

Argument för och emot ytterligare kreditrestriktioner

2016-12-20

evidens:

Innehåll

Argument för och emot ytterligare kreditrestriktioner	1
Innehåll	2
Sammanfattning.....	4
Bostadsmarknaden förefaller rimligt värderad	4
Sverige är ett land med utbredd bostadsägande och hushållen kan betala sina bostadslån också vid en kris	5
Högt belånade hushåll utgör en liten andel av alla hushåll och hushåll som hänvisas till nyproducerade hyresbostäder kan få ett mindre konsumtionsutrymme	6
Är intäkter av ett skuldkvotstak i paritet med kostnaderna?	6
Är bostadspriserna motiverade?	8
Bostadsprisernas avvikelser från långsiktig trend	8
I vilken utsträckning kan prisutvecklingen förklaras av fundamentala variabler?	10
Hushållens boendekostnad i bostadsrätt i relation till hyreskostnad till marknadspris	13
Stockholmshushållens förväntningar på framtida prisutveckling förefaller inte orealistiska	14
Andra nyligen genomförda studier av bostadsprisernas nivå i Sverige	17
Hur problematisk är skuldkvotens nivå och ökningstakt?	18
Internationella jämförelser av skuldkvoten baserad på disponibel inkomst är missvisande	18
Graden av bostadsägande och tillgänglighet till bostadsfinansiering påverkar nivån på skuldkvoten	21
Skuldkvoten är ett trubbigt mått på risker med hushållens skuldsättning	24
Ett batteri av nyckeltal ger bättre mått på hur riskerna förändras än slutsatser av nivån på skuldkvoten	28
Skuldkvot, konsumtionsutveckling och bostadsmarknaden	29
Hög skuldsättning och konsumtionsutveckling.....	29
Konsumtionseffekter av ett skuldkvotstak på 600 procent	33
Hur påverkar en större hyresmarknad hushållens konsumtionsutrymme?	34
Hyresrätten har blivit den dyraste boendeformen	37
Analys av konsumtionsutrymmet för hushåll i nyproducerad hyresrätt jämfört med successionsmarknaden för bostadsrätt i Stockholm	38
Fördelningseffekter av makrotillsynsåtgärder	41
Är nyttan med kreditrestriktioner större än kostnaderna?	44
Konjunkturinstitutets analys	44

Sammanfattning

Denna PM diskuterar olika aspekter på hushållens skuldsättning och de risker för den makroekonomiska utvecklingen som hushållens bostadslån kan utgöra. Den övergripande frågeställningen är om det är motiverat med ytterligare makrotillsynsåtgärder, främst i form av ett skuldkvotstak, dvs. en lagstadgad begränsning av hur stora bostadslån ett hushåll får beviljas i förhållande till hushållets disponibla inkomst vid tidpunkten för låneansökan. Är intäkterna i form av minskat djup i konjunkturnedgången större än kostnaderna i form av minskad konsumtion och minskade investeringar? Är undanträngningseffekter av ekonomiskt svagare grupper fördelningseffekter som kan motiveras?

Diskussionen inleds med en analys av bostadsprisutvecklingen de senaste 20 åren. Den grundläggande frågan är om bostäder är övervärderade. Övervärderade bostäder riskerar utlösa ett betydligt större prisfall när övervärderingen av någon anledning upphör, än vad som motiveras av att fundamentala faktorer försämras vid en konjunkturnedgång.

Därefter diskuteras hushållens skuldsättning och motståndskraft mot störningar i form av exempelvis högre räntor och prisfall. Svenska hushålls skuldsättning sätts i relation till skuldsättningen i andra länder och hushållens möjligheter att betala sina bostadslån vid en kris analyseras.

Mot bakgrund av analysen av bostadspriser och hushållens motståndskraft diskuteras konsumtionseffekter av ett prisfall på bostadsmarknaden, med särskilt fokus på möjliga kort- och långsiktiga konsumtionseffekter av en ökande efterfrågan på nyproducerade hyresbostäder. Motivet för att diskutera konsumtionseffekter av ett betydligt större grupper av hushåll i framtiden kan komma att efterfråga nyproducerade hyresbostäder är att nya makrotillsynsåtgärder kan utestänga grupper av hushåll från den stora läges-, storleks- och prismässigt varierade marknaden för ägda bostäder. Nästan 70 procent av bostäderna i Sverige utgörs av småhus eller bostadsrätter. Då är nyproducerade hyresbostäder ofta det alternativ som återstår eftersom kötiden för dessa är kortare än för äldre hyresbostäder med lägre hyra.

PM:et avslutas med en redovisning av tillgängliga beräkningar av samhällsekonomiska kostnader och intäkter av att införa ett skuldkvotstak,

Bostadsmarknaden förefaller rimligt värderad

De svenska bostadspriserna har stigit betydligt snabbare de senaste 20 åren än under andra perioder i modern svensk ekonomisk historia. Men tillväxtvillkoren de senaste 20 åren avviker på väsentliga punkter från utvecklingen under exempelvis 1970- och 1980-talen. De senaste åren har inkomsterna vuxit mycket snabbare, inflation och räntor fallit till mycket låga nivåer, hushållens förmögenheter vuxit snabbare, storstädernas befolkningsökning varit mer omfattande och bostadsbyggandet halverats. Sammantaget talar tillväxtvillkoren och ekonomisk teori för att prisutvecklingen ska ha varit snabbare sedan mitten av 1990-talet än under decennierna före.

Tidsserieanalys med hjälp av statistiska modeller visar att i princip hela prisökningen för bostadsrätter i Stockholms innerstad kan förklaras av ökande disponibla inkomster, den fallande räntenivån och hushållens ökande finansiella tillgångar. Analysen landar således i samma slutsatser som andra nyligen genomförda studier av bostadsprisutvecklingen i Sverige – att bostadspriserna är motiverade av fundamentala prispåverkande faktorer.

evidens:

Analysresultaten stöds av data som visar att boendekostnaderna i form av hyra för nyproducerade hyresrätter (som ligger närmare marknadspriser än andra hyresbostäder) och bostadsrätter i närmiljön runt de nybyggda hyresbostäderna är likvärdiga. Det tyder på att det i stort inte finns någon påtaglig spekulationseffekt på priserna för bostadsrätter.

Analys av hushållens förväntningar på framtida pris-, inflations- och ränteutveckling ger inte heller några alarmerande resultat. Hushållens förväntningar om framtiden tycks realistiska och överensstämmer relativt väl med historisk inkomstutveckling och andra tillgängliga prognoser om framtida ränte- och inflationsutveckling.

Bostadspriserna kan naturligtvis trots detta komma att falla i framtiden när konjunkturen viker eller om räntenivån skulle stiga. Simuleringar med hjälp av den statistiska modellen indikerar dock att det krävs en relativt kraftig och uthållig konjunkturförsvagning för att prisfallet ska bli omfattande i djup och utdraget över tid. Ett 20-procentigt prisfall tycks kräva att hushållens inkomster och förmögenheter utvecklas negativt i flera år som under 1990-talskrisen. Att bostadsmarknaden redovisar en betydande motståndskraft också i stressade scenarier innebär att prisfallet blir mer begränsat än om bostäderna varit övervärderade. Det innebär i sin tur att också hushållens konsumtionsutveckling vid en kris blir mindre problematisk än vad som annars skulle kunna vara fallet. Erfarenheter från andra länder visar att övervärderade bostäder kan medföra mycket svag pris- och konsumtionsutveckling under lång tid.

Sverige är ett land med utbredd bostadsägande och hushållen kan betala sina bostadslån också vid en kris

De svenska hushållens skulder framhålls ofta som höga vid en internationell jämförelse. Men om skuldkvotens justeras genom att beräknas på hushållens inkomster före skatt och sociala avgifter – vilket ger mer rättvisande jämförelser – visar tillgängliga data att Sverige ligger något över ett genomsnittsvärde bland jämförda länder. Samma resultat får man om skulderna i förhållande till BNP studeras. Den påtagliga ökningen av skuldkvoten i Sverige tycks i stor utsträckning förklaras av fundamentalt motiverad prisutveckling på bostadsmarknaden och en ökande andel hushåll som äger sin bostad. Detta ger en mindre riskfylld situation än om skulderna ökat på grund av en snabb kreditexpansion, drivet av lånefinansierad överkonsumtion, vilket varit fallet i några andra länder.

Analys av utvecklingen av boendeutgiftsandelar, räntekvot och hushållens nettoförmögenhet indikerar inte någon försvagning av hushållens motståndskraft. Stresstester av nya bolånetagare bekräftar denna bild, mycket få hushåll får underskott i sin hushållsbudget eller får ett lån som är större än värdet på bostaden vid en kris eller högre räntor.

Det är sannolikt inte heller farhågor om att hushållen inte kan betala sina bostadslån som motiverar förslagen om att införa ett lagfäst tak för skuldkvoten. Om bostadspriserna faller eller hushållen av andra skäl måste lägga en större andel av disponibel inkomst på skuldbetalningar riskerar deras konsumtion att minska. Myndigheterna menar att hushållens konsumtion skulle kunna minska till följd av bostadslånen i så stor utsträckning att den makroekonomiska utvecklingen i Sverige hotas. Konsumtionsfallet skulle kunna minska efterfrågan i ekonomin och bli så omfattande att konkursnivån stiger och leder till omfattande kreditförluster i banksektorn. Införande av ett skuldkvotstak kan då begränsa antalet hushåll som har ett stort lån i förhållande till sin disponibla inkomst och därmed minska risker för kraftiga fall konsumtionen vilket förhindrar omfattande konkurser och kreditförluster.

Högt belånade hushåll utgör en liten andel av alla hushåll och hushåll som hänvisas till nyproducerade hyresbostäder kan få ett mindre konsumtionsutrymme

Tillgängliga data medger inte analys av i vilken utsträckning hushåll med hög skuldkvot förändrat sin konsumtion på annat sätt än andra hushåll vid kriser i närtid. De bristfälliga data som finns indikerar att hushåll i ägda bostäder drar ner sin konsumtion mer än hushåll i hyresrätt under krisen, men de tycks i gengäld konsumera mer före och efter krisen. Sannolikt påverkas konsumtionsutvecklingen för de båda grupperna snarare av skillnader i inkomst. Hyresgäster har i genomsnitt lägre inkomster än hushåll i både äganderätt och bostadsrätt. Med liten inkomst finns små möjligheter för hushållet att varken öka eller minska sin konsumtion.

Analyser av Riksbanken med färsk data om andelen hushåll med skuldkvoter över 600 procent visar att dessa hushåll utgör knappt 6 procent av alla hushåll och att andelen ökat med ca 1 procentenhet de senaste 6 åren, samtidigt som bostadspriserna ökat dramatiskt. Den centrala frågan är om 6 procent av hushållen minskar sin konsumtion i sådan utsträckning vid en kris att konsumtionen bland övriga 94 procent av alla hushåll inte räcker för att begränsa konkursnivån och därmed kreditförluster i den finansiella sektorn. Det finns såvitt känt ingen data över dessa 6 procent hushålls konsumtion. Men för att motivera ett sådant påtagligt ingripande i hushållens ekonomi som ett skuldkvotstak medför bör sådana beräkningar genomföras.

En möjlig effekt av ytterligare makrotillsynsåtgärder är att hushåll som annars skulle köpa en bostad istället hänvisas till hyresmarknaden. De mest tillgängliga bostäderna på hyresmarknaden med korta kötider är nyproducerade bostäder, där hyresnivån ligger närmare ett marknadspris. Studier av inflyttare till nyproducerade hyresrätter visar att dessa hushålls konsumtionsutrymme är mindre än konsumtionsutrymmet för hushåll som istället förvärvade en bostadsrätt i närmiljön kring hyresrättsprojekten. En viktig förklaring är dock att bostadsrättsköparnas inkomster är högre. Men om man istället "tvingar" in bostadsrättsköparna i hyresrätterna får även denna grupp ett mindre konsumtionsutrymme än de fick i sina bostadsrätter.

En förklaring kan vara att nyproducerade hyresrätter ger högre boendeutgifter än det varierade utbudet av begagnade bostadsrätter. I hyresrätten måste fastighetsägaren kompenseras för sitt avkastningskrav på eget kapital vilket inte är en utgift för bostadsrättsköparen (som "bor upp" avkastningen). För bostadsrättsköpare som bott länge på en lokal marknad kan belåningsgraderna vara låga vilket innebär att utgifter för räntor blir låga och utgiften för avkastningskrav på eget kapital förblir noll. Hyresrätten förvaltas också med fullt ut beskattade tjänster medan särskilt boende i äganderätt ofta kan bidra med eget så kallat "svettkapital". I hyresrätten innebär systemet med årliga hyresförhandlingar att boendeutgiften med stor säkerhet ökar varje år. För boende i bostadsrätt beror förändringen i boendeutgift i hög grad på ränteutvecklingen.

Över tid kan skillnader i konsumtionsutrymme bli betydande, eftersom boende i bostadsrätt också sparar genom amortering på lånet. På kort sikt stjälar amorteringen konsumtionsutrymme. Men på lång sikt, och de flesta bor länge på en lokal marknad, kan boendeutgiften bli låg i takt med att lån amorteras och det sparade kapitalet i bostaden växer. Det talar för att bostadsägare på längre sikt får ett större konsumtionsutrymme, allt annat lika, än hushåll som bor länge i hyresrätt.

Är intäkter av ett skuldkvotstak i paritet med kostnaderna?

Beräkningar av Konjunkturinstitutet och Finansinspektionen visar att intäkterna i form av ett mindre fall i BNP och konsumtion vid en kris tycks vara mindre än kostnaden i form av lägre BNP och konsumtion fram till krisen. Även om dessa beräkningar är osäkra indikerar de att vinsten med ett

evidens:

skuldkvotstak för samhällsekonomin är mycket tveksam. Ska man genomföra åtgärder som kan få negativa nettoeffekter för samhällsekonomin?

Det finns sammanfattningsvis också tecken som tyder på att en sådan åtgärd riskerar att allt större grupper, exempelvis unga vuxna eller andra hushåll med lägre inkomster, får svårare att etablera sig på marknaden för ägda bostäder. På längre sikt och med fortsatt ekonomisk tillväxt kan det få betydande förmögenhetseffekter, när vissa hushåll kan tillgodogöra sig lägre boendekostnader och framtida markvärdesstegring medan andra hushåll ställs utanför. Sådana fördelningseffekter riskerar att öka skillnaderna mellan olika grupper i samhället. Frågan är i vilken utsträckning det motiverar att beredning och beslut om fler makrotillsynsåtgärder i högre grad bör fattas på den politiska nivån, hos riksdag och regering, i stället för på myndighetsnivå?

evidens:

Är bostadspriserna motiverade?

Internationella erfarenheter visar att det finns risker för en svag ekonomisk utveckling om bostadspriserna är övervärderade. Övervärderade bostäder riskerar att utlösa ett större bostadsprisfall än de prisförändringar som uppstår när fundamentala faktorer successivt förändras vid en konjunkturavmattning. Omfattande bostadsprisfall kan innebära att hushållen drar ner på sin konsumtion och ökar sparandet för att återställa sin förmögenhet. 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 resulterade inte i någon spektakulärt fall i hushållens konsumtion, drivet av bostadsprisernas utveckling eller av hushållens skuldsättning. Men sedan dess har bostadspriserna stigit ytterligare. Frågan är om bostadsprisernas tillväxt de senaste 20 åren kan betraktas som fundamentalt motiverad och hållbar?

För att analysera i vilken utsträckning bostadspriserna är hållbara har ett antal argument för- och emot övervärderade bostadspriser i Sverige analyserats. Analysen omfattar:

- Bostadsprisernas avvikelser från långsiktig trend
- I vilken utsträckning prisutvecklingen kan förklaras av fundamentala variabler
- Hushållens boendekostnad i bostadsrätt i relation till hyreskostnad till marknadspris
- Andra nyligen genomförda studier av bostadsprisernas nivå i Sverige
- Hushållens förväntningar på framtida prisutveckling och räntenivå

Bostadsprisernas avvikelser från långsiktig trend

Ett argument i debatten om bostadspriserna i Sverige rör det faktum att priserna ökat betydligt snabbare under de senaste 20 åren än tidigare. En rimlig utgångspunkt är att bostadspriserna i hög grad speglar Sveriges tillväxtvillkor, räntor, byggande och de svenska hushållens inkomster och förmögenhetsutveckling – har i så fall sådana fundamentala faktorer utvecklats mer positivt sedan mitten av 1990-talet än tidigare? Särskilt intressant är jämförelsen med perioden 1970 till 1995 eftersom många hushåll (och debattörer) har direkta minnen och egna erfarenheter från utvecklingen under dessa år.

För att belysa tillväxtvillkoren under andra halvan av 1990-talet och fram till idag kan tillväxtvillkor, bostadsbyggande och prisutveckling studeras för de perioder i den svenska ekonomiska historien som Assar Lindbeck, pensionerad professor i nationalekonomi, men fortfarande verksam, lyft fram¹. Lindbeck identifierar fyra olika perioder:

- Den marknadsdominerande perioden 1870 – 1940
- Välfärdskapitalism 1945 – 1970
- Den interventionistiska perioden 1970 – 1995
- Den partiella liberaliseringsperioden 1995 – (2015?)

¹ Assar Lindbeck, *Ekonomi är att välja*, Albert Bonniers Förlag, Stockholm (2012).

Frågan är om – och så fall hur – den senaste perioden, den ”partiella liberaliseringsperioden”, avviker i termer av exempelvis tillväxt och räntor jämfört med andra perioder i historien?

Variabel, procent/år	Den marknadsdominerande perioden 1870 - 1940	Välfärds-kapitalism 1945 - 1970	Den interventionistiska perioden 1970 - 1995	Den partiella liberaliserings-perioden 1995 -
BNP	2,6	4,8	1,7	2,5 ²
Inkomster arbetare			0,6	1,8 ²
Inkomster tjänstemän			0,3	2,7 ²
Inflation	1,5	3,8	7,6	1,1 ²
Befolkningstillväxt i storstäderna	1,2	1,4	0,5	1,0 ²
Bostadsbyggande, antal per år		69 000	54 000	22 000
Småhuspriser		1,0	-1,0	5,5 ²

Tabell 1.

En sammanställning och jämförelse av tillväxt och prisutveckling för småhus (tabell 1) visar att prisutveckling och tillväxtvillkor har skiljt sig åt mellan de olika perioderna. Särskilt tydliga är de skilda pris- och tillväxtvillkoren mellan den interventionistiska perioden 1970 till 1995 och den nuvarande.

Vid en jämförelse av tillväxttakten i hushållens inkomster mellan de två senaste perioderna framgår att tillväxttakten i tjänstemännens inkomster under perioden 1995 till 2015 var nästan 10 gånger (!) snabbare än under perioden 1970 till 1995 och tillväxttakten i inkomstutvecklingen för arbetare ungefär tre gånger så snabb.

