

Datum 2013-10-01
Författare **Robert Boije**

FI Dnr 13-11430

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 787 80 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Risker för den finansiella stabiliteten och för enskilda hushåll i Sverige relaterade till hushållens skuldsättning och amorteringsbeteenden

Sammanfattande bedömning av Analysgruppens arbete:

Analysgruppen har gjort ett antal analyser med hjälp av mikrodata över både befintliga låntagare och nya låntagare med utgångspunkt från observerade belåningsgrader och amorteringsbeteenden. Dessa analyser pekar på att hushållen *generellt sett* har en god återbetalningsförmåga och att riskerna är små för de flesta enskilda hushåll även vid stressade situationer. De indikerar också att risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster på bolån är liten. Däremot visar analyserna på mikrodata att det finns vissa grupper hushåll som är mycket sårbara för inkomst- och/eller bostadsprisfall. *Sammantaget* talar de analyser som gjorts *enbart på mikrodata* för att riskerna för det finansiella systemet *i dagsläget* är begränsade.

Sedan bolånetaket infördes 2010 har amorteringstiderna minskat på topp- och blacolån för nya låntagare och den trendmässiga ökningen i belåningsgraderna ser ut att ha brutits. Men amorteringstiderna på bottenlånen är mycket långa vilket bidrar till att hålla uppe den aggregerade skuldkvoten. Samtidigt visar nya beräkningar gjorda utifrån bolåneundersökningens paneldata från 2011 och 2012 att *nettoamorteringarna* (dvs. *bruttoamorteringar* minus nya lån) var negativa för nya låntagare mellan hösten 2011 och 2012; lånen för de hushåll som fanns med i datamaterialet bägge åren ökade med 11 procent netto under denna period. Om detta beteende står sig framöver bland nya låntagare, kan det innebära att dagens ökningstakt i hushållens *totala* bostadsskulder på omkring 5 procent årligen riskerar att stiga framöver. Det skulle i så fall innebära att den aggregerade skuldkvoten sannolikt fortsätter att stiga, allt annat lika. Sett till risken för finansiell instabilitet är det bra att amorteringstiderna på topp- och blacolån sjunker. De långa amorteringstiderna på bottenlån och de negativa *nettoamorteringarna* kan dock innebära att riskerna stiger framöver.

Analysen på makrodata *indikerar* att fundamentala reala efterfråge- och utbudsfaktorer kan förklara en stor del av uppgången i hushållens aggregerade skuldkvot i Sverige de senaste 10-15 åren; framförallt sänkta räntor, sänkta

skatter och att fler äger sitt boende. Det *kan* tala för att risken för en negativ makroekonomisk utveckling och för finansiell instabilitet liknande den som vi sett i andra länder, där den aggregerade skuldkvoten också har ökat kraftigt, är mindre uttalad i Sverige. Det går samtidigt inte att utesluta att generösare kreditgivningsnormer *i sig* också till vis del kan ha bidragit till uppgången; belåningsgraden för nya lån ökade från ungefär 60 till 70 procent mellan 2003 och 2010. Den genomsnittliga belåningsgraden i stocken av bostadslån är 65 procent.

Även om fundamentala faktorer bedöms förklara uppgången i skuldkvoten, finns det en risk att dessa faktorer kan ändras, eller att hushållen har felaktiga förväntningar om dessa faktorer, och att det *i sig* kan leda till stora problem för makroekonomin och det finansiella systemet. Vi kan också hamna i en ekonomisk situation där negativa faktorer samverkar och där det allmänna förtroendet för svensk ekonomi sjunker. Det skulle exempelvis kunna utlösa ett kraftigt bostadsprisfall. I en sådan situation finns den en risk för att hushållen drar ner sin konsumtion kraftigt, vilket kan leda till kreditförluster i bankernas utlåning till icke-finansiella företag. Ett stort bostadsprisfall kan också komma att allvarligt påverka bankernas finansieringssituation. I händelse av en ekonomisk utveckling där negativa faktorer samverkar - en situation som är svår att till fullo fånga upp i de analyser, simuleringar och räkneexempel Analysgruppen gjort - kan konsekvenserna av en hög aggregerad skuldkvot och fortsatt växande skuldkvot bli mer dramatiska. Det är således vanskligt att avfärda risker baserat på att fundamentala faktorer kan förklara tillväxten i skulder och bostadspriser.

Beslut om eventuellt nya åtgärder för att minska riskerna med hushållens skuldsättning måste med nödvändighet tas utifrån en *osäker sammantagen bedömning*. *Försiktighetsskäl* talar för att det är motiverat att *överväga* ytterligare åtgärder relativt snabbt för att hantera riskerna med den idag historiskt och internationellt sett höga aggregerade skuldkvoten, även om beslutsunderlaget i form av "säker evidens" är begränsat. Utgångspunkten för dessa åtgärder bör då vara att de *potentiella* samhällsekonomiska kostnaderna av att inte agera idag *bedöms* vara så stora att det överväger kostnaderna av ökad reglering. Det är samtidigt viktigt att eventuellt nya åtgärder utformas på sådant sätt att de när de införs *i sig* inte bidrar till en lågkonjunktur. Det är också angeläget att analysera vidare om det finns skäl att vidta ytterligare åtgärder för att skydda särskilt utsatta hushållsgrupper, även om riskerna i utlåningen till dessa grupper *isolerat sett* inte bedöms utgöra något stort hot för den finansiella stabiliteten.

Anm. De underlagspromemorior som ligger till grund för denna sammanfattning av Analysgruppens arbete kommer att publiceras i den takt de färdigställs.

Inledning

Utvecklingen på bostadsmarknaden har genom historien spelat en framträdande roll i ekonomiska kriser. Ofta är det länder som innan krisen haft kraftigt stigande bostadspriser och ökande skuldsättning hos hushållen som drabbas värst i termer av bl.a. fallande bostadspriser, störningar i det finansiella systemet, ökande arbetslöshet och offentlig-finansiella problem. Den svenska krisen på 1990-talet och den senaste globala krisen är bara två exempel på detta. Det är dock samtidigt viktigt att säga att det inte nödvändigtvis alltid är ökande bostadspriser eller en hög skuldsättning som orsakat dessa kriser, men att kriserna förvärrats pga. dessa faktorer när de väl ändå inträffat.

