



DATUM: 2014-11-20
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén
PLATS: BNP Paribas, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Åtgärder för att minska riskerna med hushållens höga och växande skulder

Hushållens höga skulder har diskuterats flitigt vid de senaste årens penningpolitiska beslut. Diskussionerna har gällt dels hur omfattande risker skulderna medför, dels vilka åtgärder som skulle vara mest effektiva för att motverka riskerna. Jag vill idag kortfattat ge min syn på dessa frågor, och jag ska koppla mina tankar till den diskussion som fördes vid det finansiella stabilitetsrådets möte förra veckan.

För att förstå riskbilden behöver man vidga perspektivet något och se på hela bostads- och bolånemarknaden i Sverige. Det man då ser är att de svenska marknaderna är speciella i flera avseenden, både jämfört med hur det tidigare har sett ut i Sverige och med hur det ser ut i andra länder. Hushållens skuldkvot, det vill säga skulderna i förhållande till de disponibla inkomsterna, har nästan fördubblats under de senaste två decennierna. Skuldsättning uppmuntras av skattesystemet genom ränteavdragen, och hushållen amorterar i en långsam takt. Samtidigt har bostadspriserna, särskilt för bostadsrätter, ökat snabbt. Att bostadsbyggandet har varit lågt trots prisuppgången tyder på att bostadsmarknadens utbudssida fungerar illa. Och att marknaden för hyresrätter är starkt reglerad medför bland annat att hushåll kan känna sig tvingade att köpa en bostad även i skeden av livet när ägandet och bolånet medför ett mycket stort risktagande. Trots att ett bolån innebär ett långsiktigt åtagande för både låntagare och långivare väljer hushållen huvudsakligen rörliga boräntor; endast någon procent binder räntan på löptider längre än 5 år. Dessutom finansierar bankerna i hög utsträckning sin utlåning med hjälp av bostadsobligationer med löptider som är betydligt kortare än lånets löptid.¹

De specifika aspekter jag just har listat ser jag som riskfaktorer trots att man för varje aspekt lätt kan hitta argument för att just denna inte enskilt utgör en risk. Till exempel kan man påpeka att hushållens höga skulder uppvägs av att hushållen sparar mycket och har tillgångar som är betydligt större än skulderna, eller att ett lågt byggande under flera decennier begränsar husprisernas fallhöjd.²

Stora skulder och rörliga räntor gör hushållen sårbara

Trots dessa, och andra, förmildrande invändningar tycker jag att det framstår tydligt att det finns risker förknippade med de svenska bostads- och

bolånemarknaderna. Att hushållen har uppblåsta balansräkningar, med både stora skulder och stora tillgångar, gör att de blir sårbara för oväntade störningar. Detta bland annat eftersom skulderna och tillgångarna är ojämnt fördelade mellan hushållen, är olika likvida och har olika riskprofil, och därför inte påverkas på samma sätt av störningarna. Sårbarheten handlar då inte nödvändigtvis om att hushållen blir insolventa utan snarare om att de reagerar på störningar på ett sätt som medför att konsumtionen och därmed tillväxten och sysselsättningen minskar.³

De höga skulderna i kombination med huvudsakligen rörliga boräntor gör förstås att hushållen är känsliga för ändrade räntenivåer.⁴ Detta kan i viss utsträckning ses som en fördel, eftersom penningpolitiken då får större direkt genomslag i ekonomin. Men det kan också vara problematiskt av flera anledningar. Riksbankens reporänta är och ska helst vara ett trubbigt verktyg som påverkar hela ekonomin, såväl hushåll som företag och finansmarknader. Det är inte önskvärt att penningpolitiken får ett oproportionerligt stort genomslag på en begränsad del av ekonomin, i detta fall på de skuldsatta hushållen. Man ska inte förvänta sig att penningpolitiken alltid kommer att utformas så att den är välvägd för just denna del av ekonomin. Detta exemplifieras av de senaste årens penningpolitik där reporäntan har satts lägre än vad som motiverats av utvecklingen på bolånemarknaden. I framtiden kan vi mycket väl hamna i ett motsatt läge där räntan sätts högre än vad som motiveras av just denna del av ekonomin.

