



Hushållens skuldsättning i spåren av finanskrisen

- en internationell jämförelse

Marknadsrapport

Februari 2011

BKN

STATENS BOSTADSKREDITNÄMND

Titel: Hushållens skuldsättning i spåren av finanskrisen - en internationell jämförelse,
Marknadsrapport, februari 2011

Utgiven av: Statens bostadskreditnämnd (BKN)
Kontakt: Bengt Hansson, 08-545 137 65

Den nuvarande finansiella krisen har drabbat många länder hårt. Det står klart att bostadsprisernas utveckling och hushållens skuldsättning är viktiga förklaringar till varför vissa länder har drabbats hårdare än andra. Anpassningsproblemen har varit störst i de länder där hushållen skuldsatt sig som snabbast. Hushållen har lånat för att köpa hus. Så länge huspriserna fortsatte att stiga var detta inget problem eftersom det ökade låneutrymmet gjorde att konsumtionen kunde finansieras med fortsatt ökad belåning. Hushållen hade ett eget kapital att belåna. En förutsättning för det hela var att bankerna bedömde att bostäder var goda säkerheter och ville fortsätta låna ut pengar.

Bankernas vilja att låna ut pengar till bostäder var mycket stor tills krisen på allvar bröt ut under 2008. Bostadsutlåningen ansågs innebära liten risk och det fanns gott om kapital till låg ränta. Räntorna på bostadsobligationer liksom övriga räntor minskade under 00-talet. Hushållens bolåneräntor föll mer eller mindre kontinuerligt under flera år. En trend som förstärktes av att man i många länder gick mot allt kortare bindningstider på bolånen. De låga räntorna var en nödvändig förutsättning för de stigande bostadspriserna och överhettningen. Men även andra förändringar på bostadskreditmarknaderna, som ökad benägenhet att välja rörliga framför bundna räntor, högre belåningsgrader, lägre amorteringskrav och amorteringsfria lån har spelat stor roll. Förändringarna på kreditmarknaden, marknadsvärdering av bostäder och uttag av eget kapital förklarar, tillsammans med låga räntor, stigande inkomster och underskattning av risk, varför vi, fått se allt högre bostadspriser och ökad skuldsättning.

Möjligheterna för hushållen att skjuta kostnaderna för bostadskonsumtionen på framtiden har varit många, vilket hushållen har utnyttjat. Hushållens skulder har ökat dramatiskt. Det är svårt att tolka denna utveckling på annat sätt än att hushållen har spekulerat i boende. Man har inte agerat rationellt utan har underskattat risken med att äga sin bostad och sett stigande huspriser och låga räntor som ett normalt tillstånd.

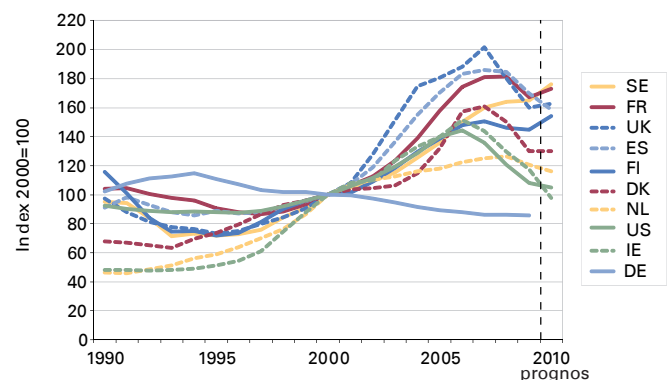
Även aktörerna på de finansiella marknaderna underskattade riskerna i den ekonomiska utvecklingen vilket pressade upp tillgångspriserna generellt till ohållbara nivåer. Innan problemen började bli synliga under 2007 och 2008 hade vi inte sedan den tyska återföreningen i början av 1990-talet och den realränteuppgång som följde

i spåren på denna, haft några allvarliga kriser i den rika världen. Lågkonjunkturen i samband med IT-bubblan blev kortvarig och mild eftersom den amerikanska och andra centralbanker kraftigt sänkte räntorna. Räntorna sjönk globalt och med undantag av IT-aktier påverkades inte tillgångspriserna nämnvärt. Ekonomierna återhämtade sig relativt snabbt. Vi fick ingen allvarlig kris. En viktig förklaring till detta var att krisen enbart omfattade aktiemarknaden och därför inte utvecklade sig till den systemkris som vi nu sett på obligationsmarknaderna.

Riskerna för ekonomiska kriser underskattades. Liksom man på 1960- och tidigt 1970-tal trodde att vi lärt oss att styra efterfrågan med en aktiv finanspolitik fanns det nu en tro på att penningpolitiken skulle göra det möjligt för oss att undvika allvarliga kriser. Vi invaggades i tron att vi levde i en säker värld. Det var ett historielöst och i många stycken kortsiktigt tänkande. Ett drygt decennium av stabil ekonomisk utveckling invaggade oss i en falsk säkerhet. Det tycks finnas en psykologisk bias i tron på att "this time is different".

Perioden med låga räntor som inleddes vid millennieskiftet var inledningen på en period med globalt stigande tillgångspriser och en accelererande skulduppbyggnad, som vi tidigare inte sett maken till. Som framgår av figur 1 ökade priserna till nivåer som vi aldrig sett tidigare. Prisökningarna var i flera länder så stora att de inte kan förklaras med utvecklingen av fundamenta. Huspriserna i Sverige och i andra länder ökade betydligt snabbare än såväl hushållens inkomster som kostnaderna för att bo i form av långsiktiga produktionskostnader för bostäder, drift och underhåll och avskrivningar.

Figur 1. Internationella huspriser



Källor: Macrobond och OECD

Sjunkande bostadspriser i många länder förändrade påtagligt hushållens situation. Det egna kapitalet minskade kraftigt och för en del hushåll försvann det helt. En stor del av det framtida konsumtionsutrymmet gick därmed också upp i rök. Från att ha varit rika hade hushållen plötsligt blivit fattiga. Det fanns ett behov av att återställa balansräkningarna. Sparandet ökade och konsumtionen minskade. Den egna bostaden hade gått från att vara kassako och bankomat till att bli ett sänke.

I flera länder ledde nedgången på bostadsmarknaderna till betydande förluster för bankerna och i några länder även till att det finansiella systemet havererade. En vidlyftig kreditgivning från bankernas sida i flera länder ledde i flera fall fram till att det egna kapitalet gick förlorat. Staten fick ta över förlusterna i problemfyllda banker vilket i många länder ledde till problem med statsfinanserna. Det blev ytterst skattebetalarna som fick betala notan.

Fram till dess att krisen bröt ut i USA, Storbritannien, Irland och i andra länder ansåg många att det inte var någon fara på taket med hänvisning till att hushållens tillgångar motsvarade skulderna. Ett stort problem med detta synsätt är att värderingar av hushållens tillgångar till stor del vilade på orealistiska framtidsförväntningar och tillgångarna föll snabbt i värde när förväntningarna förbyttes från att vara positiva till att bli negativa. Detta gäller alla tillgångar och inte bara bostäder. Det sätt som bostadskrisen utvecklats på i många länder illustrerar detta. Sjunkande bostadspriser påverkade direkt hushållens bostadsförmögenhet och indirekt via den finansiella oron även aktier och obligationer. Inte bara priserna på bostadsobligationer rasade utan även värdet av hushållens sparande i räntefonder. Följden blev att många hushåll hamnade i en situation där tillgångarnas värde var mindre än skulderna.

Stora värden hade gått förlorade för hushållen om internationella finansdepartement och centralbanker ingripit. Tydligast är detta i Storbritannien och USA där penningpolitiken har utvecklats ifrån att tidigare handla om att enbart använda sig av styrräntan som penningpolitiskt styrmedel till att även direkt via köp av statsobligationer och riskfyllda bostadsobligationer påverka långa räntor och riskpremier. Det finns anledning att tro att globala räntor och riskpremier idag är konstlat låga.