Sverige har så här långt klarat sig förhållandevis bra under den finanskris som inleddes 2008 jämfört med många andra länder, även om arbetslösheten har ökat i betydande utsträckning och BNP påverkats negativt. Till skillnad från i många andra länder har den finansiella krisen inte lett till några stora prisfall på bostäder i Sverige. Men det innebär inte att det inte finns några risker relaterade till såväl bostadspriserna som hushållens skuldsättning.

Bostadspriserna i Sverige ökade reellt med hela 145 procent mellan 1995 och 2010. Parallellt med det ökade hushållens skuldsättning markant. Vi har idag en historiskt sett mycket hög skuldsättning hos hushållen i förhållande till de disponibla inkomsterna (runt 170 procent). Den genomsnittliga belåningsgraden för nya lån ökade från ungefär 60 till 70 procent mellan 2003 och 2010. Den genomsnittliga (avtalade) amorteringstiderna för belåningsgrader under 75 procent är mycket långa och en stor andel av de nya låntagarna har helt amorteringsfria lån. Även om hushållens ränteutgifter i förhållande till de disponibla inkomsterna idag ligger på en förhållandevis låg nivå och flera undersökningar visar att fundamentala faktorer i stor utsträckning förklarar husprisuppgången, så utgör den höga skuldsättningen och långa amorteringstider en risk för framtiden som är viktig att analysera närmare.

Mot denna bakgrund bestämdes vid Samverkansrådets möte den 19 februari att en av Finansinspektionen och Riksbanken gemensam analysgrupp skulle tillsättas för att närmare analysera risker kopplade till hushållens skuldsättning och amorteringsbeteenden. Analysen kan ses som ett komplement till den utredning som Riksbanken gjorde 2011 om risker på den svenska bostadsmarknaden¹ och Finansinspektionens senaste bolåneundersökning.²

¹ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Riksbanken, 2011.

² Se Den svenska bolåneemarknaden 2013, Finansinspektionen.

Analysgruppens uppdrag

Analysgruppen har haft i uppdrag att ge en utförlig deskriptiv bild av hushållens *nuvarande* skuldsättning och amorteringsbeteenden samt analysera om vissa hushåll utgör ett särskilt problem i detta avseende. Analysgruppen har också haft i uppdrag att analysera både de kort- och långsiktiga konsekvenserna av olika amorteringsbeteenden för hushållens skuldsättning, framförallt vilka risker detta kan ha för såväl *enskilda hushåll* som för den *finansiella stabiliteten*. Arbetsgruppen har slutligen också haft i uppdrag att kartlägga internationella erfarenheter av hushållens skuldsättning samt att analysera dess relevans för svenska förhållanden. Arbetsgruppen har *inte* haft i uppdrag att komma med förslag på eventuella åtgärder. Det centrala har varit att analysera risker relaterade till hushållens skuldsättning och amorteringsbeteenden.

Analysen har begränsats av att det sedan 2007 inte längre finns tillgång till individuell data över förmögenheter. För att kunna bedöma riskerna med en hög skuldsättning bör idealt sett hushållens skulder ställas i relation till hushållens förmögenheter. För att bedöma hushållens motståndskraft mot exempelvis ett bostadsprisfall, är det också viktigt att veta hur stor del av förmögenheterna som är likvida. I arbetet har en begränsad analys gjorts på aggregerad data och vissa hänvisningar görs till den analys som redan gjorts på äldre individuell förmögenhetsstatistik.

Arbetets upplägg

Utifrån Samverkansrådets uppdrag beslöt Analysgruppen att ta fram åtta olika promemorior, vid sidan av en ”kappa” där Analysgruppens ordförande sammanfattar de huvudsakliga slutsatserna i de åtta olika promemoriorna. Följande promemorior har tagits fram vid sidan av kappan – de kommer att publiceras senare i den takt de blir helt färdigställda (ansvarig institution inom parentes):

PM 1. Förklaringar till utvecklingen av hushållens skuldsättning sedan mitten av 1990-talet
(Finansinspektionen)

Syftet med denna promemoria är att försöka reda ut vad som kan förklara uppgången i hushållens *aggregerade* skuldsättning så här långt. För att kunna bedöma allvaret av en hög skuldsättning framöver är det viktigt att först reda ut om det finns fundamentala faktorer som kan förklara uppgången hittills, vilka dessa är och vad det kan ha för betydelse för riskerna.

PM 2. Analys av spridningen i hushållens skuldsättning (Finansinspektionen)

Riskerna med en viss *aggregerad* skuldsättning i samhället kan se olika ut beroende på hur skulderna är *fördelade*. Syftet med denna promemoria är att utvidga analysen av datamaterialet från bolåneundersökningen och även komplettera denna med information från SCB:s årliga tvärsnittsundersökning HEK (Hushållens ekonomi) för att därigenom öka kunskapen om hur spridningen ser ut i hushållens skuldsättning. I promemorian används bolåneundersökningen för att visa spridningen bland *nya* låntagare medan HEK:en används för att få en uppfattning av spridningen i *hela* populationen. Data analyseras också utifrån olika inkomst- och åldersgrupper samt fördelat över olika regioner. I promemorian redovisas också olika stresstester baserade på både bolåneundersökningen och HEK-data för att se vilka hushållskategorier som är särskilt utsatta för ränteuppgångar, inkomstbortfall till följd av arbetslöshet och prisfall på bostaden samt också vad det kan betyda för bankernas direkta kreditförluster på bostadslån.