Önskvärt med längre räntebindningstider

Hur stort inslag av rörliga räntor som är önskvärt i ekonomin är svårt att avgöra, men jag misstänker att vi i Sverige har gått för långt i den riktningen. Det menar jag då från ett systemriskperspektiv. För det enskilda hushållet kan det finnas goda skäl att välja rörlig ränta, men för samhällsekonomin vore det förmodligen bra om man kunde begränsa inslaget av rörliga räntor.

Begränsningen kan utformas på olika sätt. I vissa länder har man använt regleringar för att antingen begränsa hur stor andel av bolånen som får ha rörlig ränta eller hur mycket en rörlig ränta får öka under ett bolåns löptid. I andra länder har långa räntebindningstider blivit norm utan att regleras fram. Att så inte har blivit fallet i Sverige tyder på att de finansiella marknaderna av någon anledning inte fungerar tillräckligt bra. Det kan till exempel bero på att det saknas en marknad för bostadsobligationer med riktigt långa löptider, eller regelverk kring hur bolån med lång räntebindningstid kan lösas i förtid.

Dämpa skulduppbyggnaden trots att ekonomin behöver stimuleras

Jag vill även säga något om samspelet mellan den dagsaktuella penningpolitiken och åtgärder för att mildra de riskfaktorer jag har talat om. Är det verkligen motiverat att införa åtgärder som kan dämpa hushållens konsumtion eller aktiviteten på bostadsmarknaden när Riksbanken samtidigt försöker stimulera ekonomin för att få upp inflationen? Frågan är särskilt relevant eftersom reporäntan är noll och inte kan sänkas mycket mer.

Jag tycker att frågan ändå, åtminstone i princip, ska besvaras jakande. Finansiella risker måste kunna bemötas med riktade åtgärder även om detta innebär att det blir svårare för penningpolitiken att uppfylla inflationsmålet.

Samtidigt är det förstås önskvärt att de åtgärder som riktas mot hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden inte i sig ger upphov till en konjunkturedgång eller i onödan försvårar för penningpolitiken. Ambitionen för politiken inom detta område måste i första hand vara att se till att hushållens skulduppbyggnad stannar av, att hushållen gradvis blir mer motståndskraftiga mot olika störningar och att bostads- och bolånemarknaderna fungerar bättre. Det handlar då om en långsiktig anpassningsprocess som måste ske i lagom stora steg.

Amorteringsförslaget ett steg i rätt riktning

Förra veckans amorteringsförslag ser jag just som ett lagom stort steg i rätt riktning. Eftersom endast nya bolån ska omfattas kommer ökade amorteringar att fasas in under en längre tid. Detta i kombination med att många nya bolånetagare redan amorterar och att förslaget innebär en blygsam ökning av amorteringstakterna medför att de makroekonomiska konsekvenserna förmodligen blir små under de första åren. Enligt Riksbankens uppskattning kommer amorteringsförslaget efter fem år att ha sänkt hushållens skuldkvot med 0,6 procentenheter jämfört med ett basscenario. Detta innebär att förslaget höjer amorteringarna med mindre än 0,1 procent av BNP per år under perioden.⁵

Amorteringsförslaget verkar alltså välavvägt just nu, men arbetet med den långsiktiga anpassningsprocessen måste fortsätta. Det finns många faktorer att ta hänsyn till när ytterligare åtgärder övervägs. En sådan är hur en ny åtgärd passar in i det aktuella konjunkturläget och samspelar med penningpolitiken. De lagom stora stegen ska ju gärna tas i rätt ordning. Från det perspektivet noterar jag att två åtgärdsförslag, längre räntebindingstider och minskad avdragsrätt för ränteutgifter, har motsatta effekter på hur reporäntan påverkar hushållens ekonomi. Längre räntebindingstider skulle försvaga räntans genomslag medan minskade ränteavdrag skulle förstärka genomslaget.

Om man oroas av att hushållen är alltför kortsiktiga i sin planering och att de kommer att få svårt att hantera en återgång till normala räntenivåer är det förmodligen lämpligt att försöka tvinga fram längre räntebindingstider nu när räntorna fortfarande är låga. Om man däremot oroas av att hushållen har alltför god tillgång till billiga krediter och i närtid vill se en större skillnad mellan hushållens och företagens räntenivåer är det förmodligen mer lämpligt att minska ränteavdragen.

Hur man tar de lagom stora stegen i rätt ordning är alltså inte självklart, men enligt min bedömning är det lämpligt att nu verka både för längre räntebindingstider och för en nedtrappning av avdragsrätten för de största ränteutgifterna. Allra mest välkommet från mitt penningpolitiska perspektiv skulle dock vara åtgärder som leder till en bättre fungerande bostadsmarknad och då i synnerhet högre bostadsbyggande. Sådana åtgärder kan stimulera ekonomin på kort sikt samtidigt som de är strukturellt motiverade.

Referenser

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus och Thais Laerkholm Jensen (2014), Household Debt and Consumption during the Financial Crisis: Evidence from Danish Micro Data, Working Paper No. 89, Danmarks Nationalbank

Dynan, Karen (2012), Is Household Debt Overhang Holding Back Consumption?, Brookings Papers on Economic Activity

EU-kommissionen (2014a), Macroeconomic Imbalances: Sweden 2014, Occasional Papers 186

EU-kommissionen (2014b), Institutional Features and Regulation of Housing and Mortgage Markets, kapitel 2 i Quarterly Report on the Euro Area, 13(2)

IMF (2012), "Dealing with Household Debt", kapitel 3 i World Economic Outlook

Jorda, Oscar, Moritz Schularick och Alan Taylor (2013), When Credit Bites Back, Journal of Money, Credit and Banking 45(2)

Mian, Atif, Kamelesh Rao och Amir Sufi (2013), Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump, Quarterly Journal of Economics 128(4)

Nilsson, Christian, Jonas Söderberg och Anders Vredin (2014), Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet, Ekonomiska kommentarer nr 3, Riksbanken

Riksbanken (2014a), Från ax till limpa: den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet, Riksbanksstudier, april

Riksbanken (2014b), Hushållens räntekänslighet, fördjupning i Penningpolitisk rapport, oktober

Riksbanken (2014c), Bilagor till promemorian *Amorteringskrav – ett steg mot en mer hållbar skuldutveckling*, 11 november

¹ I många länder amorteras bolån på 20 till 40 år. Så var det även i Sverige för några decennier sedan, men det blev sedan allt vanligare med amorteringsfria lån. De allra senaste åren har en större andel av de nya bolånetagarna valt att amortera på sina bolån, men fortfarande i en långsam takt. Det förslag till skärpta amorteringsregler som Finansinspektionen presenterade förra veckan motsvarar en amorteringstakt på 78 år under ett låns första decennier. De svenska bostadsinvesteringarna har i genomsnitt varit ungefär 3 procent av BNP det senaste decenniet jämfört med nästan 6 procent inom euroområdet (EU-kommissionen 2014a). Enligt EU-kommissionen (2014b) har Sverige den hårdast reglerade hyresmarknaden i EU och dessutom, på grund av generösa ränteavdrag och låg fastighetsskatt, de starkaste skatteincitamenten för eget ägt boende. Under de senaste åren har över 70 procent av de nya bolåntagarna valt rörlig ränta och endast några procent har bundit räntan på mer än 5 år. I många andra länder är det vanligt att man binder räntan på mellan 10 och 30 år. Mycket av detta beskrivs utförligare i Riksbanken (2014a).

² En viktig förklaring till det höga sparandet är det kollektiva pensionssparandet, se Nilsson m.fl. (2014).

³ Ett flertal studier baserade på hushållsdata från de senaste årens finanskris visar att högt skuldsatta hushåll minskade sin konsumtion mer än lågt skuldsatta hushåll (se till exempel Dynan 2012, Mian m.fl. 2013 och Andersen m.fl. 2014). Även studier som jämför utvecklingen i olika länder tyder på att hög eller växande skuldsättning i hushållssektorn medför större realekonomiska risker, och detta även om hushållen samtidigt har stora tillgångar (se till exempel IMF 2012, Jorda m.fl. 2013 och Flodén 2014).

⁴ Se Riksbanken (2014b).

⁵ Se Riksbanken (2014c). Beräkningen använder sedan att hushållens disponibla inkomst är ca 50 procent av BNP. De tillkommande amorteringarna som andel av BNP blir då $(50\% \times 0,6\%)/5 = 0,06\%$. Effekterna på hushållens konsumtion kan bli både mindre och större, bland annat beroende på hur hushållen anpassar sitt beteende och på hur detta påverkar bostadspriserna.