Krisen är inte över. Idag bestäms räntor och riskpremier till väsentlig del av internationella centralbanker och inte av de finansiella marknaderna. Detta innebär att

myndigheterna direkt via prissättningen av värdepapper gynnar vissa verksamheter framför andra. Köpare av amerikanska bostadsobligationer har sedan länge förstått att den amerikanska staten garanterade värdet av bostadsobligationer utgivna av bolåneinstitutet Fannie Mae och Freddie Mac. Idag har den finansiella sektorn återhämtat sig men tendenserna till överdrivet risktagande finns sannolikt kvar så länge man vet att staten finns redo med billiga krediter även vid nästa kris.

Bankerna i Sverige har dock börjat ta mera betalt än tidigare för risk. Marginalerna på den svenska bolåne marknaden är idag väsentligt högre än vad vi varit vana vid sedan slutet av 1990-talet. Bolåneinstitutet har ett påslag på ungefär en halv procentenhet mer än vad man haft i genomsnitt sedan slutet av 1990-talet.

Anpassningen på bostadsmarknaderna är inte över. De reala bostadspriserna är fortfarande höga sett i ett historiskt perspektiv och mycket tyder på att bostadspriserna till stor del hålls uppe av de av penningpolitiken konstlat nedpressade räntorna.

Hushållen är mer skuldsatta idag i än någonsin tidigare och trots att bostadspriserna påtagligt har fallit i flera länder är de reala priserna fortfarande historiskt sett höga. Stigande räntor kommer att sätta hushållen i många länder under stor press framöver.

Kostnaderna för den finansiella krisen har varit hög i många länder. Det finns ett tydligt samband mellan fallande bostadspriser och ekonomisk aktivitet. Förmögenhetseffekterna är stora av förändrade bostadspriser. Under de senaste tre åren har den privata konsumtionen minskat i stort sett i alla länder där de reala bostadspriserna har minskat. Irland är ett extremfall men Danmark, Storbritannien och Spanien är alla exempel på länder där konsumtionen är lägre idag än för tre år sedan.

Den ekonomiska utvecklingen påverkas av tillgångspriser och hushållens skuldsättning. Höga tillgångspriser signalerar för risker om en kommande negativ anpassning av ekonomin. Ju mer skuldsatta som de olika aktörerna i ekonomin är desto högre blir kostnaderna för samhälls-ekonomin när anpassningen av tillgångspriserna tillbaka till jämvikt sker. Det finns ett negativt samband mellan skuld tillväxt och ekonomisk utveckling. Det finns därför all anledning att undvika en omotiverad skulduppbyggnad.

I denna marknadsrapport analyserar vi hushållens skuldsättning i Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Nederländerna, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland och USA, för att förstå vilka faktorer som driver hushållens skuldsättning och belysa riskerna med denna.

Stigande huspriser och ökad skuldsättning går hand i hand

Bostadspriserna är idag lägre i flera länder än innan finanskrisen. Irland står för den största prisminskningen i reala termer. Sedan toppåret 2006 har priserna i Irland sjunkit med 35 procent. Andra länder med stora prisfall är USA, Danmark, Storbritannien och Spanien. I dessa länder är priserna idag 20 till 30 procent lägre än tidigare högsta nivåer 2006 och 2007. Mindre prisfall på mellan 5 och 10 procent kan noteras i Frankrike och Nederländerna. Med undantag för Danmark är priserna i övriga Norden dock högre idag än innan krisen. I Finland och Norge endast marginellt högre men i Sverige är priset på ett eget hem idag drygt 10 procent högre än under 2006 och 2007. Faktum är att om vi ser till årsgenomsnitt så föll aldrig priserna i Sverige trots nedgången under slutet av 2008 när den finansiella krisen var som djupast. I Finland och Norge föll priserna med några procent mellan 2007 och 2009.

Trots anpassningen nedåt av priserna i samband med finanskrisen är det väl värt att notera att priserna fortfarande är historiskt höga inte bara i Sverige utan, med undantag för Tyskland, i samtliga övriga länder som vi analyserar. Det är endast i Irland och i USA som priserna är tillbaka på samma nivå som 2000. I Frankrike, Spanien och Sverige är priserna ca 70 procent högre än då och i Danmark är priset, trots prisnedgången de senaste åren, reallt 30 procent över nivån från 2000. Frågan är hur mycket bostadspriserna, efter det senaste decenniets prisökningar, vilar på förväntningar om fortsatt stigande huspriser och fortsatt låga bolåneräntor. De historiskt höga priserna på bostäder tyder på att anpassningen nedåt av bostadspriserna på de internationella bostadsmarknaderna långt ifrån är avslutad. Det gäller samtliga här analyserade länder med undantag för Tyskland och möjligen USA där anpassningen sannolikt till större delen är avslutad. Den allra senaste utvecklingen tyder dock på att priserna i USA faller även i år. Ett tecken på detta är att antalet hushåll som ligger efter med räntebetalningarna fortsätter att öka i spåren av ökad arbetslöshet men även till följd av att kreditvärdiga hushåll med negativt eget

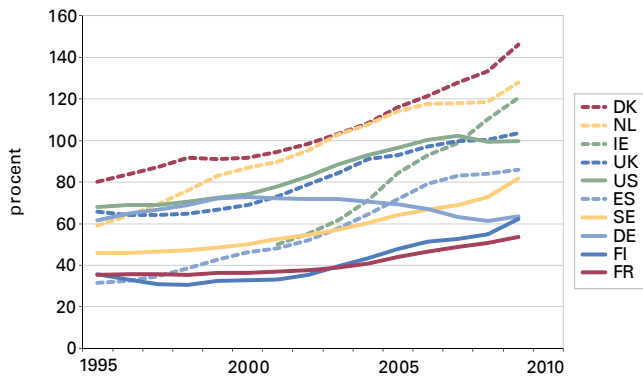
kapital väljer att lämna tillbaka sina fastigheter till banken.

Hushållens totala skulder och bolåneskulder har ökat dramatiskt under det senaste dryga decenniet (figurerna 2, 3, 4 och 5). Skuldutväxten, mätt som andel av BNP och hushållens disponibla inkomster tog fart i Danmark och i Nederländerna redan vid mitten av 1990-talet och i övriga länder, med undantag för Tyskland, började skulderna att växa påtagligt i samband med millennieskiftet. Sedan dess har hushållens skulder i de studerade länderna ökat med i genomsnitt 34 procentenheter av BNP och med i genomsnitt 56 procentenheter av de disponibla inkomsterna. Ökningen i relation till både BNP och de disponibla inkomsterna förklaras nästan i sin helhet av en växande bostadsutlåning till hushållen.

Vi kan se ett tydligt samband mellan skuldutväxten och prisutvecklingen på bostäder. Hushållen lånar främst för att köpa bostad. Bolånen utgör internationellt ungefär 75 procent av hushållens totala skulder. Den högsta andelen bolån har Danmark, Nederländerna och Storbritannien där andelarna är omkring 85 procent av de totala skulderna. I de länder vi analyserar ökade andelen bolån av de totala skulderna med i genomsnitt 10 procentenheter mellan 1999 och 2009.

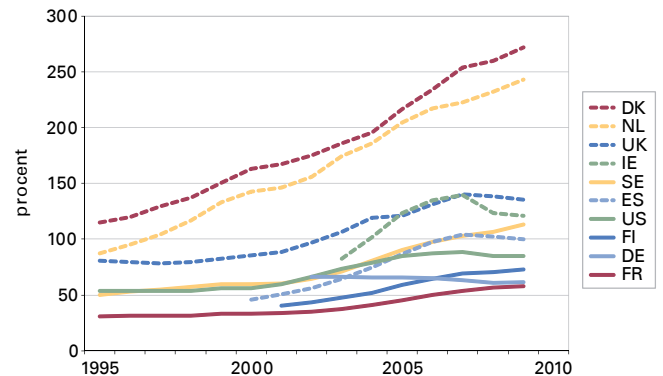
I Sverige är andelen bolån 75 procent. Men utmärkande för Sverige är inte andelen i sig utan att andelen bolån växer allra snabbast i Sverige av alla länder. Under det senaste decenniet är ökningen 18 procentenheter. De svenska hushållens växande skuldsättning har helt och hållet att göra med bostaden. De skulder som inte är bostadslån är idag ungefär 40 procent av de disponibla inkomsterna vilket är samma andel som vi kunnat notera under de senaste 20 åren. Hushållen lånar med bostaden som säkerhet men lånen motsvaras inte av investeringar i nya bostäder. Bostadsinvesteringarna har i Sverige varit rekordlåga under de senaste 15 åren. Samtidigt har bostadsskulden ökat från 50 procent 1995 till 120 procent av de disponibla inkomsterna 2010.