PM 3. Hushållens nuvarande belåningsgrader och amorteringsbeteenden i Sverige (Finansinspektionen)

Syftet med denna promemoria är att utifrån den senaste bolåneundersökningen analysera hushållens nuvarande belåningsgrader (dvs. skuld i förhållande till bostadens marknadsvärde) och amorteringsbeteenden. För att kunna bedöma riskerna med belåningsgraderna och amorteringarna på nya lån är det viktigt att också kunna skilja mellan hushållens brutto- och nettoamorteringar. Nettoamorteringen definieras som skillnaden mellan amorteringen av befintliga lån under ett år (bruttoamorteringarna) minus upptagande av nya lån under året. Om hushållen tenderar att ta upp nya lån under året som är större än summan av de amorteringar som görs på befintliga lån, är nettoamorteringarna negativa. I promemorian används paneldata i bolåneundersökningen för två år för att få en grov uppfattning om hushållens nettoamorteringar.

PM 4. Hushållens amorteringsbeslut (Riksbanken)

Syftet med denna promemoria är att reda ut vilken vägledning ekonomisk teori ger om hushållens amorteringsbeslut. Ett delsyfte med denna promemoria är också att reda ut om det ur *individens* perspektiv finns incitament att inte amortera som i slutänden kan stå i motsatsförhållande till de risker som kan uppstå på *aggregerad* nivå avseende makroekonomin och den finansiella stabiliteten om många hushåll avstår från att amortera eller amorterar i liten grad (se vidare PM 6).

PM 5. Framtida risker för *enskilda* hushåll vid nuvarande belåningsgrader och amorteringsbeteenden
(Finansinspektionen)

I denna promemoria kompletteras den mer teoretiska analysen i PM 4 och den statistiska analysen i PM 2 och 3 med *långsiktiga framskrivningar/simuleringar* av några olika hushållskategoriernas ekonomiska situation med avseende på belåningsgrad, skuldkvot och räntekvot. Därtill görs beräkningar och framskrivningar av hur mycket dessa olika hushållskategorier har kvar att leva på efter att boendekostnader, räntekostnader och övriga levnadsomkostnader är betalda. Framskrivningarna görs först utifrån ett *basscenario* som utgår från de belåningsgrader och amorteringsbeteenden som kan observeras på nya lån i 2012 års bolåneundersökning (och som också beskrivs i PM 3) givet vissa antaganden om bl.a. räntenivå, framtida tillväxttakt i hushållens disponibla inkomster och bostadspriser. Därefter studeras hur slutsatserna påverkas om de olika antagandena ändras. Kvar-att-leva-på-kalkylerna görs dels utifrån *nödvändiga* levnadsomkostnader, dels med utgångspunkt från SCB:s HUT-data som istället visar *verkliga* konsumtionsutgifter för olika hushållskategorier.

PM 6. Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna
(Riksbanken)

Syftet med denna promemoria är att bedöma risker på kort och lång sikt för makroekonomin och den finansiella stabiliteten kopplade till en hög *aggregerad* skuldsättning. Även om de *individuella* riskerna av en hög individuell skuldsättning och låga amorteringar skulle vara begränsade för majoriteten av hushåll kan det finnas betydande risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten vid en hög *aggregerad* skuldsättning som indirekt kan utgöra en betydande risk för hushållssektorn som kollektiv. Erfarenheten visar bl.a. att konjunkturåterhämtningen kan bli mycket utdragen om ett land utsätts för en kraftig konjunkturstörning om hushållen är högt skuldsatta. Det gäller i synnerhet om störningen också innebär att bostadspriserna faller. Om hushållen är kraftigt skuldsatta finns det en risk för att de drar ner på sin konsumtion mer än de hade gjort i annat fall för att återställa sina balansräkningar. Detta leder till en mer negativ effekt på den ekonomiska aktiviteten och arbetslösheten än i annat fall, vilket indirekt också kan påverka den finansiella stabiliteten.

PM 7. Konsekvenser vid en ökad framtida aggregerad skuldsättning för finansieringen av bostadslån med säkerställda obligationer
(Riksbanken)

Bankerna finansierar idag bostadsutlåningen till ca 75 procent med så kallade säkerställda obligationer. Resterande del (25 procent) finansieras med icke säkerställd upplåning där merparten består av inlåning från allmänheten. En säkerställd obligation innebär att banken ger ut en bostadsobligation med

befintliga bostadskrediter som säkerhet (befintliga bostadskrediter utgör en tillgång för banken). En säkerställd obligation är således kopplad till denna så kallade säkerhetsmassa. Det finns särskilda regler för hur denna säkerhetsmassa ska vara utformad, bl.a. vilken belåningsgrad som maximalt accepteras på lånen som ingår som säkerheter i säkerhetsmassan. Belåningsgraden avseende bostadslån i säkerhetsmassan får inte överstiga 75 procent. Den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken ligger idag på ca 65 procent. En trend mot en allt högre genomsnittlig belåningsgrad i bolånestocken kan innebära att bankernas möjlighet att finansiera bostadsutlåningen med säkerställda obligationer på sikt kan försvåras, framförallt om bostadspriserna skulle falla kraftigt efter en sådan trendmässig uppgång i den genomsnittliga belåningsgraden. Syftet med denna promemoria är att utifrån olika scenarier för den genomsnittliga belåningsgraden bedöma konsekvenserna för möjligheten för bankerna att finansiera bostadsutlåningen med säkerställda obligationer.

PM 8. Hushållens skuldkvot i Sverige sett ur ett internationellt perspektiv (Finansinspektionen)

För att få ytterligare underlag för att kunna bedöma riskerna med en hög skuldsättning i Sverige är det motiverat att jämföra skuldutvecklingen i Sverige med den i andra länder, särskilt länder som fått problem efter en längre period med stigande bostadspriser och hushållsskulder, men också med den i jämförbara länder. Syftet med denna avslutande promemoria är därför att med ledning av slutsatserna i PM 1 undersöka likheter och olikheter med utvecklingen i andra länder.

Slutsatser

Fundamentala reala efterfråge- och utbudsfaktorer bedöms förklara en stor del av uppgången i hushållens aggregerade skuldkvot...

