålder, inkomster och övriga tillgångar och sparande. Amorteringarna anpassas då efter den riskprofil och position i livscykeln som ett enskilt hushåll har. Det är givitvis motiverat att amortera på sitt bostadslån om belåningsgraden är hög och övrigt sparande begränsat.

Man ska samtidigt komma ihåg att ökade amorteringsbetalningar höjer boendeutgifterna för hushållen påtagligt. Därigenom minskar bostadsefterfrågan hos hushåll med likviditetsrestriktioner, ofta unga hushåll. Det är svårt att uttala sig om hur stor denna grupp hushåll är men principiellt minskar efterfrågan på nyproducerade bostäder i denna grupp av hushåll. Men reglerna om amorteringsplaner ger möjligheter att anpassa amorteringarna efter ålder, inkomster och sparbeteende. På så sätt skapas en flexibilitet

Figur 19. Amortering vid olika belåningsgrader 2013 och 2014, nya lån.



Källa: FI:s bolåneundersökning 2013 och enkätundersökning 2014.

som sannolikt gör att minskningen i efterfrågan på nyproducerade bostäder begränsas.

Finansinspektionen föreslog under 2014 nya regler om obligatoriska och tvingande amorteringskrav. Det visade sig att myndigheten saknade lagstöd för att införa sådana krav men regeringen avser fullfölja förslaget efter eventuella justeringar som följd av överläggningar med oppositionen under 2015–2016.

Finansinspektionens ursprungliga förslag innebär att kravet skulle vara lika för alla hushåll, och man kan därför få intrycket av att införande av de frivilliga amorteringsplanerna varit ett misslyckande i så mening att dessa inte ökat amorteringarna?

8 AV 10 HUSHÅLL AMORTERAR

Finansinspektionens uppföljning av effekter av kravet på amorteringsplaner visar emellertid att det har haft stor effekt på hushållens amorteringsbeteende, redan ett år efter införandet (fig. 19). Nästan alla hushåll med belåningsgrader över 75 procent amorterar löpande på sitt bostadslån. 2013 amorterade 40 procent av alla hushåll med en belåningsgrad mellan 50 och 75 procent och Finansinspektionens utvärdering visar att andelen på ett år ökat till 60 procent. Också andelen hushåll med en belåningsgrad under 25 procent som amorterar har ökat från drygt 40 procent till drygt 60 procent. Kravet på amorteringsplaner (och debatten om 100-åriga amorteringstider) har således påtagligt ökat andelen hushåll som amorterar och totalt amorterar 80 procent av hushållen på sina bostadslån, jämfört med 60 procent ett år tidigare. I genomsnitt amorterade hushållen 2014 ca 4 procent av disponibel inkomst, en ökning med mer än en procentenhet sedan år 2013.

Också hushåll som inte amorterar löpande på sina bostadslån amorterar lånet när bostaden säljs. Eftersom de flesta hushåll äger en specifik bostad under en begränsad period, som längst kanske mellan 30 och 50 år, men mycket sällan längre än 50 år, är amorteringstiderna i praktiken högst 30 till 50 år. När hushållen eventuellt ska förvärva en ny bostad sker åter en kreditprövning där hushållets återbetalningsförmåga och motståndskraft mot prisfall prövas. Och återigen: därtill bör läggas den automatiska amortering som sker genom inflation och inkomstutveckling. En inflation på i genomsnitt 2 procent per år och en långsiktig värdetillväxt på 2 procent innebär en halvering av lånets reala värde i förhållande till marknadsvärdet på 18 år, utan att några löpande amorteringsbetalningar görs.

Dessa enkla fakta står i bjärt kontrast mot en vanlig uppfattning bland ledande politiker och möjligen också statliga tjänstemän. Företrädare för flera partier skrev exempelvis i en debattartikel i tidningen Dagens Industri så sent som den 11 november 2014, efter publiceringen av Finansinspektionens uppföljning av effekten

8 av 10 hushåll amorterar

Amortering är en form av sparande. Hushållens totala sparande är historiskt högt och är för närvarande på rekordnivåer.

av amorteringsplanerna[2]:

”Under de senaste decennierna har amorteringskulturen förändrats i Sverige. I dag amorterar inte ens hälften av hushållen på sina bostadslån”.