Figur 2. Hushållens totala skulder, andel av BNP



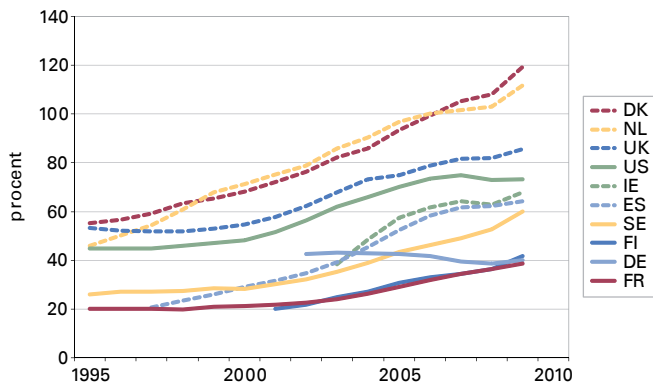
Källor: OECD och nationella statistikbyråer

Figur 5. Hushållens bolån, andel av disponibel inkomst



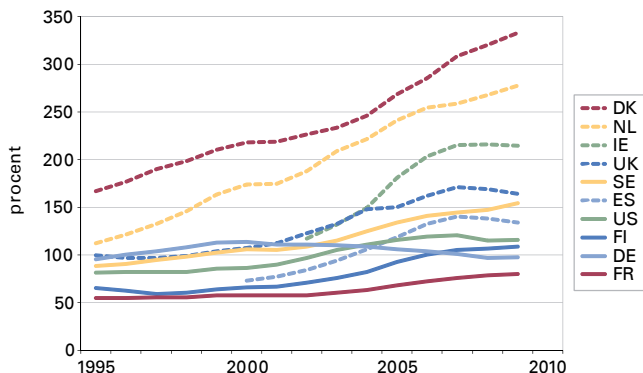
Källor: OECD, Eurostat, Macrobond och nationella statistikbyråer

Figur 3. Hushållens bolån, andel av BNP



Källor: OECD, Eurostat, Macrobond och nationella statistikbyråer

Figur 4. Hushållens totala skulder, andel av disponibel inkomst



Källor: OECD och nationella statistikbyråer

De i särklass mest skuldsatta hushållen sett i relation både till BNP och hushållens disponibla inkomster finns i Danmark, Nederländerna, Irland och i Storbritannien. Om vi ser till hushållens totala bolåneskulder i relation till BNP, är skulderna återigen störst i Danmark, Nederländerna och i Storbritannien men de amerikanska hushållen har större bolåneskulder sett till de disponibla inkomsterna än de irländska. Det är också dessa högt skuldsatta länder som tillsammans med Spanien haft de största prisfallen på bostäder. Det tycks som om skuld tillväxten är en lika viktig variabel, som skuldernas storlek, att följa för den som vill hitta en varningsklocka på att något är på väg att gå fel i ekonomin. De länder som hade den snabbaste skuld tillväxten innan finanskrisen bröt ut var Irland, som stod i en klass för sig, Spanien, Storbritannien, Danmark och Nederländerna. Dessa fem länder är också de som haft den djupaste ekonomiska krisen i spåren av finanskrisen, sett till utvecklingen av den privata konsumtionen. I samtliga fem länder var konsumtionen fortfarande tre år efter det att finanskrisen bröt ut lägre än innan krisen.

Skuldsättningen och skuld tillväxten har varit mera måttlig i Finland, Frankrike och Tyskland än i ovan nämnda länder. Om vi rangordnar länderna efter hur stora hushållens skulder är hamnar de svenska hushållen ungefär i mitten. Det är inte nivån på de totala skulderna som utgör den främsta källan till oro, utan den takt som skulderna för närvarande ökar med. Ser vi till åren 2007 till 2009 ökar de svenska skulderna snabbt. Snabbast fortsätter skulderna att öka i Danmark och i Nederländerna men därefter ökar de svenska hushållens skulder mest. I alla övriga länder minskar hushållens totala skulder och

bolåneskulder, eller ökar endast marginellt, mätt i relation till BNP och disponibel inkomst.

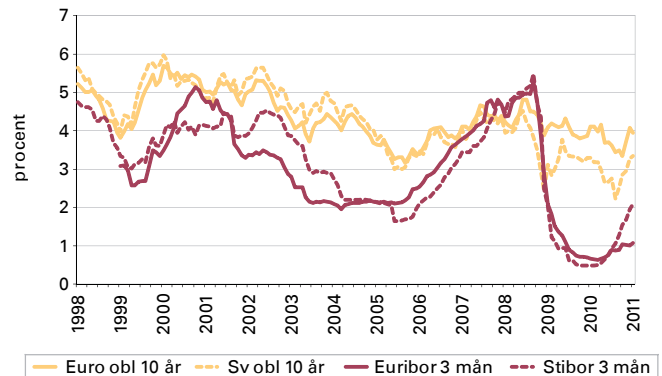
Stigande huspriser och ökad skuldsättning är till stor del två sidor av samma mynt. En analys av de faktorer som påverkar både priser och skulder är viktiga. Vi har mycket att lära av hur bostadskreditmarknaderna är organiserade i olika länder.

Utvecklingen på bolånemarknaderna

Utvecklingen på bolånemarknaderna fram till dess att den finansiella krisen bröt ut utmärktes av en ökad tillgång på krediter men skillnaderna är betydande mellan länder. Flera faktorer, både gemensamma och landspecifika, ligger till grund för utvecklingen på bolånemarknaderna. Men det står klart att den allmänna räntenedgången har spelat en viktig roll liksom avregleringen av kreditmarknaderna. Det är främst utvecklingen i Kontinentaleuropa som skiljer sig ifrån den i Norden och de engelsktalande länderna. I Frankrike och Tyskland är utlåningen till hushållen omgärdad med restriktivare kreditgivning än i de övriga länderna som vi har granskat¹. Det finns en försiktighetskultur och en mer noggrann kreditprövning än vad vi sett i framförallt de anglosaxiska länderna. Man förlitar sig mindre på marknadsvärdering och möjligheterna att ta ut eget kapital ur bostaden är begränsade. I tabellen på nästa sida redovisar vi hur de olika länderna skiljer sig åt med avseende på ett antal variabler som vi bedömer är viktiga för utvecklingen av hushållens skulder och för bostadspriserna.

Bolånemarknaderna skiljer sig åt mellan länder vad det gäller hushållens val mellan rörliga och bundna räntor, kraven på kontantinsats och belåningsgrad, möjligheten att få amorteringsfria lån och till uttag av eget kapital. Länderna skiljer sig mycket åt vad det gäller skatter och avgifter på boendet. Vi har full avdragsrätt för räntor i Danmark, Finland, Nederländerna, Spanien, Sverige och USA, begränsad avdragsrätt i Frankrike och Irland, ingen avdragsrätt i Tyskland och Storbritannien.

Figur 6. Korta och långa räntor i Eurozonen och i Sverige



Källor: Macrobond (ECB och Riksbanken)

Ränteutvecklingen spelar stor roll både för bostadspriserna och för hushållens vilja att skuldsätta sig. Vi har överlag haft låga räntor det senaste decenniet och särskilt låga har de rörliga räntorna varit. I figur 6, kan vi se utvecklingen av korta och långa räntor i Eurozonen och i Sverige. Möjligen har benägenheten att låna och köpa bostad varit starkast i de länder som haft en hög andel rörliga räntor. Prisutvecklingen innan finansbubblan brast var starkast i Spanien och Storbritannien, båda länder med en hög andel rörliga räntor. Samtidigt vet vi att hushållen är mycket känsliga för differensen mellan långa och korta boräntor. Detta illustreras bl.a. av utvecklingen i Danmark där hushållen reagerat på en växande räntedifferens genom att välja rörliga bolån framför fasta räntor som traditionen i Danmark bjuder.

Transaktionskostnaderna för att köpa och sälja bostaden är en faktor som också har visat sig spela roll för bostadspriserna och hushållens skuldsättning. En annan faktor är kreditprövningen. Detta framgår tydligt om inte av annat av den amerikanska subprime krisen.

Vi indelar länderna i två grupper efter hur skuldsatta hushållen är i förhållande till BNP och disponibel inkomst. Länder med lågt skuldsatta hushåll är Finland, Frankrike och Tyskland. Länder med högt skuldsatta hushåll är Danmark, Irland, Nederländerna, Spanien, Storbritannien, Sverige och USA.

¹ Vår analys vilar särskilt på tre rapporter, ECB (2009), "Housing Finance in the Euro Area" Occasional Paper nr 101, ECO/CPE/WP1(2010)14, "The Role of Structural Policies in Housing Markets", OECD Economics Department, och Scanlon et.al. (2008), "Mortgage Product Innovation in Advanced Economies: More choice, more risk, European Journal of Housing Policy.

Tabell Karakteristika för bostadslån

	Belåningsgrad				
	Catte Avser 2003 Typisk	Catte Avser 2003 max	ECB Avser 2007 Typisk	EMF Avser 2007 Typisk	OECD max
Danmark	80	80			80
Finland	75	80	81		Ingen
Frankrike	67	100	91		60 säkerställda obligationer
Irland	66	90	83		80 building societies
Nederländerna	90	115	101		Ingen
Spanien	70	100	73		80 säkerställda obligationer
Storbritannien	69	110		80	100 building societies
Sverige	77	80			Ingen
Tyskland	67	80	70		60 säkerställda obligationer
USA	78	...		77	90 vid garanti

	Övervägande rörlig eller fast ränta	Uttag av eget kapital	Skatteavdrag för räntor	Amorteringsfria lån
Danmark	tidigare fast, sedan 2009 rörlig	Ja	Ja (33 %)	Ja, mkt vanliga
Finland	rörlig	Ja	Ja	Ja, med återbetalningsplan
Frankrike	fast	Nej	Ja (20% första 5 åren, begränsat till euro 3750 per vuxen euro 500 per barn)	Ja
Irland	rörlig	Begränsat	Ja (20% under 7 år begränsat till euro 3000 per vuxen)	Ja
Nederländerna	fast	Ja	Ja, (lika med marginalskatten)	Ja, mkt vanliga
Spanien	rörlig	Begränsat	Ja	Ja
Storbritannien	rörlig	Ja	Nej	Ja, mkt vanliga
Sverige	rörlig	Ja	Ja (30%)	Ja, mkt vanliga
Tyskland	fast	Nej	Nej	Ja
USA	fast	Ja	Ja	Ja, mkt vanliga

Källor:

Catte et.al. (2004), "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle", OECD, Eco WP, nr 394; ECB (2009), Tabel 2, ss 27-28; ECO/CPE/WP1(2010)14/ANN6, Housing Policies in OECD...Table A.4, pp 28-29; Scanlon et al (2008).

Länder med lågt skuldsatta hushåll

Tyskland är särskilt intressant genom att man inte bara har låg skuldsättning utan även därför att bostadspriserna inte har ökat under det senaste decenniet.

En starkt bidragande orsak till den låga skuldsättningen i Tyskland och Frankrike är att det i Tyskland inte finns någon avdragsrätt för räntor och att avdragsrätten i Frankrike är begränsad. I Finland kan räntebetalningar visserligen dras av men av tradition är amorteringstiderna mycket korta jämfört med i andra länder. Finländarna amorterar sina bostadsskulder på 25 till 30 år, vilket t.ex. kan jämföras med hur det ser ut i Sverige där de verkliga amorteringstiderna nu ligger kring 100 år.

I Tyskland dominerar finansiering till fast ränta trots att detta i genomsnitt innebär högre räntekostnader över tid. Uppenbarligen är det så att tyska bostadslåntagare uppskattar den förutsägbarhet om framtida räntekostnader som fast ränta innebär. Lånen är annuitetslån vilket innebär att summan av amorteringar och räntebetalningar är konstanta över tid. Ungefär två tredjedelar av alla bostadslån har en bindningstid på fem år eller mer och en fjärdedel har en bindningstid på 10 år eller mer². Detta är en viss utveckling mot kortare bindningstider jämfört med tidigare. Så sent som 2007 var räntan på nästan 60 procent av alla lån bundna på 10 år eller mer³.

Bostadsutlåningen finansieras i första hand via vanlig bankinlåning. Men en betydande del, ungefär en femtedel, finansieras med s.k. Pfandbriefe som är en form av säkerställda obligationer. Bostadslån till hushållen som finansieras med Pfandbriefe tillåter en maximal belåningsgrad på 60 procent av bostadens långsiktiga fundamentala värde för att lånen ska kunna ingå i säkerhetsmassan. I den mån bankerna lånar ut till hushåll till en högre belåningsgrad måste lånet finansieras på annat sätt och till en högre ränta. De tyska hushållen har en genomsnittlig belåningsgrad på 70 procent av marknadsvärdet på nya bostadslån.

Unikt för Pfandbriefe i Tyskland är betoningen av bostadens långsiktiga fundamentala värde som säkerhet för lån och inte marknadsvärdet. Det fundamentala värdet (Beleihungswert) får aldrig överstiga det förväntade marknadsvärdet och uppgår typiskt sett till mellan

75 och 80 procent av marknadsvärdet⁴. Vi talar med andra ord om en mycket försiktig uppskattning av det framtida försäljningspriset. Betoningen av bostadens långsiktiga värde innebär att bostadsutlåningen växer i en jämnare takt och inte blir lika procyklisk som när det aktuella marknadsvärdet ligger till grund för bostadslånens storlek. I högkonjunktur får man låna mindre till bostaden och i lågkonjunktur relativt sett mer än vad enbart marknadsvärdet skulle indikera.

Genom att utgå ifrån det fundamentala värdet har en stabiliserande tröghet införts på den tyska marknaden för bostäder och bostadslån. Bostadspriserna kan tillåtas följa konjunkturen men den utestående stocken av bostadslån tenderar att växa i linje med långsiktiga fundamenta, som löner och BNP.

Belåningsgraden totalt vid köp av bostad ligger i Tyskland idag på omkring 70 procent av marknadsvärdet⁵. Den genomsnittliga kontantinsatsen för en bostadsköpare är därmed 30 procent. Den typiska bostadsköparen lånar först 50-60 procent av det "fundamentala värdet" som bottenlån men om låntagaren behöver låna mer än så, tas vanligen ett s.k. Bausparlån på 20-30 procent av marknadsvärdet⁶. Ett Bausparlån kräver dock att det redan sedan tidigare finns ett bosparande. Lånet är normalt lika stort som det tidigare sparandet under kvalificeringsperioden. Lånet återbetalas vanligen redan inom 6 till 7 år.

Den tyska bostadslånemarknaden präglas av den försiktighetskultur som Pfandbriefe och Bauspar ger uttryck för. Den relativt andra länder måttliga belåningsgraden för hushållens bolån innebär att hushållen står på stabil grund även om de köper sin bostad under goda tider, t.ex. på toppen av en högkonjunktur. Risken är mindre för att ett tyskt hushåll ska få uppleva ett negativt eget kapital på sin bostad än hushåll i andra länder. Vi kan jämföra med situationen i USA där en stor andel av hushållen lånade hela beloppet till sitt bostadsköp. 2001 hade 8 procent av de amerikanska husköparna ingen konstantinsats alls, 2007 hade den siffran vuxit till 22 procent⁷. Idag uppskattar man att 30 procent av de

2 Källa: EMF, Quarterly Statistics, Q1 2010.

3 ECB (2009), s 26.

4 European Covered Bond Fact Book, European Covered Bond Council (ECBC), 2010 ss 174-75, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, The German Property Market, ss 56-57, och Catte et.al. (2004), "Housing Markets, Wealth and the Business cycle," OECD Economics Department WP, nr 394.

5 ECB (2009), s 28.

6 Förutom den finansiering som sker med Pfandbriefe finns inte någon lagstiftad gräns för den maximala belåningsgraden.

7 American Housing Survey.

amerikanska hushållen har negativt eget kapital på sin bostad.

Ett utmärkande drag för Tyskland är den låga ägarandelen på bostadsmarknaden. Endast lite drygt 40 procent av lägenheterna ägs. Det kan jämföras med länder som Irland, Spanien och Storbritannien där ägarandelen är hela 75, 85 respektive 70 procent. En förklaring som brukar föras fram är den väl fungerande marknaden för hyresrätter. Hyressättningen är i princip fri även om det finns begränsningar för hur snabbt hyrorna får öka. Att hyra är ett attraktivt alternativ till att äga. Utbudet av hyresrätter är varierat och att bo i hyresrätt anses vara ett fullvärdigt alternativ till att äga sin bostad. Endast en dryg tiondel av hyreslägenheterna utgörs av "social housing".

I Tyskland äger många privatpersoner mindre fastigheter som de hyr ut. Det stora och varierande utbudet av hyresrätter anses av många bidra till stabiliteten på bostadsmarknaden. Unga hushåll hyr oftast bostad och sparar för att först senare köpa sig en bostad.

Av tradition har de franska hushållen en mycket låg skuldsättningsgrad och trots en växande skuldsättning under det senaste decenniet är de franska hushållen fortfarande mindre skuldsatta än de tyska. Annuitetslån är den vanligaste låneformen och liksom sina grannar i öster väljer de franska hushållen att binda sina bolån på lång tid. Ungefär två tredjedelar av hushållen binder sina räntor på 10 år eller längre. Lånevillkoren på den franska bolånemarknaden anses allmänt vara restriktiva. Kreditprövningen är noggrann. Bankerna tenderar att fästa större vikt vid hushållens inkomster än vid pantens värde. Möjligheterna för de franska hushållen att ytterligare belåna en redan ägd bostad och ta ut eget kapital ur bostaden är dessutom starkt kringskurna. Möjligheterna begränsas av att man inte enbart ser till inkomster och aktuellt marknadsvärde vid nya lån utan även fäster stor vikt vid det ursprungliga förvärvspriset för bostaden⁸. Det är mot denna bakgrund inte överraskande att de franska hushållen är de minst skuldsatta. Men bostadslånen har procentuellt sett ökat snabbare i Frankrike än i både Danmark och i Nederländerna mellan 2000 och 2009 sannolikt beroende på att de franska hushållen var lågt skuldsatta år 2000. De franska bostadspriserna har stigit i takt med kredittillväxten.

I Finland är, som tidigare nämnts, skuldsättningen också låg. Det vanliga är att hushållen tar annuitetslån till rörlig ränta. Omkring 90 procent av lånen tas till rörlig ränta. Liksom i Frankrike och Tyskland är amorteringsfria lån ovanliga. Den med internationella mått låga finska skuldsättningen förklaras av att de finska hushållen hela tiden i stor utsträckning har fortsatt att amortera på sina lån. De finska hushållen amorterar av sina bolån på 25 till 30 år.

Länder med högt skuldsatta hushåll

Bland de övriga länderna, de högt skuldsatta, utmärker sig Danmark och Nederländerna särskilt. De danska hushållens skulder är drygt tre och de holländska knappt tre gånger så stora som de disponibla inkomsterna. Inget annat land kommer i närheten av dessa siffror. Närmast ligger Irland där hushållens totala skulder är drygt dubbelt så stora som de disponibla inkomsterna.

En viktig förklaring till den höga skuldsättningen i dessa båda länder är sannolikt de stora möjligheter som finns för hushållen att göra skatteavdrag för räntebetalningar. I Nederländerna kan räntorna dras av mot marginalskattesatsen och i Danmark är ränteavdragen värda ungefär 33 procent. Det är dock inte hela förklaringen. Hushållen har avdragsrätt för räntor i de flesta länderna. Det är endast Tyskland och Storbritannien som man inte har möjlighet till ränteavdrag.

En annan förklaring till de stigande skulderna är höga belåningsgrader. De högsta belåningsgraderna 2003 hade Danmark, Nederländerna och USA. Den typiska belåningsgraden har ökat över tiden i de flesta länderna. Mellan 2003 och 2007 ökade belåningsgraden på nya lån med mellan 10 till 20 procent. I flera länder har hushållen kunnat låna närmare 100 procent av bostadens värde. I Nederländerna kan man t.o.m. låna mer än 100 procent av bostadens värde. Höga belåningsgrader kunde också observeras innan finanskrisen i Storbritannien och USA och även i Sverige var det, innan finanskrisen bröt ut, möjligt att låna 100 procent av bostadens värde.

En tydlig trend mot allt högre belåningsgrader kan urskiljas i Sverige. Enligt Finansinspektionens rapport om utvecklingen på bolånemarknaden 2006 var belåningsgraden i nyutlåningen 59 procent det första kvartalet

⁸ ECB (2009), s 33.

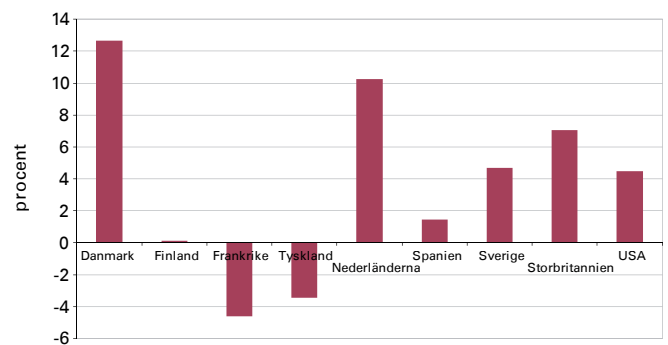
2006, en ökning från 47 procent 2002⁹. I motsvarande undersökning två år senare hade belåningsgraden i nyutlåningen stigit till 72 procent det tredje kvartalet 2007¹⁰. Den maximala av bankerna tillåtna belåningsgraden var 2007 med bottenlån 75-90 procent och 95-100 procent med topplån. I rapporten från Finansinspektionen i februari 2010 som baserade sig på utbetalda bolån mellan 29 och 30 september 2009 var belåningsgraden i nyutlåningen ca 70 procent, dvs i stort sett oförändrad jämfört med två år tidigare¹¹. Catte (2004) rapporterar för 2003 en högre typisk belåningsgrad för de svenska hushållen än Finansinspektionen. Sedan Finansinspektionens senaste undersökning gjordes har hushållens bolåneskulder i Sverige ökat med ca 220 mdkr eller med 12 procent. Samtidigt har, så vitt vi kan bedöma, bostadspriserna ökat ungefär hälften så mycket under samma period, vilket skulle tyda på att hushållens belåningsgrad har fortsatt att öka.

Amorteringsfria lån har blivit allt vanligare i många länder under det senaste decenniet. Internationellt var denna utveckling särskilt stark under åren innan finanskrisen. Utvecklingen mot en allt större andel amorteringsfria lån är särskilt tydlig i Danmark, Nederländerna och Sverige. I Danmark är idag ungefär hälften av alla lån amorteringsfria och i Nederländerna 80 procent¹². Detsamma gällde för Irland, Storbritannien och USA innan finanskrisen bröt ut men där har utvecklingen nu vänt och andelen amorteringsfria lån minskar. Låga räntor är en viktig förklaring till varför det är attraktivt att välja amorteringsfria lån. Räntenivån spelar den avgörande rollen för fördelningen mellan ränte- och amorteringskostnaderna i lånekostnaden. Låga räntor gör det dyrt att amortera för den som på kort sikt vill hålla sina boendekostnader låga och det är därför lockande för hushållen att välja amorteringsfria lån. Särskilt attraktivt är det när bostadspriserna är höga och räntorna avdragsgilla. Samtidigt minskar ränteavdragets värde när räntorna är låga som de vart under senare år.

Förutom i Danmark och Nederländerna är det i Sverige som amorteringsfria lån är vanliga idag. De svenska bankerna har dock något skärpt kraven på amortering fr.o.m. i år.

En viktig faktor bakom hushållens skuldsättning är möjligheterna att ta ut eget kapital genom att ta nya lån på den befintliga bostaden. Stigande marknadsvärden möjliggör då ökad belåning som inte används till reala investeringar i bostäder. Det framgår av figur 7 att Danmark, Nederländerna, Storbritannien, USA och Sverige är de länder där hushållen tar ut mycket eget kapital ur bostaden.

Figur 7. Uttag eget kapital, genomsnitt för perioden 2000 - 2006



Källor: OECD och nationella statistikbyråer

Räntebindningstiderna varierar av tradition mellan länderna. Finland, Irland, Spanien, Sverige och Storbritannien är exempel på länder med korta räntebindningstider medan långa räntebindningstider av tradition är vanliga i Danmark, Nederländerna, Tyskland och USA. Andelen hushåll med rörlig eller bunden ränta kan dock variera kraftigt även på kort sikt. Hushållens val mellan rörlig eller bunden ränta är mycket känslig för ränteskillnaden på nya lån för olika bindningstider. I Danmark, liksom i Sverige, ökade andelen hushåll med rörlig ränta kraftigt under slutet av 2008 och 2009. Detta var främst en reaktion på de låga korträntorna. Ett liknande mönster går att observera i USA under åren 2004 till 2006 när de korta räntorna i USA var låga jämfört med de långa räntorna.

En särskild förklaring till den snabba amerikanska skuldsättningen innan krisen var den bristfälliga och undermåliga kreditgivningen till bostadsköpare. De ursprungliga lånen värdepapperiserades och såldes snabbt vidare av bankerna. De mäklare och hypoteksbanker som ursprungligen beviljade lånen tog inte ett tillräckligt ansvar för riskerna i samband med kreditgivningen. I vissa fall förekom fusk och låntagarnas kredithistoria var direkt

⁹ Fi, Utvecklingen på bolånemarknaden, 2006:9.

¹⁰ Fi, Utvecklingen på bolånemarknaden, 2008:6.

¹¹ Fi, Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning, februari 2010.

¹² Lea (2010), "International Comparison of Mortgage Product Offerings", Mortgage Bankers Association, s 25.

oriktig. Köparna av bostadsobligationer på kapitalmarknaderna förlitade sig på ratinginstituten, som genomgående underskattade riskerna, och gjorde ingen egen bedömning. Tydligast var misslyckandena för riskfyllda subprime lån. Men kreditgivarna tog stora risker även för andra lånetyper. Man tillät mycket höga belåningsgrader, ofta 100 procent, och en stor andel av lånen var amorteringsfria. Ungefär 40 procent av alla nya bolån var amorteringsfria under det första kvartalet 2007¹³.

Utlåningen till hushållen ökade snabbt i många länder fram till och med 2007. Låga räntor och en stark tro på fortsatt stigande bostadspriser är viktiga bakomliggande förklaringar till den i många länder explosionsartade lånetillväxten. Men andra viktiga förklaringar är generösa kreditvillkor från banker och bostadsinstitut, t.ex. höga tillåtna belåningsgrader. Dessutom blev amorteringsfria lån allt vanligare och amorteringstiderna ökade. Detta i kombination med möjligheter att utnyttja prisuppgången på befintliga fastigheter till att lyfta nya lån, att ta ut eget kapital, har varit starka drivkrafter till ökad skuldsättning.

Vad skapar en bostadsbubbla?

Vi kan inte peka på någon enskild faktor som orsakar bostadsbubblor och överdriven skuldsättning hos hushållen. Men kreditgivningen från banker och bostadsinstitut och reglerna på bolånemarknaderna har definitivt spelat en viktig roll vid sidan av generellt sett låga räntor och en allmän eufori över goda tider. Vi kan få viss vägledning genom att jämföra utvecklingen i länder med spruckna bostadsbubblor med utvecklingen i länder som inte har haft någon bostadsbubbla. Till den förra kategorin hör Danmark, Irland, Spanien, Storbritannien och USA och till den andra kategorin hör Tyskland.

En granskning av de länder där priserna har fallit mycket sedan 2007 kan ge oss lärdomar vilka strukturer som vi bör undvika på bolånemarknaderna¹⁴. Vi tar i första hand fasta på de variabler som finns redovisade i tabellen och försöker urskilja de faktorer som leder till överdriven skuldsättning och som kan leda till alltför uppblåsta bostadspriser.

Belåningsgraden är en viktig variabel att följa. Med undantag för Tyskland steg skuldsättningen och bostadspriserna i samtliga länder mellan 2000 och 2007 samtidigt som belåningsgraderna steg överlag. En ökad belåningsgrad innebär i kombination med redan stigande bostadspriser en dubbel effekt på det möjliga låneutrymmet. Ett ökat låneutrymme som i sin tur kan vara prisdrivande. De övriga fyra faktorerna som kan förväntas bidra till en snabb skuldutväxt är rörlig framför fast ränta, uttag av eget kapital, ränteavdrag och förekomsten av amorteringsfria lån. Om vi ser till de fem länderna som fram till 2007 visade på den snabbaste skuldsättningen och sedan fick se sina bostadsmarknader krascha så uppfyller de alla åtminstone tre av de övriga fyra kriterierna. Irland uppfyller i stort sett alla fyra kriterierna, liksom Danmark. Historiskt har Danmark haft långa bindningstider för räntor men sedan 2003 och fram till dess att bostadsbubblan sprack var fördelningen mellan rörligt och bundet i det närmaste helt jämn. Spanien uppfyller också i stort sett alla fyra kriterierna. Uttag av eget kapital är möjligt i Spanien men begränsat. USA uppfyller tre av de fyra kriterierna. I USA har man fast och inte rörlig ränta. I praktiken kunde dock de amerikanska bolåntagarna omedelbart få del av den allmänna räntenedgången mellan 2001 och 2007 eftersom det i USA är möjligt att lösa sina bundna lån utan kostnad. Storbritannien uppfyller alla kriterierna med undantag för att ränteavdrag inte är möjliga. Samtidigt var de rörliga räntorna så låga under åren omedelbart innan finanskrisen bröt ut att ränteavdragets värde i vart fall var betydligt mindre än vad de skulle ha varit vid ett högre ränteläge.

Att Tyskland inte har någon bostadsbubbla är uppenbart. Priserna har varit oförändrade eller svagt fallande under många år. Det är därför intressant att se till de tyska karakteristika för bostadslån. Om vi ser till belåningsgraden har denna, till skillnad ifrån vad som var fallet i nästan alla andra länder, varit stabil och endast ökat marginellt mellan 2003 och 2007. Räntorna är bundna på lång tid i Tyskland vilket dämpar genomslaget på låneefterfrågan under perioder när räntorna sjunker.

Uttag av eget kapital är inte möjligt i Tyskland. Denna faktor i kombination med att man i Tyskland betonar det fundamentala långsiktiga värdet vid utlåning och att man inte som i de flesta andra länder förlitar sig på marknadspriset för värdering av bostäder har en tillbakahållande effekt på lånetillväxten och bostadspriserna. Den tyska traditionen med finansiering med Pfandbriefe och Bauspar har, som vi bedömer det, varit en stabiliserande faktor på

¹³ Loan Performance data

¹⁴ De största prisnedgångarna kan vi notera i Irland och USA. I båda dessa länder har de reala priserna fallit med 30 procent sedan 2007. I Danmark, Spanien och Storbritannien har priserna fallit med reallt ca 20 procent.

den tyska bostadsmarknaden. Det är svårt att se en pris- och lånespiral i Tyskland med tanke på de trögheter som finns inbyggda i det tyska systemet.

En annan faktor, som många menar, har bidragit till den stabila utvecklingen i Tyskland, är marknaden för hyresrätter. En stor och väl fungerande hyresmarknad i Tyskland gör det möjligt för hushåll, som bedömer att bostadspriserna inte är fundamentalt motiverade, att sälja och hyra istället för att äga sin bostad. Den enda faktor som talar för ökad skuldsättning i Tyskland är att amorteringsfria lån är möjliga. Vad vi kan förstå är dock amorteringsfria lån sällsynta.

Alla de fem faktorer som enligt ovan bidrar till överdriven skuldsättning är riskfaktorer. Men kombinationen av låga räntor, höga belåningsgrader och amorteringsfria lån, marknadsvärdering och uttag av eget kapital är en riskfylld blandning som ofta leder till en skuld- och lånespiral.

Vad gör Sverige speciellt?

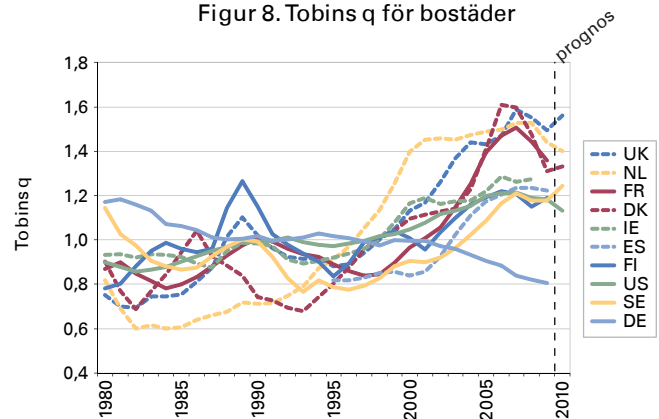
De svenska hushållen ligger inte i topp vad det gäller skuldsättning. Jämfört med hur hushållens skuldsättning ser ut i Danmark och Nederländerna är vår situation väsentligt bättre. Samtidigt om vi ser till disponibel inkomst är hushållen mer skuldsatta än de svenska i endast fyra länder. Jämte hushållen i Danmark och Nederländerna är hushållen i Irland och Storbritannien mer skulder än de svenska. Ser vi till skuldutvecklingen under de senaste två till tre åren är det bara Danmark och Nederländerna som har en snabbare skuldutväxt än vi. Vi närmar oss de nivåer då många andra länder fick problem i samband med finanskrisen. Samtidigt vet vi att skuldsättningen fortsatte att öka i snabb takt i fjol i Sverige medan den av allt att döma inte ökar lika snabbt eller minskar i de flesta andra länder.

Sverige uppfyller alla fem kriterierna för snabb skuldutväxt. Vi har, även efter det att bolånetaket infördes, en hög belåningsgrad i nytulåningen. Vi har obegränsade ränteavdrag och det är möjligt att välja amorteringsfria lån. De verkliga amorteringstiderna på svenska bostadslån i nytulåningen är idag omkring 100 år på småhus och närmare 200 år på bostadsrätter¹⁵. Möjligheterna att ta ut eget kapital är dessutom stora. Vi har också i Sverige en stor andel rörliga räntor. Rörliga räntor är över tid i genomsnitt lägre än bundna räntor.

Negativa effekter av höga bostadspriser och hög skuldsättning

Ju högre bostadspriser vi har relativt fundamenta desto starkare är signalen om kommande dåliga konjunkturer. Ett mått på om bostadspriserna är övervärderade är relationen mellan aktuella huspriser och kostnaden för att bygga nytt. Tobins-q, som är kvoten mellan aktuellt bostadspris och kostnaden för att bygga nytt, är ett vanligt mått på om en tillgång är över eller undervärderad¹⁶. Om värdet på Tobins-q är större än ett är tillgången övervärderad eftersom det är billigare att bygga nytt än att köpa ett befintligt hus. Motsatsen gäller när värdet är mindre än ett. I figur 8 redovisar vi mått på Tobins-q för de olika länderna i vår studie.

Figur 8. Tobins q för bostäder



Källor: OECD, Macrobond och nationella statistikbyråer

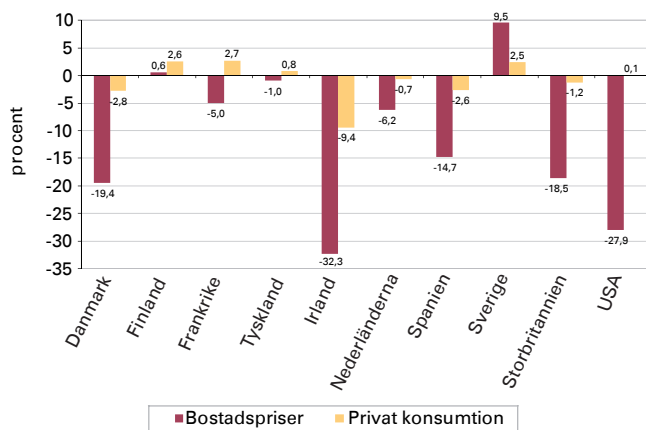
Det framgår att bostäder är övervärderade i flertalet länder. Det gäller särskilt Storbritannien, Nederländerna, Frankrike, Danmark och Sverige. Tobins-q är ett av flera mått på om bostäderna är övervärderade. Beräkningen är grov och måste kompletteras med andra mått när bostadsmarknaden i ett enskilt land skall värderas. Men den sammantagna bilden är att bostäderna är övervärderade i flertalet länder även efter finanskrisen och vi har anledning att förvänta oss en fortsatt anpassning nedåt av bostadspriserna i flertalet länder.

Höga bostadspriser relativt fundamenta signalerar för en kommande prisanpassning. Förmögenhetseffekten av fallande bostadspriser är betydande på hushållens konsumtion och på investeringar. Bostadsbubblor kostar.

¹⁶ Vi har beräknat Tobins-q som kvoten mellan husprisindex och investeringsdeflatoren för bostäder för respektive land. Kvoten är normaliserad till ett i genomsnitt för perioden i sin helhet.

De länder som drabbades hårdast av finanskrisen var de länder som bostadspriserna föll kraftigt i. Det framgår av figur 9 som visar hur bostadspriserna och den privata konsumtionen utvecklades mellan det andra kvartalet 2007 och det andra kvartalet 2010. I alla länder där bostadspriserna föll hade (med Frankrike som enda undantag) den privata konsumtionen fortfarande inte återhämtat sig tre år efter det att finanskrisen brutit ut¹⁷.

Figur 9. Förändring av bostadspriser och konsumtion mellan kv 2 2007 och kv 2 2010



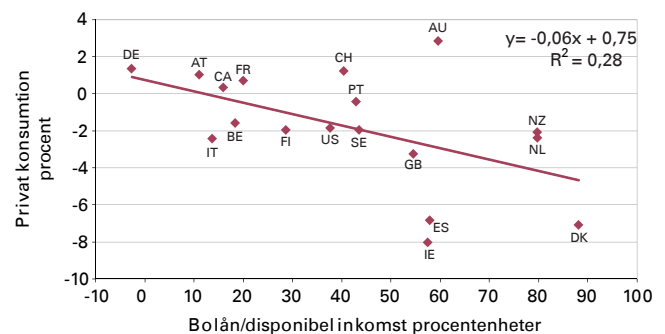
Källor: OECD och Macrobond

De länder där bostadspriserna föll mest var också de länder som var de mest skuldsatta innan krisen bröt ut 2006-2007. Det tycks finnas ett negativt samband mellan höga bostadspriser och hög skuldsättning å den ena sidan och ekonomisk utveckling i form av konsumtions- och BNP-tillväxt. Det tycks också som om effekterna av höga bostadspriser och hög skuldsättning förstärker varandra. En bostadsbubbla har större negativ påverkan på ekonomin när den brister om hushållen samtidigt är högt skuldsatta. Detta motsägs inte av utvecklingen i Frankrike i samband med finanskrisen. De franska hushållen är lågt skuldsatta och möjligen kan det ha bidragit till att Frankrike klarade krisen bättre än i andra länder där bostadspriserna föll.

¹⁷ Det är teoretiskt möjligt att det finns någon gemensam faktor som både påverkar bostadspriser och konsumtion. Närmast till hands ligger förväntningar på framtida inkomster. Korrelationen mellan bostadsprisernas förändring och utvecklingen av privat konsumtion är dock mycket starkare än kopplingen mellan förändringen av de disponibla inkomsterna och utvecklingen av privat konsumtion. Vi bedömer bl.a. därför att vi har en betydande förmogenhetseffekt av bostadskapital på privat konsumtion.

En snabb skuldtillväxt följs ofta av en dålig ekonomisk utveckling. Det framgår av figur 10 som visar sambandet mellan bolånens förändring (sett i relation till de disponibla inkomsterna) under åren innan krisen och konsumtionens utveckling efter krisen i olika länder. Tungt skuldsatta hushåll drabbas hårdare än andra mindre skuldsatta hushåll när krisen kommer. Höga skulder i kombination med fallande bostadspriser innebär inte bara att hushållens förmögenhet minskar utan även att många hushåll drabbas hårt om de inte klarar att betala räntorna på sina lån. I en osäker värld väljer hushållen att öka sitt sparande och minska konsumtionen¹⁸.

Figur 10. Förändring konsumtion kv 4 2007-kv 2 2009 och förändring bolån/disponibel inkomst 2000-2007*



* Data för Österrike = 2001-2007, Finland = 2001-2007, Tyskland = 2002-2007 och Irland = 2003-2007

Källor: OECD, Eurostat, Macrobond och nationella statistikbyråer

Ökad fokus på tillgångspriser och skulder ett måste

Varje månad ökar bostadslånen i Sverige med 13 mdkr vilket innebär en årstakt på närmare 8 procent. Den snabba skulduppbyggnaden motiverar en ordentlig riskanalys.

Anpassningen på bostadsmarknaderna är inte över. Bostadspriserna är fortfarande höga i många länder och anpassningen nedåt av bostadspriser och hushållens skulder är inte avslutad. Vi kan dra flera lärdomar av

¹⁸ Δ konsumtion_(2007Q4-2009Q4) = $\alpha + \beta * \Delta$ (bolån/disponibel inkomst)₂₀₀₀₋₂₀₀₇

	Koefficient	t-Statistika
Intercept	0,7474	0,6258
Förändring bolån/disp.ink	-0,0616	-2,5129
Justerat R ² :	0,2382	

finansskrisens effekter. Den viktigaste är att kostnaderna av bostadsprisbubblor och en överdrivet hög skuldsättning är stora och att den ekonomiska politiken bör inriktas på att undvika sådana situationer. Den kraftiga skulduppbyggnad som nu pågår i Sverige inger oro mot denna bakgrund. Ju förr utvecklingen bryts desto bättre.

I dag saknas officiell statistik om tillgångspriser och över fundamentala värden för tillgångar. Detta är anmärkningsvärt eftersom den akademiska forskningen sedan slutet av 1980-talet visar på att vi kan värdera tillgångar.

Det samhällsekonomiska värdet av att följa tillgångspriser är stort. Tillgångspriserna fluktuerar kraftigt över tid och betydande ekonomiska kostnader följer i spåren på imploderande tillgångsbubblor. Under den senaste 10-års-perioden har vi kunnat observera två globala kollapsar på aktiemarknaden och punkterade bostadsbubblor i många länder. De kraftiga kasten i tillgångspriserna omfördelar godtyckligt förmögenheter mellan olika individer. Hushållen ogillar osäkerhet kring framtida konsumtion och är intresserade av att veta tillgångarnas fundamentala värden. Godtyckliga förmögenhetsomfördelningar påverkar i synnerhet människor som har kort tid kvar till pensionen. Det smärta för de som planerat för en viss standard som pensionär att tvingas revidera sina planer. Reala resurser låses fast i verksamheter som ger låg samhällsekonomisk avkastning. På fastighetsmarknaden är exemplen på felaktig resursanvändning extra tydliga. Bostadsbubblorna som punkterats i Irland, Spanien och USA har gett upphov till tomma hus som ingen efterfrågar i dagsläget.

En anledning till att så lite fokus ägnas åt tillgångspriserna är att vi lärt oss att marknaderna är effektiva och processar all viktig information så att tillgångspriserna alltid speglar fundamentala värden. Den naiva tolkningen är att den förväntade avkastningen på en tillgång alltid är konstant och att den faktiska avkastningen varierar slumpmässigt kring det förväntade värdet. Den moderna tolkningen är att priset på risk varierar över tiden och att detta förklarar varför tillgångspriserna varierar över tiden. Fortfarande gäller det att marknaderna är effektiva, men genom att risken varierar över tiden, kan vi prognostisera framtida tillgångspriser. Tanken är dock att tillgångarna alltid är korrekt prissatta.

Det sägs ofta att ingen förutsåg den nuvarande krisen och att det inte går att förutsäga tillgångsbubblor. Vi menar att båda påståendena är fel. Flera bedömare förutsåg krisen

och det går att prognostisera utvecklingen av tillgångspriser även om "market timing" inte är möjlig. Aktörerna på finansiella marknader saknar ofta uthållighet och flockbeteenden gör att priset på risk kan variera mycket på kort sikt. Priserna på tillgångar utvecklas ofta inte i linje med ekonomiska fundamenta vilket gör prognoser möjliga, för den som vill och har kompetens att värdera tillgångar.

Internationell forskning visar att vi kan prognostisera tillgångspriserna och avkastningen på tillgångar. Prognosmöjligheterna är goda för aktiemarknaden, bostadsmarknaden och i viss utsträckning även för räntor. Det som är förvånande är hur lite genomslag kunskapen om detta hittills fått på den svenska akademiska och ekonomisk-politiska diskussionen. En förklaring till detta är sannolikt tankarna kring effektiva marknader som gjort att myndigheter har lämnat "walk over" vad det gäller att ha en åsikt om värderingen av tillgångar. Det vi syftar på är värderingen av tillgångsklasser och inte priset på enskilda tillgångar. Aktiemarknaden kan värderas genom att vi relaterar till BNP, aktieutdelningar, långsiktig konjunkturrensad vinstutveckling, konsumtion och förmögenhet. Bostäder kan värderas genom att relatera till räntor, hyror, och kostnader för bostadskonsumtion. Generellt sett gäller vid värdering av tillgångar att ta fasta på olika typer av fundamenta. Fundamenta t.ex. i form av bostadskostnader styr på sikt prisutvecklingen på bostäder.

SCB har redan idag tillgång till en stor mängd data. Viss ny statistik måste dock samlas in och befintlig statistik omarbetas och presenteras på ett nytt sätt. Detta gäller framförallt aktiepriser där vi behöver information om vinster och utdelningar.

Det sagda illustrerar behovet av en fristående analys av tillgångspriser. En förutsättning för att en sådan verksamhet ska bli framgångsrik är att den får en fristående ställning. Samtidigt måste den verka i en miljö med kunskap om och med god tillgång på ekonomiska data. En förebild är det nybildade institutet European Systemic Risk Board (ESRB) i Europa och Office of Financial Research (OFR) i USA. Båda dessa organ är oberoende och har till uppgift att samla in data och bedöma risker i det finansiella systemet.

Den nuvarande strukturen på bostadskreditmarknaden bör ses över. Det sätt som marknaden nu fungerar på innebär stora risker för att obalanser byggs upp. Marknadsvärdering av tillgångar i kombination med höga

tillåtna belåningsgrader, inga eller små amorteringar, ränteavdrag och möjligheter till uttag av eget kapital är giftiga ingredienser för ökad skuldsättning.

BKN

STATENS BOSTADSKREDITNÄMND

Ronnebygatan 40, Box 531, 371 23 Karlskrona, Telefon 0455-33 49 40, Fax 0455-805 70, E-post registrator@bkn.se www.bkn.se