En ny stabiliseringspolitik och uttalat inflationsmål har tillsammans med den globala utvecklingen av räntor och inflation bidragit till fallande inflation och lägre räntor under den senaste 20-årsperioden. Den genomsnittliga inflationstakten under åren 1970 till 1995 var 7,6 procent som sedan föll till ett genomsnitt på 1,1 procent per år mellan åren 1995 och 2015. Styrräntenivån visar stor följsamhet mot inflationen och föll från en genomsnittlig nivå på 10,7 procent åren 1987 till 1995 till betydligt lägre nivåer under 2000-talet och har till och med fallit under noll de senaste åren.

Bostadsbyggandet har mer än halverats om man jämför den genomsnittliga produktionstakten under åren 1970 till 1995 med byggandet sedan år 1995. Bostadsbyggandet under perioden 1945 till 1970 var än mer omfattande än under 1970 och 80-talen.

Sammantaget föll bostadspriserna med 1 procent per år under åren 1970 till 1995, medan priserna steg 5,5 procent per år från 1995 och framåt.

Vid en studie av de långsiktiga tillväxtvillkoren förefaller det fullt rimligt att prisutvecklingen har varit snabbare under den senare perioden jämfört med den förra. Att bostadspriserna därmed avviker

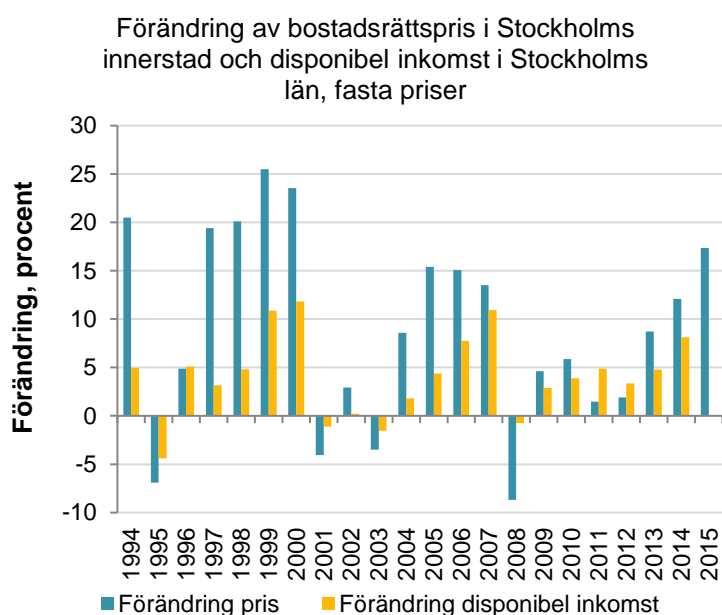
evidens:

från sin långsiktiga trend kan knappast betecknas som särskilt uppseendeväckande, utan verkar istället vara en anpassning till nya tillväxtvillkor i form av ökande hushållsinkomster, sjunkande räntenivåer och lågt bostadsbyggande. Det betyder att argument för att Sverige har övervärderade bostäder på grund av snabbare pristillväxt de senaste åren jämfört med den långsiktiga historiska tillväxttakten försvagas. Hur *mycket* högre tillväxttakt som kan motiveras av dessa förändrade tillväxtvillkor är svårt att entydigt uttala sig om. Men man kan med hjälp av ekonometriska modeller öka förståelsen av vilket bidrag till prisutvecklingen ökade inkomster respektive fallande räntor ger.

I vilken utsträckning kan prisutvecklingen förklaras av fundamentala variabler?

Tidigare studier har visat att bostadspriserna framförallt påverkas av förändringen av hushållens disponibla inkomster, bolåneräntan samt utvecklingen av hushållens finansiella tillgångar. Resultatet av en enkel modellskattning med data fram till och med 2015 visar att prisutvecklingen i centrala Stockholm i hög grad kan förklaras av fundamentala faktorer. De tidsseriemodeller för prisutvecklingen i centrala Stockholm som redovisar högst förklaringsgrad och i övrigt har bästa prestanda ur ett statistiskt perspektiv omfattar tre centrala variabler:

- Total disponibel inkomst i Stockholms län eller disponibel inkomst per capita, förklaringsgraden blir ungefär densamma
- Realränta (2-årigt bostadslån) efter skatteavdrag
- Tillväxt i hushållens finansiella netto, finansiella tillgångar minus samtliga skulder



Procent per år		
	1994-2014	2004-2014
Pris	7,6	6,7
Disponibel inkomst	4,0	5,0

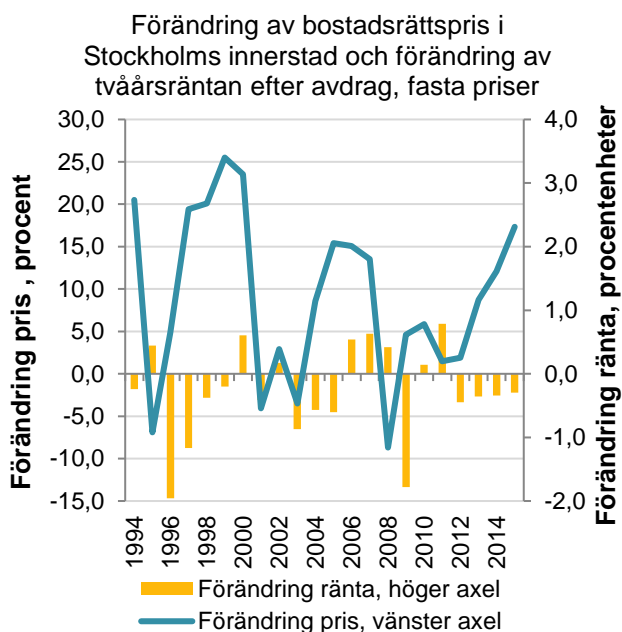
Tabell 2.

Figur 1. Förändring av disponibel inkomst och bostadspriser
Källa: SCB och Mäklarstatistik

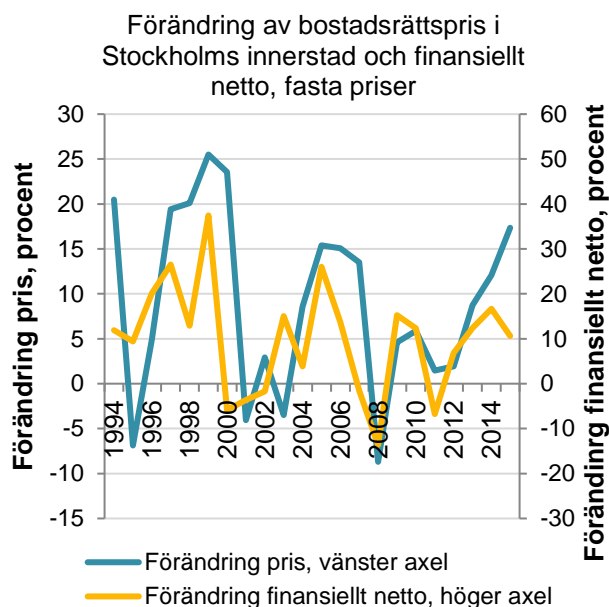
Den totala disponibla inkomsten i länet mäter både utvecklingen av hushållens disponibla inkomster, inklusive kapitalinkomster, och befolkningstillväxten. Denna variabel innehåller två tydliga regionalekonomiska aspekter i form av inkomstnivå och inkomstutveckling i landets största lokala arbetsmarknad men också den snabba befolkningstillväxten. Analysen visar att denna sammansatta variabel ger ungefär samma förklaring till prisutvecklingen som om endast inkomstutvecklingen per capita testas.

evidens:

Analyser av utvecklingen av de totala disponibla inkomsterna visar tydligt att korrelationen mellan inkomstutveckling och prisutveckling är hög och att den totala inkomstutvecklingen varit relativt snabb sedan mitten av 1990-talet (fig. 1). Sedan 2004 har de totala disponibelinkomsterna vuxit med 5 procent per år medan priserna under samma period vuxit med 6,7 procent (tabell 2).



Figur 2. Bostadsprisutveckling i Stockholms innerstad och förändring av två-åriga bolåneräntan. Källa: Evidens och Värderingsdata.



Figur 3. Tillväxt i bostadspriser i relation till tillväxt i finansiellt netto. Källa: SCB och Valueguard.

Modellanalysen visar också tydligt att fallande räntenivåer till stor del bidrar till prisutvecklingen (fig. 2). Hushållens finansieringskostnader har därmed fallit kraftigt vilket påverkar prisutvecklingen positivt.

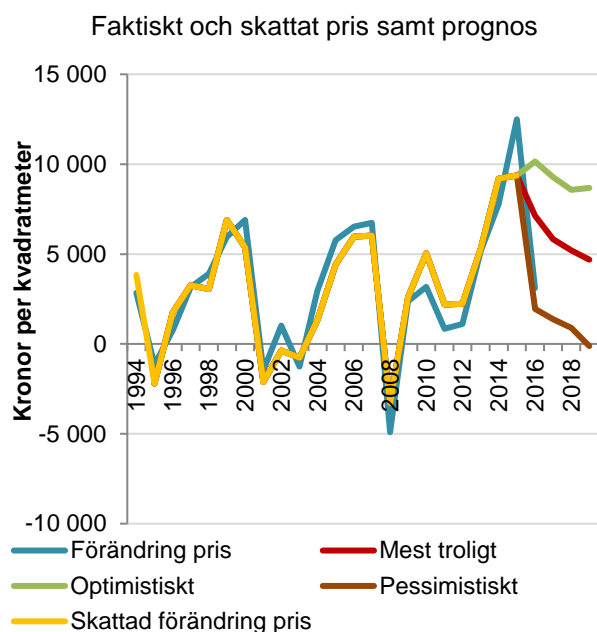
Också förändringen av hushållens finansiella netto, dvs. finansiella tillgångar minus samtliga skulder, är högt korrelerad med prisutvecklingen i centrala Stockholm (fig. 3).

Kombinationen av reallt stigande totala disponibla inkomster, sjunkande räntor och stigande finansiellt netto i hushållssektorn kan förklara nästan hela förändringen av prisnivån för bostadsrätter i centrala Stockholm sedan mitten av 1990-talet och fram till år 2015 (fig. 4-5).

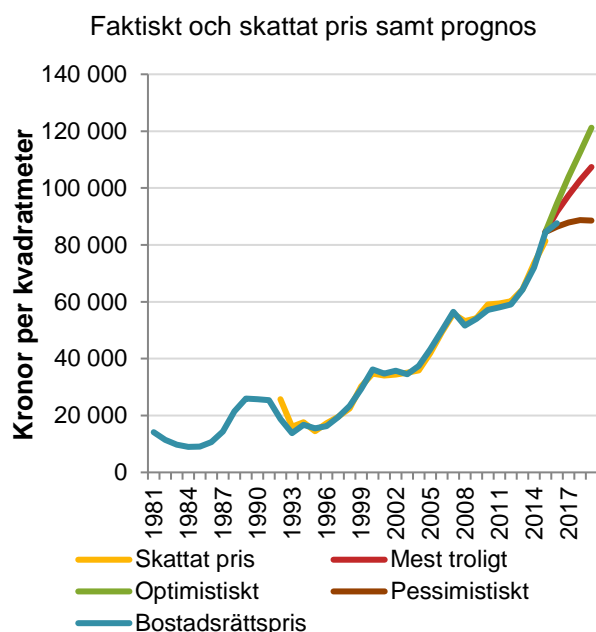
Modellen visar att 5 procent högre inkomster i genomsnitt höjer priset med ca 5 000 kr/kvm medan en procentenhets höjning av räntan minskar priset med knappt 1 000 kr/kvm. 5 procent tillväxt i finansiellt netto höjer priset med ca 1 000 kr/kvm. Inkomstutvecklingen har enligt modellen haft mycket stor betydelse för prisutvecklingen eftersom räntan förändrats inom ett mer begränsat intervall.

En intressant notering rör modellens bristande förmåga att förklara den snabba prisutvecklingen under år 2015. En möjlig förklaring är att många hushåll efterfrågade en bostadsrätt före amorteringskravets ikraftträdande, vilket sannolikt hushållen ville förekomma, vilket i sin tur sannolikt tryckte upp priserna temporärt.

evidens:



Figur 4. Faktiskt och skattat pris samt prognos.
Källa: Valueguard och Evidens.



Figur 5. Faktiskt och skattat pris samt prognos.
Källa: Valueguard och Evidens.

Tillämpas Konjunkturinstitutets och affärsbankernas prognoser för tillväxten i Svensk ekonomi tillsammans med befolkningsprognoser och Riksbankens räntebana för de närmaste åren visar modellen att bostadspriserna fortsätter att stiga de närmaste åren. Enligt huvudscenariot stiger priserna med 6 procent per år till och med 2019. Modellen beaktar dock inte eventuella kvardröjande priset effekter av amorteringskravet. Ett mer pessimistiskt konjunkturscenario ger ut fläckande priser på ungefär nuvarande nivå.

Med hjälp av modellen kan man testa hur stora negativa utfall i ekonomin som krävs för att utlösa ett relativt snabbt och omfattande prisfall. Ett 20-procentigt prisfall under perioden 2017-2019 kräver exempelvis enligt modellen att hushållens disponibelnkomster faller med ca 2,2 procent per år under fyra år samtidigt som det finansiella nettot krymper med ungefär 10 procent per år under motsvarande period, vilket motsvarar ett betydande börsfall. Dessa fall i inkomster och finansiellt netto är ungefär lika stora som under 1990-talskrisen. Modellen indikerar därmed att det krävs stora och långvariga störningar för att utlösa betydande och ihållande prisfall på bostadsmarknaden i Stockholm.

Ett förekommande argument i diskussionen om prisutvecklingen på bostadsmarknaden är att prisutvecklingen påverkas starkt av utbudet av lättillgängliga krediter och att kreditutbud och bostadspriser påverkar varandra i en växelverkan där kreditutbudet också påverkar priset. Analys med hjälp av enkla kausalitetstest visar att det kan ha funnits en sådan påverkan från slutet av 1990-talet fram till 2008. Efter 2008 tycks dock kausaliteten tydligt peka mot att priset ensidigt påverkar efterfrågan på krediter.

Analysresultatet får stöd av en mer omfattande modellbaserad ekonometrisk analys av sambanden mellan kreditutbudet och prisutveckling som genomförts av IMF. I rapporten Housing Price and Household Debt Interactions in Sweden (2015) analyseras sambandet mellan huspriser och hushållens skulder i Sverige. Författaren drar följande slutsatser:

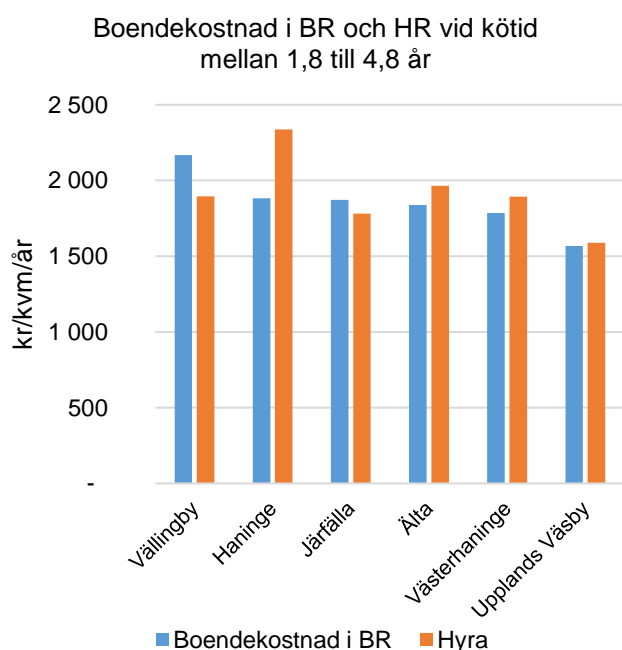
"In the short run, adjustments in house prices are driven by developments in debt among other factors".

“Housing prices and household debt interact over both long-run and the short-run in these four equations, but in the long-run housing prices are not affected by debt”.

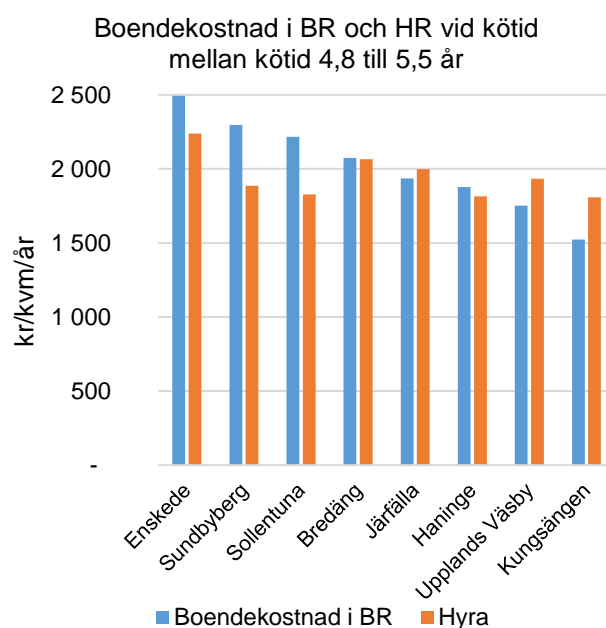
Hushållens boendekostnad i bostadsrätt i relation till hyreskostnad till marknadspris

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 kan spekulera i framtida värdeökning som genom en förmodad kapitalvinst som 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 realistiska 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.

Vid en analys av förmedlad nyproduktion av hyresrätter genom Stockholms stads bostadsförmedling, där hyresnivån är närmare hushållens betalningsvilja än för äldre hyresbostäder, framgår att boendekostnaden för en bostadsrätt i närmiljön kring nyproducerade hyresrätter inte systematiskt avviker från hyresnivån (fig. 6-7). Samtidigt är hyresnivåerna i de studerade projekten knappast helt marknadsmässiga eftersom flera projekt redovisar betydande kötider. Det förstärker bilden av att boendekostnaden för bostadsrätter inte överstiger hyresnivåer till marknadspris.



Figur 6. Boendekostnad i BR samt HR. Källa: Stockholms bostadsförmedling, Valueguard och Evidens.



Figur 7. Boendekostnad i BR samt HR. Källa: Stockholms bostadsförmedling, Valueguard och Evidens.

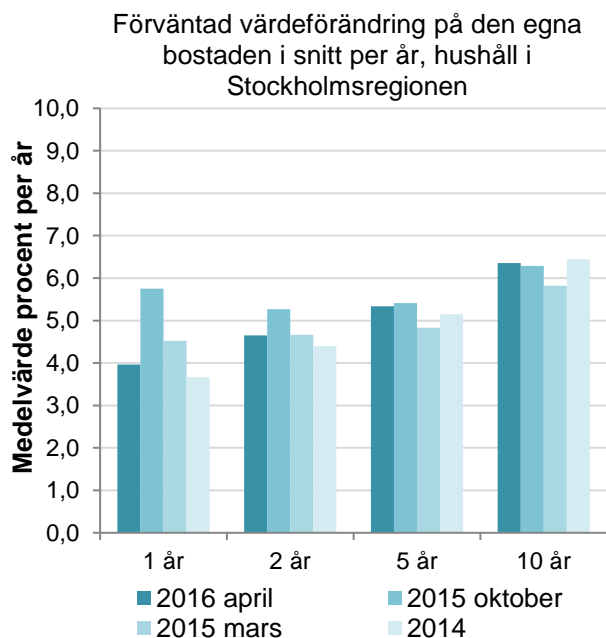
Analys av hyresnivåer i andrahandsuthyrning av bostadsrätter på Blocket ger liknande resultat. Hyresnivån överstiger boendekostnaden för bostadsrätt i närmiljön till de andrahandsuthyrda bostadsrätterna.

