

Kortsiktiga hushåll i riskzonen

-lärdomar för framtiden

Marknadsrapport

Oktober 2011

Titel: Kortsiktiga hushåll i riskzonen - lärdomar för framtiden, Marknadsrapport, oktober 2011

Utgiven av: Statens bostadskreditnämnd (BKN)

Författare och kontaktperson: Bengt Hansson, 08-545 137 65

Medförfattare: Alexandra Leonhard och Sebastian Johansson

Datainsamling: Marie Rosberg

Utvecklingen under de senaste åren visar på att bostadsmarknader i ojämvikt innebär stora risker för den ekonomiska utvecklingen. Många hushåll har fått se sina förmögenheter krympa och tvingats minska sin konsumtion och öka sitt sparande för att kunna återställa sina balansräkningar. Kostnaderna för hushållen är stora, särskilt för högt skuldsatta hushåll som blir arbetslösa eller sjuka och tvingas sälja med förlust. Fallande bostadspriser drabbar inte bara hushållen utan leder också ofta till bankkriser och till problem med de offentliga finanserna.

Den nuvarande ekonomiska krisen i världen har inneburit att de finansiella instituten kommit i fokus. Bankernas kreditgivning har varit alltför kortsiktig och riskfylld, vilket har lett till stora kreditförluster och påfallande ofta till konkurser. Jakten på kortsiktig avkastning har lett till att det egna kapitalet gått förlorat. Skattebetalarna har i många länder i slutänden fått bära en stor del av kostnaderna.

Det mesta tyder även på att hushållen agerar kortsiktigt. Aktuella räntor väger tungt när hushållen bestämmer sig för att spara eller låna och förväntningarna på framtida bostadspriser styrs i stor utsträckning av den senaste prisutvecklingen. De senaste årens låga korta räntor och tillgången på amorteringsfria lån är de viktigaste förklaringarna till hushållens stora benägenhet att skuldsätta sig. Detta är de slutsatser som vi kan dra efter att ha analyserat utvecklingen på bolånemarknaderna i främst Danmark, Sverige och USA.

Bostadsbubblor byggs ofta upp till följd av en lätt penningpolitik och en stor tillgång på krediter. Det finansiella systemet tycks ha svårt att under lång tid hantera låga räntor. Kraven på avkastning är starka på kort sikt. En viktig förklaring till detta är att aktörerna på de finansiella marknaderna inte utvärderas i ett flerårigt perspektiv utan i bästa fall årligen.

Låga räntor, en alltför snabb ökning av bostadslånen och stigande bostadspriser har byggt upp betydande systemrisker i Sverige. Fallande bostadspriser riskerar leda till samma utveckling i Sverige som i Danmark.

De svenska hushållen äger direkt bostäder till ett värde av ca 5 000 mdkr. Detta motsvarar summan av hushållens totala disponibla inkomster under tre år och är ungefär tre gånger värdet av hushållens totala finansiella tillgångar. Bostaden är därför hushållens i särklass viktigaste tillgång,

sett ur ett förmögenhetsperspektiv. Förändrade bostadspriser får därigenom direkt genomslag på hushållens förmögenhet och som i sin tur har stor påverkan på privat konsumtion¹.

Att äga sin bostad är som allt annat ägande förenat med risk. Bostaden är speciell inte enbart därför att den är den mest värdefulla tillgången för de allra flesta hushållen utan också därför att den är högt belånad. Det satsade egna kapitalet kan lätt gå förlorat även vid små prisförändringar.

En disaggregerad analys är nödvändig. Vilka typer av hushåll är det som kan förväntas drabbas i nästa konjunkturedgång. Är det de boende i bostadsrätt eller i egna hem som vi skall oroa oss för?

Den relevanta måttstocken för att mäta risk är hur konsumtionen och priserna på bostäder påverkas av olika händelser. Särskilt obehagliga händelser är sådana som medför både fallande priser och sjunkande konsumtion. Ett sådant exempel är att bli arbetslös och utan lön i lågkonjunktur. Inte lika dåligt är att bli arbetslös i högkonjunktur då vi kan observera höga och ofta stigande priser. Att både tvingas dra åt svängremmen därför att lönen faller bort samtidigt som bostaden minskar i värde är värre än att dra åt svängremmen då en oförändrad eller stigande bostadsförmögenhet dämpar fallet.

De risker som hushållen möter är risker för inkomsterna och ränterisker. Hur ska kostnaderna för en anpassning fördelas mellan hushåll, banker och stat? En framtida kris på bostadsmarknaden kommer inte i sin helhet att kunna begränsas till hushållen även om bankerna gör den bedömningen idag. Lika lite kan staten och politiker hoppas på att kunna gå oberörda igenom en kris.

Vilka risker skall bäras av vem och hur ser vi till att utforma ett robust system för bostadsrisker som minimerar kostnaderna för samhället? Vad kan vi lära oss av andra länder?

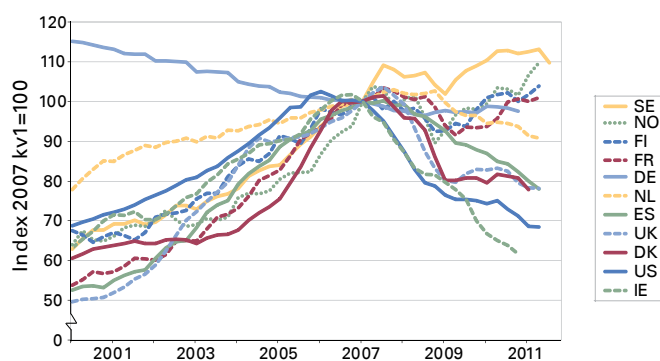
Varför kris?

Den ekonomiska utvecklingen, globalt och i Sverige, har under de senaste 15 till 20 åren utmärkts av stigande tillgångspriser och ökad skuldsättning. Priserna på

¹ BKN, Bostad, förmögenhet och konsumtion, Marknadsrapport, Februari 2009

värdepapper och bostäder steg kraftigt med början mitten av 1990-talet och även om aktiemarknaderna toppade redan vid millennieskiftet fortsatte priserna på andra tillgångar att stiga. Stora räntesänkningar av centralbankerna gjorde att aktiemarknaderna återhämtade sig och de låga räntorna bidrog kraftigt till att driva på övriga tillgångspriser. Priserna på bostäder nådde, i de flesta länder, sin toppen omedelbart innan finanskrisen bröt ut 2007 och som framgår av figur 1 faller de nu världen över. Värderingarna är fortfarande höga och mycket av anpassningen återstår. I Sverige har korrektionen precis börjat.

Figur 1. Internationella huspriser



Källor: Macrobond och OECD

Hushållens skulder har stigit i takt med tillgångspriserna. I många länder har skulderna i förhållande till de disponibla inkomsterna fördubblats under det senaste dryga decenniet. Den höga skuldsättningen är ett problem när tillgångspriserna faller eftersom hushållens förmögenheter minskar och hushållen "tvingas" spara för att återställa sina balansräkningar. Vi kan se att de länder där hushållen har stora skulder drabbas hårdare än andra när bostadspriserna faller.