Uppgången i hushållens aggregerade skuldkvot de senaste åren bedöms i PM 1 kunna förklaras till stor del av att fler hushåll äger sin bostad, lägre räntor, sänkta skatter och senare arbetsmarknadsinträde. Bedömningen i PM 1:s basscenario är att dessa faktorer kan förklara en stor del av uppgången i skuldkvoten det dryga decenniet innan finanskrisen slog till 2008/2009. Bedömningen är dock osäker då den bygger på vissa antaganden och någon formell kausalitetstest inte har kunnat göras. Med andra antaganden går det att komma fram till att dessa faktorer enbart kan förklara drygt hälften av uppgången i skuldkvoten alternativt *mer* än hela uppgången i skuldkvoten. Den sammantagna *bedömningen* är ändå att uppgången i skuldkvoten de senaste åren i hög utsträckning troligen förklaras av strukturella faktorer. I synnerhet eftersom det även finns andra faktorer som talar i samma riktning men som inte har kunnat kvantifieras, framförallt pris- och skuldeffekten av urbaniseringen i kombination med en i förhållande till inflyttningen liten nyproduktion i inflyttningsregionerna.

...men generösare kreditgivningsnormer kan också ha bidragit till detta

Frågan är också om mer generösa kreditgivningsnormer, i form av över tiden ökande belåningsgrader och ett ökat inslag av amorteringsfria lån, *i sig* har bidragit till uppgången i skuldkvoten. *Teoretiskt sett* bör inte amorteringsfrihet ha någon större effekt på bostadspriserna eller skuldsättningen om hushållen är rationella och inte kreditransonerade. Lånet ska alltid betalas tillbaka oavsett om det sker löpande över lånets löptid eller i samband med att bostaden avyttras. Amorteringsfrihet minskar visserligen månadsutgiften, vilket möjliggör en högre skuldsättning utan att månadsutgiften ökar, men samtidigt ökar nuvärdet av räntekostnaderna på lånet sett över lånets löptid.

Amorteringar är inget annat än en form av sparande och variationer i amorteringarna är i teorin bara en omfördelning av sparandepportföljen. I praktiken finns det dock en risk att hushållen tänker mer kortsiktigt och istället i första hand utgår från den totala månadsutgiften. Om så är fallet kan en övergång från (ett tänkt) amorteringskrav till amorteringsfrihet leda till att hushållen lånar mer än i annat fall, vilket i sin tur också kan öka bostadspriserna. Effekten av detta på skuldkvoten är dock inte helt lätt att kvantifiera. Det har inte gått att visa om högre belåningsgrader och en större grad av amorteringsfrihet på nya lån över tiden *i sig* har bidragit till en högre skuldkvot eller om de nya kreditgivningsnormerna endast möjliggjort den uppgång i skuldkvoten som kan förklaras av strukturella efterfråge- och utbudsfaktorer. Givet bedömningen i en av alternativberäkningarna i PM 1, där det finns en oförklarad uppgång i skuldkvoten, skulle en tolkning kunna vara att mer generösa kreditgivningsnormer delvis har bidragit till den oförklarade uppgången i skuldkvoten. I de beräkningar där strukturella faktorer förklarar hela uppgången i skuldkvoten blir bedömningen att mer generösa kreditgivningsnormer snarare har möjliggjort (men inte bidragit till) uppgången.

Skuldkvoten har ökat trendmässigt för alla inkomstgrupper och vissa hushållsgrupper är mycket sårbara

Som konstaterades ovan kan riskerna med en viss *aggregerad* skuldsättning i samhället se olika ut beroende på hur skulderna är *fördelade*. HEK-data som analyseras i PM 2 visar att skuldkvoten har ökat trendmässigt för i princip alla inkomstgrupper, parallellt med ökningen i den aggregerade skuldkvoten. Ökningen har varit störst för hushåll med låga respektive höga disponibelinkomster. Analysen visar också att i nyutlåningen har samtliga inkomstgrupper betydligt högre skuldkvoter jämfört med i stocken.

För att kunna bedöma riskerna med de högre skuldkvoterna bör man också studera hur stor andel av hushållens skulder som återfinns hos hushåll med de lägsta inkomsterna och specifikt hos hushåll som uppbar en del av sin inkomst från sociala trygghetssystem. Analysen i PM 2 visar att en relativt liten andel av de utestående skulderna innehas av sårbara hushåll. Cirka fyra procent av de utestående skulderna innehas av hushåll med låga arbetsinkomster eller som har erhållit arbetslöshetsersättning eller sjukpenning, och som inte har

inkomster som täcker räntebetalningar och övriga levnadsomkostnader. Andelen av den totala skulden som innehas av hushållen med lägst disponibelinkomster har dock minskat trendmässigt mellan 2005 till 2011. Bolåneundersökningen visar samtidigt att av de nya lån som beviljas ges en relativt liten del till hushåll med disponibelinkomster under 15 000 kronor.

Analysen i PM 2 visar samtidigt att 2,6 respektive 8 procent av de nya respektive befintliga låntagarna inte har inkomster som täcker räntebetalningar och övriga levnadsomkostnader. Bland befintliga låntagare har dessutom vart tionde hushåll mindre än 3 000 kronor kvar att leva på varje månad. Motsvarande siffra bland nya låntagarhushåll är 9 procent. 15 procent av hushållens totala skulder innehas av hushåll som har mindre än 3000 kronor kvar att leva av varje månad när boendeutgifter och nödvändiga levnadsomkostnader är betalda. Motsvarande siffra för enbart nya låntagarhushåll är knappt 6 procent. Det finns således en hel del hushåll som har mycket små marginaler i sin ekonomi. Detta är bekymmersamt för de drabbade hushållen men bedöms *isolerat sett* inte utgöra något stort hot mot den finansiella stabiliteten. Det går samtidigt inte att utesluta att om dessa riskgrupper får stora betalningsproblem i samband med en utdragen lågkonjunktur så kan det komma att påverka förtroendet för banksystemet, vilket kan leda till vissa spridningseffekter. I PM 2 visas dock, liksom i Finansinspektionens senaste bolåneundersökning, att merparten av den totala volymen lån finns hos hushåll som bedöms ha en god återbetalningsförmåga.

Analysen i PM 2 visar vidare att belåningsgraderna generellt sett är högre i mindre orter jämfört med i storstadsregionerna men att skuldkvoterna trots detta är högre i storstadsregionerna. Det förklaras av att bostadspriserna i förhållande till disponibelinkomsterna är högre i storstadsregionerna. Analysen i PM 2 baserad på HEK-data visar också att 4 procent av den totala skulden har ”flyttat” från mindre orter till storstadsområden det senaste decenniet, sannolikt som ett resultat av urbaniseringen.

För att fullt ut kunna bedöma riskerna med en hög skuldsättning bör hushållens skulder idealt sett ställas i relation till hushållens förmögenheter. Sedan förmögenhetsskatten togs bort 2007 saknas dock data över förmögenheter på individnivå. Tidigare data på individnivå visar att de hushåll som hade högst skulder också hade högst förmögenheter, att förmögenheterna i genomsnitt var ca tre gånger större än skulderna och att det förhållandet var relativt stabilt över tiden. Aggregerad data visar att hushållens totala förmögenhet 2012 också var tre gånger större än skulderna och dessutom att hushållens likvida förmögenhet ligger ungefär i nivå med skulderna. *Isolerat sett* talar detta för att hushållen har relativt stora buffertar även i händelse av ett stort bostadsprisfall.

Risken för större kreditförluster på bostadslån bedöms vara liten utifrån mikrodata

Trots att skuldkvoten har ökat de senaste åren, både aggregerat och för samtliga inkomstgrupper, bedöms risken för större kreditförluster på bostadslån

vara liten. I PM 2 återges resultaten av de stresstester Finansinspektionen gjorde i samband med den senaste Bolåneundersökningen. Resultaten visar att de hushåll som tagit ett nytt bolån uppvisar en god återbetalningsförmåga och generellt sett har god motståndskraft mot ränteuppgångar, inkomstbortfall pga. arbetslöshet och prisfall på bostäder. Stresstester utförda på HEK-data visar också att de skuldsatta hushållen i populationen i allmänhet har en god motståndskraft mot ränteuppgångar.

Även om de hushåll som drabbas av ränteuppgångar, inkomstbortfall och prisfall på bostäder kommer tvingas till anpassningar i sin ekonomi, är bedömningen utifrån mikrodata att den finansiella stabiliteten för närvarande inte hotas genom att bankerna riskerar stora kreditförluster på bostadslån. En bidragande orsak till att man kan förvänta sig relativt låga kreditförluster på bostadslån vid ett prisfall på bostäder är att bostadsägare i Sverige har personligt ansvar för sina skulder. Det innebär att hushållen, till skillnad från i exempelvis USA, inte kan göra sig kvitt lånen genom att lämna över huset till banken om marknadsvärdet på huset skulle sjunka under storleken på bostadslånen. Trots att priserna på bostäder föll Realt med hela 30 procent i början av 1990-talet och arbetslösheten ökade markant gjorde banksektorn begränsade kreditförluster på bolånen. Däremot gjorde bankerna större kreditförluster på utlåningen till icke-finansiella företag.

Trenden med stigande belåningsgrader ser ut att vara bruten

I PM 3 visas, med hänvisning till Finansinspektionens senaste bolåneundersökning, att trenden med stadigt stigande belåningsgrader i nyutlåningen ser ut att vara bruten. Hushållens genomsnittliga belåningsgrad för nya lån som togs under hösten 2012 låg på ca 70 procent, samma nivå som i undersökningen året innan. Detta trendbrott är positivt eftersom en fortsatt ökande belåningsgrad gör låntagare mer sårbara om bostadspriserna sjunker och låntagarna samtidigt skulle tvingas sälja sin bostad. Nu har hushåll som tagit nya lån *i genomsnitt* en säkerhetsmarginal på 30 procent mot eventuella bostadsprisfall. I stocken ligger den genomsnittliga belåningsgraden på 65 procent, så där är den genomsnittliga säkerhetsmarginalen något större än i nyutlåningen.

Data visar också att det efter bolånetaket infördes har skett en tydlig nedgång av andelen hushåll som tar nya lån med belåningsgrader över 85 procent (blancolån), vilket tyder på att bolånetaket har haft en positiv effekt. Nu är det cirka en av tio hushåll som tar nya lån med en belåningsgrad över 85 procent. Det kan jämföras med innan bolånetaket infördes då 20 procent av de nya låntagarna tog lån med en belåningsgrad över 85 procent.³

³ En potentiell felkälla i datamaterialet är dock att det inte syns om ett hushåll tar upp blacolån i en annan bank än den där botten- och topplånen tas.

Trend mot större amorteringar på topp- och blacolån men mycket långa amorteringstider på bottenlån och negativa nettoamorteringar hos nya låntagare

Alla hushåll som i den senaste bolåneundersökningens stickprov har en belåningsgrad över 85 procent amorterar på sina lån med en genomsnittlig amorteringstid på 9,5 år (ned till en belåningsgrad på 85 procent). Av de hushåll som har en belåningsgrad över 75 procent är det 88 procent som amorterar på sina lån. Den genomsnittliga amorteringstiden för belåningsgrader mellan 76 och 85 procent (dvs. på topplånen) ligger på 12,5 år. Dessa siffror ligger också i linje med de siffror som bankerna anger i lånevillkoren. Däremot är amorteringstiden på bottenlånen mycket lång. Amorteringstiden i stickprovet för hushåll med lägre belåningsgrader än 75 procent, och som faktiskt amorterar på sina lån, uppgår till i genomsnitt 130 år beräknat utifrån det årliga belopp som faktiskt amorteras (mätt som ett oviktat genomsnitt). Samtidigt har 43 procent av hushållen amorteringsfria lån. Om man inkluderar alla amorteringsfria lån och antar att låntagarna amorterar samma volym i kronor på dessa lån som på dem som faktiskt amorteras, uppgår den genomsnittliga amorteringstiden i stocken till 148 år. Dessa siffror ligger betydligt högre än de genomsnittliga amorteringstider på bottenlån som bankerna uppger i lånevillkoren. I praktiken blir dock aldrig de faktiska återbetalningstiderna så långa eftersom lånen löses när bostäderna avyttras. Enligt SCB omsattes i genomsnitt 5,6 procent av alla småhus, fritidshus och bostadsrätter varje år under perioden 2000-2012. Det ger en genomsnittlig innehavstid – och maximal återbetalningstid på lånen – på knappt 18 år. Samtidigt tas nya lån upp när bostäderna omsätts. Det finns dock (tidigare) analyser som visar att förstagångsköpare har en betydligt högre belåningsgrad jämfört med dem som köper sin andra, tredje bostad, osv.

En positiv faktor sett utifrån den risk för den finansiella stabiliteten som amorteringsfria lån kan medföra, är att de (nya låntagare) som tar amorteringsfria lån i regel har en betydligt lägre belåningsgrad än de som amorterar (64 procent jämfört med 78 procent).

Även om hushållens amorteringsbeteende, avseende nya låntagarhushåll, har förbättrats sett till avtalsvillkoren, behöver inte det betyda att hushållens nettoamorteringar är positiva. Nya beräkningar gjorda utifrån bolåneundersökningens paneldata från 2011 och 2012 visar att nettoamorteringarna (dvs. bruttoamorteringarna minus nya lån) var negativa för nya låntagare mellan hösten 2011 och 2012; detta eftersom lånen för de hushåll som fanns med i datamaterialet bägge åren ökade med 11 procent under denna period trots positiva bruttoamorteringar. Om detta beteende står sig bland nya låntagare, riskerar det innebära att dagens ökningstakt i hushållens totala bostadsskulder på omkring 5 procent årligen stiger framöver. Det skulle i så fall innebära att den aggregerade skuldkvoten sannolikt fortsätter att stiga, *allt annat lika*. Sett till risken för finansiell instabilitet är det bra att amorteringstiderna på topp- och blacolån sjunker. De långa

amorteringstiderna på bottenlån och de negativa nettoamorteringarna hos nya låntagarhushåll kan dock bidra till att riskerna stiger framöver.

Ur det individuella hushållets perspektiv kan det vara rationellt att såväl amortera som inte amortera

I PM 4 visas att ekonomisk teori (livscykelhypotesen) implicerar att det kan vara optimalt för ett *enskilt* hushåll med en hög belåningsgrad och låg amortering i början av yrkeslivet då inkomsten är låg och inte överstiger hushållets önskade konsumtionsnivå; enligt teorin strävar nämligen hushållen efter att jämna ut konsumtionen över tiden. Det kan även vara rationellt för hushåll att inte amortera efter pensioneringen då inkomsterna åter igen sjunker. Dock antar teorin att äldre hushåll har lägre belåningsgrader än yngre hushåll, på grund av att de sparar mitt i livscykeln när inkomsten överstiger hushållets önskade konsumtionsnivå.

Det är, sett över längre innehavstider, normalt små risker ur det individuella hushållets perspektiv med små amorteringar...

I PM 5 analyseras, med hjälp av stiliserade beräkningar, om nuvarande belåningsgrader och amorteringsbeteenden på nya lån medför risker för några svenska typhushåll sett över en längre tidsperiod. Genom att anta att bostadspriserna ökar årligen med 2 procent och disponibelinkomsterna med 4 procent, beräknas hur belåningsgraden, skuldkvoten, räntekvoten och ”kvar-att-leva-på” utvecklas på lång sikt för fyra olika hushållstyper: ett genomsnittligt hushåll, en ung familj med barn, en ung ensamstående och ett par nära pension. Genomsnittliga ”startvärden” för de olika hushållstyperna och variablerna hämtas från stickprovet i Finansinspektionens senaste bolåneundersökning (som innehåller nytagna lån under en niodagarsperiod under hösten 2012). Beräkningarna görs både med ett antagande om amorteringsfrihet och med antagandet att hushållstyperna amorterar enligt det genomsnittliga amorteringsbeteende som gick att observera i Finansinspektionens stickprov för de olika hushållstyperna.

Beräkningarna visar att risken med små amorteringar är liten ur det individuella hushållets perspektiv sett över en längre innehavstider vid rimliga antaganden om årlig tillväxt i bostadspriser och disponibelinkomster. Belåningsgraderna både med och utan amortering får anses vara låga i slutet av innehavstiderna för bostäderna för alla hushållstyper. Skuldkvoten är initialt hög för tre av de fyra studerade hushållstyperna men givet den antagna årliga ökningen av disponibelinkomsten sjunker skuldkvoten relativt snabbt över tiden. Under förutsättning att hushållen inte utsätts för påfrestningar i form av prisfall på bostaden, räntehöjningar eller arbetslöshet visar beräkningarna sammantaget inte på några uppenbara risker med små amorteringar för enskilda konsumenter *sett över en längre tidsperiod*. Det gäller även med hänsyn tagen till att disponibelinkomsten för hushållen sjunker kraftigt i samband med pensioneringen. Vid en lägre årlig tillväxt i bostadspriserna och

disponibelinkomsterna än vad som antagits i dessa beräkningar, ökar dock riskerna.

... men riskerna är betydligt större på kort sikt

På kort sikt kan också riskerna vara betydligt större med höga belåningsgrader och små amorteringar i stressade situationer. Hushåll med en hög belåningsgrad i utgångsläget kan drabbas hårt om de utsätts för störningar i form av bostadsprisfall och inkomstbortfall kort efter lånetillfället. En ung ensamstående låntagare är mycket utsatt och riskerar att få underskott i kvaratt-leva-på kalkylen vid arbetslöshet. Underskotten blir betydligt högre om man utgår från verkliga konsumtionsutgifter istället för enbart nödvändiga utgifter, vilket indikerar att hushållen skulle tvingas till stora anpassningar i sin ekonomi. Om arbetslösheten skulle sammanfalla med ett bostadsprisfall kan det leda till att låntagaren tvingas sälja sin bostad med förlust och därmed får en kvarvarande skuld. Erfarenheten från det stora bostadsprisfallet i Sverige i början av 1990-talet visar att de hushåll som då hade höga belåningsgrader ägde bostäder vars marknadsvärden understeg de lån som var tagna med huset som säkerhet flera år efter bostadsprisfallet. Ett syfte med bolånetaket är just att minska denna risk. Denna risk talar också för att det är angeläget med en förhållandevis snabb amorteringstakt på lån med höga belåningsgrader.

Det bör samtidigt framhållas att annat finansiellt hushållssparande kan fylla samma funktion som sparande i form av amorteringar. Det är dock sannolikt svårt att hitta ett *riskfritt* sparande med högre avkastning än den ränta hushållet sparar in genom att amortera, givet att ett bostadslån redan är taget. Amortering på ett befintligt bostadslån är ju ett helt riskfritt sparande.

... och även sett till hur en hög aggregerad skuldsättning kan påverka makroekonomin

Även om strukturella faktorer i PM 1 bedöms kunna förklara en stor del av uppgången i den aggregerade skuldkvoten de senaste åren och riskerna med höga belåningsgrader och små amorteringar i PM 2 och 5 bedöms vara små för majoriteten av hushållen, så innebär inte detta att uppgången i skuldkvoten är utan risk för makroekonomin och den finansiella stabiliteten. I ett läge där bostadspriserna faller kraftigt finns det en risk för att den reala ekonomin påverkas mer om hushållen är kraftigt skuldsatta jämfört med om de är mindre skuldsatta. Detta eftersom nedgången i den privata konsumtionen kan bli kraftigare vid en högre skuldsättning. I PM 6 illustreras hur sammansättningen av hushållens balansräkning (tillgångar och skulder) kan påverka vilken effekt en hög skuldsättning kan ha på ekonomin. I ett räkneexempel visas att om hushållen skulle kompensera hela den uppkomma ökningen i skuldsättningsgraden (finansiella skulder över reala plus finansiella tillgångar) vid ett bostadsprisfall genom att dra ner på sina konsumtionsutgifter, så riskerar de negativa effekterna på ekonomin bli betydligt större vid en hög än vid en låg skuldsättning. Trots att konsumtionseffekterna vid bostadsprisförändringar

normalt sett är relativt små, visar exemplet tydligt vilka risker som kan vara förknippade med en hög skuldsättning.

... och den finansiella stabiliteten via minskat förtroende och kreditförluster på utlåning till icke-finansiella företag

Om den privata konsumtionen skulle falla kraftigt till följd av en hög skuldsättning vid fallande bostadspriser finns det en risk att stabiliteten i det finansiella systemet påverkas. Även om risken för kreditförluster på bostadslånen är liten, finns det andra kanaler genom vilka fallande bostadspriser kan påverka den finansiella stabiliteten:

För det första kan en situation med kraftigt fallande bostadspriser och privat konsumtion generellt sett komma att påverka förtroendet för svensk ekonomi som helhet och därmed också det finansiella systemet. Efter en längre period med små kreditförluster i bankerna finns det i en sådan situation en risk att även mindre kreditförluster kan uppfattas som en större begynnande risk.

För det andra kan bankerna i en sådan situation göra stora kreditförluster på utlåningen till icke-finansiella företag, även om risken för att bankerna ska göra stora kreditförluster på bolån bedöms vara liten. Det går inte att utesluta att ett bostadsprisfall isolerat eller i kombination med ett inkomstbortfall minskar efterfrågan hos de icke-finansiella företagen. I PM 6 illustreras att detta skulle kunna medföra ökade konkurser och därmed större kreditförluster i bankernas utlåning till icke-finansiella företag.

... samt sett till risken för problem i finansieringen med säkerställda obligationer

För det tredje kan en situation med kraftigt fallande bostadspriser leda till att det blir dyrare och i värsta fall svårare att finansiera bostadslån med säkerställda obligationer. I PM 7 görs några beräkningar för att försöka bedöma riskerna med en sådan utveckling:

Den genomsnittliga belåningsgraden ligger idag på ca 65 procent i stocken och på ca 70 procent i nyutlåningen. Med nuvarande amorteringstider och belåningsgrader i nyutlåningen bedöms, givet vissa antaganden, belåningsgraden i stocken uppgå till 69 procent om 10 år. Det innebär att det finns en viss säkerhetsmarginal till 75-procentsgränsen i säkerhetsmassan. Beaktas dessutom att det genomsnittliga övervärdet i svenska bankers säkerhetsmassor det andra kvartalet 2013 ligger på ca 36 procent, kan bostadspriserna, allt annat lika, falla väldigt mycket utan det uppstår några större problem att finansiera bostadslån med säkerställda obligationer. Om bostadspriserna exempelvis skulle falla med 20 procent under den kommande 10-årsperioden, skulle den genomsnittliga belåningsgraden i bolånestocken öka till ca 87 procent. Det skulle innebära att delar av de bolån som överstiger 75 procent måste plockas bort från säkerhetsmassan. En uppskattning visar att övervärdet i så fall skulle minska med ca en tredjedel. För att ett

kreditvärderingsföretag ska ge kreditbetyget AAA måste i regel de underliggande säkerheterna överskrida värdet på de utestående obligationerna med ca 15 procent. Det innebär att även med ett bostadsprisfall på 20 procent skulle de svenska bankerna ha en kvarvarande säkerhetsmarginal i förhållande till gränsen för AAA-ratingen. Trots att en nedgradering sannolikt inte skulle ske i en sådan situation, går det inte att utesluta negativa marknadsreaktioner vid ett så stort bostadsprisfall. Detta eftersom marknadsaktörerna ofta efterfrågar en buffert till de krav som ställs på institutioner och instrument i regelverken. Konsekvenserna skulle kunna bli mer dramatiska om belåningsgraderna i bolånestocken skulle fortsätta att ticka upp de kommande åren och/eller om bostadspriserna skulle falla med mer än 20 procent. I synnerhet som ett stort bostadsprisfall troligen inte skulle uppkomma isolerat utan sammanfalla med andra negativa händelser i ekonomin, såsom ett generellt minskat förtroende för svensk ekonomi.