Stockholmshushållens förväntningar på framtida prisutveckling förefaller inte orealistiska

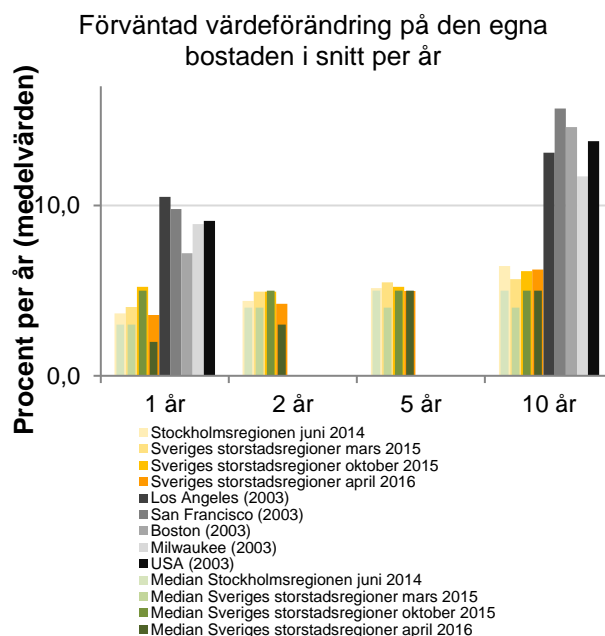
Snabbt stigande bostadspriser i sig är alltså inte ett bevis för att en bubbla är på väg att uppstå. Men om förväntningar om en snabb och långvarig prisutveckling är ett viktigt och avgörande motiv vid hushållens beslut att köpa en bostad byggs successivt en allt större inneboende skörhet in i prisutvecklingen 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 krävs, 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.

Hushåll som planterat köpa en bostad skjuter i det läget fram sitt köp eftersom det lönar sig att vänta ut priset, vilket ytterligare minskar efterfrågan. Om det dessutom är en stor andel hushåll som köpt en för dyr bostad och långsiktigt inte kan bära de boendekostnader de tagit på sig, tvingas många sälja snabbt. Sådana framtvungade försäljningar ger en extra påspädning av bostadsutbudet och priset blir än mer omfattande. Sammanfattningsvis är därför hushållens förväntningar på bostadsmarknaden och den framtida prisutvecklingen på bostäder en mycket intressant faktor att studera.



Figur 8. Förväntad värdeförändring. Källa: Evidens.



Figur 9. Förväntad värdeförändring jämfört med USA 2003. Källa: Case Shiller och Evidens

Evidens genomför årligen analyser av hushållens förväntningar på den framtida prisutvecklingen. Analysen av svaren från enkäter under sommaren 2014, våren och hösten 2015 samt våren 2016 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 (fig. 8). 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 (fig. 9). Också i Stockholm tror alltså hushållen på en relativt god prisutveckling, även om de amerikanska hushållen var betydligt mer optimistiska.

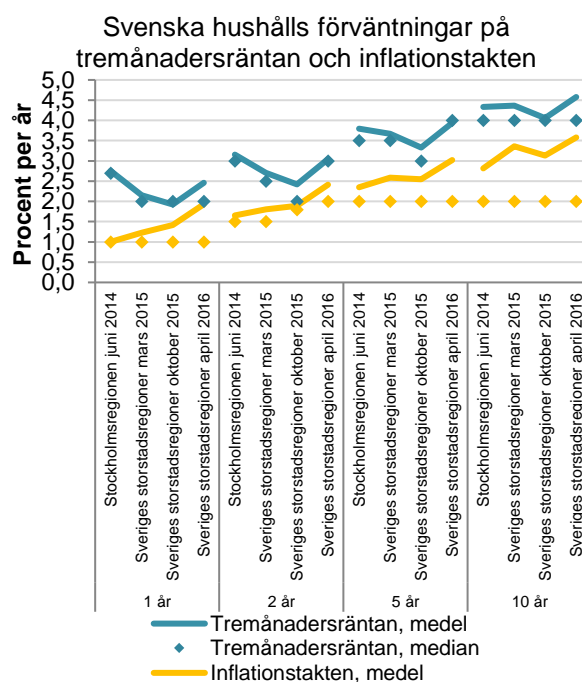
Spridningen i svaren på förväntad prisutveckling på lång sikt är något större än på kortare sikt. Ett sätt att illustrera detta är att beräkna medianvärdet för den förväntade prisutvecklingen i Stockholm på 10 års sikt som då faller till ca 5 procent per år. På kort sikt sammanfaller i stort sett medel 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 realistiska 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 realistiskt? Evidens enkät visade samtidigt att hushållen har en genomsnittlig inflationsförväntan på sikt på ca 2 procent per år, vilket ger en förväntad real prisutveckling på ca 3 procent per år under de närmaste 5 åren (fig. 10).

Tillväxt i disponibel inkomst och befolkning, 2005-2013, genomsnitt, procent per år

	Disp. inkomst per capita, nominell	Disp inkomst per capita, realt	Befolknings-tillväxt	Tillväxt i total disponibel inkomst, nominellt	Tillväxt i total disponibel inkomst, realt
Stockholms kommun	4,6	3,2	1,9	6,7	5,2
Göteborgs kommun	3,9	2,4	1,2	5,1	3,6
Malmö kommun	3,2	1,7	1,8	5,1	3,6
Riket	4,0	2,5	0,8	4,8	3,4

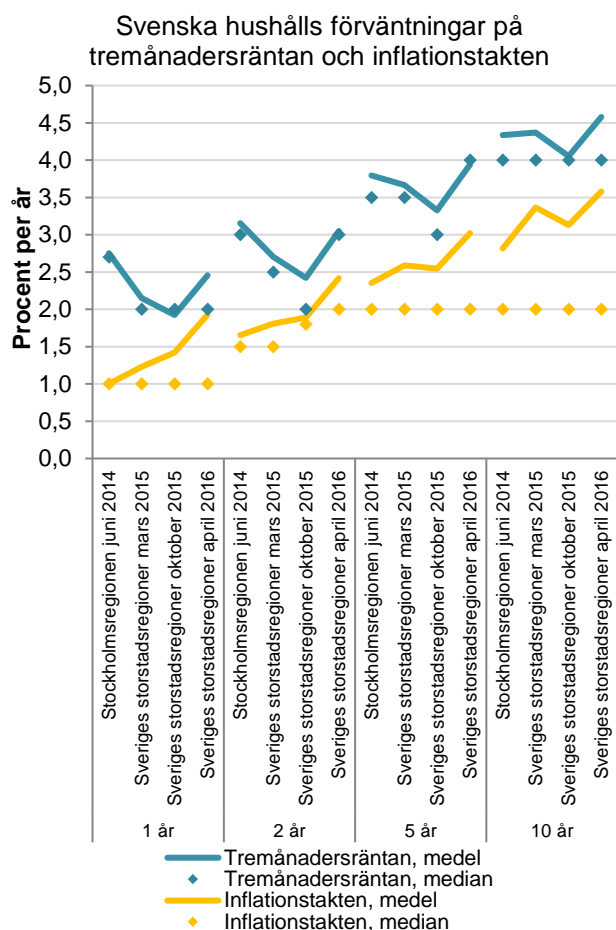
Tabell 3. Tillväxt i inkomst och befolkning. Källa: SCB



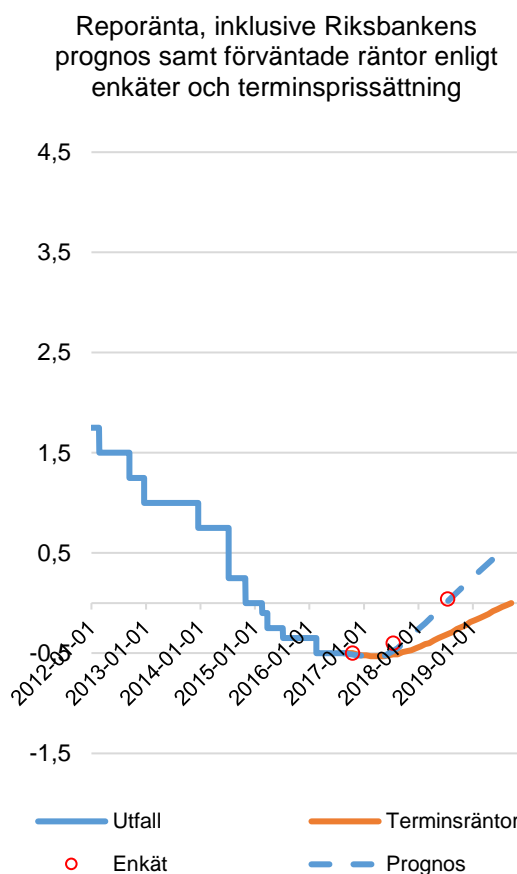
Figur 10. Förväntningar på ränte- och inflationsnivå. Källa: Evidens

Som framgått av tabellen ovan (tabell 3) växte hushållens totala disponibla inkomster i Stockholms stad enligt SCB reall med i genomsnitt drygt 5 procent per år mellan 2005 och 2012, trots finanskris. (Real disponibel inkomst per capita växte med 3,2 procent och befolkningen med 1,9 procent, motsvarande siffror för hela riket var 2,5 respektive 0,8 procent.

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 uppenbarligen betydligt mer välgrundade förväntningar på både kortare och längre sikt.



Figur 11. Förväntningar på ränte- och inflationsnivå
Källa: Evidens.



Figur 12. Prognos över ränteutveckling. Källa: Riksbanken

Modellskattningen visar att också räntenivån påverkar prisutvecklingen. Det är därför intressant att också analysera hushållens förväntningar på den framtida räntenivån. Den senaste observationen från april 2016 visar att hushållen förväntar sig en bolåneränta på ca 4 procent på 5 års sikt och ca 3 procent på två års sikt (fig. 11). Frågan är om denna nivå är orealistiskt låg? Enligt Riksbankens prognos för styrräntan, terminräntor och enkätresultat bland aktörer på penningmarknaden förväntas styrräntan vara 0-0,5 procent i slutet av år 2019, dvs. om 3 år (fig. 12). Med en spread mellan styrräntan och bolåneräntan på ca 1,5 procentenheter ger det förväntade bolåneräntor på ca 2 procent. Om två år är hushållens förväntningar på nivån för bolåneräntan ungefär 3 procent,

vilket är en högre förväntad nivå än vad som följer av Riksbankens egen prognos. Ingen vet framtidens räntenivå, men man kan knappast påstå att hushållens förväntningar är problematiskt låga eller orealistiska.

Andra nyligen genomförda studier av bostadsprisernas nivå i Sverige

Sammanfattningsvis finner analysen inget stöd för att bostadspriserna i centrala Stockholm skulle vara för höga i förhållande till vad fundamentala faktorer kan förklara. Det betyder inte att priserna inte kan falla, men ett fall i bostadspriserna motiveras sannolikt av att fundamentala faktorer ändras, exempelvis genom att inkomster och finansiella tillgångars värde faller i en lågkonjunktur eller att räntorna stiger snabbt i förhållande till hushållens förväntningar eller i förhållande till inkomstutvecklingen. Ett sådant prisfall blir rimligen långsammare än ett prisfall utlöst av en "sprucken bubbla". Med hjälp av finans- och penningpolitik kan också effekterna av ett sådant prisfall mildras och varaktigheten i tid begränsas. Därmed blir också effekterna på hushållens konsumtion av prisfallet mindre än i en situation med övervärderade bostäder som faller kraftigare i pris och som faller under en längre tid.

Det finns fler nyligen genomförda studier som stödjer dessa slutsatser. Riksbankens forskningsenhet publicerade under hösten 2016 studien *Bubblar det i svenska huspriser?* Författarna skriver:

"I den här artikeln har vi studerat prisutvecklingen för småhus i Sverige sedan 1990 och relaterat den till utvecklingen internationellt. Fundamentala faktorer förefaller sammantaget kunna förklara den höga värderingen för riket som helhet. Jämfört med övriga länder i studien noterar vi att Sverige haft en stark ökning i disponibel inkomst, finansiell nettoförmögenhet samt en låg nivå på bostadsinvesteringarna. Tillsammans med en kraftig befolkningstillväxt och låg realränta de senaste åren bidrar dessa faktorer till att småhuspriserna har ökat kraftigt under perioden 1995–2015 i Sverige".

Också IMF genomförde under 2015 en omfattande studie av de svenska bostadsprisernas utveckling, *Housing Price and Household Debt Interactions in Sweden*. Författaren skriver:

"This paper examines the interactions between housing prices and household debt using a three-equation model, finding that household borrowing impacts housing prices in the short-run, but the price of housing is the main driver of the secular trend in household debt over the long-run. Both housing prices and household debt are estimated to be moderately above their long-run equilibrium levels, but the adjustment toward equilibrium is not found to be rapid."

En artikel av professor Harry Flam vid Stockholms universitet, *Har vi en bostadsbubbla?* publicerades i *Ekonomisk debatt*, nr 4 2016. Flam skriver:

"Många anser att bostadspriserna är uppdrivna av spekulation och att bubblan förr eller senare kommer att spricka, liksom den gjort i flera andra länder. Men tidigare studier som gjorts av prisutvecklingen på småhus tyder inte på någon bubbla. Priserna på Sveriges hetaste bostadsmarknad, den för bostadsrätter i Stockholms innerstad, verkar heller inte vara bestämda av spekulation utan av fundamentala faktorer som bostadsbyggande, inkomster och räntor."

Hur problematisk är skuldkvotens nivå och ökningstakt?

Skuldkvoten, dvs. hushållens aggregerade skulder i förhållande till de aggregerade inkomsterna, har stigit de senaste 20 åren och är på en historiskt hög nivå. Hur risker förknippade med skuldsättningen förändrats beror rimligtvis på hur hushållens möjligheter att bära en högre skuldsättning genom högre betalningsförmåga och större motståndskraft mot störningar samtidigt har förändrats.

Ofta framhålls att de svenska hushållens skuldsättning är hög i ett internationellt perspektiv och att detta är ett argument för att riskerna i Sverige är stora och har ökat. Men att hushållens skulder är höga vid en internationell jämförelse behöver inte 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 ger en precis bild av risker med hushållens skuldsättning. Internationella erfarenheter pekar i stället på att det är nationella förhållanden i form av bostadsbyggande, bytesbalans, hushållssparande, kreditexpansion, standarden på kreditprövning av hushåll och institutionella villkor som påverkar riskbildningen.

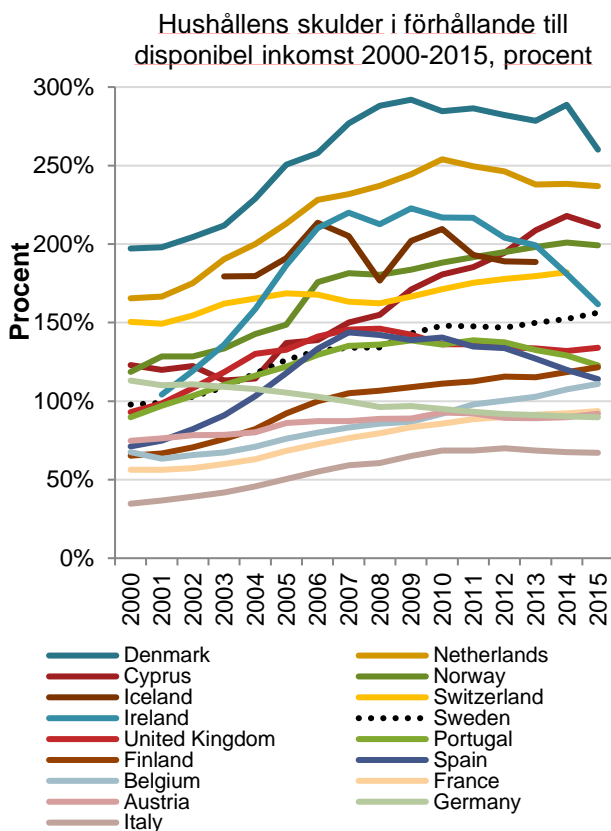
Internationella jämförelser av skuldkvoten baserad på disponibel inkomst är missvisande

Förutom att skuldkvoten är en ofullständig indikator på risker förknippade med hushållens skulder finns ett jämförelseproblem vid internationella jämförelser. Skuldkvotmåttet 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. 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.

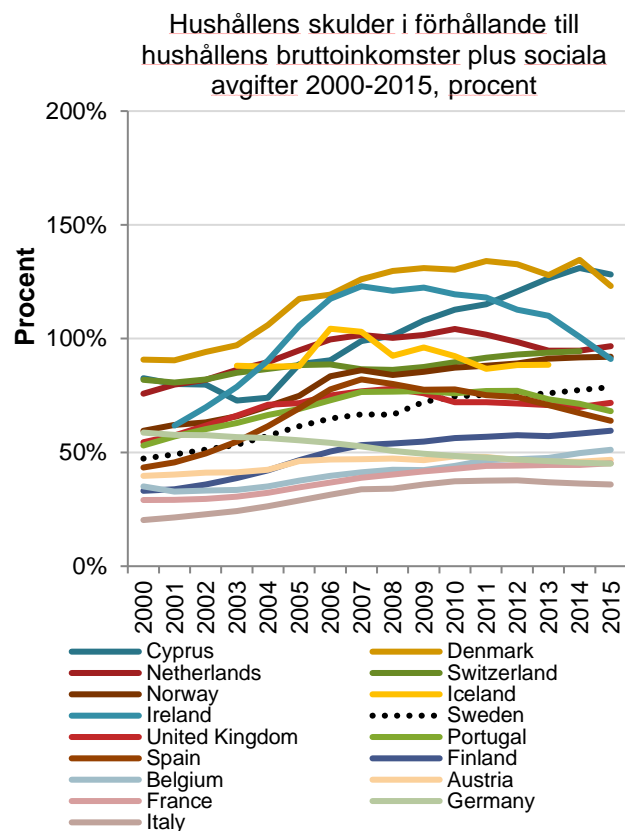
För att förbättra jämförbarheten mellan länder kan man med tillgänglig statistik beräkna en skuldkvot baserad på ett inkomstmått bestående av bruttoinkomster och sociala avgifter. Man kan dessutom beräkna en skuldkvot där hushållens inkomster ersätts med BNP.

Skuldkvoten mätt som skulderna i relation till disponibelinkomsterna är knappt 180 procent under 2016, vilket är något högre än år 2010, då den var ca 170 procent. Under fem års tid har skuldkvoten därmed ökat svagt.

Om man byter ut disponibel inkomst mot summan av bruttoinkomster och sociala avgifter kan man redovisa en justerad skuldkvot. Tillgänglig statistik från Eurostat och OECD medger sådana jämförelser för ett antal länder i Västeuropa.



Figur 13. Skuldkvot beräknad på disponibla inkomster. Källa: Eurostat.



Figur 14. Skuldkvot beräknad på bruttolöner och sociala avgifter. Källa: Eurostat.

Eurostats data för skuldkvot i förhållande till disponibla inkomster skiljer sig något från SCBs data och skuldkvoten var enligt Eurostat 156 procent för Sverige 2015, jämfört med medelvärdet för samtliga länder som var 145 procent (fig. 13). Att nivån skiljer sig från svenska data kan sannolikt förklaras av att Eurostat reviderat data utifrån utfall för att skapa bästa möjliga jämförbarhet. I detta sammanhang är det inte nivån som är intressantast utan hur Sverige positionerar sig jämfört med andra länder. Resultatet visar dessutom att spridningen mellan länder minskar något när man tar hänsyn till bruttolöner och sociala avgifter (fig. 14). Då minskar Sveriges justerade skuldkvot till 79 procent år 2015, det sista året med tillgänglig statistik för ett flertal länder i jämförelsen. En jämförelse av de justerade skuldkvoterna visar att Sverige positionerar sig nära mitten bland jämförda länder, medelvärdet var 73 procent.

Vad som bör betraktas som en mycket hög, hög, normal eller låg skuldkvot kan man naturligtvis diskutera. Men att Sveriges skuldkvot är hög vid en internationell jämförelse verkar bara stämma om man inte tar hänsyn till hur välfärdstjänster finansieras.

Internationella erfarenheter visar att det inte är nivån på skuldkvoten som vällat problem för den makroekonomiska utvecklingen utan tillväxttakten i skulduppbyggnad (vanligen i kombination med ett omfattande byggande, lågt sparande och eller låg standard på kreditgivningen).

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 4). Och tillväxttakten sedan år 2010 har som tidigare nämnts varit måttlig i Sverige. I både Danmark, Nederländerna och Irland var tillväxttakten betydligt högre än i

evidens:

Sverige. Spanien hade något högre tillväxttakt i den justerade skuldkvoten men redovisar ett betydligt högre bostadsbyggande före krisen o jämfört med Sverige.

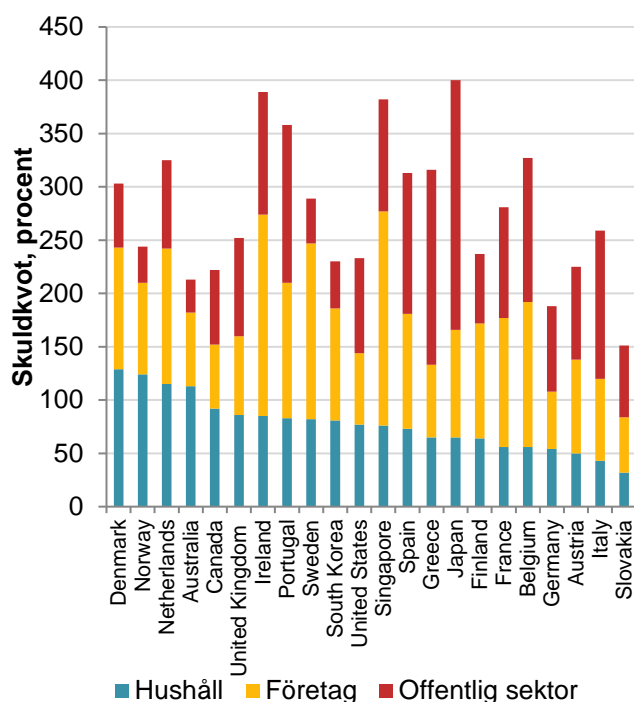
Skuldkvot, Hushållens skulder som andel av hushållens bruttoinkomster och sociala avgifter				
Länder med kraftigt boprisfall	Skuldkvot		Förändring 2003-2007	Förändring/år
	2003	2007		
Nederländerna	97,1	126,1	29,0	7,2
Danmark	78,9	123,0	44,1	11,0
Spanien	86,3	101,6	15,3	3,8
Irland	54,8	82,1	27,3	6,8
Sverige	53,3	66,7	13,4	3,3

Tabell 4. Källa: Eurostat

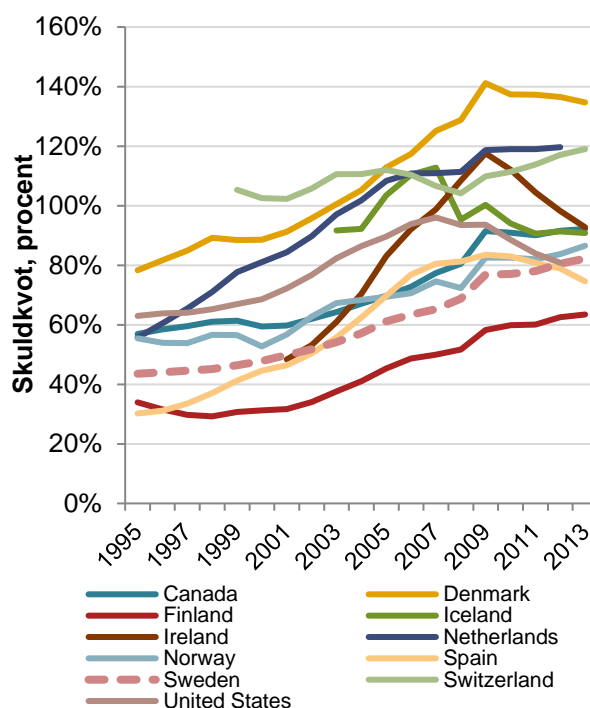
Ett annat sätt att beräkna skuldkvoten och undvika missvisande jämförelser som beror på skattesystemet och finansieringen av välfärdstjänster är att relatera skulderna till BNP. En sammanställning av skulder i avancerade ekonomier uppdelade på de olika samhällssektorerna offentlig sektor, företag och hushåll redovisas i figur 15.

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 företagets tillgångar är skuldsättningsgraden för svenska icke-finansiella börsnoterade företag ca 20 procent, vilket är en låg skuldsättningsgrad vid en internationell jämförelse.

Skuldkvoter, Skulder som andel av BNP i olika sektorer 2014, procent



Hushållens skulder i förhållande till BNP 1995-2013



Figur 15. Skuldkvot beräknad på BNP. Källa: World economic outlook, IMF, BIS, Haver Analytics, Centralbanker, McKinsey Global Institute

Figur 16. Skuldkvot beräknad på BNP 1995-2013. Källa: OECD.

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. 16). 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.

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.

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 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.

evidens:

Andel av befolkningen per upplåtelseform med bostadslån år 2015

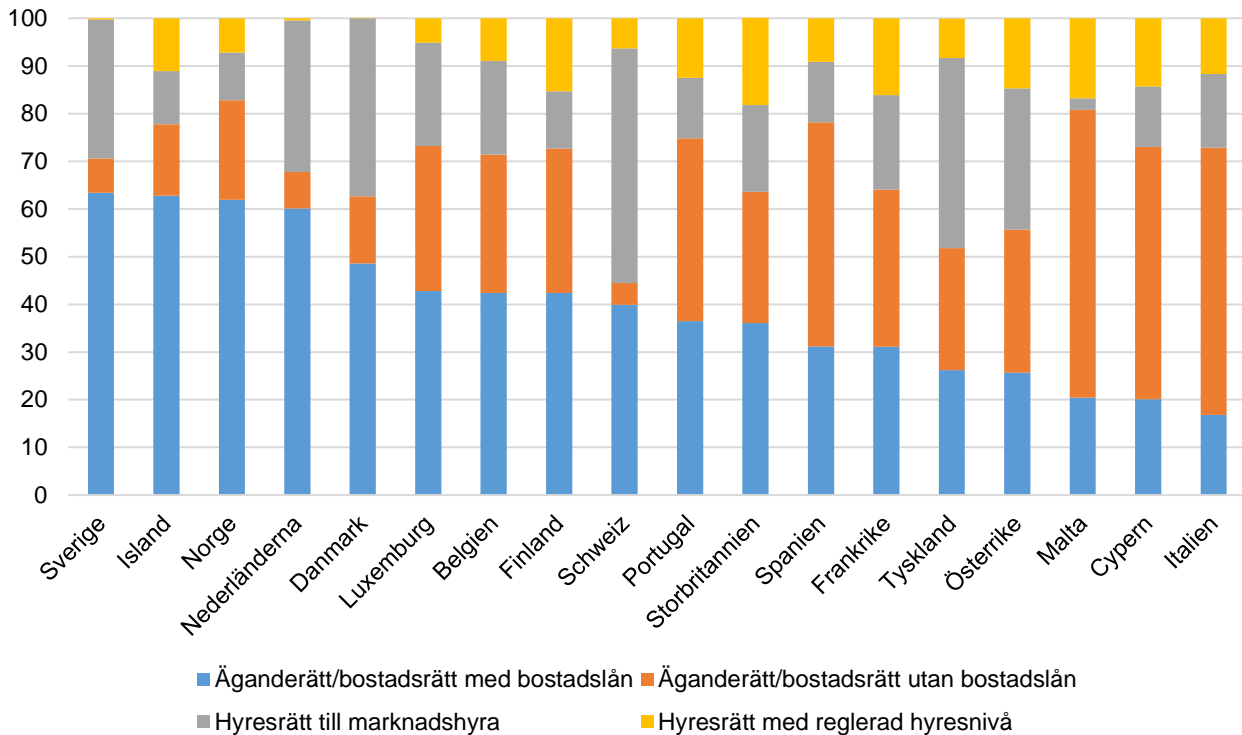


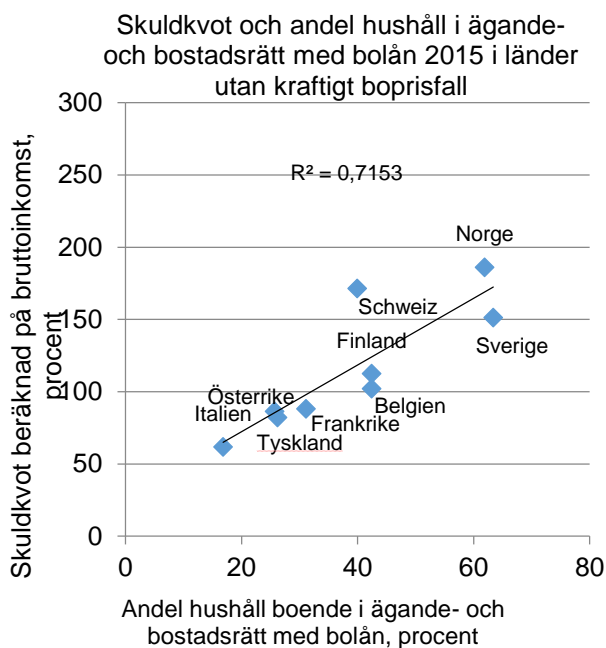
Fig. 17. Andel av befolkningen per boendeform. Källa: Eurostat.

I Eurostats databas finns data om bostadsägande i ett antal europeiska länder (fig. 17). Av figuren framgår att Norge har den största ägarandelen av samtliga jämförda länder, medan Sverige har störst andel hushåll med bostadslån. 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. Något märkligt kategoriserar Eurostat hyressektorn i Sverige som marknadsprissatt.

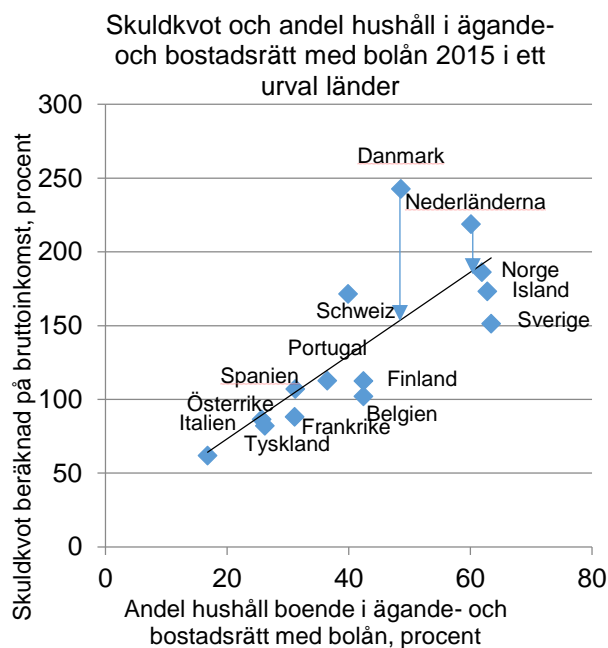
Det kan finnas många förklaringar till att bostäder i högre utsträckning finansieras med bolån i norra Europa än i södra. Förutom rena kulturskillnader i synen på bostadsköp, familjebildning och etablering på bostadsmarknaden kan viljan och förmågan att erhålla ett bostadslån påverkas av olika faktorer:

- 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 inskrivningsmyndigheter 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.



Figur 18. Skuldkvot och andel hushåll med ägt boende och bostadslån i länder utan kraftiga boprisfall. Källa: Eurostat och Evidens



Figur 19. Skuldkvot och andel hushåll med ägt boende och bostadslån. Källa: Eurostat och Evidens

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 minska skulderna 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 Italien, Österrike, Frankrike, Tyskland, Belgien, Finland, Schweiz, Sverige och Norge (fig. 18). De som utesluts på grund av förmodad problematiskt hög skuldsättning eller kraftiga boprisfall är Island, Danmark, Nederländerna, Spanien och Portugal. För övriga länder saknas lättillgängliga 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. Sambandet förblir starkt om också några länder med större prisfall inkluderas (fig. 19).

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.

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 Danmark samtidigt som de varit stabila i andra länder. 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. Att kräva betydligt högre andelar eget kapital vid bostadsförvärv riskerar påverka unga hushålls och andra likviditetsbegränsade hushålls möjligheter att efterfråga bostäder.

Alternativa strategier skulle kunna vara att fler hyr sina bostäder. Möjliga effekter på konsumtionen av att fler hushåll hyr sina bostäder diskuteras vidare i kommande avsnitt.

Skuldkvoten är ett trubbigt mått på risker med hushållens skuldsättning

Diskussionen ovan om olika mått på skuldkvoten visar att skuldkvoter är ett trubbigt 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.

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.

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).

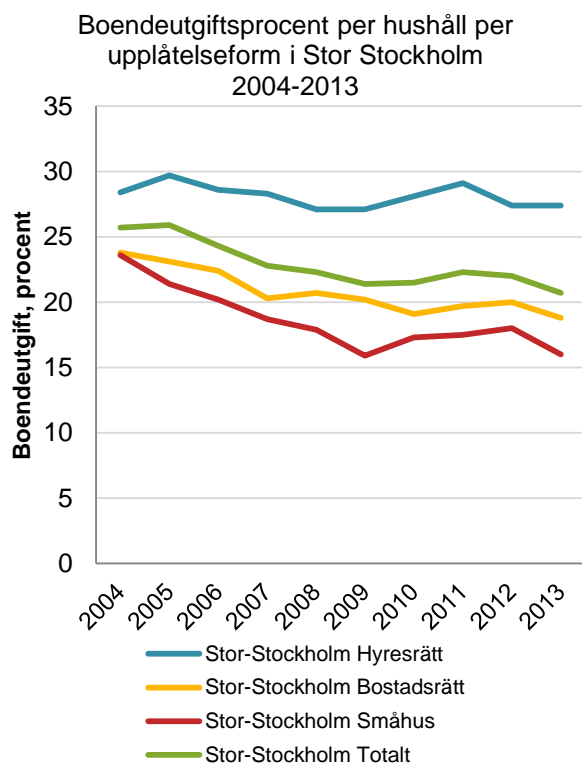
evidens:

Räntekvoten är för närvarande ca 3 procent av hushållens disponibla inkomster, vilket är något lägre än det historiska genomsnittet de senaste decennierna.

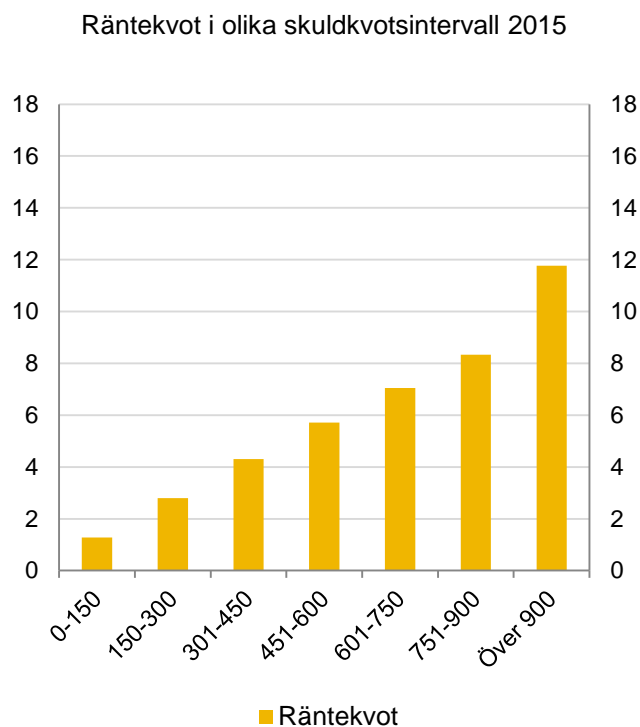
Skuldkvoten för samtliga hushåll är drygt 170 procent. Men för skuldsatta hushåll är den självklart högre, drygt 300 procent, eftersom många hushåll inte har några lån alls. Den avgörande frågeställningen är om en genomsnittlig nivå på skulder i förhållande till disponibla inkomster om ca 300 procent 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 ($0,02 \times 0,7 \times 170$ är ungefär 3 procent). Men skulderna bland skuldsatta är högre och skuldsattas räntekvot därför högre, ca 4 procent ($0,02 \times 0,7 \times 300$ är ungefär 4 procent).

Om bolåneräntorna skulle stiga betydligt, till exempelvis 6 procent, blir skuldsattas genomsnittliga räntekvot $0,06 \times 0,7 \times 300 = 15$ 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. Boendeutgiftsandel i hyrda bostäder i Stockholm var ca 27 procent 2013, vilket är ungefär samma utgiftsandel som för hela Sverige (fig. 20). 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 20. Boendeutgiftsandelar i olika boendeformer i Stor-stockholm 2004-2013. Källa: SCB.



Figur 21. Räntekvot i olika skuldkvotsintervall. Källa: Finansinspektionen.

Om man tar fasta på diskussionen om att begränsa hushållens skuldkvot till 600 procent kan motsvarande beräkningar göras. Dessa hushålls räntebetalningar blir då $0,06 \times 0,7 \times 600 = 25$

evidens:

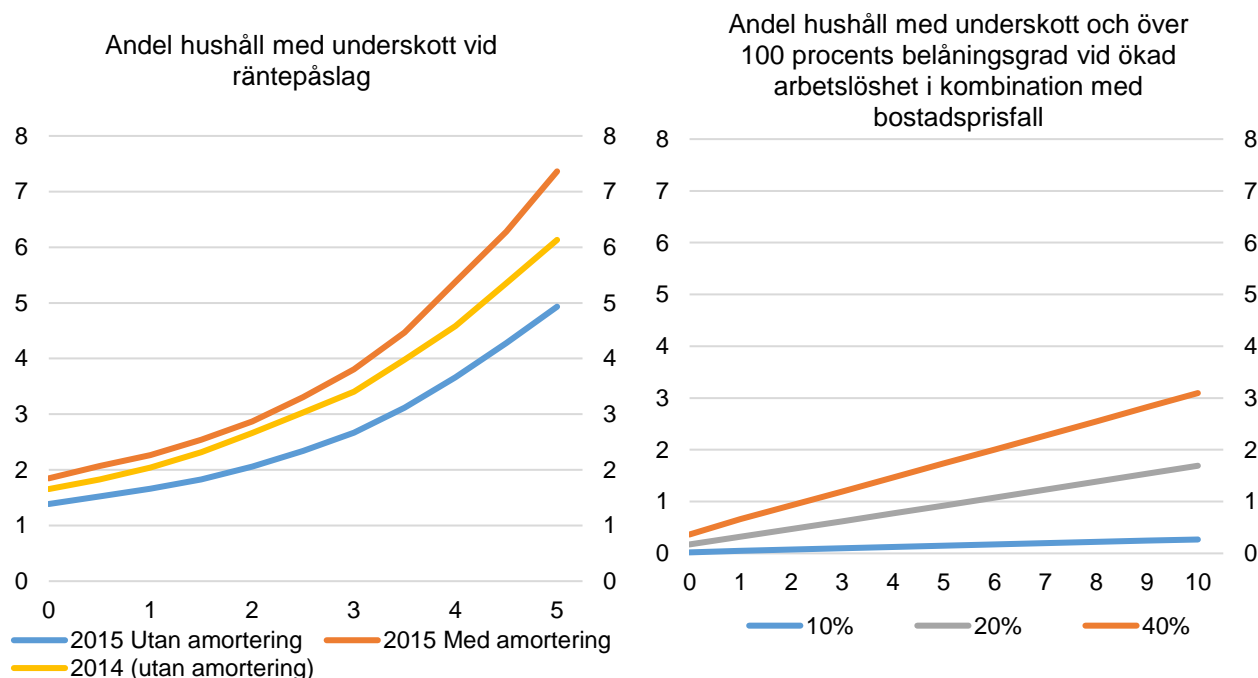
procent. Dessa hushåll får då en boendeutgift som överstiger den genomsnittliga boendeutgiften för boende i hyresrätt. Med ett tillägg för drift- och underhållskostnader mm kan dessa hushålls boendeutgiftsandelar uppgå till kanske 35-40 procent. Samtidigt är det en betydande andel av de högst skuldsatta som nyligen inträtt på marknaden. För dessa kan det därför vara minst lika relevant att jämföra med boendeutgiftsandelen för hushåll som flyttat till en nyproducerad hyresbostad som har höga hyror jämfört med stocken. Ett hushåll med ca 35 000 kr i disponibel inkomst per månad och som bor i tre rum och kök på 77 kvm i en nyproducerad bostad betalar vanligen ca 1 800-1 900 kr/kvm och år i hyra. Boendeutgiftsandelen med nuvarande räntenivå blir då ca 30-35 procent. Ett hushåll med disponibel inkomst om 20 000 kr/månad och betalar 2 000 kr/kvm/år i hyra för 1 rum och kök på 40 kvm för en utgiftsandel på ca 33 procent. I ett högre ränteläge stiger hyresbehovet i nyproduktionen.

Sammantaget indikerar kalkylerna att nuvarande skuldnivåer bland skuldsatta hushåll är hållbara ur ett resultaträkningsperspektiv. Till och med högt skuldsatta hushåll får boendeutgiftsandelar som är relativt konkurrenskraftiga även vid en kraftigt höjd räntenivå.

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.

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.



Figur 22. Andel hushåll med underskott vid räntepåslag. Källa Finansinspektionen.

Figur 23. Andel hushåll med underskott och över 100 procents belåningsgrad. Källa: Finansinspektionen.

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.

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 utan att inkomsterna ökar (fig. 22). 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 (fig. 23). Också detta test visar på stor motståndskraft bland hushållen.

En förklaring till att hushållen redovisar sådan motståndskraft mot räntehöjningar är att de stora skulderna är koncentrerade till hushåll med goda inkomster och som därför har goda marginaler i sin hushållsekonomi. Det finns dessutom fler underökningar av dissaggregerad data över hushållens skuldsättning som visar att de stora skulderna återfinns bland hushållen med högst inkomster och att både lånebeloppen och andelen skuldsatta bland låginkomsthushållen är betydligt lägre². Många hushåll med låga inkomster har inga bostadslån.

Finansinspektionen skriver i sammanfattningen till den senaste rapporten:

”Trots att hushållen lånar mer i förhållande till sina inkomster har de överlag tillräckliga marginaler för att klara sina betalningar. FI:s stresstester visar att det är få hushåll med nya bolån som skulle få problem att betala på sina lån om räntorna stiger eller om deras inkomster minskar. De senaste åren har andelen hushåll med små marginaler dessutom minskat.”

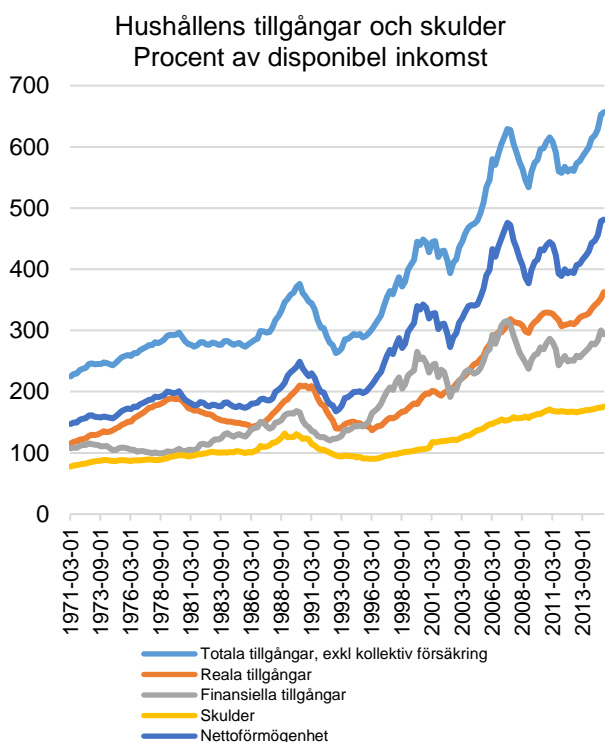
Förmåga att absorbera förluster och en minskad nettoförmögenhet – hushållens tillgångar

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

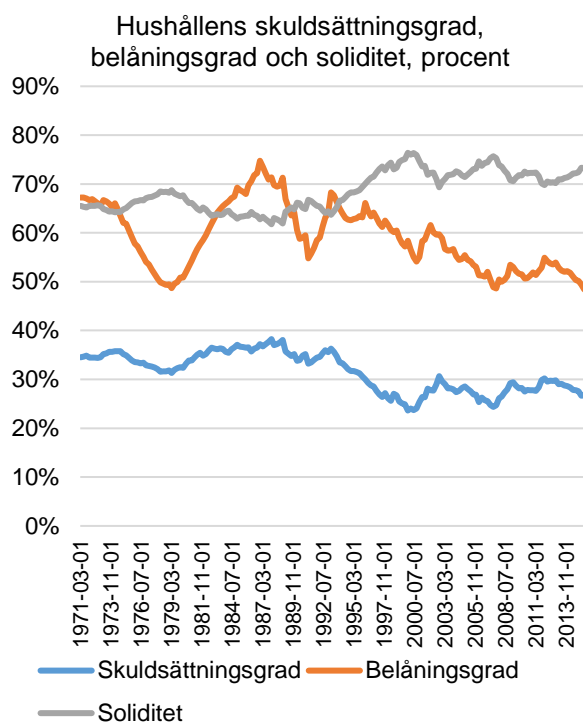
Sådana mått får man genom att ställa skulden i förhållande till andra tillgångar i hushållens balansräkning, som värdet av hushållens bostad eller hushållets totala tillgångar.

I Riksbankens stabilitetsrapport finns data om hur hushållens tillgångar utvecklats i relation till skulderna. 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 (fig. 24). Den kraftiga tillväxten i hushållens tillgångar har gjort hushållen *mer motståndskraftiga* under senare år – inte mindre. Förmågan att absorbera förluster vid ett fall i bostadspriserna har därmed ökat.

² 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. Se också SOU (2013) som analyserar data på hushållsnivå med hjälp av data från Upplysningscentralen, UC.



Figur 24. Hushållens tillgångar och skulder. Källa: Riksbanken och SCB.



Figur 25. Hushållens belånings- och skuldsättningsgrad. Källa: Riksbanken och SCB.

Trots att skuldkvoten ökat och är på en historiskt hög nivå har inte hushållens skuldsättningsgrad eller belåningsgrad ökat och soliditeten har inte minskat (fig. 25). 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 nyckeltal 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 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.

Men fortfarande finns risken att hushållen drar ner på sin konsumtion om bostadspriserna skulle falla. Detta gäller särskilt högt skuldsatta hushåll.

evidens:

Skuldkvot, konsumtionsutveckling och bostadsmarknaden

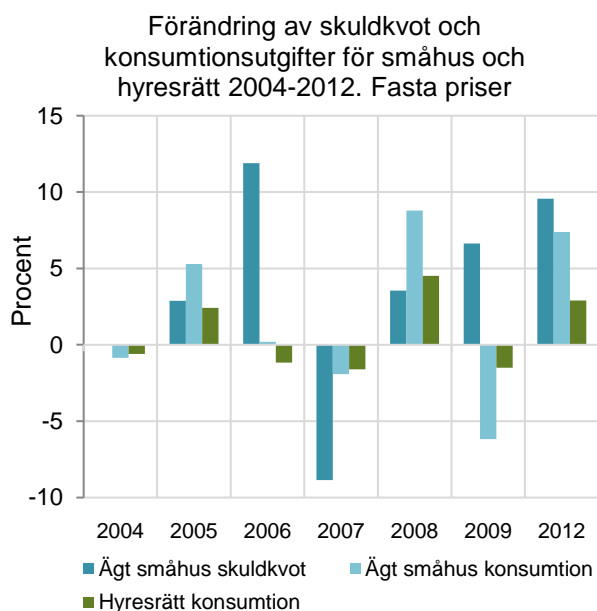
Det eventuella problemet med hushållens skuldsättning är alltså inte att hushållen får svårt att klara sina skuldbetalningar vid en kris – tvärtom, stresstesterna tyder på att betalningsförmågan är god och växande. Den risk som numer lyfts fram av myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet är i stället att hushåll med stora bostadslån drar ner sin konsumtion vid en kris i en sådan omfattning att en svag makroekonomisk utveckling antas förvärras om många låntagare är högt skuldsatta. Finansinspektionen uttrycker sina farhågor på följande sätt.

*”Hushållens skuldsättning medför risker. Finansinspektionen (FI) bedömer att kreditriskerna för tillfället är små, eftersom hushållen har goda marginaler och dessutom ett långtgående personligt betalningsansvar. Den främsta risken är i stället att hushållen tvingas **dra ner på sin konsumtion** för att klara betalningarna på sina lån om konjunkturen försämras och huspriserna faller. Då förstärks nedgången på grund av hushållens höga skuldsättning.”*

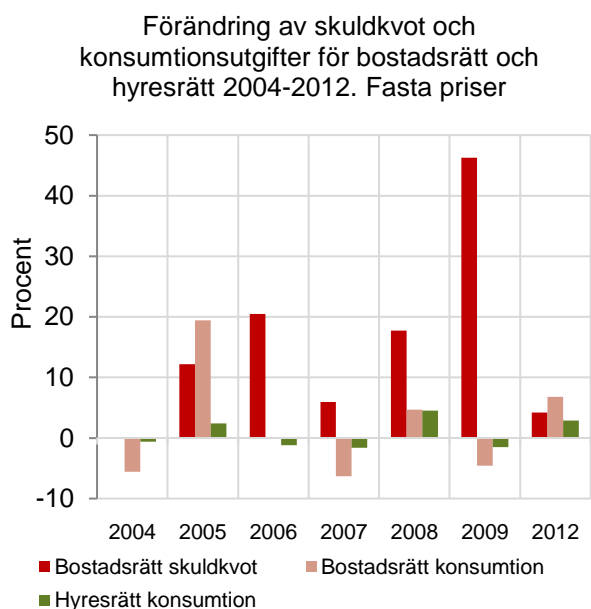
Finansinspektionen, 26 maj 2016

Hög skuldsättning och konsumtionsutveckling

Det finns flera olika skäl till att högt skuldsatta hushåll kan komma reducera sin konsumtion vid en kris. I en situation med snabbt stigande räntor ökar skuldbetalningarna och hushållen kan då betala stigande räntekostnader genom att dra ner på övrig konsumtion eller spara mindre. Vid en kris där bostadspriserna faller minskar hushållens nettoförmögenhet och hushållen kan då välja att öka sitt sparande för att återställa det egna kapitalet i sin balansräkning. Det ökande sparandet kan då ske på bekostnad av konsumtionen. Vid ett kraftigt prisfall kan de högst belånade hushållen riskera att bostadslånet överstiger bostadens marknadsvärde vilket kan innebära att banken kräver ökande amorteringar.



Figur 26. Förändring av skuldkvot och konsumtionsutgifter. Källa: SCB

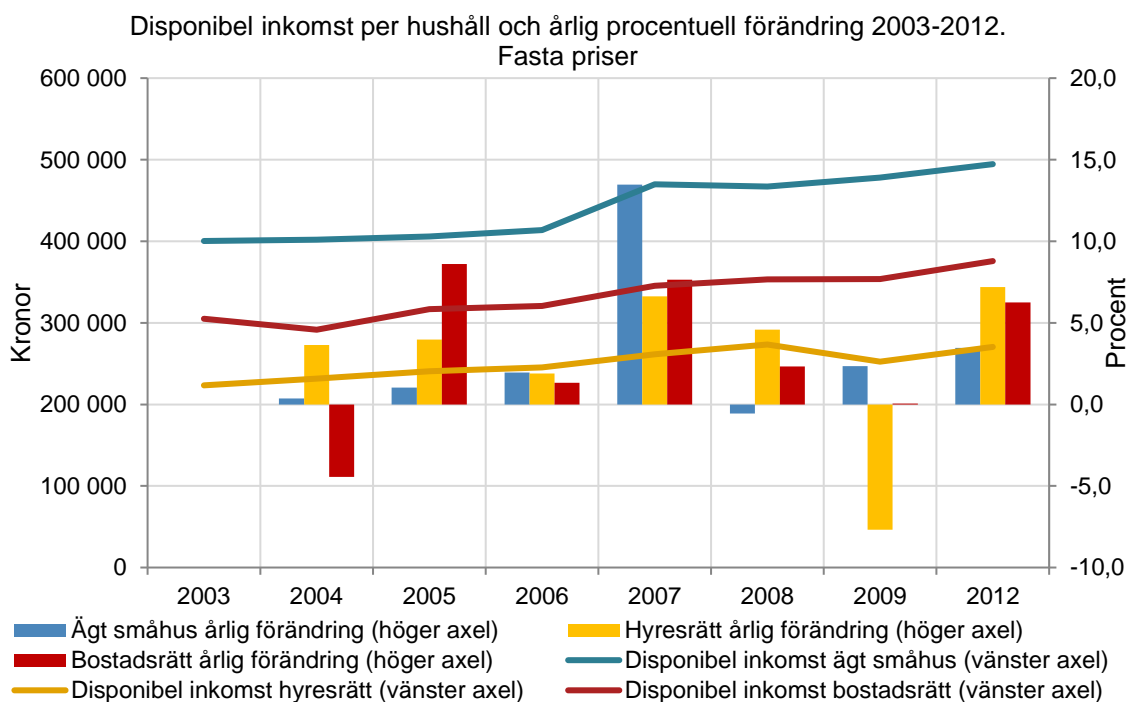


Figur 27. Förändring av skuldkvot och konsumtionsutgifter. Källa: SCB

Det är alltså en minskad konsumtion som påstås utgöra den egentliga risken vid nuvarande skuldsättningsnivå bland svenska hushåll. Det finns såvitt känt ingen analys baserad på enbart svenska data av vilken nivå på skuldsättningen som utlöser eller förstärker ett sådant negativt förlopp. Studier av data från SCB:s regelbundna undersökning av hushållens ekonomi ger inga entydiga besked. Sannolikt är urvalet i undersökningen för litet.

Vid kriser drar rimligen både skuldsatta och skuldfria hushåll ner sin konsumtion. Fallande sysselsättning och bostadspriser, minskade finansiella tillgångar till följd av börsfall samt ökad pessimism om framtida inkomster och sysselsättning bidrar till att hushållen blir försiktigare och drar ner på konsumtionen.

De SCB-data som finns från finanskrisen indikerar att både småhusägare och bostadsrättsinnehavare (som normalt har lån) momentant drar ner sin konsumtion mer än hyresgäster (som kan antas ha lägre skulder i absoluta tal) under krisens initiala skede men att bostadsägares konsumtion återhämtar sig snabbt och åter överstiger hyresgästers konsumtion när krisen värker ut (fig. 26-27). Generellt är variationen i hyresgästernas konsumtion över tid mindre än för bostadsägare. Förklaringen är troligen att inkomsterna i genomsnitt är högre för bostadsägare och att konsumtionen därför kan öka snabbare för bostadsägare när den ekonomiska utvecklingen blir starkare (fig. 28). Under finanskrisen åren 2008-2012 steg bostadsägarnas inkomster med ca 6 procent medan hyresgästernas inkomster föll med en procent.



Figur 28. Disponibel inkomst i hyresrätt, bostadsrätt och äganderätt småhus. Källa: SCB.

Även om det inte går att utläsa några tydliga samband mellan skuldsättning och konsumtion i SCBs data indikerar data att bostadsägares inkomster och därmed konsumtionsutrymme är större än hyresgästernas. Ska man utvärdera risker för konsumtionsutvecklingen pekar dessa data på att man bör ta hänsyn till konsumtionsutvecklingen både före, under och efter krisen. För att den sammantagna långsiktiga ekonomiska utvecklingen ska vara så positiv som möjligt måste rimligen den samlade konsumtionen före, under och efter krisen optimeras.

evidens:

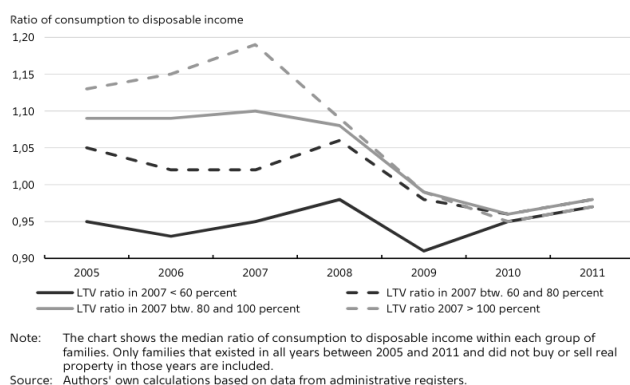
En åtgärd i form av ett skuldkvotstak skulle kunna minska ett konsumtionsfall under krisen men frågan är hur taket påverkar konsumtionen före och efter krisen. Om ett skuldkvotstak sänker konsumtionen före och efter krisen måste detta rimligen vägas upp av ett påtagligt minskat konsumtionsfall under krisen. Annars blir kostnaden för åtgärden större än intäkten. Sambandet mellan konsumtionsutveckling och skuldsättning bör med andra ord vara relativt starkt för att motivera åtgärder som exempelvis ett skuldkvotstak.