Med tanke på att debattartikeln skrivits under av de ledande talespersonerna i ekonomiska frågor i fyra riksdagspartier kan man fråga sig vem som ansvarat för faktakontroll i underlaget? Att inte ens hälften av hushållen amorterar är ju uppenbarligen inte sant, 8 av 10 hushåll amorterade på sina lån under 2014 och 6 av 10 hushåll under 2013.

DET KAN VARA EKONOMISKT RATIONELLT OCH FÖRSVARBART ATT INTE GÖRA LÖPANDE AMORTERINGSBETALNINGAR OM BELÅNINGSGRADEN ÄR LÅG

Amortering är en form av sparande. Hushållens totala sparande är historiskt högt och är för närvarande på rekordnivåer (fig. 20). Det är alltså inte ett lågt sparande som motiverar införande av tvångsamortering. Tvärtom förefaller det vara tveksam konjunkturpolitik när tillväxten under 2014 och 2015 är beroende av hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Ett av Finansinspektionens motiv till att tvinga hushållen att amortera på bostadslån är istället att konsumtionen utvecklats negativt efter finanskrisen i länder där många hushåll haft en hög belåning. Därmed, menar man, riskerar konsumtionen falla kraftigt också i Sverige vid en lågkonjunktur. Tvångsamorteringar skulle därför bidra till att undvika en sådan situation. Man hänvisar särskilt till Danmark och Storbritannien i sitt beslutsunderlag. I beslutsunderlaget till förslaget om tvångsamortering utelämnas emellertid en viktig skillnad mellan Sverige och dessa länder, förutom det faktum att högt belånade hushåll redan i stor utsträckning amorterar i Sverige (fig. 19). I en internationell jämförelse förefaller nämligen svenska hushåll ha ett högt sparande (fig. 21). I de länder där

2 Erik Ullenhag, Anna Kinberg Batra, Emil Källström och Jakob Forssmed. Debattartikel i Dagens Industri, *Regeringen tar en farlig väg* 11 november 2014.

konsumtionen föll påtagligt efter krisen, som exempelvis Danmark och i Storbritannien, var sparandet negativt före krisen, dvs. hushållen i dessa länder överkonsumerade. De konsumerade mer än sina disponibla inkomster, dvs. de lånade till konsumtion. Detta är givetvis inte hållbart under en längre tid och överkonsumerande hushåll måste förr eller senare minska sin konsumtion. Dessa förhållanden utvecklas vidare i nästa avsnitt, men ger en bakgrund till varför myndigheterna drivit kraven på tvångsamorteringar hårt.

En betydande skillnad mellan de förhandlingsbara amorteringsplanerna och tvingande amorteringskrav är att hushållens möjligheter att diversifiera sin sparportfölj och därmed optimera avkastningen på portföljen minskar. Möjligheterna att erhålla bättre avkastning på andra placeringar än amortering på bostadslån är och har under en längre period varit relativt goda.

«Varför ska hushållen tvingas spara i bostaden om avkastningen på sparandet blir högre och effektivare med annat sparande?»

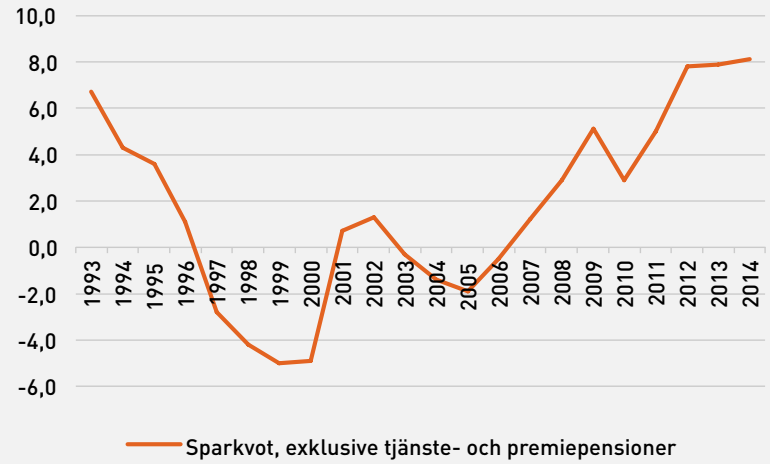
I en analys av portföljbeslut i hushållens sparande skriver Finansinspektionen och Riksbanken följande, Riksbanken (2014):

”Vi drar slutsatsen att när analysen baseras på data över avkastningarna på reala och finansiella tillgångar från 1997 till 2012 verkar det finnas få incitament för hushållen att amortera. En portföljvalsanalys visar att det för de flesta hushåll sannolikt är mer förmånligt att spara genom att investera i finansiella tillgångar såsom aktie- och räntefonder än att spara genom att amortera.”

”Avslutningsvis talar mycket för att ett högt sparande till pensionen genom kollektiva pensionssystem samt en förmånlig beskattning av privat pensionssparande minskar hushållens incitament att amortera”.

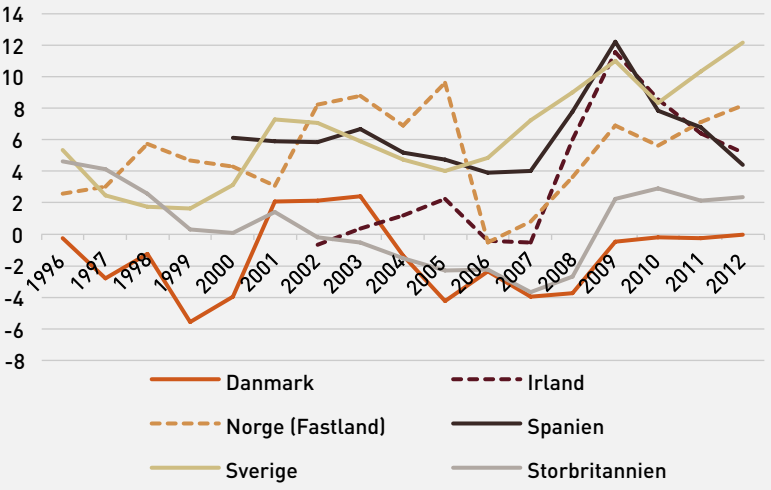
Det är mot bakgrund av myndigheternas egna analyser rimligt att ställa följande fråga: Varför hushållen, givet att de har rimliga buffertar mot ökade räntekostnader och prisfall på bostadsmarknaden, ska tvingas spara ytterligare i bostaden om avkastningen på sparandet blir högre och riskspridningen effektivare med annat sparande?

Figur 20. Hushållens sparkvot, exklusive kollektiva försäkringar 1993–2014.



Källa: SCB.

Figur 21. Hushållens sparkvot 1996–2012 i ett urval länder, procent.



Källa: Eurostat.

TVÅNGSAMORTERINGAR RISKERAR ÖKA INLÅSNINGSEFFEKTER PÅ BOSTADSMARKNADEN

Evidens genomförde under våren 2015 en enkät till 2 100 hushåll i Stockholms-, Göteborgs- och Malmöregionerna. Urvalet av hushåll gjordes med hjälp av screening-

Tabell 4. Hushållens beslut om förvärv av en ny bostad med obligatorisk amortering uppdelat på månadsinkomst, enligt Finansinspektionens förlag våren 2015.

Svarsalternativ	–25 999 kr	26 000 – 52 999 kr	53 000 – 82 999 kr	83 000 – 124 999 kr	125 000 kr	Totalt
Ja, amorteringstakten spelar ingen roll	22	25	31	34	50*	29
Ja, antagligen, men mina marginaler blir lite mindre än jag önskar	35	39	42	42	26*	39
Nja, jag skulle köpa en mindre eller billigare bostad	21	18	14	15	8*	16
Antagligen inte, det blir för hög månadsutgift	12	11	7	3	5*	9
Nej, troligen inte	5	4	4	6	7*	5
Nej, definitivt inte *Få svar.	5	3	2	0	4*	3

Källa: Evidens.

frågor där svar primärt analyserats från hushåll som nyligen genomfört eller i närtid planerar att genomföra ett köp av bostad. Syftet med enkäten var att analysera vilka effekter på hushållens beslut om att köpa en bostad förslaget till tvångsamorteringar kunde förväntas få?

Enkätresultaten visade att priseffekten vid införande av obligatoriskt amorteringskrav, jämfört med nuvarande regler, kan skattas till mellan ca - 4 till - 5 procent. Detta motsvarar ungefär halva prisfallet under eurokrisen 2011. Huvudförklaringen är troligen att boendeutgifterna ökar vilket höjer trösklarna för likviditetsbegränsade hushåll och minskar flyttbenägenheten för andra hushåll, eftersom förslaget endast gällde nya lån.

Enkätsvaren visade samtidigt att rörligheten på bostadsmarknaden sannolikt skulle minska om förslaget till tvångsamortering genomfördes (tabell 5). Särskilt tydligt var detta för likviditetsbegränsade hushåll men också för andra grupper visade enkätsvaren att inlåsningseffekterna på bostadsmarknaden riskerar öka ytterligare med Finansinspektionens förslag. Kombinationen av reavinstskatt, stämpelskatt och amorteringstvång minskar flyttbenägenheten också för hushåll med större betalningsförmåga. Ytterst innebär inlåsningseffekterna på bostadsmarknaden att efterfrågan på nyproduktionen hämmas, vilket i sin tur i princip riskerar öka pristrycket på befintliga bostäder.

Sammanfattningsvis reser denna diskussion om amortering av bostadslån ett antal frågor:

1. Vad menas egentligen med att återskapa en sund amorteringskultur? Amorteringarna på 1980- och 1990-talen utgjordes framförallt av automatisk amortering med hjälp av hög inflation och nominell värdestegring. De löpande amorteringsbetalningarna var relativt små med dåtidens tillämpning av annuitetslån.
2. Varför påstår ledande företrädare för staten att de flesta hushåll inte amorterar när de faktiskt gör det? Särskilt högbelånade hushåll amorterar i mycket stor utsträckning.
3. Varför ska staten tvinga hushåll med låga belåningsgrader att amortera när sparandet i Sverige, till skillnad från i en del andra länder, är högt och om avkastningen på sparportföljen då riskerar minska?
4. Varför ska äldre hushåll i storstadsregionerna med ägda bostäder tvingas minska sin konsumtion och efterlämna arv i miljonklassen mot sin vilja när inte samma krav ställs på andra hushåll, exempelvis hushåll i hyresboende?

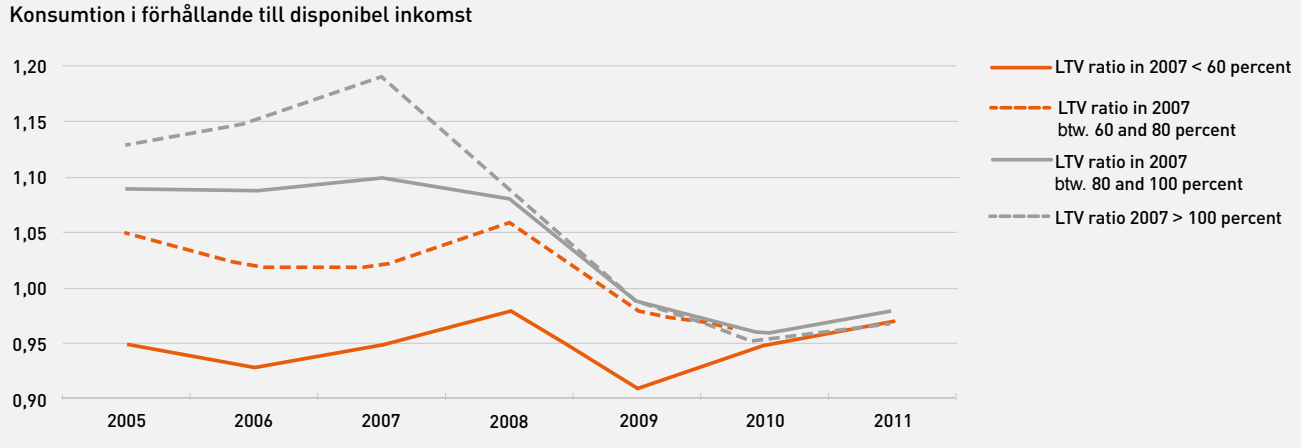
5. ”Bolånen riskerar skapa ett så stort konsumtionsfall vid en framtida kris att Sverige drabbas av finansiell instabilitet”

Som diskuterats i föregående avsnitt är det svårt att på basis av tillgängliga data och teori påstå att hushållens skuldsättning i allmänhet skulle vara särskilt problematisk. I de mest alarmistiska myndigheternas kommunikation låter det som beskrivits ofta helt annorlunda. Inte sällan med hänvisning till den ”höga” skuldkvoten, de ”alltför snabbt” stigande bostadspriserna eller de ”för låga” amorteringarna. Vid sidan av dessa argument påstår myndigheterna också att skuldsättningen i Sverige skulle vara problematisk eftersom den svenska skuldnivån bedöms innebära ett kraftigt fall i konsumtionen vid en kris. Så kraftigt att kreditförlusterna i banksektorn skulle öka till en nivå som riskerar den finansiella stabiliteten. Detta är exempelvis det bärande argumentet i myndigheternas beslutsunderlag i frågan om tvingande amorteringskrav. Men som antytts i föregående avsnitt visar en närmare analys av också denna problembeskrivning att den på goda grunder kan ifrågasättas, se Svensson (2014c).

KONSUMTIONSFALL BERORPÅ ÖVERKONSUMTION INTE PÅ SKULDNIVÅN I SIG

Självfallet finns risk att konsumtionen faller vid en kris när hushållen blir mindre optimistiska om framtida sysselsättning och inkomster och man kan anta att de exempelvis vill kompensera ett prisfall på bostäder med ett ökat sparande. Men Riksbanken påstår att en hög nivå på hushållens skulder, mätt som skuldkvot, skulle leda till djupare konjunkturnedgångar. Riksbanken hänvisar till några internationella studier som påstås stödja detta påstående. Man åberopar bland

Figur 22. Konsumtionsnivå vid olika belåningsgrader år 2007 bland danska hushåll.



Källa: Andersen, Asger Lau, Duus, Charlotte och Jensen, Thais Lærkholm.

annat en dansk, Andersen mfl (2014) och en amerikansk studie, Mian & Sufi (2014). Men en närmare granskning av dessa studier ger inget entydigt stöd för ett sådant påstående. Den danska studiens slutsats är att det inte var hög skuldsättning i Danmark som ledde till onormalt låg konsumtion och onormalt högt sparande efter krisen. Istället ägnade sig högbelånade hushåll, hushåll med hög belåningsgrad, åt en ohållbar överkonsumtion och ett ohållbart lågt sparande före den finansiella krisen. I samband med krisen återgick högbelånade hushåll till en normal konsumtion och ett normalt sparande (fig 22).

Figur 22 som är hämtad från den danska studien visar hur hushåll med höga belåningsgrader, över 60 procent av bostadens marknadsvärde, konsumerade mer än disponibel inkomst före 2007 och sedan minskade sin konsumtion till mer normala nivåer. Det var alltså inte skuldnivån i sig som resulterade i konsumtionsfallet utan överkonsumtion. De danska författarna skriver:

"[Our] analysis … shows that the difference in the change in consumption between high- and low-leverage Danish households is almost exactly mirrored by an opposite-signed difference in pre-crisis consumption levels: In 2007, highly leveraged households spent a much higher fraction of their income on non- housing consumption than households with less leverage, conditional on other characteristics. However, by 2010 this level difference had vanished completely."

"In light of this latter result, ***we question the view that the high debt level of Danish households has suppressed private consumption in the aftermath of the financial crisis.*** *Rather, it seems plausible that the build-up of debt prior to the crisis helped high-leverage families reach unsustainably high consumption levels in the years leading up to the crisis, prompting a large reduction in spending when the Danish economy was hit by the international financial turmoil."*

Också en brittisk studie visar att det snarare var överkonsumtion bland högbelånade hushåll före finanskrisen som orsakade ett fall i konsumtionen, ner till en normal nivå efter krisen, inte nivån på skuldsättningen i sig, Bunn och Rostom (2014).

I Sverige finns inga tecken på att svenska hushåll ägnar sig åt överkonsumtion eftersom sparkvoten under senare år varit historiskt hög (fig. 18 och 19). Som redovisats i föregående avsnitt är andelen hushåll med skulder högre för hushåll med högre inkomster, och de stora skulderna finns hos hushåll med högre inkomster. Samtidigt har normalt hushåll med högre disponibel inkomst ett större sparande än hushåll med lägre inkomster. Sammantaget talar detta och den höga svenska sparkvoten för att hushåll med hög belåning knappast överkonsumerar. De svenska hushållens konsumtion har tvärtom utvecklats svagare än inkomsterna under flera år. Ett större antal överkonsumerande hushåll borde i så fall synas i form av en låg sparkvot. Data talar således istället för att ökande skulder i Sverige är en effekt av ökade investeringar i tillgångar, inte som i Danmark eller Storbritannien, en effekt av en alltför hög och därmed ohållbar, lånefinansierad konsumtion.

Den viktiga skillnaden mellan Sverige och länder med ohållbar skuldsättning är därmed främst vad skulderna används till. Överkonsumtion leder förr eller senare till problem och fall i konsumtionen, medan produktiva investeringar, som investeringar i bostäder, tvärtom ger positiv avkastning.

Riksbanken refererar också till boken House of Debt av de amerikanska forskarna och författarna Mian och Sufi. Boken visar att när det gäller effekten på konsumtion och sparande var det huvudsakliga problemet i USA den enorma kreditexpansionen till låginkomsthushåll med helt otillräcklig skuldbetalningsförmåga. Dessa förhållanden skiljer sig helt från hur kreditgivningen i Sverige fungerar och är därmed inte ett relevant argument för att nuvarande skuldnivåer skulle fördjupa en lågkonjunktur genom kraftigt fallande konsumtion i Sverige.

INTERNATIONELLA STUDIER REDOVISAR MYCKET SVAGA SAMBAND MELLAN SKULDNIVÅ OCH KONSUMTIONSFALL VID EN KRIS

Det finns också några internationella studier med data för ett större antal olika länder där sambanden mellan konsumtionsutveckling och skuldnivåer undersökts. Den brittiska studien som redovisas ovan innehåller en sådan analys (fig. 23 och 24).

Slutsatsen är att nivån på skulderna inte påverkar konsumtionsförändringen medan en snabb ökning av skuldkvoten får en viss negativ effekt. Men sambandet är svagt och det faktum att den svenska skuldkvoten legat i princip still de senaste åren talar för mycket

«Det var alltså inte skuldnivån i sig som resulterade i konsumtionsfallet utan överkonsumtion.»

små konsumtionseffekter för Sverige.

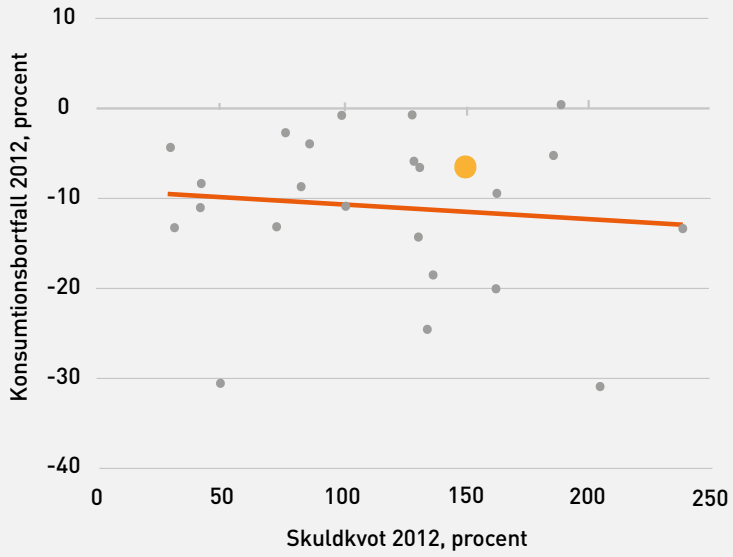
Vice Riksbankschefen och professorn Martin Flodén har också analyserat effekterna av skuldnivå på konsumtionsutvecklingen vid en kris, Flodén (2014). Flodéns studie, som baserades på data från ett antal OECD-länder, visade att vid en procentenhet högre skuldkvot blev konsumtionsnedgången 0,04 procentenheter större under åren 2007–2012. Dvs. 10 procentenheter högre skuldkvot medförde att nedgången endast blev 0,4 procentenheter större. Effekten av skuldnivån på konsumtionsförändringen tycks alltså vara marginell.

«Vid 1 procentenhet högre skuldkvot blev konsumtionsnedgången 0,04 procentenheter större.»

VAD ÄR FINANSIELL INSTABILITET?

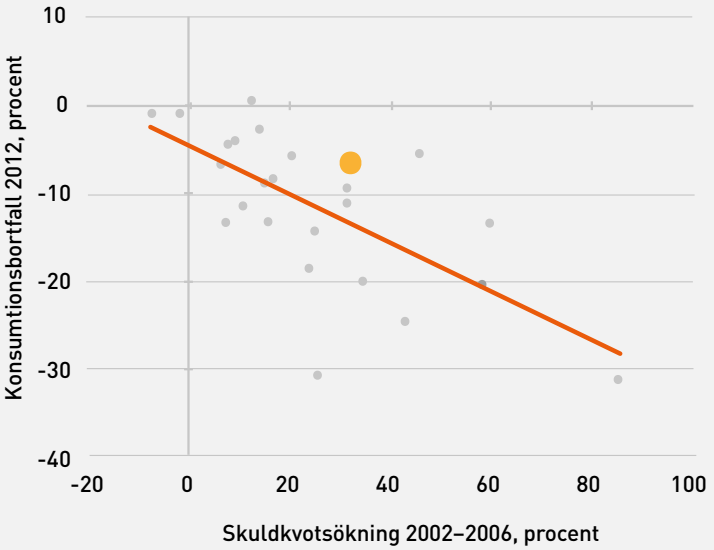
Stödet för idén att skuldnivån i sig skulle påverka konsumtionen vid en kris är sammanfattningsvis mycket svagt. Det är istället sannolikt en alltför låg sparkvot och därmed förekomsten av överkonsumtion och/eller felvärderade bostäder som riskerar leda till snabba förändringar av konsumtionen vid en kris. Men man kan trots de svaga sambanden mellan skuldnivå och konsumtionsfall vid kriser ställa en hypotetisk fråga: Är det är ett tillräckligt argument för krav på nya regleringar att konsumtionen skulle falla mer bland högt skuldsatta hushåll än bland andra hushåll? För att ett sådant hypotetiskt konsumtionsfall skulle motivera åtgärder som exempelvis kreditransonering, måste myndigheterna rimligen också visa att konsumtionsfallet blir så kraftigt att bankerna riskerar kreditförluster som de får svårt att hantera. Med andra ord: att konsumtionsfallet orsakar finansiell instabilitet. Den viktiga frågan är då hur stora kreditförlusterna i banksektorn blir om svenska hushåll med mer än 50 procents belåningsgrad skulle konsumera som andra hushåll vid en kris (om de nu inte redan gör det)? Såvitt känt finns ingen sådan analys publicerad.

Figur 23. Konsumtionsbortfall och skuldkvot.



Källa: Philip Bunn, May Rostom. Bank of England.

Figur 24. Konsumtionsbortfall och skuldkvotsökning.



Källa: Philip Bunn, May Rostom. Bank of England

Som jämförelse kan nämnas att konsumtionen i Sverige också föll under finanskrisen. Skuldnivån 2008–2010 var endast marginellt lägre än idag. Men de svenska bankernas kreditförluster var mycket små, knappast orsakade av fallande konsumtion bland svenska hushåll. De samlade bankvinsterna var fortfarande betydande. Detta reser några viktiga frågor: Hur vid är definitionen av finansiell instabilitet? Har exempelvis Finansinspektionen mandat att agera rent konjunkturpolitiskt även om sådana regleringar endast påverkar konsumtionsutvecklingen marginellt? Kostnaden för sådana regleringar kan dock vara betydande i form av lägre rörlighet på bostadsmarknaden och att bostadsproduktionen påverkas negativt.

REFERENSER

Andersen m fl. (2014). Andersen, Asger Lau, Duus, Charlotte och Jensen, Thais Lærkholm, *Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data, Working Paper, Danmarks Nationalbank.*

Bunn och Rostom (2014), Bunn, Philip, Rostom, May, *Household debt and spending,* September 2014, Bank of England, www.bankofengland.co.uk

Evidens (2015), *Utan fungerande finansiering stannar bostadsbyggandet – en djupanalys av bostadsbyggandets grundläggande villkor,* januari 2015, Sveriges Byggindustrier, www.sverigesbyggindustrier.se

Evidens (2014). *Är hushållens förväntningar på bostadsmarknaden orealistiska?* September 2014, www.evidensgruppen.se

Evidens (2013), *Om hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden,* december 2013 www.evidensgruppen.se

Evidens (2012), *Bostadsbubbla? Argument för eller emot att Sverige har en bostadsbubbla,* december 2012. www.evidensgruppen.se

Finansinspektionen (2015), *Den svenska bolånemarknaden,* april 2015, www.fi.se

Finansinspektionen (2013). Hansen, Sten, PM 8 – *Internationella erfarenheter av faktorer som påverkat hushållens skuldsättning i Sverige,* www.fi.se

Finanspolitiska rådet (2013), Sørensen, Peter Birch, *The Swedish housing market: trends and risks,* maj 2013, Finanspolitiska rådet.

Flam (2015), Flam, Harry, *Marknadshyra och bostadsbubbla i Stockholms innerstad,* bloggpost på ekonomistas, mars 2015, www.ekonomistas.se

Flam (2014), Flam, Harry, *Finns det en prisbubbla på bostadsmarknaden?* Januari 2014, bloggpost på Ekonomistas, www.ekonomistas.se

Flodén (2014), Flodén, Martin. *Did Household Debt Matter in the Great Recession?* Supplement to Blog Post on ekonomistas.se, februari 2014, www.martinfloden.net

Konjunkturrådet (2015), Englund, Peter et al. *Den svenska skulden,* januari 2015, SNS

McKinsey (2015), *Debt and (not much) deleveraging,* s.22, februari 2015, McKinsey Global Institute

Mian & Sufi (2014), Mian A, Sufi A, *House of debt: How they (and you) caused the great recession, and how we can prevent it from happening again,* University of Chicago Press.

Riksbanken (2015), *Finansiell stabilitet 2015:1,* juni 2015, www.riksbank.se.

Riksbanken (2014). Jansson, Tomas. PM 4 – *Hushållens amorteringsbeslut,* Sveriges Riksbank, www.riksbank.se

Riksbanken (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden,* april 2011, Sveriges Riksbank, www.riksbank.se

Shiller (2004), Shiller RJ, Case K E. *Is there a bubble in the housing market?* Cowles foundation paper nr 1089, Yale University, New Haven, Connecticut

SOU (2013), Statens offentliga utredningar, Hedborg Anna et al. SOU 2013:78 *Överskuldsättning i kreditsamhället,* www.regeringen.se

Svensson (2014a). Svensson, Lars EO. *Resilience, debt, and net worth: Has resilience increased with higher debt-to-income ratios?* Working Paper, Januari 2014, www.larseosvensson.se

Svensson (2014b), Svensson, Lars EO. *Skuldkvoten är ett olämpligt riskmått – det finns mycket bättre,* maj 2014, bloggpost, www.larseosvensson.se

Svensson (2014c), Svensson, Lars EO. *Riksbanken döljer att internationella studier motsäger dess påstående om skulderna,* Bloggpost, www.larseosvensson.se

Evidens erbjuder kvalificerad analys och strategisk rådgivning åt aktörer på den nordiska fastighetsmarknaden. Fakta förädlas och bearbetas med hjälp av våra unika databaser och prognosmodeller. Genom att översätta den makroekonomiska utvecklingen, villkoren på lokala marknader och kunders värderingar till konkreta bedömningar av framtida priser, hyror, vakanser eller andra tydliga beslutskriterier skapar vi ett försprång för våra kunder.

EVIDENS BLW AB
Sibyllegatan 30, 2 tr
114 43 Stockholm
Tfn växel: + 46 8 599 05 170
www.evidensgruppen.se

evidens: