

■ Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan hushållens tillgångar och skulder och hushållens konsumtion och sparande. Förändringar i värdet på hushållens tillgångar har därmed direkta effekter på den ekonomiska utvecklingen via konsumtion och sparande. Riksbanken gör därför prognoser för hushållens tillgångar och skulder. Ett sätt att åskådliggöra förhållandet mellan hushållens skulder och tillgångar är att sammanställa deras balansräkning. Det finns dock ingen vedertagen definition som visar vilka skulder och tillgångar som bör ingå i en sådan balansräkning. I denna fördjupning presenteras hur Riksbanken sammanställer information över hushållens balansräkning, vad som påverkar balansräkningen och vilka förändringar i denna som kan få stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen.

Riksbankens sammanställning av en balansräkning för de svenska hushållen

Balansräkning är ett begrepp som bland annat används inom bokföring för att åskådliggöra relationen mellan tillgångar, skulder och eget kapital. Ett av problemen med att sammanställa en sådan balansräkning för hushållen är att det sedan 2007 inte finns någon regelbunden officiell sammanställning av hushållens tillgångar och skulder. Det finns enstaka sammanställningar där hushållens balansräkning uppskattas, senast av SCB 2010.¹⁰ Om man däremot löpande vill följa hur hushållens balansräkning utvecklas måste denna sammanställas från flera olika statistikkällor.

Hushållens tillgångar kan delas upp i finansiella- och reala tillgångar. Statistik över hushållens **finansiella tillgångar** publiceras i finansiella tillgångarna varje kvartal.¹¹ Till de finansiella tillgångarna räknas hushållens innehav av aktier, obligationer, fonder, banktillgodohavande, med mera. Dessa likvida tillgångar utgjorde 2011 ungefär hälften av de finansiella tillgångarna. Den andra hälften utgörs av försäkringssparandet, som bland annat består av det privata pensionssparandet (se tabell A1). Sedan mitten av 1990-talet bokförs även det kollektiva försäkringssparandet (bland annat premiepensionssystemet, PPM) som en del av hushållens tillgångar.

Andelen direktägda aktier och fonder i den totala förmögenheten är relativt liten (se tabell A1). Däremot innehåller både försäkringssparandet och PPM-systemet en betydande andel aktier. Hushållen äger därmed betydligt mer aktier än vad som speglas av andelen direktägda aktier.

¹⁰ Se "Tillgångar, skulder och kapitalvinster - balansräkningens roll underskattas i statistik och analys", SCB, 2010.

¹¹ Finansiella tillgångarna är en del av nationalräkenskapssystemet och publiceras av SCB.

Tabell A1. Hushållens tillgångar
Procent av totala tillgångar

	1990 kv 1	2000 kv 1	2011 kv 4
Finansiella tillgångar			
Aktier och fondandelar	14,5	25,4	10,2
Obligationer	4,1	2,3	1,1
Bankinlåning*	19,6	10,4	12,0
Privat försäkringssparande	5,6	11,1	6,5
Kollektivt försäkringssparande	0,0	10,7	17,9
Övrigt	0,4	4,0	3,3
Reala tillgångar			
Småhus och fritidshus	48,0	30,7	36,8
Bostadsrätter	7,8	5,4	12,3
Summa	100,0	100,0	100,0

Amn. * inklusive sedlar och mynt. På grund av avrundning summerar inte andelarna exakt till 100.
Källor: SCB och Riksbanken

Hushållen har även **reala tillgångar** (se tabell A1 och diagram A3). Statistik över de reala tillgångarna är dock inget som publiceras utan dessa måste beräknas. Riksbanken beräknar värdet av småhus och fritidshus utifrån taxeringsutfallen och priserna för dessa (enligt så kallade köpeskillingskoefficienter). Denna beräkning utgör ett mått på marknadsvärderingen av den samlade husstocken.¹² Till de reala tillgångarna räknar Riksbanken även hushållens innehav av bostadsrättsandelar. Denna uppgift finns i SCB:s finansräkenskaper, där hushållens innehav av bostadsrätter istället definieras som en finansiell tillgång.¹³

För att få en bild av hushållens balansräkning måste man också bilda sig en uppfattning om **hushållens finansiella skulder**. Framförallt är det de reala tillgångarna som belånats eftersom köp av bostäder ofta är lånefinansierade.

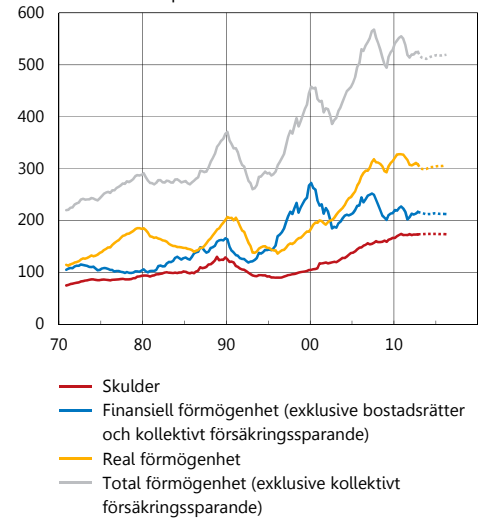
Tabell A2. Hushållens balansräkning 2011
Procent av disponibel inkomst respektive miljarder SEK

	Procent	Miljarder SEK
Finansiella tillgångar*	319	5 527
Reala tillgångar	307	5 330
Finansiella skulder	174	3 016
Nettotillgångar	452	7 841

Anm. *inklusive kollektivt försäkringssparande.
Källor: SCB och Riksbanken

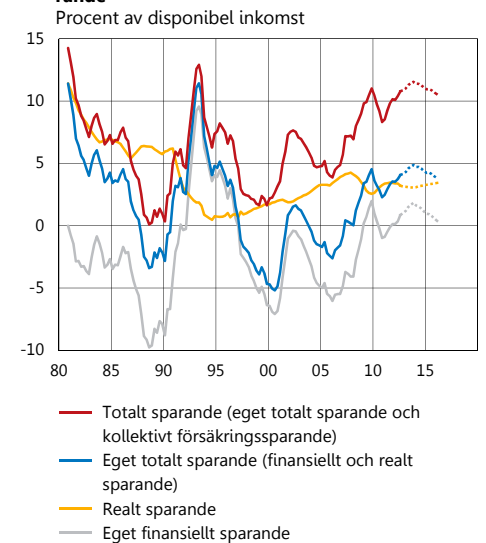
Enligt Riksbankens mått på hushållens balansräkning uppgick tillgångarna i slutet av 2011 till uppskattningsvis 10 858 miljarder kronor medan hushållens skulder uppgick till 3 016 miljarder kronor.¹⁴ Nettot av hushållens tillgångar och skulder var därmed drygt 7 800 miljarder.¹⁵ Detta säger dock självfallet inget om hur enskilda hushålls balansräkning ser ut.

Diagram A3. Hushållens förmögenhet
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A4. Olika definitioner av hushållens sparande
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

¹² I måttet på den reala förmögenheten ingår inte hushållens tillgångar i till exempel flerbostadshus (det vill säga privatägda hyresfastigheter), mark och skog men dock torde denna uppskattning omfatta merparten av hushållens reala tillgångar.

¹³ Detta innebär alltså att SCB använder en annan definition av finansiella tillgångar.

¹⁴ Man kan även argumentera för att det diskonterade värdet av de framtida inkomsterna ska ingå i en balansräkning då de speglar hushållens humankapital. Att uppskatta detta är naturligtvis svårt men mycket tyder på att humankapitalet, om det skulle inkluderas, med all sannolikhet skulle vara den väsentligt största posten i balansräkningen.

¹⁵ Nettot, eller nettotillgångarna, speglar därmed hushållens egna kapital.

Diagram A5. Hushållens avkastning på finansiella tillgångar och Affärsvärldens generalindex



Anm. Värdeförändringen är beräknad som skillnaden i ställningsvärde mellan två kvartal, korrigerat för de transaktioner som skett under kvartalet.

Källor: Affärsvärlden, SCB och Riksbanken

Diagram A6. Hushållens avkastning på reala tillgångar och fastighetspriser



Anm. Värdeförändringen är beräknad som skillnaden i ställningsvärde mellan två kvartal, korrigerat för de transaktioner som skett under kvartalet.

Källor: SCB och Riksbanken

Sparandet påverkar förändringen av balansräkningen

Hushållens egna totala sparande är skillnaden mellan inkomst och konsumtionsutgift. De senaste decennierna har det egna totala sparandet ibland varit negativt, men har sedan finanskrisen varit positivt, se diagram A4. I den officiella definitionen av de svenska hushållens totala sparande ingår dessutom avsättningar till de kollektiva försäkringarna.¹⁶ Det totala egna sparandet kan i sin tur delas upp i det egna finansiella sparandet och det reala sparandet, se diagram A4.

Det reala sparande är det hushållen investerar i sitt boende, exempelvis om man byggt till på sommarstugan. Det finansiella sparandet täcker däremot in summan av förändringar av finansiella tillgångar, amorteringar och nya skulder. Exempelvis kan ett positivt finansiellt sparande innebära att hushållen har satt in medel på bankkontot, köpt aktier, eller amorterat på befintliga lån. Om det finansiella sparandet istället är negativt kan man exempelvis ha tagit ut pengar från bankkontot eller tagit upp ett nytt lån. Hushållens egna totala sparande är med andra ord summan av de finansiella tillgångar som köpts eller sålts, de reala investeringar som gjorts och de amorteringar eller den ytterligare upplåning som skett.

Tillgångspriserna påverkar värdet av balansräkningen

De finansiella tillgångarna bidrar till att öka hushållens inkomster, via ränteinkomster och genom att hushållen får aktieutdelningar, medan hushållens inkomster minskar genom de ränteutgifter som de betalar på skulderna.¹⁷ Också den prisförändring som sker mellan två tidpunkter är en del av avkastningen men påverkar inte direkt hushållens inkomster (om tillgångarna inte säljs).¹⁸ Eftersom balansräkningen är marknadsvärderad kommer förändringar av tillgångspriserna däremot att påverka balansräkningen.

Det är just aktiepriserna som är nära kopplade till hur avkastningen på de finansiella tillgångarna förändras (se diagram A5). För de reala tillgångarna är det naturligtvis främst förändringar i huspriserna som gör att värdet förändras (se diagram A6). Historiskt har det också funnits ett tydligt samband mellan sparandet och förändringen i balansräkningen. Det verkar alltså som om hushållen har tenderat att spara mer när tillgångarna minskat i värde och tvärtom (se diagram A7). För att avgöra hur balansräkningen utvecklas under prognosperioden måste man alltså bilda sig en uppfattning om hur sparandet, utdelningar och kapitalutgifter utvecklas men framförallt om hur tillgångspriserna utvecklas.

¹⁶ Nationalräkenskaperna inkluderar det sparande som sker i det kollektiva försäkringssystemet som en del av hushållens totala sparande.

¹⁷ I definitionen av hushållens disponibla inkomster ingår alltså inkomster och utgifter av kapital. Också reala tillgångar (främst fastighetsinnehav) påverkar inkomstberäkningarna då de ger en utdelning i form av den boendetjänst fastigheten genererar.

¹⁸ Vi bortser här från skatteeffekter.

Olika mått på skuldsättning

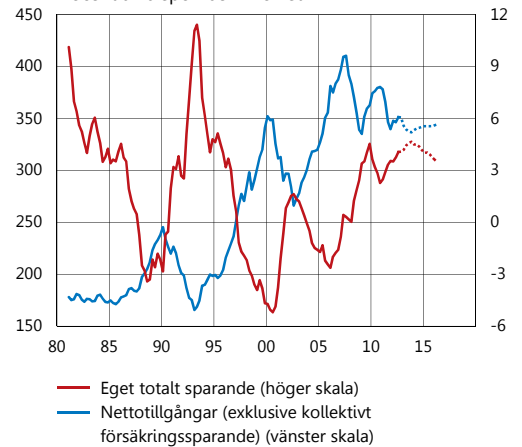
En analys av balansräkningen är i mångt och mycket även en analys av hushållens skuldsättningsgrad. För hushållen finns dock ingen entydig definition av skuldsättningsgrad. Tre vanligt förekommande definitioner av skuldsättningsgraden finns i diagram A8. De mått på skuldsättningsgraden där skulder uttrycks i relation till tillgångar brukar kallas belåningsgrad (se röd och gul linje i diagram A8). Ett brett mått på belåningsgraden, som har karaktären av ett soliditetsmått, är helt enkelt balansräkningens skuldsida i relation till tillgångssidan. Ett annat mått som används är skuldkvoten, som sätter skulderna i relation till de disponibla inkomsterna (se blå linje i diagram A8). När skulderna, eller räntorna som hushållen betalar på skulden, ökar så minskar samtidigt hushållens disponibla inkomster.¹⁹ Skuldkvoten ger därmed en uppfattning om hur stor del av inkomsten som hushållen behöver använda för att klara av att betala på sina lån. Olika mått på skuldsättningsgraden kan därmed visa olika utveckling om det sker förändringar i balansräkningen, exempelvis om tillgångspriserna varaktigt skulle förändras.

Kopplingen mellan balansräkningen och den ekonomiska utvecklingen

En direkt koppling mellan balansräkningen och ekonomin i övrigt går via hushållens konsumtion. Enligt en vanligt förekommande teori konsumerar hushållen varje period en del av den framtida förväntade förmögenheten.²⁰ Denna förmögenhet består framförallt av de framtida arbetsinkomsterna men även nettotillgångarna spelar roll.

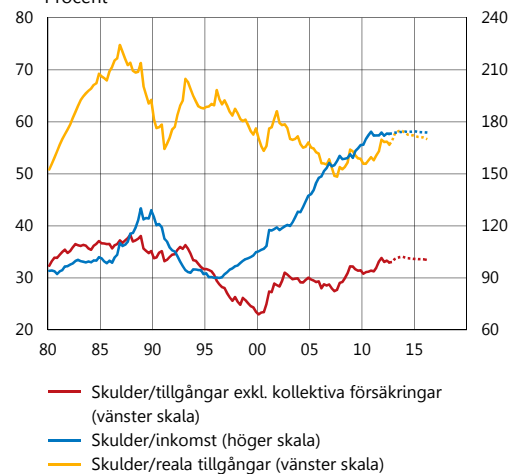
Det finns många internationella studier som tyder på att balansräkningen, eller delar av denna, är viktig för hur konsumtionen utvecklas.²¹ Studier visar att utvecklingen av balansräkningen är viktig för hushållens konsumtionsbeslut även i Sverige.²² Det har också framhållits i vissa studier av sambandet mellan konsumtionen och balansräkningen att det framförallt är varaktiga förändringar av tillgångspriser som får en effekt på konsumtionen. Den stora delen av variationerna i tillgångspriserna är dock av en mer tillfällig natur och därmed skulle förändringar av balansräkningen normalt endast ha en marginell effekt på konsumtionen.²³

Diagram A7. Eget sparande och nettotillgångar (exklusive kollektivt försäkringsparande)
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A8. Tre mått på skuldsättningsgrad
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁹ Om skulderna utgör ca 170 procent av inkomsterna och den nominella räntan man betalar på skulderna är 3 procent betalar ett hushåll 5,1 procent av inkomsten i räntebetalningar. Om räntan av någon anledning ökar till 4 procent stiger utgifterna till ungefär 6,8 procent. Detta visar att med en skuldkvot på 170 procent så ökar räntebetalningarna med 1,7 procentenhet när räntan ökar med en procentenhet.

²⁰ Denna teori brukar vanligen gå under beteckningen "livscykelhypotesen", se F. Modigliani och R. Brumberg, "Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of the Cross-Sectional Data" *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press 1954.

²¹ Se exempelvis M. Palumbo, J. Rudd och K. Whelan "On the Relationships between Real Consumption, Income, and Wealth" *Working Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2012. Andra studier som särskilt betonar den reala förmögenhetens roll för konsumtionsbesluten är K. Case, J.M. Quigley och R.J. Shiller "Wealth Effects Revisited: 1975-2012" *NBER Working Paper Series*, No. 18667, January 2013 och M. Iacoviello "Housing Wealth and Consumption", International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System No. 1027, August 2012.

²² Se H. Johnsson och P. Kaplan "An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden" *Working Paper No. 70*, Konjunkturinstitutet 1999 eller M. Bjellerup "Do the Measures of Consumption Measure Up?" *Essays on Consumption: Aggregation, Asymmetry and Asset Distribution*, No 68, Acta Wexionensia 2005.

²³ Se M. Lettau och S.C. Ludvigson "Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption" *American Economic Review*, March 2004. Se även M. Lettau, S.C. Ludvigson och N. Barczy "A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects: A Comment", *Working Paper*, Federal Reserve Bank of New York, May 2001 för en diskussion om de metodproblem som kan uppstå i det empiriska arbetet med att mäta balansräkningens effekt på konsumtionen.

Vad kan hända med balansräkning och konsumtion om huspriserna faller: ett räkneexempel

Empiriska studier kan endast visa hur hushållen i genomsnitt reagerat vid tidigare tillfällen när tillgångspriser förändrats. Det är dock inte givet att hushållen alltid agerar på samma sätt och hur hushållen väljer att agera efter en förändring av balansräkningen kan spela en avgörande roll för hur stor effekt det blir på den reala ekonomin.

Om exempelvis huspriserna skulle falla varaktigt med 10 procent kan hushållen välja att agera på olika sätt. Ett alternativ är naturligtvis att inte göra någonting. Ett fall i huspriserna kommer då att leda till att belåningsgraden ökar, nettotillgångarna minskar och skuldkvoten blir ungefär oförändrad.

Ett annat alternativ är att hushållen strävar efter att återställa den ursprungliga relationen i balansräkningen, exempelvis genom att sälja av finansiella tillgångar och lösa en del av skulderna. Belåningsgraden kan då minskas eller i vissa fall helt återställas samtidigt som skuldkvoten sjunker. De två olika sätten att reagera på kan i slutändan resultera i en ungefär lika stor nedgång i hushållens nettotillgångar.²⁴ Det finns olika uppskattningar av hur mycket konsumtionen förändras givet en förändring av nettotillgångarna. En möjlig uppskattning är att ett 10 procentigt fall av huspriserna skulle kunna medföra att konsumtionen faller med cirka 1 procent.²⁵ Effekterna på konsumtionen skulle med andra ord kunna bli liknande i de bägge fallen, även om effekterna på balansräkningen och olika skuldsättningsmått blir olika.

Ett tredje alternativ är att hushållen återställer relationerna i balansräkningen genom att helt enkelt spara, exempelvis genom att amortera av skulder.²⁶ Utöver den inledande effekten på konsumtionen av lägre nettotillgångar blir också sparandet nu högre under en tid. Med exakt hur mycket är naturligtvis svårt att avgöra men som exempel kan nämnas att om hushållen vill bibehålla belåningsgraden som den var 2011 behöver skulderna minska med cirka 300 miljarder om huspriserna faller med 10 procent.²⁷ Detta är ett relativt stort belopp (motsvarar cirka 17 procent av de disponibla inkomsterna) och sannolikt måste konsumtionen därmed vara lägre under en längre tid för att sparandet ska bygga upp nettotillgångarna. I det här exemplet kommer belåningsgraden att minskas eller i vissa fall helt återställas samtidigt som skuldkvoten sjunker, men detta sker som sagt sannolikt över en längre period. Hushållen skulle därmed

²⁴ Detta kräver förstås att det finns tillräckligt med finansiella tillgångar att sälja, samt att priset på dessa tillgångar inte förändras radikalt. De aggregerade hushållens balansräkning innehåller visserligen tillräckligt med finansiella tillgångar för detta exempel men för enskilda hushåll kan denna situation se annorlunda ut.

²⁵ M. Iacoviello "Housing Wealth and Consumption", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System No. 1027, August 2012 redovisar resultat som tyder på att då de reala tillgångarna ändras med 10 procent så ändras konsumtionen med drygt 1 procent. Resultat på svenska data visar en mer splittrad bild. I Konjunkturinstitutet "Konsumtion, försiktighetssparande och arbetslöshetsrisker" fördjupning i *Konjunkturläget* juni 2012, anges samband som tyder på att om nettotillgångarna ändras med 10 procent ändras konsumtionen med drygt 2 procent. Däremot tyder resultaten i H. Johnsson och P. Kaplan "An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden" *Working Paper* No. 70, Konjunkturinstitutet 1999 på att konsumtionen skulle vara mindre känslig för en förändring av just reala tillgångar. Effekterna i denna studie ligger på knappt 0,5 procent. Resultat för Norge i Erlandsen, S. och R. Nymoen, "Consumption and Population Age Structure", *Journal of Population Economics*, 21, 2008 visar att motsvarande effekt är mellan 1,5 till drygt 2 procent på konsumtionen.

²⁶ Det högre sparandet kan användas för att köpa nya tillgångar eller för att amortera av skulder. Eftersom exemplet förutsätter att tillgångarna har fallit i värde antas det i exemplet att hushållen amorterar av skulder.

²⁷ Skulderna måste minskas från drygt 3 000 till 2 700 miljarder.

agera på ett liknande sätt som efter krisen i början av 1990-talet då skuldkvoten föll samtidigt som sparandet steg påtagligt.²⁸ Avgörande för ekonomin är alltså om en sådan anpassning sker och hur snabbt den sker.

Empiriska samband, såväl internationella som svenska, tyder på att det normalt inte blir några dramatiskt stora effekter på konsumtionen av en förändring i balansräkningen. Men empiriska samband speglar ett historiskt genomsnittligt beteende och kan inte tas för givna i varje enskilt fall. Den internationella erfarenheten tyder på att i de länder där ett husprisfall föregåtts av en kraftig skulduppbyggnad hos hushållen har de realekonomiska konsekvenserna blivit mer kostsamma och mer långdragna av ett fall i huspriserna än annars.²⁹ Det går dock inte att automatiskt dra slutsatser för Sverige baserat på erfarenheter från omvärlden. Effekterna på hushållens balansräkning och ekonomin i stort av en störning av tillgångspriserna är därmed ytterst en bedömningsfråga.

²⁸ För en teoretisk diskussion om hur balansräkningseffekter kan förstärka effekten av störningar till ekonomin, se M. Iacoviello "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, June 2005.

²⁹ Se diskussionen i International Monetary Fund "Dealing with Household Debt" *World Economic Outlook* kapitel 3, April 2012.