Hushållens aggregerade skuldkvot i Sverige har ökat snarlikt den i flera krisländer men delvis andra förklaringar till ökningen bedöms göra riskerna för en liknande utveckling som i krisländerna mindre i Sverige

I PM 8 visas att de svenska hushållens aggregerade skuldkvot åren innan finanskrisen ökade likt den i flera länder som sedan kom att drabbas hårt av finanskrisen i termer av bl.a. kraftigt ökande arbetslöshet och fallande bostadspriser. Det är svårt att bedöma vad som kan förklara utvecklingen av skuldkvoten i olika länder utan att fullt ut beakta alla de länderspecifika faktorer som kan ha bidragit till utvecklingen. Tidsbegränsningen för Analysgruppens arbete har inte möjliggjort en sådan omfattande analys. Utgångspunkten för analysen i PM 8 har istället varit att analysera om de faktorer som i PM 1 bedöms förklara stora delar av uppgången i den aggregerade skuldkvoten i Sverige också i stor utsträckning kan förklara utvecklingen av skuldkvoten i dels länder som liknar Sverige, dels länder som drabbades hårt av finanskrisen. Några andra tänkbara faktorer berörs också men mer kortfattat. Utvecklingen i Sverige jämförs med den i Finland, Nederländerna, Danmark, Irland och Spanien.

I PM 1 bedöms uppgången i hushållens aggregerade skuldkvot de senaste åren till stor del kunna förklaras av att fler hushåll äger sin bostad, lägre räntor, sänkta skatter och ett senare arbetsmarknadsinträde. I PM 8 bedöms dessa faktorer inte på motsvarande sätt kunna förklara de uppgångar som skett i skuldkvoten i andra länder. Vissa likheter finns med Nederländerna där ett ökande bostadsägande bidragit till en uppgång i skuldkvoten. Situationen i Irland och Spanien går inte att förklara med ökat bostadsägande, sänkta boendeskatte eller lägre bolåneräntor. Utvecklingen i dessa två länder kan förmodligen istället förklaras med demografiska faktorer, hög ekonomisk aktivitet bland annat i bostadsproduktionen och stigande bostadspriser till följd av andra faktorer än de som kan förklara prisutvecklingen i Sverige. I både Irland och Spanien, som i samband med krisen drabbades mycket hårt i termer av kraftigt stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser, ökade

bostadsproduktionen dramatiskt decenniet innan finanskrisen, vilket inte var fallet i Sverige.

En intressant notering i PM 8 är också att priserna på bostäder gick upp kraftigt i Irland och Spanien parallellt med den kraftiga ökningen av bostadsproduktionen. Det är därför inte sannolikt att en kraftig ökning av bostadsproduktionen ensamt räcker till för att dämpa höga prisökningstakter på bostäder och en hög skuldsättning hos hushållen. I PM 8 redovisas några empiriska studier som visar att det är mycket svårt att avgöra om det är stigande skulder som driver bostadspriserna eller tvärtom.

Vid en jämförelse av den aggregerade skuldkvoten mellan olika länder är det också relevant att studera om ökningen i skuldsättningen gått hand i hand med ett fallande finansiellt hushållssparande. I PM 8 visas att hushållens sparkvot (hushållens finansiella sparande som andel av BNP) började falla markant i Irland och Spanien i mitten av 1990-talet. Botten i sparandet nåddes runt 2008 dvs. i inledningen av finanskrisen. Det privata finansiella sparandet uppgick då till ca -6 procent i Irland och -9 procent i Spanien. Denna nedgång skulle kunna vara *en* bidragande orsak till såväl stigande bostadspriser som en stigande skuldsättning i dessa länder. I Sverige ökade istället hushållens finansiella sparande trendmässigt från omkring 3 procent av BNP vid mitten av 1990-talet till omkring 8 procent av BNP 2008. Det är därför inte troligt att ett lågt finansiellt hushållssparande har bidragit till uppgången i de svenska hushållens skuldkvot under denna period.

Den övergripande slutsatsen i PM 8 är att det finns faktorer som förklarar uppgången i den aggregerade skuldkvoten i Sverige som inte på samma sätt förklarar uppgången i den aggregerade skuldkvoten i flera av krisländerna. Detta talar *isolerat sett* för att risken för en liknande negativ makroekonomisk utveckling som den vi sett i andra länder, där den aggregerade skuldkvoten också ökat kraftigt, är *mindre uttalad* i Sverige. Det är dock vanskligt att avfärda risker baserat på att fundamentala faktorer kan förklara tillväxten i skulder och bostadspriser.

Det finns behov av fortsatt analys

Analysgruppens förhoppning är att de analyser som gruppen genomfört har bidragit till att öka kunskaperna kring de risker som finns för enskilda hushåll och den finansiella stabiliteten relaterade till hushållens skuldsättning i Sverige. Men det finns behov av fortsatt analys. *För det första* är det viktigt att bättre kunna bedöma effekterna på den privata konsumtionen av fallande bostadspriser och försöka kvantifiera vad det i sin tur kan få för konsekvenser för bankernas kreditförluster på lån till icke-finansiella företag. Vid en sådan fortsatt analys är det viktigt att inte bara titta på hur skulderna förhåller sig till hushållens inkomster eller till marknadsvärdet på bostaden, utan också hur de förhåller sig till hushållens *totala* förmögenhet. Här är bristen på data ett mycket stort problem. *För det andra* är det centralt att försöka bedöma effekterna på den aggregerade skuldkvoten *på lång sikt* till följd av

demografiska förändringar och urbaniseringen. *För det tredje* är det angeläget att analysera om det finns skäl att vidta ytterligare åtgärder för att skydda särskilt utsatta hushållsgrupper, även om riskerna i utlåningen till dessa grupper isolerat sett inte utgör något stort hot mot den finansiella stabiliteten. *För det fjärde* är det angeläget att gå vidare och studera närmare vilka grupper av hushåll som har negativa nettoamorteringar och vilka risker det kan medföra på sikt.