Eftersom det saknas tillförlitliga svenska data som beskriver sambanden mellan konsumtion och skuldsättning vid kriser återstår resultaten av internationella studier. Särskilt tre studier brukar lyftas fram:

- Vice riksbankschef Martin Flodéns studie av sambanden mellan nivå och förändring av skuldkvot före krisen och konsumtionsutvecklingen under krisen
- En studie från Danmarks nationalbank från 2014 om konsumtionsutvecklingen för högt och lågt skuldsatta hushåll
- Bank of Englands studie av sambanden mellan skuldsättning och konsumtionsutveckling i Storbritannien

Flodéns studie, som baseras på data från ett antal OECD-länder, visar att vid en procentenhet högre aggregerad skuldkvot före finanskrisen blev konsumtionsnedgången 0,04 procentenheter större under åren 2007-2012. 10 procentenheter högre skuldkvot medförde alltså att nedgången blev 0,4 procentenheter större. Konsumtionen i Sverige steg under motsvarande period med ca 10 procent. 10 procent högre skuldkvot skulle alltså innebära att konsumtionen istället vuxit med 9,6 procent. Effekten av en högre skuldnivå på konsumtionsförändringen i Sverige tycks alltså vara liten.

Chart 7: Level of consumption, by year and LTV in 2007



Figur 29. Konsumtionsnivå vid olika belåningsgrader år 2007 bland danska hushåll. Källa: Andersen, Asger Lau, Duus, Charlotte och Jensen, Thais Lærkholm

Figur 30. Hushållens sparkvot. Källa Eurostat.

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

evidens:

sparande före den finansiella krisen. I samband med krisen återgick högbelånade hushåll till en normal konsumtion och ett normalt sparande (fig. 29).

Figur 29 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 tycks alltså inte vara skuldnivån i sig som resulterade i konsumtionsfallet utan flerårig 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 den brittiska studien visade att högt skuldsatta hushåll överkonsumerade före finanskrisen och att dessa hushåll drog ner sin konsumtion till mer uthålliga konsumtionsnivåer i samband med krisen.

Allt för hög konsumtion i förhållande till de disponibla inkomsterna bland högt skuldsatta hushåll tycks vara huvudorsaken till att dessa hushåll drar ner sin konsumtion mer än andra hushåll vid en kris. Frågan är om svenska hushåll med hög belåning överkonsumerar och därmed riskerar att behöva minska sin konsumtion snabbt vid en framtida kris.

I motsats till situationen i Danmark och Storbritannien före finanskrisen finns emellertid i Sverige för närvarande inga tecken på att svenska hushåll ägnar sig åt överkonsumtion eftersom sparkvoten under senare år varit historiskt hög (fig. 30). Ett större antal överkonsumerande hushåll borde i så fall synas i form av en låg sparkvot. Situationen i Sverige skiljer sig därmed från förhållandena i både Danmark och Storbritannien före krisen.

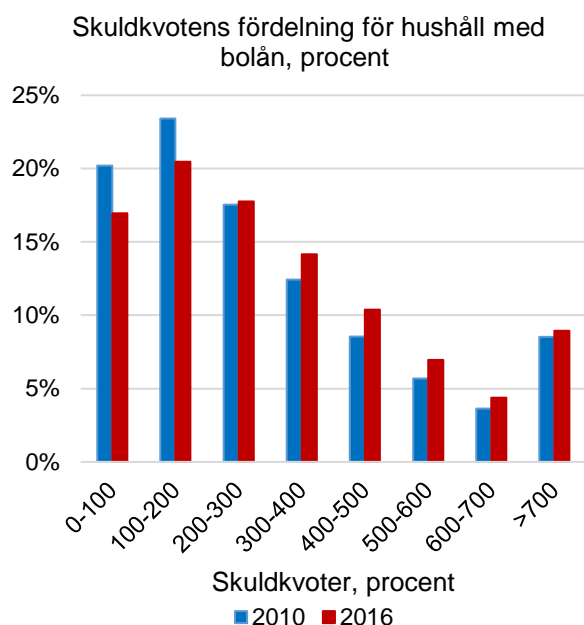
De analyser som finns och som skulle kunna stödja idén med ett tak för skuldkvoten redovisar sammanfattningsvis relativt svaga samband mellan skuldkvotens nivå och tillväxttakt före en kris och konsumtionsutvecklingen efter krisen – givet att kreditgivningen är sund, bostadspriserna fundamentalt motiverade och att hushållen inte överkonsumerar.

I Sverige förklaras skuldkvotens nivå i stor utsträckning av en hög ägarandel med bostadslån på bostadsmarknaden och skuldkvotens ökningstakt i Sverige har varit låg till måttlig de senaste åren. Det finns inga data som talar för att kreditgivningen i Sverige skulle vara oansvarig, att bostadspriserna skulle vara höga i förhållande till vad fundamentala faktorer motiverar³ eller att stora grupper av hushåll med bostadslån överkonsumerar.

³ Det finns undantag från denna bedömning. Det senaste exemplet är rapporten från European systemic risk board, Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, från november 2016. Rapporten påstår att svenska bostadspriser är övervärderade med 24 procent, baserat på nuvarande avvikelse från historiska genomsnitt för kvoten mellan pris och inkomster.

Konsumtionseffekter av ett skuldkvotstak på 600 procent

Även om sambanden mellan skuldsättning och konsumtion verkar vara relativt svaga och riskprofilen i Sverige i stora delar avviker från förhållanden i de länder som drabbades hårdare av finanskrisen, förespråkar bland andra Riksbanken, men också internationella organ som studerat Sverige, införande av ett skuldkvotstak. Också Finansinspektionen har aviserat att ett skuldkvotstak är en möjlig framtida åtgärd men att man önskar utvärdera effekterna av övriga redan genomförda åtgärder, senast amorteringskravet, innan ett beslut om skuldkvotstak fattas.



Figur 31. Skuldkvotens fördelning för hushåll med bolån. Källa: Riksbanken

Skuldkvot 2016, procent	Antal hushåll med bolån	Andel av hushållen, procent
0-100	341 581	16,95
100-200	412 504	20,47
200-300	357 900	17,76
300-400	285 202	14,15
400-500	209 214	10,38
500-600	140 161	6,96
600-700	88 315	4,38
>700	180 149	8,94

Tabell 5. Källa: Riksbanken

För att en åtgärd som införande av skuldkvotstak ska vara motiverad bör man kunna visa att konsumtionsfallet påtagligt riskerar den makroekonomiska utvecklingen och i förlängningen hotar kreditgivarna och banksystemet. Det förslag till skuldkvotstak som mest frekvent förekommit i diskussionen hos myndigheterna är ett tak på 600 procent av disponibel inkomst. En rimlig tolkning av detta är att myndigheterna menar att negativa konsumtionseffekter vid en kris kan vara mest påtagliga i den grupp av hushåll som har skulder som överstiger 600 procent av disponibel inkomst.

Ett sätt att studera konsumtionseffekter av ett skuldkvotstak på denna nivå är att i ett första steg analysera hur stor andel av hushållen som har skulder som överstiger 600 procent av disponibelinkomsterna och i ett andra steg göra antaganden om hur snabbt denna grupp av hushåll växer.

De senaste publicerade uppgifterna om skuldkvotens nivå för i princip samtliga skuldsatta hushåll samt andelen hushåll med olika skuldkvotnivåer finns i Riksbankens publikation *Ekonomiska kommentarer, Svenska hushållens skuldsättning – uppdatering för 2016*. Publikationen och data baseras på kreditinformation om samtliga låntagare från de åtta största bankerna. Data om skuldkvotens nivå och andel hushåll med olika skuldkvotnivåer publiceras också av

Finansinspektionen men begränsas till nya bolånetagare⁴. Eftersom konsumtionseffekter är en funktion av samtliga hushålls konsumtion ger Riksbankens data mer fullständig information.

Data visar att ca 2 015 000 hushåll har ett bolån (tabell 5). I Sverige finns enligt SCB totalt ca 4,6 miljoner hushåll, vilket innebär att 44 procent av alla hushåll har ett bolån. Det betyder att konsumtionen vid en kris inte påverkas av skuldsättningen i form av bostadslån för 56 procent av hushållen.

Utifrån Riksbankens data kan man göra ytterligare några intressanta observationer.

- Andelen skuldsatta hushåll med en skuldkvot som överstiger 600 procent var i juni 2016 ca 13 procent av samtliga hushåll med bostadslån.
- I juni 2010 var motsvarande andel 12 procent (fig. 31). Andelen högt skuldsatta har alltså ökat med ca 1 procentenhet på 6 år. Knappast en alarmerande ökningstakt med tanke på att bostadspriserna under motsvarande period ökat med mellan 40 och 50 procent beroende på vilken lokal marknad som studeras. Det är möjligt att den marginella ökningen förklaras av det bolånetak som infördes år 2010.
- Det fanns i juni 2016 268 000 hushåll med en skuldkvot överstigande 600 procent varav 180 000 hushåll redovisade en skuldkvot på mer än 700 procent. Det betyder att andelen hushåll med skuldkvoter överstigande 600 procent utgör ca 5,8 procent av samtliga hushåll. Mer än 94 procent av alla hushåll har lägre skuldsättning.

Dessa data väcker frågor om hur den samlade konsumtionsutvecklingen vid en kris påverkas om knappt 6 procent av alla hushåll reducerar sin konsumtion mer än de övriga 94 procenten. Det finns såvitt känt ingen data om skillnader i konsumtion mellan de 6 procenten högt skuldsatta hushållen jämfört med konsumtionen bland övriga hushåll. Är det rimligt att anta att konsumtionsförändringen bland dessa 6 procent är så avgörande för den makroekonomiska utvecklingen vid en kris att ett skuldkvotstak, med de begränsningar och kostnader för samhällsekonomin som ett tak kan innebära under många år både före och efter en kris, är motiverat? Påverkar en negativ konsumtionsförändring i denna relativt lilla grupp av hushåll nivån på bankernas kreditförluster?

Hur påverkar en större hyresmarknad hushållens konsumtionsutrymme?

En effekt av införande av olika makrotillsynsåtgärder är att efterfrågan på bostadsmarknaden förändras. Flera olika studier visar att bostadsefterfrågan minskar med mer eller mindre temporära priseffekter som följd. Men vid sidan av priseffekter ändras samtidigt olika hushålls möjligheter att efterfråga den bostad som passar dem bäst. Bolånetaket har med stor sannolikhet fungerat som ett hinder för unga hushåll, eftersom många inte haft möjlighet att spara ihop till en kontantinsats om 15 procent, samtidigt som blancolån ger mycket höga amorterings- och ränteutgifter jämfört med ett vanligt bostadslån. På samma sätt får hushåll med lägre inkomster likviditetsproblem med amorteringskravet och ett antal hushåll tvingas efterfråga en annan bostad än vad de tidigare kunnat göra.

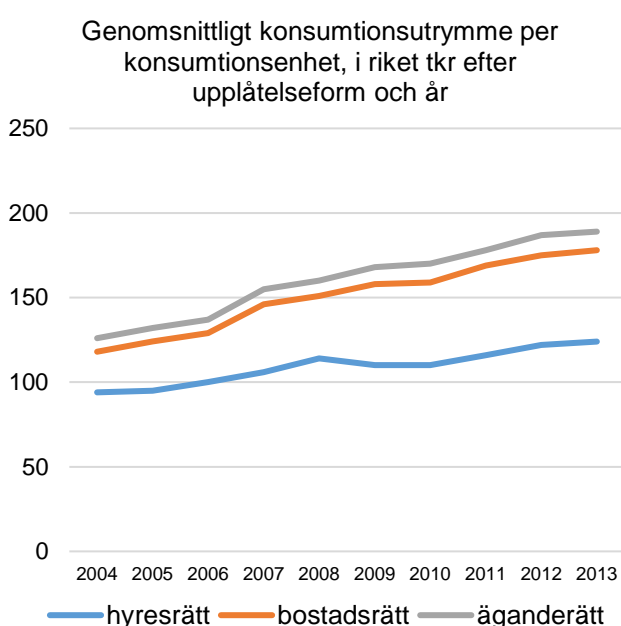
Unga vuxna utan föräldrar som kan bidra med kontantinsatsen eller belåna en annan bostad hänvisas till annat boende som inte kräver lån i bank, typiskt sett en hyresbostad i första eller andra hand. Detta gäller också för den stora grupp av migranter med låga inkomster och mycket begränsade tillgångar som kommit till Sverige och som får uppehållstillstånd. Möjligheterna för mer

⁴ Se exempelvis Finansinspektionen, Makroekonomiska effekter av skuldkvotstak, maj 2016, diagram 1, s 4.

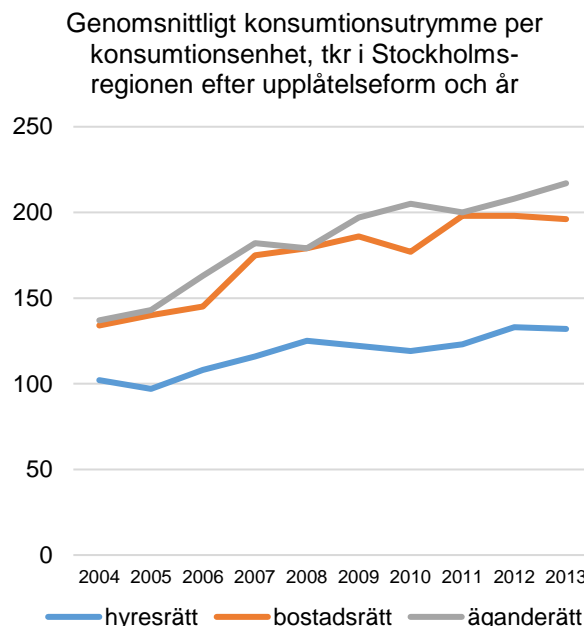
etablerade hushåll att flytta från mindre orter till storstäderna påverkas också negativt av högre trösklar till den ägda bostadsmarknaden vilket bland annat förstärker matchningsproblem på arbetsmarknaden.

Sammantaget innebär kombinationen av högre bostadspriser och högre trösklar för inträde på den stora ägarmarknaden i Sverige att efterfrågan bland stora grupper av hushåll vrids i riktning mot hyresbostadsmarknaden. Det finns exempel på uttalanden från företrädare för myndigheterna att en sådan utveckling också är önskvärd, eftersom den aggregerade efterfrågan på bostadslån blir mindre och skuldkvoten därmed lägre om fler väljer hyresrätt. Skulderna får då tas upp i företagssektorn hos bostadsföretag och andra fastighetsägare.

Givet att myndigheternas motiv för eventuella ytterligare makrotillsynåtgärder primärt är hushållens konsumtionsutveckling är det intressant att studera hur en ökad efterfrågan på hyresbostäder kan påverka hushållens konsumtionsutrymme.



Figur 32. Genomsnittligt konsumtionsutrymme i riket. Källa: SCB (HEK)



Figur 33. Genomsnittligt konsumtionsutrymme i Stockholm. Källa: SCB (HEK)

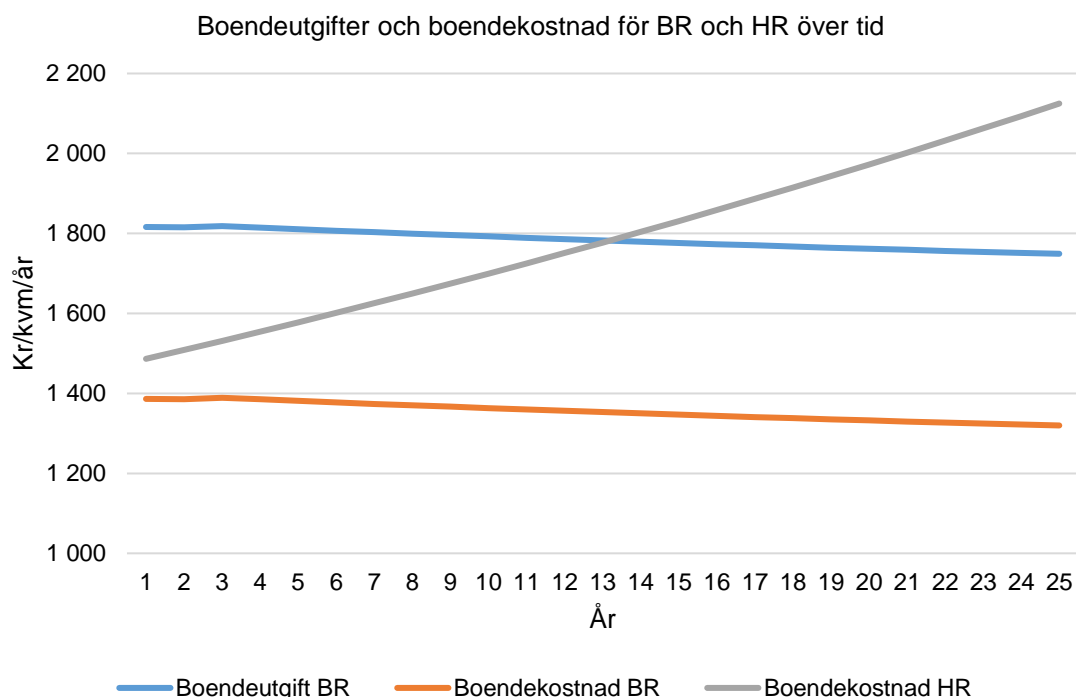
SCB-data från undersökningen om hushållens ekonomi (HEK) visar att konsumtionsutrymmet bland de som äger sin bostad är betydligt högre än för hushåll som bor med hyresrätt (fig. 32-33). Det gäller både för riket som helhet och för storstäderna. En viktig förklaring är att hushållen i ägda bostadsformer helt enkelt har högre inkomster än hyresgäster. För hushåll i äganderätt beror dessutom de samlade inkomsterna ofta av att hushållet i högre grad består av fler inkomstagare, än i bostadsrätt och hyresrätt.

Men det finns ytterligare förklaringar till varför konsumtionsutrymmet i både äganderätt och bostadsrätt är högre än i hyresrätt.

Över tid faller boendeutgiften i både äganderätt och bostadsrätt i takt med att bostadslånet amorteras (både med hjälp av inflation och amorteringsbetalningar). I hyresrätt innebär det kollektiva förhandlingssystemet att hyran höjs varje år, normalt i relation till de allmänna kostnadsökningarna i samhället. Över tid blir hyran allt högre jämfört med tidpunkten för hyresavtalets tecknande medan boendeutgiften i en ägd bostad faller i takt med reall fallande

kapitalutgifter. Hushåll som bott länge i en bostadsrätt eller i en äganderätt har vanligen därför betydligt lägre boendeutgifter än vid inflyttningsdatum.