De höga tillgångspriserna går endast att motivera med fundamenta om vi tror att ekonomierna ska växa snabbare än tidigare eller om världen har blivit en säkrare plats och mindre riskfylld än tidigare. Minskad risk var kanske den viktigaste förklaringen till stigande tillgångspriser innan finanskrisen bröt ut. Argumenten för detta var flera. Ett var att den ekonomiska politiken och då särskilt penningpolitiken nu var bättre och effektivare än tidigare, ett annat var att arbetsmarknaden fungerade bättre än tidigare och att kapitalmarknaderna var djupare och att framväxten av nya finansiella instrument nu gjorde det

möjligt att prissätta risk på ett sätt som inte tidigare varit möjligt. Mot bakgrund av finanskrisen framstår dessa argument för en säkrare värld och minskad risk inte längre som särskilt övertygande.

Vi får söka krisens orsaker i den långa period av skenbar stabilitet som rådde fram till dess att bostadspriserna började falla. Hushåll och finansiella företag invaggades i en falsk trygghet och misstog "det stora lugnet" för ett normalt tillstånd och glömde bort att ekonomiska kriser normalt sett är återkommande fenomen. I detta ligger ett mått av irrationalitet: historiska erfarenheter tonades ner och dagens eller de allra senaste erfarenheterna fick alltför stor vikt i framtidsbedömningarna.

Kollapsen på bostadsmarknaderna och de stora förlusterna på bostadsutlåningen pekar på en oförmåga hos många banker och bostadsinstitut att korrekt prissätta risk. Den oskickliga utlåningen tyder på att dessa institutioner har agerat kortsiktigt och inte har kunnat hantera de låga räntorna. En expansiv kreditgivning i kombination med hushållens benägenhet att skuldsätta sig är kanske de främsta förklaringarna till dagens problem. En expansiv penningpolitik som medför låga räntor lägger ofta grunden för bankernas överdrivna risktagande. En annan viktig förklaring till den alltför höga skuldsättningen hos hushållen är en bristande makrotillsyn som tillät framväxten av amorteringsfria lån och höga belåningsgrader. Andra faktorer är ränteavdrag och "fryst" fastighetsskatt.

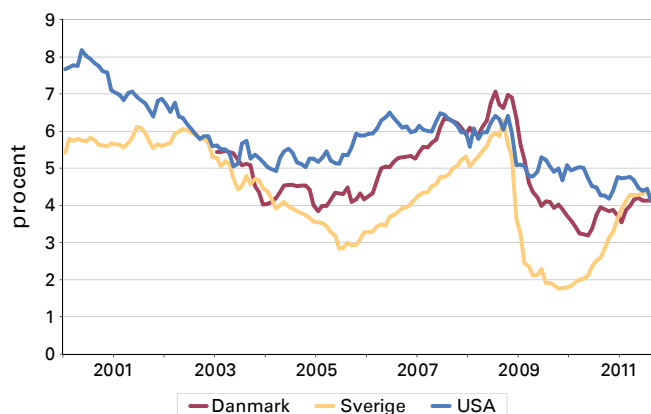
En bärande tanke bakom effektiva marknader är att aktörerna är rationella och framåtblickande. Utvecklingen av bostadsbubblorna världen över ger tyvärr intryck av en betydande kortsiktighet i agerandet. Jakten på kortsiktig avkastning är ett kännetecken för den nuvarande krisen. Låga korträntor och billig finansiering i centralbanker har använts av banker och pensionsförvaltare både till köp av "högavkastande" grekiska statspapper och till ökad bostadsutlåning. Samtidigt som hushållen inte har kunnat motstå lockelsen av låga korträntor. Beteendet är i detta avseende detsamma i många länder. Det må vara Danmark, Italien, Storbritannien, USA eller Sverige. Hushållen väljer det finansieringsalternativ som är billigast på kort sikt. I både Storbritannien och USA har s.k. lockräntor varit mycket vanliga och i Danmark har hushållen i en överväldigande utsträckning lämnat det gamla robusta danska bolånesystemet med långsiktig finansiering och direkt koppling till obligationsmarknaderna. I Sverige ser vi att hushållen är mycket känsliga för skillnaden mellan

korta och långa boräntor när de väljer bindningstid. De väljer det som för dagen är billigast.

Kortsiktiga hushåll

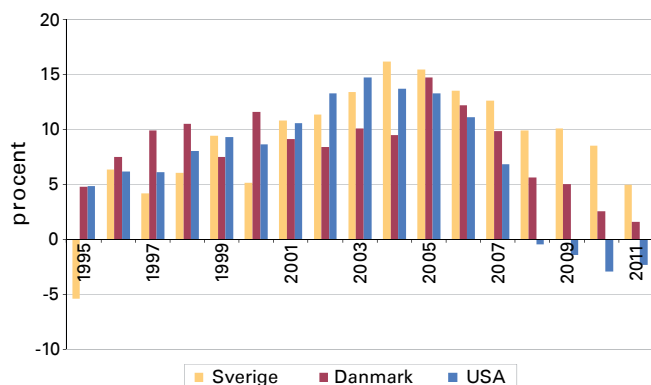
Hushållen är kortsiktiga och lägger alltför stor vikt vid rådande förhållanden. Låga rörliga räntor och möjligheten till amorteringsfria lån är viktiga förklaringar till varför hushållen i många länder är högt skuldsatta. Många hushåll lever därför i ett osäkert spekulativt tillstånd där hushållsekonomin förutsätter fortsatt amorteringsfrihet och låga räntor. Det framgår av figur 2 och 3 att räntorna var låga och att bolånen växte snabbt åren innan bostadspriserna var som högst 2007. Det framgår också att svenska boräntor är lägre än räntorna i Danmark och USA under hela det senaste decenniet. Liksom att de svenska bostadsräntorna var mycket lägre under 2009 och 2010.

Figur 2. Genomsnittsränta nya bolån



Källor: Macrobond, Danmarks statistik, Freddie Mac

Figur 3. Tillväxttakt bolån



Källor: Macrobond, Danmarks statistik, SCB

Kreditgivningen åren innan finanskrisen utmärktes av lockpriser på bolån. Ofta brukar detta förknippas med amerikanska subprimelån men fenomenet med lockpriser var även vanligt i många andra länder. Utvecklingen i Danmark är särskilt anmärkningsvärd eftersom danska hushåll i stor utsträckning övergett det traditionella systemet med amorteringar och långsiktig finansiering till fast ränta på obligationsmarknaden för att istället välja amorteringsfria lån till rörlig ränta eller lån med kort bindningstid i bank. Hushållen kunde inte motstå de på kort sikt lockande låga räntorna.

Hushållen ger ofta nuvarande förhållanden en för stor vikt och beter sig på ett överdrivet kortsiktigt sätt som de har anledning att ångra med facit i hand. Rökning är ett exempel på ett sådant beteende. Bristande amorteringar på bolån är ett annat.

Ytterst handlar det om hushållens förmåga att ta in och bearbeta information. Traditionell ekonomisk teori förutsätter att hushållen bearbetar all relevant information på ett systematiskt och rationellt sätt. Ekonomiska beslut på bostadsområdet som bostadsköp och bostadslån är typexempel på komplicerade beslut som tas sällan. Det går inte att lära sig av andras misstag eftersom riskerna är högt korrelerade. Vi lever så att säga alla i samma bubbla. Hushållen bör därför hållas informerade om risker och det kan vara klokt att t.ex. kräva amorteringar och inte tillåta att hushåll skuldsätter sig för mycket. John Y Campbell (2011) argumenterar för att detta talar för ett konsumentskydd som sträcker sig längre än vad som motiveras av traditionella marknadsmisslyckanden².

Kombinationen av sjunkande räntor, stigande bostadspriser och uttag av eget kapital på bostaden är sannolikt den enskilt viktigaste bakomliggande förklaringen till den nuvarande krisen. Khandani, Merton och Lo (2008) visar hur dessa tre faktorer var för sig är relativt harmlösa men att kombinationen innebär att stora s.k. systemriskar byggs upp genom en allmän ökad skuldsättning.³ Under normala förhållanden är skuldsättningen relativt spridd; nya på bostadsmarknaden är högt skuldsatta medan äldre etablerade i allmänhet är lågt skuldsatta. Men kombinationen av låga räntor, stigande bostadspriser och

² Campbell, John Y., Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian och Peter Tufano (2011), Consumer Financial Protection, Journal of Economic Perspectives, vol 25, ss 91-114.

³ Khandani, Amir E., Andrew W. Lo och Robert C. Merton (2009), Systemic Risk and the Refinancing Ratchet Effect, NBER, arbetsrapport nr. 15362.

möjligheten att ta ut eget kapital gör att vi får en överrepresentation av "nya" högt skuldsatta hushåll. Alla hushåll, nya såväl som gamla, som plockat ut eget kapital får problem när bostadspriserna faller. Vi får en systemkris.

En viktig del i detta är att bostaden både är en konsumtionsvara och en förmögenhetstillgång. Bostaden är odelbar och kan inte säljas i delar vilket gör att hushållen inte lätt kan minska sina skulder när priserna faller och det egna kapitalet går förlorat utan "tvingas" bo kvar.

Hushållens kortsiktighet i kombination med låga räntor och möjligheten att skjuta upp amorteringar kan därför ha lockat fram en överdrivet stor skuldsättning bland många hushåll. Något som leder till stora kostnader för hushållen om huspriserna faller och hushållen måste återställa sina balansräkningar.

Vi väljer att särskilt analysera utvecklingen i Danmark, USA och Sverige.

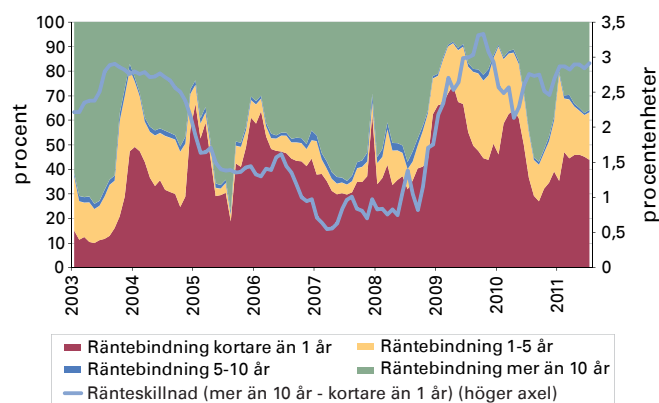
Danmark

Danmark är ett intressant land att följa. Dels därför att de danska hushållen är de mest skuldsatta i hela OECD. Dels därför att danskarna till stor del har övergett sitt traditionella sätt att finansiera bolån på lång sikt med 30-åriga lån till fast ränta och amorteringar till kortsiktig finansiering med rörlig ränta och en mindre andel amorteringar.

Dam et. al. (2011) analyserar vilken betydelse förhållandena på kreditmarknaden och hushållens förväntningar på bostadspriserna hade för utvecklingen av bostadspriserna och hushållens skuldsättning⁴. Mellan 1999 och 2007 ökade de danska bostadspriserna med reallt 71 procent. Två tredjedelar av uppgången berodde enligt rapporten på övergången till rörliga räntor och möjligheten att välja amorteringsfria lån. Som framgår av figur 4 växte andelen rörliga räntor påtagligt åren innan bostadspriserna nådde sin toppen 2007. En än mer påtaglig utveckling på den danska bolånemarknaden är ökningen av de amorteringsfria lånen som ökade från

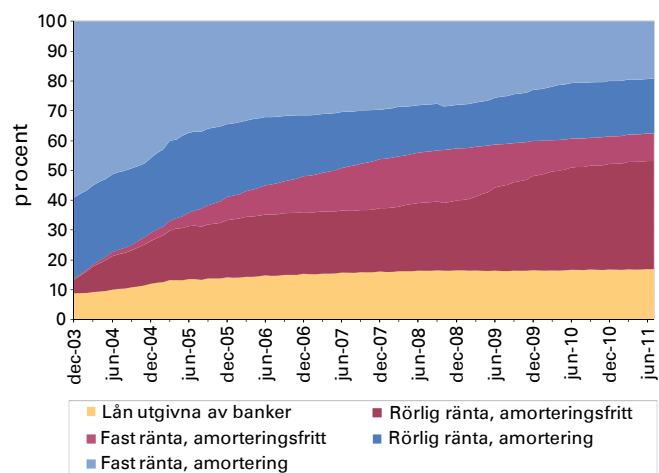
nästan ingenting till ca 40 procent av lånestocken 2007 (figur 5).

Figur 4. Ränteskillnad och nya bolån efter bindningstid, Danmark



Källa: Danmarks statistik

Figur 5. Bostadslån i Danmark efter typ av lån 2003-2011



Källa: Danmarks statistik

Prisuppgången under åren 2004 till 2006 liksom nedgången efter 2007 hade tydliga "bubbeltecken". Prisuppgången liksom den efterföljande nedgången förstärktes först av optimism i form av överdrivna förväntningar på stigande priser och sedan av pessimism i form av överdrivna förväntningar på fallande priser. Den danska bostadsbubblan var mest påtaglig i Köpenhamnsområdet men av den senaste tidens prisutveckling att döma omfattade bubblan mer än Köpenhamn. Sedan

⁴ Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen och Susanne Hougaard Thamsborg (2011), De senere års udvikling på ejerboligmarkedet: Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, Kvartalsöversigt, kv. 1, del 2.

2007 har priserna i Danmark fallit reellt med närmare 25 procent.

Författarna kan inte förklara den danska prisutvecklingen särskilt väl enbart med variabler som disponibel inkomst och traditionella mått på användningskostnaden för boendet. En bärande tanke är annars att bostadsinvesteraren ser framåt och tar hänsyn till framtida underhållskostnader, avskrivningar, skatter och räntor under bostadens hela livslängd och vi borde därför kunna förklara bostadspriserna med användningskostnaden. Framtida räntekostnader under bostadens livslängd ingår som en del i användningskostnaden och beräknas med en lång ränta. Fördelningen av räntebetalningarna över tiden spelar teoretiskt sett ingen roll. Det danska exemplet visar att användningskostnaden förklarar prisutvecklingen dåligt åren närmast innan bostadsbubblan sprack. Det är först när författarna även ser till hushållens tillgång till likviditet och möjligheter till att hålla nere betalningarna för boendet på kort sikt genom att välja rörliga räntor och skjuta upp amorteringar på framtiden som man får en modell som väl förklarar prisutvecklingen på bostäder. Hushållen lägger stor vikt vid låga räntor i närtid och vill helst inte amortera.

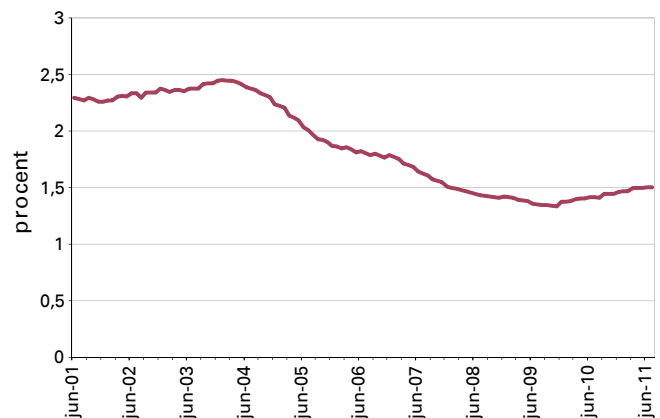
Den danska bolånemarknaden med 30-åriga bundna lån har kommit allt mer i bakgrunden. Med början 1999 introducerades lån med allt kortare bindningstider och 2003 blev det möjligt att få amorteringsfria lån. Den danska fastighetsskatten frystes nominellt 2002. Som en konsekvens har fastighetsskatten kommit att successivt urholkas i takt med stigande huspriser.

De nya lånetyperna beräknas ha bidragit till att öka bostadspriserna med mellan 25 till 30 procent både mellan 1999 och 2007 när de danska priserna var som högst och mellan 1999 och 2010. Den lägre siffran är beräknad utifrån oförändrade huspriserförväntningar medan den högre siffran tillåter att stigande huspriser genererar förväntningar om fortsatt stigande huspriser och därmed till ytterligare ökad bostadsefterfrågan via sänkt användningskostnad för bostäder.

Resultaten väcker frågan hur rationella och framåtblickande hushållen är. Bostadspriserna bör inte påverkas nämnvärt av de aktuella räntorna och av möjligheter att skjuta amorteringarna på framtiden utan om hushållen är rationella bestäms priserna både av räntorna nu och av förväntningarna på framtida räntor. De danska hushållens

amorteringar föll med en hel procentenhet mellan 2004 och 2007 (figur 6). Hur amorteringarna fördelas över tiden ska inte ha någon betydelse för bostadspriset så länge som köpare och säljare är rationella och framåtblickande.

Figur 6. Amorteringar på bolån i Danmark



Källor: Danmarks statistik, egna beräkningar

De danska hushållen tittar i backspegeln för att bedöma framtiden. Enligt en rapport från Boligøkonomisk Videncenters spørgeskemaundersøgelser 2010 är det prisutvecklingen på bostadsmarknaden under de senaste 6 månaderna som till allra största delen styr de framtida prisförväntningarna. Detta betyder att under perioder när priserna stiger förväntas priserna fortsätta att stiga. Stigande priser sänker den förväntade kostnaden för att äga sin bostad och ökar efterfrågan på bostäder mer än motiverat.

USA

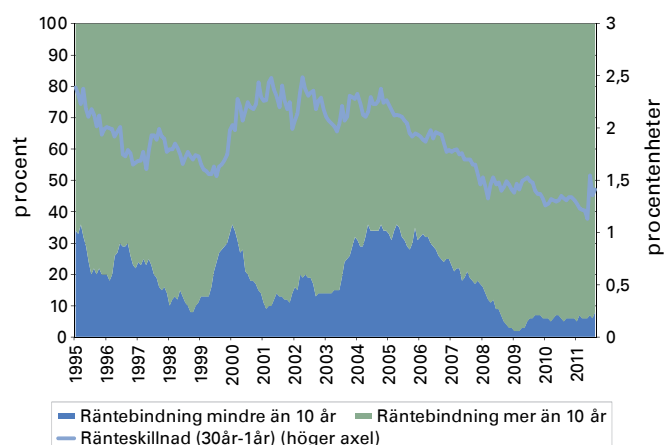
Den amerikanska utvecklingen på bostadsmarknaden ger oss fler exempel på kortsiktigt agerande. Nya låneformer s.k. subprimelån som gavs till hushåll med en dålig eller icke dokumenterad kredithistoria växte fram. Subprimelånen beräknades bli återbetalda inom 30 år och belåningsgraden sträckte sig till hela 125 procent av fastighetens marknadsvärde. Majoriteten av dessa lån var av den karaktären att de gjorde det möjligt för låntagarna att skjuta betalningarna på framtiden. Det framgår särskilt tydligt av förhållandena under åren 2003 till 2006 innan bostadspriserna började falla. Så kallade lockräntor och negativa amorteringar var vanliga under dessa år. En

lockränta var en låg fast ränta under lånets två eller tre första år, av en total löptid på ca 30 år, som därefter enligt låneavtalet lades om till en högre rörlig ränta under lånets återstående löptid. Den rörliga räntan baserades på LIBOR (6-månader) plus en räntemarginal som i snitt var hela 6,2 procent under dessa år⁵. Låntagarna räknade dock i stor utsträckning med att inte behöva betala den höga rörliga räntan utan de utgick ifrån eller spekulerade i att det skulle vara möjligt att ta ett nytt förmånligt lån till lockränta när räntan väl skulle läggas om från fast till rörlig. Man spekulerade i att fortsatt stigande bostadspriser och fallande räntor skulle göra detta möjligt. Både låntagare och långivare tog stora risker. Inom kategorin subprimelån var den genomsnittliga belåningsgraden 79 procent 1999, 2006 var belåningsgraden 86 procent.

Dessa låneformer var dyra och borde därför egentligen inte ha efterfrågats i den utsträckning som de gjorde. Deras främsta funktion var att skjuta räntebetalningar och amorteringar på framtiden.

Den vanligaste låneformen i USA är konforma långa lån godkända av Fannie Mae och Freddie Mac. De konforma lånen ställer krav på att låntagaren ska ha tillräcklig inkomst och ska ha en dokumenterad kredithistoria. Med undantag för åren 2004 till 2006, då lån med korta bindningstider tillsammans med subprime och andra riskfyllda lån uppgick till hälften av alla lån, har bundna konforma lån på 30 år varit vanligast. Sett enbart till konforma lån har alltid 30-åriga lån utgjort den största delen (figur 7). Dessa lån är förmånliga för hushållen eftersom låntagaren har rätt att lösa lånen utan att behöva betala ränteskillnadsersättning för detta. Även dessa lån ger möjligheter för kortsiktiga hushåll att låna extra mycket när räntorna faller och huspriserna stiger. Det finns ett tydligt samband mellan sjunkande räntor och ökad skuldsättning under perioden med stigande huspriser i USA. När räntorna gick ner blev det lönsamt att lösa befintliga lån med hög ränta till nya lån med lägre ränta. Samtidigt som hushållen löste de gamla lånen och fick en ny lägre ränta passade man dessutom på att ta ut eget kapital och låna mera genom att ta det nya ökade låneutrymmet i anspråk. Bankerna å sin sida tog de stigande huspriserna till intäkt för lägre risk i och med att säkerheterna ökat i värde.

Figur 7. Ränteskillnad och bolån efter bindningstid, USA



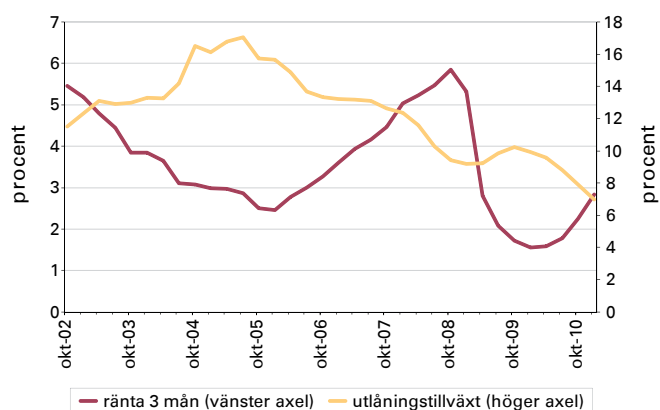
Källor: Macrobond, Freddie Mac

Sverige

Kortsiktighet är inget unikt för danska och amerikanska hushåll utan gäller även för hushållen i andra länder. Även svenska hushåll agerar kortsiktigt. Det finns ett tydligt samband mellan korta räntor och utlåningstillväxten (figur 8). Det framgår av figur 9 att skillnaden mellan korta och långa boräntor får ett omedelbart genomslag på räntebindningstiderna. T.ex. så svarade de svenska hushållen på riksbankens räntesänkningar 2009 genom att till 90 procent välja rörlig ränta på nya lån. Detta agerande leder till att räntekostnaderna i ökad utsträckning skjuts på framtiden. För hushållen tycks det vara viktigt att hålla nere räntebetalningar på kort sikt trots ökad ränterisk och högre räntor i framtiden. Vi har inte tillgång till någon tidsserie över hushållens amorteringar men att det blivit allt vanligare med amorteringsfria lån i Sverige under det senaste decenniet torde vara klart. Vi har dock uppgifter för 2009 från SCB:s statistik om hushållens ekonomi (HEK). Enligt denna var amorteringarna 2009 på småhus lite drygt en procent och på bostadsrätter drygt en halv procent (tabell 1). De långa amorteringstiderna följer av att bankerna har accepterat amorteringsfrihet på bottenlånen.

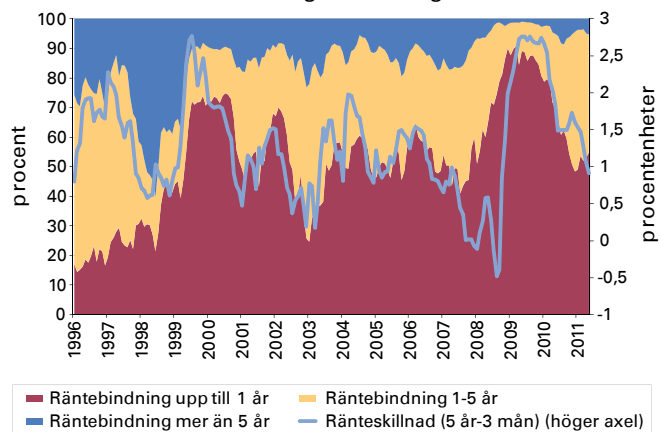
5 A.B. Ashcraft och Schuermann, T. (2008), "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 318.

Figur 8. Boränta och tillväxt bolån



Källa: Macrobond

Figur 9. Ränteskillnad och bolån efter bindningstid, Sverige



Källor: Macrobond, egna beräkningar

Tabell 1. Hushållens skulder, amorteringar och belåningsgrad i procent.

	Hushåll med lån 2009	Belåningsgrad, hushåll med skulder 2011	Hushåll med lån som amorterar 2009	Amorteringar 2009
Bostadsrätt	55	81	43	0,8
Egna hem	72	64	70	1,4
Totalt	66	69	62	1,2

Källa: SCB

Belåningsgraden på samtliga ägda svenska bostäder, belånade som obelånade egna hem och bostadsrätter, är idag ungefär 46 procent. Innan 90-talskrisen åren 1989-90 var belåningsgraden 32 procent, dvs. betydligt lägre än idag.

Belåningsgraden beräknas som värdet av utestående bostadslån på 2100 mdkr enligt finansmarknadsstatistiken i relation till marknadsvärdet av egna hem och bostadsrätter på 3400 respektive 1200 mdkr⁶. Alla hushåll som äger sina bostäder har inte sina bostäder belånade. Enligt beräkningar av SCB utgående från statistiken för hushållens ekonomi (HEK) är det 66 procent av hushållen (se tabell 1) som äger sin bostad som har bostaden belånad 2009. Om vi tar hänsyn till detta får vi en belåningsgrad för belånade bostäder på 69 procent. Detta är en belåningsgrad som ligger i linje med genomsnittet för belånade bostäder under senare år för andra länder.

Den totala belåningsgraden på belånade bostäder är inte alltid ett bra mått på hur sårbara vi är. En viktig faktor att ta hänsyn till är om bostadsmarknaden är rätt värderad i ett långsiktigt perspektiv. Belåningsgraden underskattar sårbarheten om vi mäter när priserna kortsiktigt är höga, t.ex. som de är efter en längre period av stark kredit-tillväxt och stigande priser och överskattar sårbarheten när priserna är låga som efter en längre period med fallande priser. Marknadsvärdering av bostäder är cyklisk till sin natur och för att få ett bra mått på sårbarheten måste vi ha en uppfattning om de långsiktiga eller fundamentala värdena på bostäder. En övervärderad bostadsmarknad maskerar sårbarheten om vi okritiskt ser till enbart belåningsgraden.

Utvecklingen i USA och Danmark illustrerar att belåningsgraden är ett cykliskt mått. Den genomsnittliga belåningsgraden på bostäder om vi ser till samtliga (med och utan bolån) hushåll i USA är idag ca 60 procent att jämföra med 40 procent innan krisen⁷. Uppgången förklaras i sin helhet av de fallande bostadspriserna. Den genomsnittliga belåningsgraden bland de hushåll som har lån i USA är högre, ca 90 procent. En betydande andel av dessa hushåll har lån som överstiger marknadsvärdet på bostäderna. Det andra kvartalet i år hade knappt var fjärde

⁶ Bostadslånen uppgick enligt finansmarknadsstatistiken till 2085 mdkr i augusti i år. Det finns ungefär 1,7 miljoner egna hem och det genomsnittliga priset är 2022 tkr, vilket ger ett totalt marknadsvärde på 3383 mdkr för egna hem. Bostadsrätterna värderas enligt SCB:s sparbarometer till 1211 mdkr.

⁷ Federal Reserve, Flow of Funds

hushåll med bostadslån i USA negativt eget kapital⁸. Vi ser samma utveckling i Danmark som i USA sedan priserna började falla. Enligt beräkningar av det danska Økonomi- och Erhvervsministeriet hade vart femte hushåll med bostadslån negativt eget kapital 2009⁹. Idag är det, med tanke på att bostadslånen har fortsatt att växa och på att bostadspriserna har sjunkit ytterligare något, fler bolåntagare som har negativt eget kapital på sin bostad, kanske så mycket som vart fjärde hushåll med bolån.

Finns det anledning att tro att vi, av andra skäl än rent cykliska, överskattar den nuvarande belåningsgraden i Sverige? En möjlig felkälla är den beräknade bostadsförmögenheten. Om vi istället för SCB:s prisstatistik väljer att utgå ifrån mäklarstatistik för perioden juli 2010 till juni 2011 och multiplicerar med antalet lägenheter enligt SCB får vi ett totalt förmögenhetsvärde på bostäder 4900 mdkr istället för 4600 mdkr¹⁰. Det är svårt att exakt ange den exakta orsaken till skillnaden. Generellt gäller dock att priserna på lägenheter som säljs via mäklare är högre än genomsnittet. Vi har dock försökt ta hänsyn till detta. Det högre förmögenhetsvärdet utgående ifrån mäklarstatistik gör att belåningsgraden enligt våra beräkningar sjunker från 69 till 65 procent.

För att få en uppfattning om hur sårbara vi är måste vi inte bara ha en uppfattning över fundamentala förmögenhetsvärden och total bolåneskuld. Vi måste också känna till hur skuldsättningen varierar mellan olika hushåll. Det är av intresse att jämföra bostadsrättsägare med egnahemsägare, gamla hushåll med unga och storstad med övriga landet.

Vi kan konstatera att det är betydande skillnader i skuldsättning mellan bostadsrättsägare och egnahemsägare. Enligt hushållens ekonomi för 2009 är 72 procent av egnahemsägarna skuldsatta medan endast 55 procent av bostadsrättsägarna är skuldsatta. Men de skuldsatta bostadsrättsägarna är betydligt mera skuldsatta än egnahemsägarna. Belåningsgraden med bostadsrätt som säkerhet är 81 procent och med eget hem som säkerhet

64 procent¹¹. Vi får lägre värden om vi utgår ifrån de högre bostadspriserna enligt mäklarstatistiken. För bostadsrätter 75 procent och för egna hem 60 procent. Med hänsyn till att vi ser till genomsnittliga belåningsgrader är även de lägre siffrorna beräknade med priser från mäklarstatistik höga och särskilt högt belånade är de som bor i bostadsrätt.

Det är intressant att jämföra med resultaten från Finansinspektionens bolåneundersökning¹². Svaren på Finansinspektionens frågor om förhållandena i september 2009 visade på en belåningsgrad i nyutlåningen för bostadsrätter och egna hem på 75 respektive 68 procent. Finansinspektionens siffror är två år gamla och hänför sig till belåningsgraden i nyutlåningen och inte till den genomsnittliga belåningsgraden.

Under de senaste två åren har utlåningen till bostadsrätter och egna hem ökat med 27 respektive 13 procent. Samtidigt har priserna stigit med 8 respektive 1 procent¹³. Om vi justerar Finansinspektionens siffror med hänsyn till låne- och prisutvecklingen under de senaste två åren får vi en belåningsgrad i nyutlåningen idag på 84 procent till bostadsrätt och 76 procent till egna hem¹⁴. Vi kan med andra ord notera en betydande ökning under de senaste två åren.

Vi kan också notera en ökning av belåningsgraderna sedan bolånetaket infördes i oktober i fjol. För ett år sedan var belåningsgraden 83 procent i nyutlåningen till bostadsrätt och 71 procent i nyutlåningen till egna hem. Kalkylerna ovan förutsätter för att vara korrekta bl.a. att nyutlåningen vuxit i samma takt som den totala utlåningen till hushållen. Liksom att priserna på bostäder som är säkerhet för nya lån har utvecklats i linje med priserna på bostäder i genomsnitt.

Den svenska bolånestocken är ung dels beroende på de senaste årens starka lånetillväxt och dels på att så mycket som en fjärdedel av bolånestocken i genomsnitt förnyas varje år. Nya lån i statistiken består dels av vad vi kan kalla genuint nya lån men även av befintliga lån som förnyas

8 CoreLogic, september 2011.

9 Økonomi- og Erhvervsministeriet, Bolimarkedet og boligejernes økonomi, Økonomisk Tema, nr 9, april 2010, s 81.

10 Uppskattningen grundar sig på en beräkning av Valueguard som uppskattar bostadsförmögenheten till 5000 mdkr. Justerat för den senaste tidens prisutveckling är bostadsförmögenheten 4900 mdkr.

11 Värdet av bolånen på bostadsrätt och egna hem var i augusti enligt finansmarknadsstatistiken 538 mdkr respektive 1548 mdkr. Förmögenhetsvärdena enligt ovan, dvs 1211 mdkr respektive 3383 mdkr.

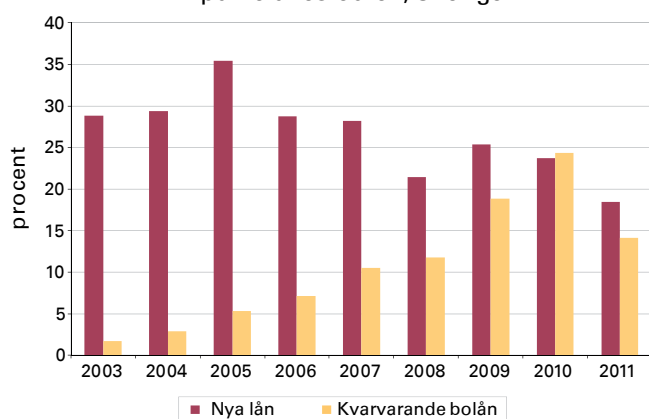
12 Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning, februari 2010.

13 Priser Hoxindex.

14 Vi justerar för prisutvecklingen på bostäder enligt HOX-index mellan september 2009 och september 2011. Vi mäter bolånestockens utveckling mellan september 2009 och augusti 2011.

och av lån som flyttas mellan långgivare. Detta framgår av figur 11 som visar åldersstrukturen på den nuvarande bolånestocken som i augusti hade en genomsnittlig ålder på endast 2,7 år.

Figur 10. Nya lån och åldersstruktur på bolånestocken, Sverige



Källor: SCB, egna beräkningar

En konsekvens av att bolånestocken är ung är att vi inte ska förvänta oss att skillnaden mellan belåningsgraden på nya lån och den genomsnittliga belåningsgraden ska vara alltför stor. En stor andel av bolånestocken består av lån som tagits under de allra senaste åren. För bostadsrätter är detta tydligast. För två år sedan var belåningsgraden i nytulåningen 75 procent enligt Finansinspektionens stickprovsundersökning. Idag är den genomsnittliga belåningsgraden i belånade bostadsrätter 75 procent enligt våra beräkningar. Lånen till egna hem omsätts inte lika snabbt och den genomsnittliga belåningsgraden är idag 60 procent och fortfarande lägre än belåningsgraden i nytulåningen som var 68 procent för två år sedan enligt Finansinspektionens undersökning.

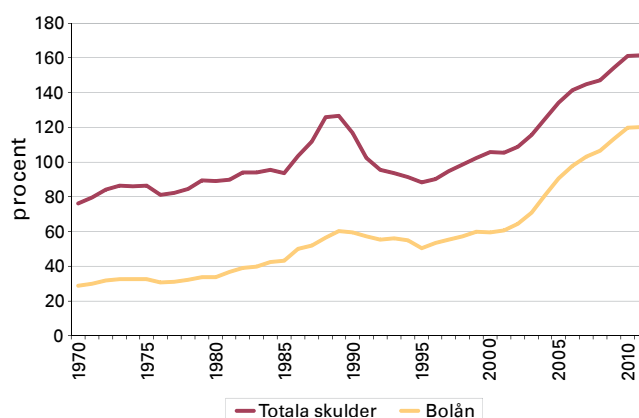
I Finansinspektionens stickprov från september 2009 framgick att 12 procent av låntagarna hade en belåningsgrad över 90 procent och en tredjedel av låntagarna en belåningsgrad över 80 procent. Den genomsnittliga belåningsgraden i den totala nytulåningen var 70 procent i september 2009 att jämföra med en genomsnittlig belåningsgrad i hela portföljen på 65 procent idag. En grov uppskattning visar att ett bostadsprisfall på 15 procent idag skulle leda till att 12 procent av bolåntagarna eller drygt 200 tusen svenska hushåll skulle få se sina bostäder vara värda mindre än lånen. Vi utgår då ifrån att spridningen i Finansinspektionens stickprov även gäller

för beståndet i sin helhet idag, och tar hänsyn till att skillnaden i genomsnittlig belåningsgrad på 5 procentenheter.

De svenska hushållen amorterar i mycket liten utsträckning. Enligt de uppgifter som beräknats av SCB utifrån uppgifter om hushållens ekonomi för 2009 framgår det att bostadsrättsägarna amorterar 0,8 procent av lånestocken årligen och egnahemsägarna 1,4 procent (tabell 1). De effektiva amorteringstiderna skulle med andra ord vara 125 år på bostadsrätten och 71 år på egna hem. I genomsnitt amorterar de svenska hushållen 1,2 procent av lånen vilket är något lägre än vad de danska hushållen amorterar. För att hushållens sårbarhet ska minska måste amorteringarna öka och särskilt gäller det de som bor i bostadsrätt.

Vi kan också visa hur de svenska hushållens skulder har utvecklats över tiden genom att relatera till utvecklingen av disponibel inkomst. Ökningen är stor, sedan 2000 nästan 60 procentenheter. Vi kan jämföra med ökningen mellan 1980 och 1990 som var knappt 40 procentenheter (figur 11).

Figur 11. Hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst, Sverige



Källa: SCB

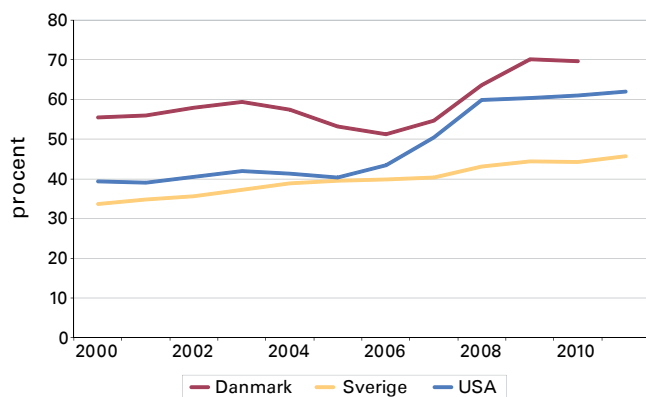
Konsekvensen av de senaste årens lånefest innebär att hushållen är sårbara för lägre bostadspriser. Kombinationen av låga räntor, stigande bostadspriser och uttag av eget kapital leder ofta till en snabb lånetillväxt som gör att vi får en överrepresentation av "nya" högt skuldsatta hushåll. Detta är de faktorer som Kandani, Lo och Merton pekar på som leder till att systemriskerna byggs upp.

Hushållen måste öka det egna kapitalet

De fallande bostadspriserna och hushållens höga skuldsättning har lagt en tung hämsko på den ekonomiska återhämtningen i många länder. Den ekonomiska aktiviteten är fortfarande idag lägre än innan finanskrisen bröt ut. Men vissa länder har drabbats hårdare än andra och påfallande ofta är dessa länder de länder där bostadspriserna har fallit som mest och där hushållen är högt skuldsatta. Välkända exempel är utvecklingen i Danmark, Irland, Storbritannien, Spanien och USA.

Av figur 12 framgår utvecklingen av belåningsgraden på bostäder i Danmark, Sverige och USA.

Figur 12. Hushållens belåningsgrad



Källor: Danmarks statistik, Danmarks Nationalbank, SCB, Macrobond

Danmark är särskilt intressant att följa eftersom det är ett land med ett regelsystem som sedan 2003 i mångt och mycket kommit att påminna om det svenska med korta bindningstider och en stor andel amorteringsfria lån. De danska hushållens bolåneskulder är personliga liksom de svenska och kan inte skrivas av som i USA. Värt att notera är att de danska bankerna hittills klarat finanskrisen mycket bättre än bankerna i Irland, Storbritannien och USA, även om ett par mindre banker har gått i konkurs. Antalet bankkonkurser i Danmark är fortfarande få. En annan skillnad mellan Danmark och övriga krisländer är att arbetslösheten fortfarande är låg i Danmark.

Trots detta är den makroekonomiska utvecklingen i Danmark inte bättre än i övriga krisländer. Utvecklingen i Danmark är t.o.m. något sämre än i Spanien åtminstone om vi ser till ökningen i BNP och privat konsumtion jämfört med innan finanskrisen bröt ut. Om vi jämför den

danska utvecklingen med den svenska sedan det fjärde kvartalet 2007 har t.ex. privat konsumtion ökat med reellt 4 procent i Sverige medan konsumtionen i Danmark har minskat med hela 5 procent under samma period.

Den viktigaste förklaringen till skillnaden i konsumtionsutveckling mellan de båda länderna är utvecklingen av hushållens skulder och prisutvecklingen på bostäder

Det finns anledning att utgå ifrån en betydande förmögenhetseffekt av bostadskapital på privat konsumtion. Empiriska studier pekar på en förmögenhetseffekt på mellan 4 till 10 procent¹⁵. Case m.fl. (2011) finner att effekten är inom intervallet 3 till 18 procent¹⁶. Om vi utgår ifrån att effekten är närmare 10 procent kan vi förklara ungefär hälften av skillnaden i konsumtionsutveckling mellan Danmark och Sverige med skillnaden i bostadsförmögenhetens utveckling sedan 2007. I Danmark har förmögenheten minskat med 25 procent och i Sverige har den ökat med 15 procent.

Hushållens balansräkningar spelar stor roll för hushållens vilja att konsumera. Det finns ett tydligt samband mellan bostadspriser, skuldsättning och ekonomisk utveckling. Lågkonjunkturer som föregås av en stark kredittillväxt och stigande bostadspriser är både djupare och långvarigare än andra kriser. Stigande bostadspriser och en stark kredittillväxt går hand i hand och ofta stiger priserna mer än vad som kan motiveras av ekonomiska fundamenta i form av stigande boendekostnader och hushållsinkomster. Aktörerna agerar kortsiktigt och är bakåtblickande när de bildar sina framtidsförväntningar. Och så länge som hushållen blir rikare och långivarna tjänar pengar är alla nöjda och glada. Problemen uppkommer när bostadspriserna slutar stiga och börjar falla. Hushållens tillgångar faller i värde medan skulderna åtminstone på kort sikt finns kvar ograverade. Skuldtyngda hushåll är otrygga hushåll när det egna kapitalet minskar och de reagerar genom att dra åt svängremmen och spara för att återställa balanserna. Ju mer skuldsatta hushållen är desto större blir de negativa effekterna när bostadspriserna faller.

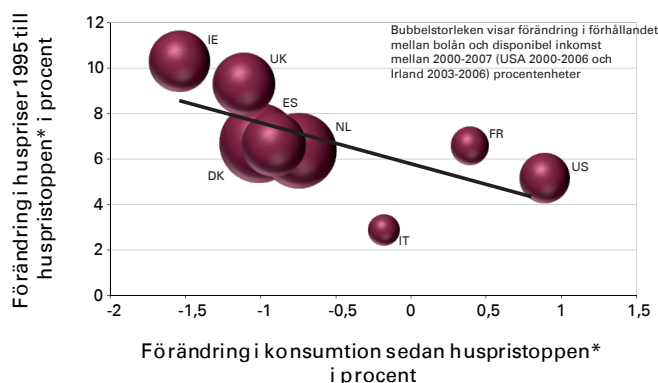
Figur 13 illustrerar detta. Det framgår av den negativt lutande linjen att de länder som haft stora prisökningar

15 Carrol, Christopher D., Misuzu Otsuka och Jiri Slacalek, (2010), "How Large are Housing Wealth Effects? A new Approach", ECB, arbetsrapport 1283, december 2010.

16 Case, Karl Ee., John M. Quigley och Robert J. Shiller, (2011) "Wealth Effects Revisited 1978-2009", NBER, arbetsrapport nr.16848,.

också är de länder där hushållens konsumtion minskar mest när priserna faller. Dessutom visar koncentrationen av de stora bollarna att ju större skuldökning ett land haft desto högre blir kostnaden av en bostadsbubbla. Lågkonjunkturer som föregås av både stigande bostadspriser och en kraftig kredittillväxt är de djupaste.

Figur 13. Förändring av konsumtion, huspriser och bolån/disponibel inkomst



Källor: Macrobond, OECD, Eurostat och nationella statistikbyråer

Slutsatser

En hög skuldsättning gör oss sårbara för sjunkande bostadspriser. Erfarenheterna av finans- och skuldskrisen visar på att det är bättre att ingripa med olika styrmedel och förhindra att prisbubblor och en alltför stor skuldsättning byggs upp än att städa i efterhand och dämpa effekterna på ekonomin av spruckna bubblor.

Ekonomierna vill inte växa trots låga räntor. Och trots att det gått ca fem år sedan finanskrisen är den ekonomiska aktiviteten i många länder idag lägre än innan krisen bröt ut. Särskilt dålig har utvecklingen varit i länder med fallande bostadspriser och högt skuldsatta hushåll. Skuldsatta och otrygga hushåll med lån större än bostadens värde konsumerar inte utan väljer att spara för att få balans i tillvaron.

Frågan är då vilka verktyg som står till buds för att förhindra en överdriven skuldsättning och vad som kan göras för att minska risken för detta.

Ett verktyg är penningpolitiken, som visserligen är ett trubbigt instrument, men verkningsfullt för att påverka bostadspriser och hushållens skuldsättning via räntan. Om penningpolitiken används för att hindra att omotiverad optimism leder till en ohållbar kreditgivning och kredit efterfrågan leder det till jämnare ekonomisk utveckling och ökad välfärd på sikt. Alltför låga räntor under lång tid riskerar att leda till ett överdrivet risktagande¹⁷. Svårigheten ligger i att identifiera bubblor och att agera när obalanser byggs upp. Erfarenheterna från olika centralbankers agerande före krisen tyder på att det i praktiken är svårt att komma till skott.

Finanspolitiken är ett annat verktyg. Möjligheten att dra av räntor, fastighetsskatt, realisationsvinstskatt, lagfartsavgift och pantbrevsavgift är alla variabler inom ramen för finanspolitiken. Avdragsrätten för räntor gör att hushållen inte påverkas i så stor utsträckning av förändrade bostadspriser, vi får en mindre effekt än annars på boendekostnaderna. Beräkningar av ekonomer på Danmarks Nationalbank visar att Danmark och Nederländerna som haft de största skattesubventionerna på boendet också är de länderna som historiskt haft de största variationerna i bostadspriserna¹⁸. Fastighetsskatten har motsatt effekt och gör hushållen känsliga för svängningarna i bostadspriserna. Det kan finnas goda strukturella argument för minskade ränteavdrag men som metod för att hantera cykliska bostadsbubblor finns det andra och bättre verktyg. Den politiska processen gör det dessutom svårt att ändra skatter eftersom de berör vissa hushåll till skillnad från penningpolitiken som berör nästan alla hushåll.

För att förhindra bostadsbubblor och alltför stor skuldsättning hos hushållen finns det andra, mer direkta och effektivare verktyg använda. Vi måste hitta verktyg som tar hänsyn till att både långivare och låntagare är otåliga och kortsiktiga och som mera direkt påverkar kreditgivningen och viljan att ta lån. Vi måste ha robusta system som gör att både banker och hushåll har tillräckligt med eget kapital för att tåla påfrestningar i form av fallande bostadspriser.

Den stora frågan är naturligtvis hur vi kan undvika att stora obalanser, systemriskar byggs upp? Internationellt pågår nu ett intensivt arbete hur den s.k. makrotillsynen

17 Franklin Allen och Kenneth Rogoff (2011), "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges Riksbank, s 200.

18 Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl och Peter Birch Sørensen (2011), Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes?, Kvartalsøversigt, kv. 1, del 2, ss 91-95.

bör skötas för att vi ska undvika framtida finanskriser. I Sverige ska finanskriskommittén utreda hur myndigheterna ska förebygga och hantera kommande finansiella kriser¹⁹. Fokus ligger i första hand på bankerna.

Basel III innebär ökade reservkrav för bankerna vilket ökar deras möjligheter att bära förluster och skyddar skattebetalarna. På motsvarande sätt måste vi vidta åtgärder för att minska hushållens sårbarhet. De danska och amerikanska erfarenheterna visar att det inte tillräckligt att enbart se till stabiliteten av det finansiella systemet. Skuldtungda hushåll är en viktig om inte den viktigaste förklaringen till att återhämtningen är trög i dessa länder.

Bolånetak är en metod som dämpar hushållens skuldsättning. En svaghet med bolånetak är att de är relativt lätta att kringgå, t.ex. genom att ta blacolån. En annan svaghet är att det kan inge en falsk trygghet i tider när bostadspriserna ökar på ett sätt som inte är hållbart. Hushållens genomsnittliga belåningsgrad har fortsatt att öka och det egna kapitalet har fortsatt att minska. Blacolån är inte bolån så det måste finnas en annan förklaring till de stigande belåningsgraderna. En förklaring kan vara att bankernas värdering av låneobjekten vid uttag av eget kapital är för generös.

Amorteringsfria lån och möjligheten att ta ut eget kapital är viktiga förklaringar till att hushållen fått problem med bolånen. Amorteringskrav är sannolikt den bästa lösningen för att undvika att systemriskerna byggs upp. Om hushållen amorterar även på bottenlån betyder det att det i lånestocken både finns gamla, till stor del nedamorterade lån, och nya lån. Det innebär att inte alla hushåll samtidigt drabbas hårt om bostadspriserna faller. Att återupprätta amorteringskulturen i Sverige därför angeläget. En buffert i form av eget kapital gör både hushållen och ekonomin i sin helhet motståndskraftiga mot ekonomiska chocker. Vi kan se att länder som Finland och Tyskland med en amorteringskultur och bosparande också är länder som klarat den nuvarande krisen bra.

Den traditionella danska modellen med 30-åriga lån kan också vara av intresse för Sverige. Den traditionella danska modellen är unik genom att den kopplar hushållens bolån till obligationsmarknaden. Den s.k. balansprincipen innebär att hushållet kan köpa tillbaka sitt bolån på obligationsmarknaden. Det innebär att ränterisken bärs av obligationsmarknaden och inte av hushållen. Normalt bör

investeringarna i bostadsobligationer vara bättre på att bedöma risk än hushållen.

Det är ingen enkel uppgift att bestämma om när och varför systemriskerna byggs upp. Vi har tidigare argumenterat för att en oberoende institution med ansvar att analysera systemriskerna etableras²⁰. En oberoende institution med ordentliga analysresurser som bevakar skuldsättning och tillgångspriser och som signalerar när systemriskerna byggs upp skulle kunna göra nytta genom att vara ett stöd för de myndigheter som ansvarar för krishanteringen. En sådan institution skulle ha till uppgift att varna när det är fara och färde.

19 Finanskriskommittén (Fi 2011:02)

20 BKN, Hushållens skuldsättning i spåren av finanskrisen, Marknadsrapport, Februari 2011