Detta förhållande illustreras av en enkel kalkyl där boendeutgiften för hyresrätt utgörs av hyran medan boendeutgiften för bostadsrätten utgörs av räntan på lånat kapital, amortering om 1 procent per år samt en avgift till föreningen på 650 kr/kvm/år. Priset för bostadsrätten är ca 42 000 kr/kvm och hyran ca 1650 kr/kvm/år. Belåningsgraden för bostadsrätten är 70 procent. Hyran förväntas öka med 1,5 procent per år. Räntan på bostadsrättslånet har satts till 3,5 procent (snitträntan för ett 10-årigt bundet bostadslån är hösten 2016 ca 3 procent). Boendekostnaden i hyresrätten är densamma som boendeutgiften medan boendekostnaden för bostadsrätten är boendeutgiften minus amortering och räntekostnad på eget kapital.



Figur 34. Boendeutgift och boendekostnad över tid för BR samt HR.

Kalkylen visar att boendeutgiften faller för bostadsrätten i takt med att lånet amorteras och att boendeutgiften är likvärdig mellan HR och BR efter drygt tio år (fig. 34). I det fall räntan höjs efter tio år påverkar det naturligtvis boendeutgiften för bostadsrätten direkt medan effekten blir indirekt för hyresrätten och beror av hur snabbt fastighetsägaren lyckas kompensera sig för ökade räntekostnader i årliga förhandlingar. Hushållet i bostadsrätt har genom amortering sparat ett betydande belopp under 25-årsperioden – i detta fall nästan en miljon kr, exklusive värdeeffekter. Den samlade effekten är att konsumtionsutrymmet initialt är större för hyresgästen eftersom amorteringsbetalningarna belastar utrymmet i bostadsrätten. Men efter drygt 10 år är utrymmet likvärdigt och på längre sikt ökar konsumtionsutrymmet till bostadsrättens fördel. På lång sikt – och de flesta hushåll har betydligt längre boendetider på en lokal marknad än 10 år – är konsumtionsutrymmet betydligt högre i bostadsrätten samtidigt som bostadsrättsinnehavaren kan ha ett betydande sparkapital i sin bostad.

Sammantaget talar detta för att konsumtionsutrymmet hos hushållen knappast stärks av att en större andel hushåll som planerar bo länge på en och samma bostadsmarknad i allt högre utsträckning väljer nyproducerad hyresrätt.

Hyresrätten har blivit den dyraste boendeformen

Det ökade konsumtionsutrymmet för ägda bostäder kan enligt ovan delvis förklaras av att hushållen successivt får fallande boendeutgifter och ett sparande i sin bostad jämfört med hushållen i en motsvarande hyresrätt. Av debatten att döma är det många som fortfarande, 20 år efter subventionspolitikens slut, tror att hyresrätt är den billigaste boendeformen. Men hyresrätt är numer en relativt sett dyrare boendeform än en bostadsrätt eller en äganderätt sedan subventionerna avvecklades i början av 1990-talet. Och stocken av äldre billigare hyresbostäder minskar i takt med att fastigheterna renoveras.

För att förstå vilket hyresbehov som uppstår för en nyproducerad hyresrätt utan subventioner kan man dela upp kostnaden för fastighetsägaren i olika kostnadsposter, främst kapitalkostnader samt drift- och underhållskostnader. Man kan sedan jämföra boendekostnaden i hyresrätt med boendekostnaden för motsvarande ägda boendeformer.

För nya hus är kapitalkostnaden den största kostnadsposten och storleken bestäms framförallt av produktionskostnaden, räntan på lånat kapital och avkastningskravet på eget kapital. Dessa kostnader skiljer sig åt beroende på om hushållet hyr sin bostad av en fastighetsägare i form av en hyresbostad eller om hushållet själv bor i bostaden, dvs. självt äger den i form av en bostads- eller äganderätt.

Om man hyr bostaden måste hyran täcka fastighetsägarens kostnad för både lånat och eget kapital. Kostnaden för lånat kapital är ungefär densamma oavsett om det är en extern fastighetsägare som tagit upp lånet eller om det är hushållet som lånat.

Kostnaden för eget kapital för en fastighetsägare som bygger och hyr ut bostäder beräknas med hjälp av ett avkastningskrav på eget kapital. Eftersom det inte är samma personer som äger bostaden och som bor i den, måste fastighetsägaren kompenseras för risken att hyresgästen inte betalar hyran, sliter onormalt mycket på bostaden, flyttar ut snabbt innan en ny hyresgäst flyttat in, räntorna på lånen stiger snabbare än väntat osv. Det finns också en alternativkostnad för eget kapital som innebär att investeringen i det nya hyreshuset bör ge fastighetsägaren en rimlig avkastning på det egna kapitalet, jämfört med om fastighetsägaren skulle investera sina pengar i något annat än i ett hyreshus. Annars skulle de flesta fastighetsägare och investerare avstå från att bygga nytt.

Avkastningskravets storlek bestäms så att fastighetsägaren dels får en rimlig riskfri avkastning (dvs. minst den avkastning man får om man istället skulle köpa exempelvis statsobligationer), dels får inflationskompensation och slutligen kompensation för de risker som beskrivits ovan.

Hushåll som själva investerat och bor i en ägd bostad laborerar vanligtvis inte med riskjusterad avkastning på eget kapital, de "bor upp" avkastningen. Det betyder inte att det inte finns en alternativkostnad för eget kapital också för dessa hushåll, men den är lägre, man måste ju bo och det samlade "avkastningskravet" blir lägre.

Dessutom genereras ingen utbetalning från hushållet som ska täcka kostnaden för eget kapital för de hushåll som bor med bostads- eller äganderätt. För hushållet i hyresrätt innebär den månatliga hyresbetalningen en ren utbetalning som ska täcka fastighetsägarens alla kostnader, inklusive kostnaden för eget kapital. Sammantaget innebär det att kostnaden för eget kapital principiellt blir lägre för hushåll i bostads- och äganderätt än för hushåll i hyresrätt och att en utbetalning för att täcka kostnaden för eget kapital endast belastar hushållet i en hyresbostad.

evidens:

Det finns också faktorer som påverkar utgifterna för drift och underhåll som gör att drift- och underhållsutgifterna är högre för hyresbostäder. Hyresrätten bygger på att fastighetsägaren tillhandahåller en lägenhet med "full service". Det innebär att service tillhandahålls med köpta och fullt beskattade tjänster. I hyresrätten finns dessutom i jämförelse med det ägda boendet begränsade möjligheter till eget arbete. I det ägda boendet kan hushåll påverka sina boendekostnader genom att välja mellan köpta tjänster och eget så kallat "svettkapital". Detta kan vara en fördel för hushåll med små marginaler i sin hushållsbudget.

Analys av konsumtionsutrymmet för hushåll i nyproducerad hyresrätt jämfört med successionsmarknaden för bostadsrätt i Stockholm

Teori talar alltså för att konsumtionsutrymmet i ägda boendeformer över tid blir större än i motsvarande hyresbostäder – oavsett inkomstnivå för hushållen. För att undersöka detta närmare har konsumtionsutrymmet för hushåll som flyttat in i nyproducerade hyresbostäder i Stockholm jämförts med konsumtionsutrymmet för hushåll som flyttat in bostadsrättsbeståndet i hyresrättsproduktionens närmiljö. I ett andra steg har inflyttarna i bostadsrätterna kalkylmässigt "tvingats in" i de nyproducerade hyresbostäderna. Får dessa hushåll då ett större eller mindre konsumtionsutrymme?

Skälet till att välja nyproducerade hyresbostäder är att de är åtkomliga med kortare kötider än vad som gäller för de äldre beståndet. Förklaringen är att hyrorna i nyproduktionen ligger närmare marknadspriser än hyrorna i det äldre och tidigare subventionerade beståndet. Nyproduktionen är därför i praktiken det mest tillgängliga alternativet på hyresmarknaden för många hushåll som måste flytta eller etablera sig på storstadsregionernas bostadsmarknader.

Urvalet består av all nyproduktion i Stockholmsregionens inre delar och som förmedlats av Stockholms stads bostadsförmedling under år 2014. Totalt omfattade analysen hushåll som flyttat in i knappt 1 600 förmedlade nybyggda hyresbostäder och knappt 2 400 hushåll som flyttat in i successionsbeståndet av bostadsrätter i direkt anslutning till de nybyggda hyresbostäderna.

Nyproducerad hyresrätt	
Läge	Boendekostnad, snitthyra kr/kvm/år
Centralt	2 220
Närförort	1 950
Periferi	1 790

Tabell 6. Boendekostnad nyproducerad hyresrätt. Källa: Stockholms stads bostadsförmedling

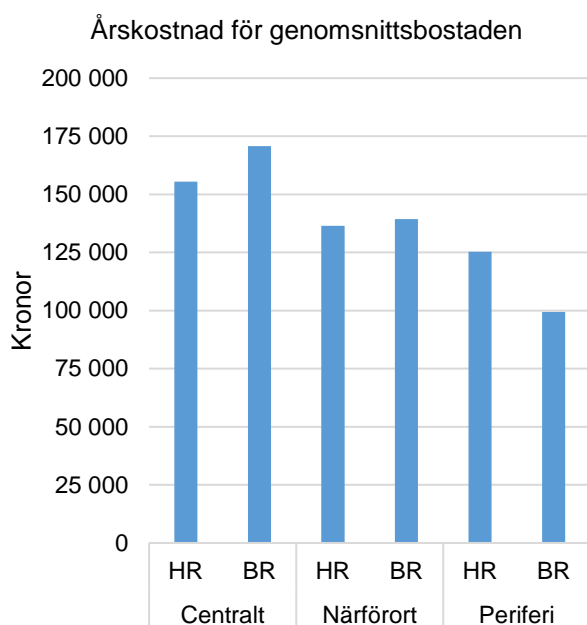
Bostadsrätt på successionsmarknaden			
Läge	Snittpris kr/kvm	Månadsavgift kr/kvm/år	Boendekostnad, kr/kvm/år
Centralt	64 390	640	2 440
Närförort	47 160	670	1 990
Periferi	26 080	690	1 420

Tabell 7. Boendekostnad bostadsrätt. Källa: Valueguard och Evidens

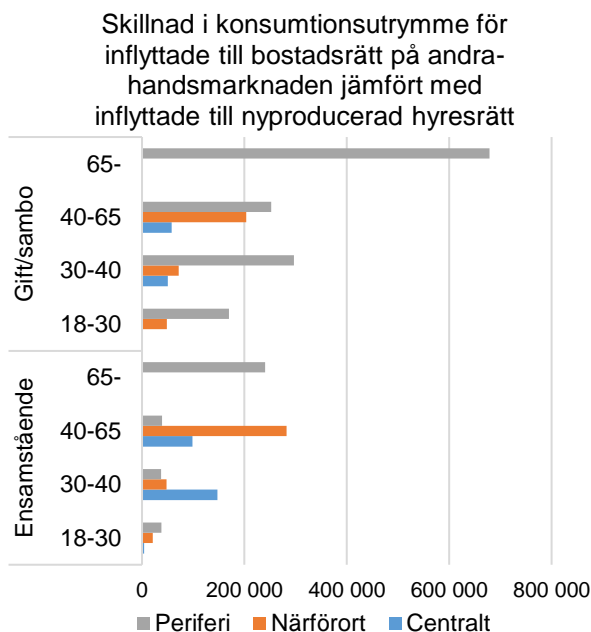
Boendekostnaden i bostadsrätt har beräknas genom en kalkylränta om 4 procent för hela köpeskillingen samt fullt skatteavdrag (30 %). Till detta har avgift till föreningen lagts. Pris- och hyresnivåerna avser år 2014 (tabell 6-7).

Analysen sker för olika geografiska marknader: centralt, dvs. innerstaden, närförort i form av Bromma, Lidingö och Hägersten och periferi som är övriga områden i form av exempelvis Järfälla, Upplands Väsby och Farsta.

Analysen visar att boendekostnaden är relativt likvärdig för de båda upplåtelseformerna i närförort och i periferin, men att hyresrätterna i innerstaden ger lägre boendekostnader än bostadsrätterna (fig. 35). Samtidigt redovisar de nyproducerade hyresbostäderna i innerstaden längre kötider än de i närförort och i periferin. Avvikelsen mellan hyresnivå och betalningsvilja är därmed större i innerstaden än i övriga miljöer. Färre än 100 av de 1 600 förmedlade hyresbostäderna fanns i innerstaden. De flesta hushåll som flyttade in i en nyproducerad hyresrätt flyttade därmed in i en bostad i närförort (ca 400) eller längre ut i regionen (ca 1 100).



Figur 35. Årskostnad för bostaden. Källa: SCB Stockholms stads bostadsförmedling, Valueguard och Evidens



Figur 36. Skillnad i konsumtionsutrymme. Källa: SCB Stockholms stads bostadsförmedling, Valueguard och Evidens

En analys av boendeutgifter och inkomster visar att konsumtionsutrymmet, dvs. disponibel inkomst minus boendekostnad är störst för inflyttarna i bostadsrätt (fig. 36). Återigen, beror det framförallt på att dessa hushåll har högre disponibelinkomster än hushållen som flyttar in i hyresrätterna.

För att få en större förståelse för hur en politik som eventuellt minskar möjligheterna för olika grupper av hushåll att etablera sig i bostadsrätt påverkar konsumtionsutrymmet, exempelvis genom ett skuldkvotstak, kan hushållen som flyttat till bostadsrätt kalkylmässigt "flyttas in" i de nyproducerade hyresrätterna. Frågan är hur dessa hushålls konsumtionsutrymme påverkas av en sådan "påtvungad" flytt?

Resultatet av kalkylen visar att hushållen som kalkylmässigt tvingats in i nya hyresbostäder i de perifera miljöerna får ett mindre konsumtionsutrymme än utrymmet de fick i de bostadsrätter som de själva valde. Förklaringen är att boendekostnaden på successionsmarknaden i mer perifera miljöer blir konkurrenskraftig i relation till de hyresnivåer som investerarna måste ta ut för att hyreskalkylen ska gå ihop. Det finns helt enkelt ett relativt stort utbud av begagnade och prisvärda bostadsrätter att välja på i dessa miljöer.

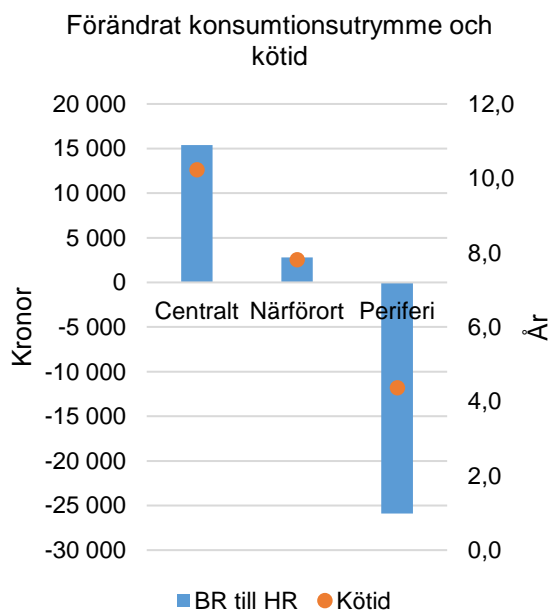
Hushållen som tvingades in i nyproducerade hyresrätter i närförort erhöll ungefär samma konsumtionsutrymme i hyresrätterna som de hade i bostadsrätterna (fig. 37).

Hushållen som tvingas in i nyproduktionen i innerstaden däremot fick ett ökat konsumtionsutrymme jämfört med vad de hade vid inflyttningen till bostadsrätterna. Förklaringen är att hyresnivåerna i nyproduktionen är låga i förhållande till betalningsviljan och kötiden för nyproduktionen vid dessa hyresnivåer var i genomsnitt hela 10 år. Hyresrätterna i innerstaden var helt enkelt prisvärda jämfört med boendekostnaderna vid köp av bostadsrätter till marknadspris.

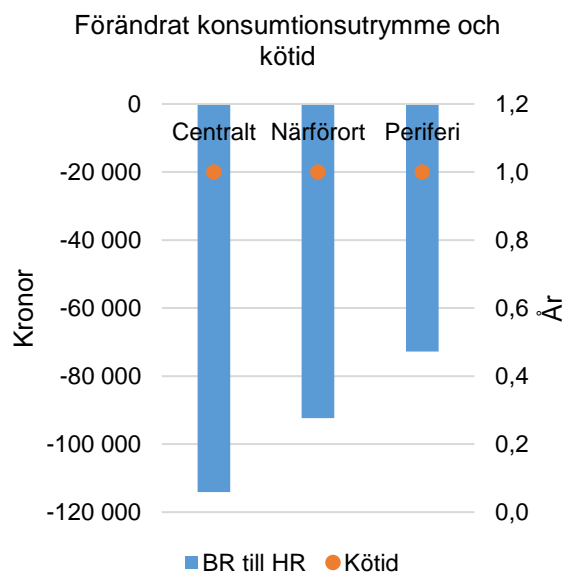
Sammanfattningsvis indikerar analysen att om en allt större andel hushåll mer eller mindre mot sin vilja "tvingas" välja en nyproducerad hyresbostad istället för en successionsbostad på bostadsrättsmarknaden, kommer hushållens konsumtionsutrymme att minska. Huvuddelen av nyproduktionen i Sverige sker på marknader med marknadsvillkor som liknar de i Stockholms periferi. Förklaringen är att många bostadsrätter i det begagnade beståndet är prisvärda jämfört med de hyresnivåer som numer gäller för nyproducerade hyresbostäder. Det finns helt enkelt ganska mycket att välja på. Utbudet av nyproducerade hyresrätter är jämförelsevis begränsat och präglas av relativt höga hyresnivåer. Till detta ska läggas hur utvecklingen över tid påverkar konsumtionsutrymmet enligt diskussionen ovan.

En åtgärd som många analytiker och debattörer förespråkar är en avreglering av hyresmarknaden, dvs. att hyrorna i högre grad skulle tillåtas spegla hushållens betalningsvilja. Särskilt framhålls att lägesegenskaperna bör få ett större genomslag på hyresnivåerna.

En fördel ur både stabilitets- och bostadsmarknadsperspektiven är att rörligheten och därmed bostadsutbudet skulle öka utan att det krävs en ökad lånefinansiering. Boverket har beräknat att bostadsutbudets ökning skulle bli påtaglig, särskilt i Stockholm men också i Göteborg och Malmö. Hushåll som idag måste köpa en bostad men helst skulle vilja hyra kan då hyra istället för att köpa. Med marknadspriser för hyresbostäder försvinner också incitamenten för hushållen att medverka till en ombildning av hyresrätter till bostadsrätter och fastighetsägarens incitament att fortsätta äga och förvalta fastigheten som hyresbostäder ökar samtidigt. Därmed försvinner den del av ökningen av skuldkvoten som förklaras av ombildning till bostadsrätt.



Figur 37. Förändrat konsumtionsutrymme och kötid. Källa: SCB Stockholms stads bostadsförmedling, Valueguard och Evidens



Figur 38. Förändrat konsumtionsutrymme och kötid för hushåll som valt BR men tvingats till HR: Källa: SCB Stockholms stads bostadsförmedling, Valueguard och Evidens

Om det huvudsakliga argumentet för nya makrotillsynsåtgärder, främst ett skuldkvotstak, är att värna hushållens konsumtion, finns emellertid risk för en målkonflikt mellan höjda hyror och hushållens möjligheter att konsumera vid en kris. Ett argument för att denna målkonflikt finns är att hyresnivåerna vid en marknadsanpassning med stor sannolikhet skulle stiga, även i de delar av nyproduktionen som redovisar betydande kötider, och därmed ytterligare höja relativpriset på hyresrätter i storstäderna.

Med hjälp av en enkel regressionsmodell där kötiderna i Stockholm förklaras med ett antal variabler, kan en mer marknadsliknande nivå skattas. De förklarande variablerna är:

- Hyresnivå i nyproduktionen
- Betalningsvilja på bostadsrättsmarknaden i närmiljön
- Antal nybyggda bostäder i närmiljön de närmaste två åren
- Bostadens storlek i form av antal rum
- Avstånd till city
- Utbudet av service i närmiljön

Tillsammans förklarar dessa variabler 89 procent av variationen i kötid. Genom att justera hyresnivån uppåt kan man skatta en mer marknadsliknande hyresnivå genom att höja hyresnivån i modellen tills kötiden blir kort, kanske 1-2 år.

Med hjälp av sådana skattade "marknadshyror" kan nya årskostnader för boende i hyresrätt beräknas och därmed kan också ett nytt konsumtionsutrymme beräknas. Resultatet blir en väsentlig höjning av hyresnivån och motsvarande minskning av konsumtionsutrymmet. I samtliga miljöer blir då konsumtionsutrymmet påtagligt mindre när hushållen som själva valde att flytta till bostadsrätt kalkylmässigt "tvingas in" i hyresrätter till marknadspris, dvs. hyresnivåer där kötiden är kort (fig. 38). Särskilt mycket faller konsumtionsutrymmet i innerstaden, där hyreshöjningarna blir störst.

Det finns således goda argument för en reformerad hyressättning om man vill påverka den nominella skuldtillväxten och öka bostadsutbudet, men kalkylerna tyder samtidigt på att många hushåll sannolikt får ett mindre konsumtionsutrymme med marknadshyror. Om den huvudsakliga oron rör konsumtionsutvecklingen, indikerar skattningen att marknadshyror riskerar minska hushållens konsumtionsutrymme.

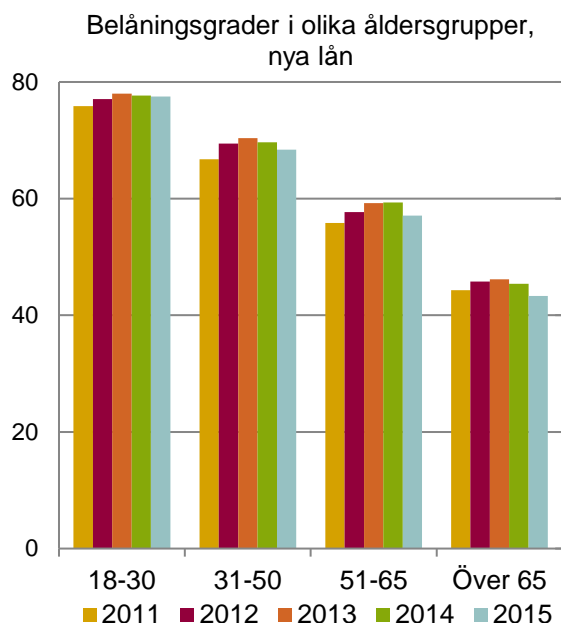
Fördelningseffekter av makrotillsynsåtgärder

Erfarenheter och analys av effekter av olika makrotillsynsåtgärder visar att sådana åtgärder får fördelningseffekter. På sikt riskerar dessa effekter bli betydande om hushåll, mot sin vilja, tvingas välja en bostad som passar dem sämre än vad annars skulle välja.

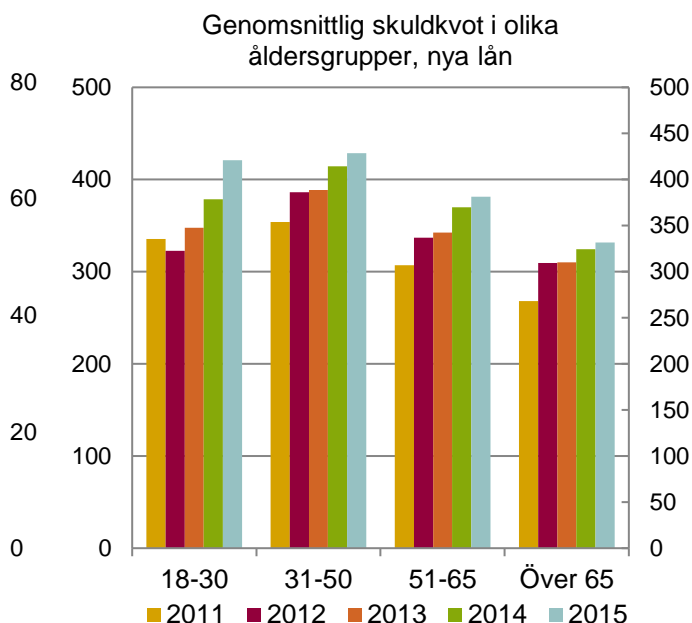
De grupper som sannolikt påverkas mest av åtgärder som bolånetak, amorteringskrav och skuldkvotstak är hushåll med tydliga likviditetsrestriktioner, vanligen unga vuxna och andra hushåll med lägre inkomster.

I den mån makrotillsynsåtgärder tar sikte på hushåll med hög belåning visar data att det särskilt påverkar unga hushåll som är i början av sin boendekarriär. Det ligger i sakens natur att unga hushåll får en högre belåningsgrad än äldre hushåll eftersom möjligheterna till sparande varit mer begränsade samtidigt som de normalt får en högre skuldkvot eftersom inkomsterna är lägre tidigt i karriären (fig. 39). Samtidigt måste de konkurrera med alla andra hushåll om samma bostäder.

Analys av data visar att både belåningsgrad och skuldkvot tenderar att vara högre för de unga hushållen. I takt med att bostadspriserna stigit har också skuldkvoten ökat mest för denna grupp de senaste åren (fig. 40). Ett tak för skuldkvoten får därmed sannolikt störst effekt för unga och andra med lägre inkomster.



Figur 39. Belåningsgrader nya lån efter ålder.
Källa: Finansinspektionen



Figur 40. Skuldkvot efter ålder. Källa: Finansinspektionen

Om unga och andra likviditetsbegränsade hushåll i allt högre grad utestängs från inträde på ägarmarknaden får det betydande fördelningseffekter mellan generationerna över tid. Många äldre hushåll har med hjälp av inflation och värdestegring, särskilt på tillväxtmarknader, byggt upp en betydande förmögenhet i sin bostad. Om man antar att värdeutvecklingen på bostäder i princip följer den ekonomiska tillväxten bör bostadspriserna fortsätta att stiga långsiktigt, givet fortsatt ekonomisk tillväxt. I kombination med inflation som amorterar lånens reala värde, ger det hushåll som äger en bostad möjligheter till fortsatt förmögensuppbyggnad.

Hushåll som vill inträda på ägarmarknaden men hindras av makrotillsynsåtgärder, går miste om dessa förmögenshetsskapande effekter. De tillfaller i stället hyresvärden. Eftersom utbudet av hyresbostäder med kort kötid är mycket begränsat kan dessa hushåll inte heller i samma utsträckning välja en bostad som passar dem, vad avser exempelvis storlek, läge och kostnad, vilket i sin tur skapar ytterligare negativa välfärdseffekter för dessa hushåll.

Evidens genomförde på uppdrag av Sveriges Byggindustrier en analys av övergripande effekter av ett skuldkvotstak för olika grupper av hushåll. Analysen baserades på intervjuer av ca 1 000 hushåll i storstadsregionerna och bekräftade att ett skuldkvotstak får störst effekter för hushåll med lägre inkomster (tabell 8). Ungefär 20 procent av hushållen med disponibla inkomster som understiger 30 000 kr/månad uppgav att de med stor sannolikhet tvingas avstå från att förvärva en bostad. Analysen visade att detta i förlängningen också påverkar efterfrågan på nyproduktionen. Av de hushåll som uppgivit att de primärt efterfrågar nyproduktion är det ca 10-15 procent som helt skulle avstå från ett bostadsköp om skuldkvotstak eller sänkt bolånetak införs. Det indikerar att nyproduktionen av ägda bostäder i princip skulle kunna minska i samma storleksordning.

Om staten kräver att banken endast får bevilja ett lån som motsvarar 600 procent av din disponibla inkomst, istället för ett lån som du och banken själva kommer överens om, skulle du då genomföra ett köp av bostad? Svarsalternativ	Andel av hushållen i olika inkomstgrupper som påverkas av förslaget till 600 procents skuldkvotstak vid köpbeslut på bostadsmarknaden, procent			
	-30 000	30 000-50 000	50 000-80 000	80 000-
Ja, skuldkvotstaket på 600 procent spelar ingen roll	25	34	51	58
Ja, antagligen, men mina marginaler blir lite mindre än jag önskar	38	36	31	23
Nja, jag skulle köpa en mindre eller billigare bostad	17	17	10	12
Nej, troligen inte	14	7	6	5
Nej, definitivt inte.	6	5	2	2

Tabell 8.

Är nyttan med kreditrestriktioner större än kostnaderna?

Av föregående kapitel framgår att införandet av ett skuldkvotstak inte är invändningsfritt. Det finns frågetecken kring hur stor nyttan är jämfört med kostnader som en sådan åtgärd medför. En åtgärd som skuldkvotstak riskerar få tydliga och långsiktiga fördelnings- och sociala effekter för många hushåll. Dessutom tyder analysresultaten på att en förskjutning i efterfrågan mot hyresrätt kan minska konsumtionsutrymmet.

En rimlig utgångspunkt är att intäkten av ett skuldkvotstak minst bör vara i paritet med kostnaden för att åtgärden ska vara samhällsekonomiskt motiverad. Intäkten består av att konsumtionsfallet vid en kris blir mindre med ett skuldkvotstak samtidigt som sannolikheten för en kris skulle kunna minska. Kostnaden består av lägre konsumtion och investeringar under åren före och efter krisen.

Analysen av intäkter och kostnader är emellertid inte enkel. Det är svårt att identifiera och analysera kausala samband mellan konsumtionsutveckling och skuldsättning. Det finns inga kända svenska data om enskilda hushålls skuldnivåer och konsumtionsförändring före, under och efter en kris. Analysen måste därför baseras på modellskattningar som innehåller osäkra antaganden om sambanden mellan olika faktorer och om framtiden.

Konjunkturinstitutets analys

Trots svårigheterna att analysera sambanden mellan konsumtionsutveckling och skuldsättning har Konjunkturinstitutet på uppdrag av Finansinspektionen undersökt makroekonomiska effekter av kreditbegränsade makrotillsynsåtgärder. Studien utfördes under våren 2016 och publicerades i maj samma år.

Huvudsyftet med studien var att undersöka de effekter som kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder kan ha på makroekonomin. Studien genomfördes i två steg där det första steget utgick från mikrodata (individer och företag) för att studera de aggregerade effekter som en viss reglering har på skuldsättningen. I det andra steget användes en uppsättning modeller för att koppla den aggregerade skuldutvecklingen till den makroekonomiska utvecklingen.

Totalt tre olika modelltyper testades i det första steget. Det handlar om en så kallad BVAR-modell, en så kallad DSGE-modell och en makroekonometrisk modell. I modellerna undersöktes sambanden mellan bostadsränta, hushållens konsumtionsutgifter, bostadsinvesteringar, hushållens skulder och bostadspriser.

I det andra steget analyserades kopplingen mellan kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder och den aggregerade skuldutvecklingen.

Genom att uppskatta hur de nya låntagarna påverkas av en åtgärd kan man också få en första uppskattning om hur de aggregerade skulderna kan komma att utvecklas med respektive utan regleringar. Och skulderna påverkar i sin tur hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar, båda viktiga delkomponenter i BNP.

Finansinspektionens analys på basis av Konjunkturinstitutets modellskattningar

På basis av Konjunkturinstitutets modellskattningar har Finansinspektionen analyserat vilka effekter på ekonomin som följer av införande av ett skuldkvotstak. Finansinspektionen konstaterar att effekterna beror på hur snabbt huspriserna, och därmed skulderna, ökar. Därför undersökte

evidens:

Finansinspektionen konsekvenserna av de olika utformningarna av ett skuldkvotstak både i ett huvudscenario där huspriserna ökar måttligt och i ett alternativscenario där huspriserna ökar snabbare.

Finansinspektionen identifierar två effekter på intäktssidan av ett skuldkvotstak.

För det första: Fallet i BNP och konsumtion blir lägre vid en kris. En brittisk studie visar att om den aggregerade skuldkvoten ökade med 10 procentenheter under de sista fem åren före den senaste finanskrisen, dämpades hushållens konsumtion med nästan 3 procentenheter jämfört med om skuldkvoten i stället hade varit stabil före krisen. En svensk studie bekräftar effekterna för konsumtionen och finner därutöver att effekten på BNP är något mindre och att effekterna på huspriserna är ungefär dubbelt så stora som på konsumtionen.

För det andra: Sannolikheten för en kris blir lägre. Kriser inträffar i genomsnitt ungefär vart 25:e år, vilket innebär att sannolikheten för en finansiell kris är ungefär 4 procent årligen.

För att bedöma kostnaderna använder Finansinspektionen Konjunkturinstitutets huvudscenario för svensk ekonomi till år 2025. I huvudscenariot ökar både hushållens inkomster och fastighetspriserna. Det betyder att hushållens skuldkvot stiger eftersom fastighetspriserna ökar snabbare än inkomsterna. Därmed kan Finansinspektionen beräkna hur skuldsättningen utvecklas utan ett skuldkvotstak. Det betyder att samtliga utformningar av skuldkvotstaket begränsar lånemöjligheterna i huvudscenariot. Det betyder att det också uppstår samhällsekonomiska kostnader i form av minskad konsumtion och minskade investeringar i nya bostäder. Hur stora effekterna blir beror på hur hushållen väljer att agera. De kan antingen avstå och skjuta upp sitt bostadsköp eller så kan de välja en mindre eller billigare bostad. Finansinspektionen antar i sina beräkningar att hälften av hushållen väljer att avstå och att hälften lånar upp till skuldkvotstaket.

Beräkningarna visar att ett skuldkvotstak på 600 procent utan undantag minskar skuld tillväxten med som mest 2 procentenheter. Efter tio år är skulderna nästan 13 procent lägre än om inget skuldkvotstak införs.

Regleringarnas totala effekter 2018 (2025) i huvudscenariot. Procent								
Skuldkvotstak	Skulder		Huspriser		BNP		Skuldkvot	
	2018	2025	2018	2025	2018	2025	2018	2025
500 % med undantag för 15 %	5,2	12,4	3,4	7,6	0,9	2,6	4,4	10,0
600 % utan undantag	5,7	13,2	3,8	8,1	1,0	2,8	4,8	10,6
600 % med undantag för 15 %	1,7	5,4	1,2	3,3	0,3	1,2	1,5	4,1
700 % utan undantag	3,7	8,7	2,4	5,3	0,6	1,8	3,1	6,8

Tabell 9.

Beräkningarna visar vidare att BNP-tillväxten i huvudscenariot efter 10 år blir ca 2,8 procent lägre om ett skuldkvotstak om 600 procent införs (tabell 9). Om huspriserna ökar snabbare än vad Konjunkturinstitutet räknar med i sitt huvudscenario kommer ett skuldkvotstak att ha större

negativa effekter på tillväxten och BNP, eftersom en större andel av hushållen påverkas av skuldkvotstaket. Då blir istället BNP 3,6 procent lägre efter 10 år.

Med hjälp av internationella skattningar av sambanden mellan skuld tillväxt, BNP och konsumtion beräknar sedan Finansinspektionen hur mycket mindre BNP, konsumtion och fastighetspriser skulle falla, samt hur mycket mindre arbetslösheten skulle öka, om en kris inträffar under perioden 2025–2030.

Minskat djup på nedgång vid en kris 2025–2030, vid Konjunkturinstitutets grundscenario för svensk ekonomi respektive scenario med högre bostadspriser, procentenheter

Skuldkvotstak	BNP		Konsumtion		Huspriser		Arbetslöshet	
	Grund scenario	Högre huspris	Grund scenario	Högre huspris	Grund scenario	Högre huspris	Grund scenario	Högre huspris
500 % med undantag för 15 %	0,7	1,2	1,1	1,7	3,1	4,9	0,4	0,7
600 % utan undantag	0,8	1,2	1,1	1,7	3,3	5,0	0,4	0,7
600 % med undantag för 15 %	0,3	0,6	0,4	0,9	1,3	2,7	0,2	0,4
700 % utan undantag	0,5	0,8	0,7	1,2	2,1	3,5	0,3	0,5

Tabell 10.

Intäkten för ett skuldkvotstak på 600 procent beräknas genom att fallet i BNP blir 0,8 procentenheter mindre i huvudscenariot under en femårsperiod efter krisens utbrott än utan ett skuldkvotstak (tabell 10). Vid scenariot med högre fastighetspriser blir dämpningen av krisen något större, 1,2 procentenheter.

Vid en jämförelse av "intäkten" av ett skuldkvotstak i form av ett mindre BNP-fall på 0,8 procentenheter och "kostnaden" i form av 2,8 procents lägre BNP nivå fram till krisen framstår intäkten som lägre än kostnaden. Relationen kan vara än mindre fördelaktig om man också tar hänsyn till sannolikheten för en kris år 2025 kan vara mindre än ett. Då måste intäkten reduceras. Om man antar att sannolikheten för en djup kris exempelvis är 50 procent blir istället intäkten $0,8 \cdot 0,5 = 0,4$ procentenheter. Kostnaderna för ett skuldkvotstak blir då 7 gånger större än intäkterna. Också Finansinspektionen reflekterar över dessa relationer:

"Ett skuldkvotstak innebär också att hushållens möjligheter att låna och jämna ut sin konsumtion över livscykeln begränsas. Därför kommer ett skuldkvotstak att dämpa BNP-tillväxten, åtminstone på kort sikt. Även här gäller att ju fler hushåll som begränsas av skuldkvotstaket, desto större blir dessa konjunkteffekter. Därigenom riskerar ett alltför restriktivt satt skuldkvotstak med omfattande effekter på hushållens möjligheter att låna att vara den faktor som utlöser det förlopp som regleringen var tänkt att minska risken för. De skattningar vi har presenterat tyder på att de kortsiktiga negativa effekterna på BNP är större än de förväntade positiva effekterna av färre och mildare kriser".

evidens: