

Hushållens skuldsättning, bostadspriserna och makroekonomin: en genomgång av litteraturen

DARIA FINOCCHIARO, CHRISTIAN NILSSON, DAN NYBERG OCH ALBINA SOULTANAeva*

Under de senaste 15 åren har hushållens skuldsättning ökat avsevärt i Sverige. De svenska hushållen har nära fördubblat sin skuld i förhållande till sin inkomst sedan mitten av 1990-talet. Eftersom bolån utgör cirka 80 procent av hushållens skuld har den stora ökningen av skuldsättningen i kombination med kraftigt ökade bostadspriser lett till en oro över att kredittillväxten ska bli ohållbar. I den här artikeln granskar vi den befintliga ekonomiska litteraturen mot bakgrund av den här utvecklingen och försöker hitta möjliga förklaringar till, och även makroekonomiska följder av, den stora ökningen av hushållens belåning som kunnat observeras. Eftersom det finns en stark koppling mellan fastighetsmarknaderna och hushållens låneval tar vi också upp drivkrafterna bakom bostadsprisutvecklingen. Vi avslutar med en diskussion om i vilken utsträckning resultaten av internationell forskning i ämnet kan användas för att belysa den aktuella situationen i Sverige.

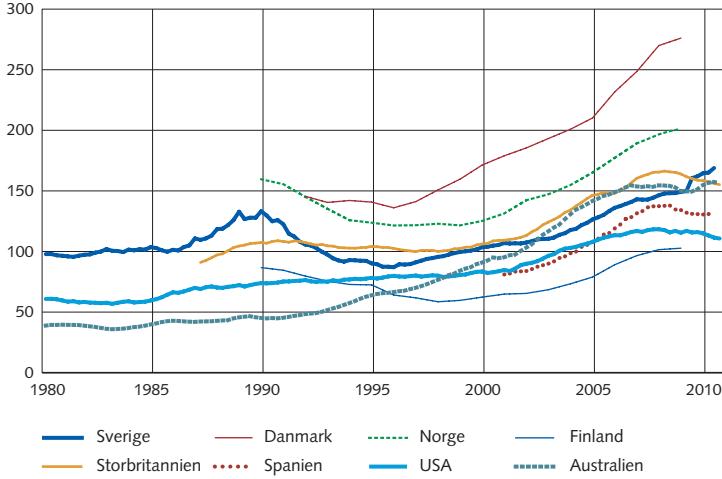
Inledning

Under de senaste 15 åren har kredittillväxten i Sverige vida överträffat ökningen i hushållens disponibla inkomst. Det innebär alltså att de svenska hushållens skuldsättning ökat väsentligt. Efter den kraftiga minskningen av hushållens skuldsättning efter bankkrisen 1992–1993 har hushållens skuldsättning ökat från 90 procent av den disponibla inkomsten i mitten av 1990-talet till 170 procent 2010, se diagram 1. Det finns andra länder med liknande trender i hushållens skuldsättning i förhållande till inkomsten, och vissa av dessa redovisas i diagram 1.¹

* Daria Finocchiaro arbetar på Riksbankens forskningsenhet. Christian Nilsson och Dan Nyberg arbetar på Riksbankens avdelning för penningpolitik. Albina Soultanaeva arbetar på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. Artikeln är en översättning av kapitel II.3 i "The Riksbank's inquiry into the risks in the Swedish housing market".

1 Hushållens skuld som andel av BNP uppvisar ett liknande mönster i Sverige (se Hansson, 2010).

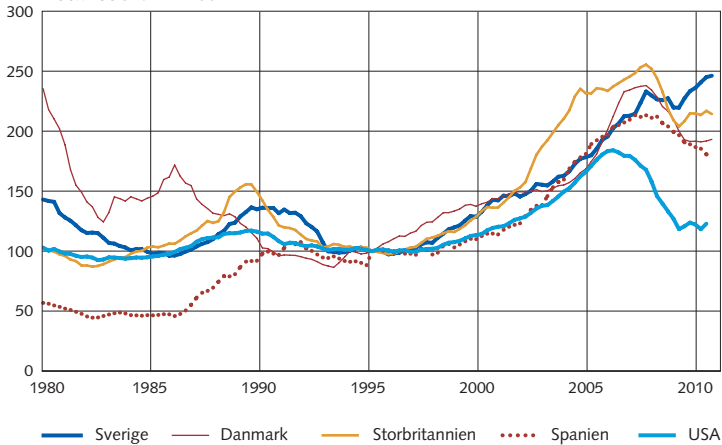
Diagram 1. Hushållens skuldsättning i procent av den disponibla inkomsten



Källor: BIS, de nationella centralbankerna, Reuters EcoWin och Riksbanken.

Tillväxten i bostadskrediter är huvudfaktorn i hushållens ökande skuldsättning. I de flesta hushåll utgör fastigheter den största tillgången, medan bolån utgör den största skulden. Bostadspriserna har ökat i Sverige sedan mitten av 1990-talet. I början av finanskrisen slutade de reala bostadspriserna i Sverige att stiga och föll med cirka fem procent 2008–2009. Sedan dess har de reala bostadspriserna i Sverige börjat stiga igen. Diagram 2 visar bostadsprisernas utveckling i Sverige och i några andra länder.

Diagram 2. Reala bostadspriser
Index 1995 kv 1 = 100

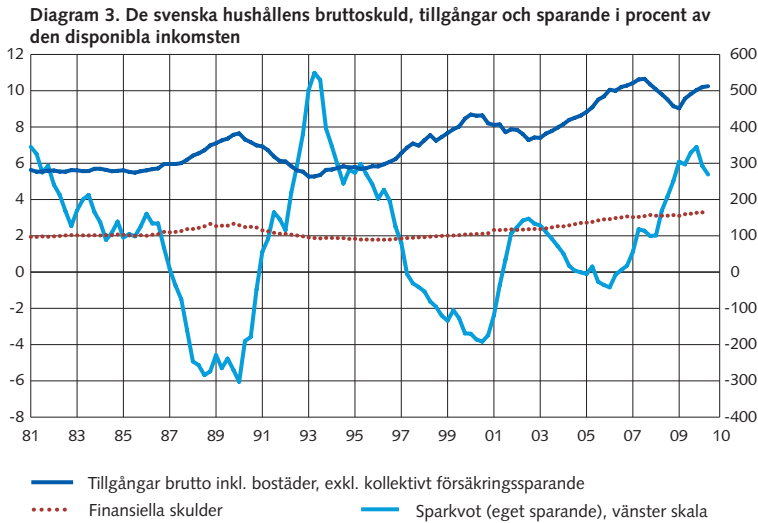


Anm. Data för USA till och med 2010 kv 2.

Källor: Reuters Ecowin och SCB.

Den senaste tidens långvariga ökning av bostadspriserna i Sverige och i många andra avancerade länder har fått tillgångssidan i hushållens balansräkning att öka, och i många

fall har hushållens nettoförmögenhet ökat. Diagram 3 visar utvecklingen av de svenska hushållens skuld, tillgångar och sparande. I mitten av 1990-talet uppgick de svenska hushållens tillgångar till motsvarande tre gånger skulden. År 2000 hade kvoten ökat till fyra, men nu tio år senare ligger den återigen på tre.



Källor: SCB och Riksbanken.

Även om bostadspriserna i Sverige fortsatt att stiga föll de i flera industriländer i kölvattnet efter finanskrisen 2008–2009 (diagram 2), vilket visar att tillgångssidan av hushållens balansräkning kan påverkas avsevärt av fluktuerande bostadspriser och räntor.

Före den finansiella avregleringen i mitten av 1980-talet låg den svenska hushållsskulden stabilt på 100 procent av den disponibla inkomsten. Efter avregleringen ökade hushållsskulden snabbt till omkring 140 procent innan den föll i samband med finanskrisen 1992–1993. Sedan dess har hushållsskulden återigen vänt uppåt. Det har väckt frågan om vad som utgör en hållbar nivå på hushållsskulden.

En våg av teoretisk och empirisk forskning den senaste tiden har fokuserat på att illustrera de grundläggande mekanismerna i hushållens skuldsättning mot bakgrund av att bostadspriserna börjat falla i många länder. I den här artikeln tittar vi på följande:

- Hur påverkar fundamentala faktorer, till exempel förväntad inkomst, räntor, preferenser och demografi hushållens sparande?
- Vilken roll spelar friktioner på kreditmarknaderna och finansiella innovationer för hushållsskuldens utveckling?
- Hur ser interaktionen ut mellan hushållens skuldsättning och bostadsprisernas utveckling?
- I vilken utsträckning kan den snabba ökningen av hushållens skuldsättning förklaras av en ökad kredittillgång?

- Vilka data skulle vara användbara för att analysera dessa frågor? Aggregerade data kan dölja risker som beror på att hushållens resurser, begränsningar och preferenser skiljer sig åt.
- Vilka faktorer är relevanta när man utvärderar de svenska hushållens skuldsättning och eventuella risker för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten? Vilka slutsatser kan vi dra för Sverige?

Vad driver hushållens skuld? Några teorier

En utgångspunkt för att undersöka hushållsskulden ur en ekonomisk-teoretisk synvinkel är den permanenta inkomst-/livscykelmodellen.² Hushållen sparar eller lånar baserat på förväntade livstidsresurser, realräntor och demografiska faktorer. I den här analysramen, med väl fungerande finansmarknader, strävar hushållen efter en jämn konsumtion även om inkomsterna från lön och tillgångar varierar över livscykeln. Den här standardteorin identifierar ett antal variabler som påverkar hushållens konsumtionsval och lånenivå:

- **Realräntor.** Förändringar i realräntorna påverkar konsumtionen via olika kanaler med motsatta tecken. Å ena sidan kan en sänkt realränta öka upplåningen, eftersom lånekostnaderna blir lägre, och minska sparandet, eftersom det ökar det diskonterade nuvärdet av framtida inkomster. Å andra sidan innebär en lägre avkastning på sparandet även lägre konsumtion i framtiden med tanke på nuvärdet av livstidsresurserna. Den sistnämnda effekten kan öka sparandet. Nettoeffekterna av realräntorna på konsumtionen och sparandet är alltså tvetydiga.
- **Framtida inkomst.** Ökade förväntningar om framtida inkomst driver upp konsumtionen, och ökar upplåningen.
- **Demografi.** Individernas inkomstprofiler varierar väsentligt med åldern. Förändringar i befolkningens ålderssammansättning kan hjälpa till att förklara förändringarna i hushållens skuld.
- **Osäkerhet.** Hushållens inställning till risker (till exempel osäker inkomst och tidsvarierande räntor) är också en viktig faktor i livscykelkonsumtionen och lånebesluten. Som svar på ekonomisk osäkerhet kan hushåll välja att börja bygga upp sitt sparande. Om osäkerheten minskar är hushållens rationella svar att minska sparandet.

Med denna analysram som utgångspunkt har historiskt låga realräntor och nominella räntor, en väsentlig minskning av den makroekonomiska volatiliteten, ändrade skatteregler samt det faktum att de som tillhör babyboomgenerationen³ blivit äldre, pekats ut som potentiella faktorer bakom den ökade skuldsättningen.

2 Se Ando och Modigliani (1963) och Friedman (1957). Se även Debelle (2004) för en översikt över hushållens upplåning i en livscykelmodell och makroekonomiska effekter.

3 Dynan och Kohn (2007) undersöker effekterna av den åldrande babyboom-generationen på utvecklingen av hushållens skuld i USA sedan 1983.

I den här standardmodellen är lån resultatet av hushållens optimala reaktion på ekonomiska villkor. I den senaste forskningen har man dock delvis frångått det här förenklade paradigmet, för att försöka förklara varför hushållen inte nödvändigtvis ligger på sina önskade konsumtions- eller lånenivåer. Imperfektioner på kreditmarknaderna eller irrationellt beteende hos låntagarna (och/eller långivarna) är bara några exempel på de många faktorer som enligt litteraturen skulle kunna förklara överskuldssättning bland hushåll. Nedan diskuterar vi de viktigaste faktorerna och beskriver hur dessa påverkar de slutsatser som skulle dras enligt standardmodellen.

Finansmarknadernas imperfektioner och lånebeslut

Finansmarknaderna är inte perfekta. Den enkla modellen ovan bortser från kreditmarknadernas imperfektioner, en viktig faktor i hushållens lånebeslut. Likviditetsbegränsade hushåll lånar *mindre* än de skulle vilja göra. Finansiell avreglering, och därmed enklare tillgång till kreditmarknaderna, kan öka upplåningen bland hushåll som tidigare varit finansiellt begränsade. Den här kanalen fungerar inte bara för hushåll som varit uteslutna från finansmarknaderna, utan också för de hushåll som lånat mindre än de skulle ha velat på grund av bindande lånebegränsningar. I en livscykelmodell där det även finns en lånebegränsning, kan lättnader av begränsningen underlätta konsumtionsutjämnning och öka välståndet. Den aggregerade hushållsskulden skulle därmed öka när tidigare begränsade hushåll når sin nya optimala lånenivå.

Finansiell friktion och överbelåning. Imperfektioner på kreditmarknaderna kan också leda till *överbelåning* (se till exempel Lorenzoni, 2008, och Bianchi och Mendoza, 2011). Finansiella begränsningar är oftast knutna till pantvärdet och kan förstärka effekterna av en nedgång i ekonomin genom sin effekt på tillgångspriserna. När privatpersoner fattar ett lånebeslut kanske de inte tar hänsyn till att en försäljning av tillgångar till rabatterade priser under en nedgång kommer att pressa ned priserna ytterligare. Detta kommer att minska deras möjligheter att låna och förvärra recessionen. Som ett resultat kommer de att låna för mycket under en boom och deras beteende kommer att öka den makroekonomiska volatiliteten. Om så är fallet kan tillsynsmyndigheten genom att ta hänsyn till den här förstärkningsmekanismen minska den aggregerade upplåningen under en boom och dämpa tillgångsförsäljningen under en nedgång. Den här kanalen ger skäl till en systemriskföregbyggande hållning hos den finansiella tillsynsmyndigheten. Den här mekanismen och den resulterande interaktionen mellan tillgångspriser och finansiella problem kan ha spelat en roll under den senaste finanskrisen.

Olika typer av beteenden: irrationalitet och överskuldssättning

Beteendefaktorer kan också leda till överbelåning. Problem med "självkontroll", "överdrivet förtroende" eller brist på "finansiell förmåga" är några exempel från litteraturen. Alla de här faktorerna kan skapa orealistiska förväntningar om tillgångspriser, vilket kan öka upplåningen ytterligare över rationella eller optimala nivåer och skapa onda cirklar.

Problem med självkontroll. I ekonomiska termer innebär problem med självkontrollen att det föreligger en konflikt mellan kortsiktiga och långsiktiga preferenser. Hushåll som tycker att de borde spara mer för pensionen, men som ändå föredrar att inte minska sin konsumtion i dag, har problem med sin självkontroll. Självklart kan ett sådant beteende påverka sparandet och leda till ett för lågt sparande (eller alltför stora lån).⁴

Finansiell förmåga, övertro och finansiella misstag. Hushåll kan låna mer än vad som skulle vara lämpligt rationellt sett, eftersom de inte har de kunskaper som krävs för att fatta rätt investeringsbeslut (så kallad "finansiell förmåga"). De kan också ha för små besparingar eller alltför stora skulder, eftersom de har alltför stort förtroende och underskattar variansen i framtida störningar.⁵ Hushållen kan tolka historiskt låga realräntor som en permanent förändring i realräntorna och basera sina lånebeslut på den missuppfattningen. Den här kanalen kan förstärkas ytterligare om bankerna också ändrar sin riskattityd, till exempel under utdragna perioder med låga räntor, och gör det lättare att få nya lån.⁶ I teorin skulle en sådan permanent förändring i realräntorna berättigas av en permanent minskning i tillväxttakten, i diskonteringsfaktorer, det vill säga hushållens preferenser, eller en permanent sänkning av kapitalinkomstskatten.⁷ Med tiden har också finansmarknaderna utvecklats, och nya, mer komplexa finansiella produkter har skapats som kräver allt mer sofistikerade investerare. Samtidigt har ekonomisk politik införts som indirekt stimulerar bostadsägande, till exempel ränteavdrag, eller som ökar de enskildas ansvar för förvaltningen av den egna pensionen.⁸ Individens finansiella beslut har alltså blivit mer relevanta på en makroekonomisk nivå. Om hushållens överbelåning är resultatet av finansiell oförmåga skulle finansiell utbildning och sparprogram kunna vara en skraddarsydd lösning på problemet.

Kreditfriktioner och beteendefaktorer. En kombination av kreditfriktioner och beteendefaktorer kan förklara överbelåningen och kreditframkallade fluktuationer i tillgångspriserna. Större delen av litteraturen om ineffektiva kreditmarknader har belåning⁹ som en given variabel och fokuserar på hur räntorna bestäms i jämvikt. I Geanakoplos (2010) teori om "belåningscykler" bestämmer interaktionen mellan "naturliga köpare", det vill säga personer som värderar en tillgång högre eller har en mer optimistisk tro, och "naturliga säljare" både tillgångspriserna och belåningsgraden i jämvikt. Naturliga köpare är villiga att betala mer och dessutom låna mer för att äga tillgången.¹⁰ Om de, till följd av dåliga nyheter om tillgången, inte längre kan låna kommer de att investera mindre i tillgången. Som en följd

4 Se Laibson (1997) och Angeletos et al. (2001).

5 Se Kahneman, Slovic och Tversky (1982).

6 Ioannidou, et al. (2007) visar på en koppling mellan korta räntor och bankernas risktagande.

7 Se Jonsson (2002).

8 I USA har övergången från förmånsbestämda pensionsplaner till avgiftsbestämda pensionsplaner ökat individernas eget val när det gäller att välja hur pensionssparandet placeras. Den reform i det svenska pensionssystemet som godkändes 1998 går i samma riktning. I det nuvarande systemet sätts en del av den enskildes avgift in i en kapitalfond som personen själv väljer.

9 Belåningsgraden (leverage) definieras här som förhållandet mellan tillgångens värde och det egna kapital som används för att köpa den.

10 En "naturlig köpare" är någon som är villig att betala mer än resten av befolkningen för en viss tillgång. Det kan spegla en högre risktolerans, en annorlunda, mer optimistisk tro eller helt enkelt att personen värdesätter tillgången högre. Dessutom kan vissa investerare vara bättre än andra på att bedöma en tillgångs värde, eftersom de har mer information.

kommer naturliga säljare nu att äga tillgången. Tillgångspriserna och belåningsgraden kommer att falla och den initiala negativa störningen till tillgångspriserna förstärks. Den här enkla mekanismen leder till en "belåningscykel": belåningen kommer att vara för hög under en boom och för låg under sämre tider. Geanakoplos (2010b) menar att det bakom den senaste finanskrisen i USA finns två belåningscykler som förstärker varandra: på finansmarknaderna och på bostadsmarknaderna. Enligt den här teorin berodde den ökning i bostadspriser som kunde observeras i USA precis före krisen främst på en kreditexpansion. Nya, högre belånade hushåll kom in på bostadsmarknaderna, vilket drev upp bostadspriserna ytterligare. Långsamt började långgivarna bli mer på sin vakt och bostadspriserna föll kraftigt i takt med att antalet betalningsinställelser ökade. Det massiva fallet i bostadspriser till följd av krisen har gjort det svårare för hushållen att få nya lån och refinansiera gamla lån. Detta har skapat problem för de här lånen samt för de värdepapper de ligger till grund för, det vill säga nya värdepapperiseringar har också blivit svårare att genomföra. Författarens huvudsats är att centralbankerna aktivt bör övervaka belåningsnivåerna i ekonomin.

Bostäder och hushållsskuld

Bostäder spelar en nyckelroll i hushållens skuldsättning. Det är särskilt viktigt att ta hänsyn till bostadsfinansieringsmotiven för att förstå hushållens lånebeteende. Fastigheter har två viktiga funktioner: fastigheter är en investeringstillgång, men också en konsumtionsvara som förser hushållen med en direkt tjänst. Någon gång i livet måste de flesta hushåll fatta det viktiga beslutet om att hyra eller köpa, och i så fall vilket slags bolån de ska välja. Eftersom största delen av hushållens förmögenhet ligger i fastigheter blir hela ekonomin sårbar för bostadsprisrörelser. Bostäder kan också användas som säkerhet och en variation i bostadspriserna kan underlätta eller spärra tillgången till kreditmarknaderna, vilket också är viktigt. Det senare understryks i Ortalo-Magne och Rady (2006), där "realisationsvinstkanalen", det vill säga förmågan att klättra på bostadsstegen när bostadspriserna stiger, är en bestämmande faktor för bostads- och låneefterfrågan för kreditbegränsade bostadsägare. Detta kan leda till att bostadspriserna stiger ytterligare, eftersom fler hushåll kommer att ha råd med dyrare bostäder tack vare realisationsvinster.¹¹ Högre bostadspriser kan också kräva högre lån.¹² Dessutom kan skatteincitament, till exempel ränteavdrag på bolån, också öka upplåningen genom att framkalla en ombalansering i portföljen, det vill säga indirekt uppmuntra hushållen att investera mer i bostäder.

Förmögenhetseffekter av högre bostadspriser? En ökning av bostadspriserna kan öka konsumtionen och minska sparandet genom en bostadsförmögenhetseffekt. Den kanalen gäller för hushåll som planerar att använda mindre bostadstjänster i framtiden. Den fungerar i motsatt riktning för hushåll som planerar att köpa en större bostad. I en "representativ agent"-modell tar dessa två effekter ut varandra, det vill säga i genomsnitt blir det inga

11 Pantbegränsningar på bostäder spelar en avgörande roll även i Iacoviello (2005), där bostadsprisökningar kan förstärka konjunkturcykelfluktuationer genom att lätta på hushållens pantkrav.

12 I litteraturen kallas detta "front loading effect". Styrkan i den här mekanismen beror förstås på individens förmögenhetsställning.

bostadsförmögenhetseffekter (se Buiter, 2010). I själva verket beror det samlade utfallet av bostadsförmögenhetseffekter på samhällets demografiska struktur. Dessutom kan en bostadsförmögenhet påverka utgifterna indirekt, genom sin effekt på konsumenternas tillgång till kredit.¹³

Hyra kontra äga sin bostad. De flesta studier om hushållens bostadsval inriktar sig på riskerna med bostadsinvesteringar. Att hyra kan dock också vara riskabelt, eftersom även hyrorna fluktuerar. Sinai och Souleles (2005) tar hänsyn till att hushållen, när de fattar beslut om att köpa eller hyra en bostad, gör en avvägning mellan dessa två risker. Hyresrisken är särskilt hög för hushåll som förväntas bo länge i bostaden. Större spatial korrelation i bostadspriser på olika marknader och stabila bostadspriser under lång tid är faktorer som minskar bostadspriserisken, det vill säga båda faktorerna kan sannolikt överbygga skillnaden mellan sälj- och köppriser när ett hushåll flyttar. Enligt Sinai och Souleles bör efterfrågan på bostadsägande spegla avvägningen mellan hyres- och bostadspriserisken, en hypotes som stämmer överens med data från USA. De visar också att förväntad framtida hyra och hyresvarians har en viktig påverkan på bostadspriserna. En hög grad av reglering på hyresmarknaden kommer naturligtvis att påverka denna avvägning. Om hyra inte är ett verkligt alternativ kommer hushållen att tvingas göra riskfyllda bostadsinvesteringar även om den förväntade tiden som hushållet ska bo där är kort. Därför kan förekomsten av hyresregleringar utsätta hushållen för högre bostadspriserisken.

Bubblor på bostadsmarknaderna. Bubblor på bostadsmarknaderna uppkommer när det observerade priset avviker från en uppfattning om det fundamentala värdet.¹⁴ Många forskare har betonat den höga volatilitet som kunnat observeras i bostadspriserna och menar att bostadsmarknaderna tycks ha en inneboende benägenhet att skapa bubblor. En ökning i hushållens skuld som drivs av investerarnas naivt optimistiska förväntningar om ständigt stigande bostadspriser, skulle kunna utgöra ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten. Akerlof och Shiller (2008) menar att omotiverat förtroende för bostadsinvesteringar, "penningillusion" och rent allmänt det som de kallar "animal spirits" (ungefär irrationellt handlande utifrån inneboende instinkt) historiskt har varit väsentliga faktorer bakom bostadscyklar.¹⁵ Hushåll som inte förstår skillnaden mellan nominella eller reala kvantiteter lider av en "penningillusion". Olika uppfattningar om realräntor mellan smarta investerare och investerare som lider av penningillusion kan öka både lån och utlåning och driva upp priset på säkerheten (se Piazzesi och Schneider, 2007). Den här kanalen fungerar under perioder med både hög och låg inflation. I en miljö med låg inflation kan investerare som lider av penningillusion ta miste och tro att en låg nominell ränta är detsamma som en låg realränta och investera mer i bostäder. Under tider med hög inflation kommer de att ersättas på bostadsmarknaden av smarta investerare. Smarta investerare förstår när realräntorna är låga och kommer då att vilja investera i bostäder. Modellen skulle alltså kunna förklara

13 Den här effekten tas inte hänsyn till i Buiter (2010), eftersom han bortser från lånebegränsningar.

14 Se Dillén och Sellin (2003) för en genomgång av litteraturen om finansiella prisbubblor.

15 Se Allen och Rogoff (2011) för en översikt av litteraturen om fastighetsbubblor som uppstår till följd av asymmetrisk information och agency-problem.

den bostadsboom som kunde observeras under 1970-talet, då inflationen var hög, och under 2000-talet, då inflationen var låg i många länder.

Varför har hushållens skuld ökat? Empiriska resultat

Ett antal empiriska studier har försökt förklara den ökning som kunnat observeras i hushållens skuldsättning och beräkna bidragen från de olika förklarande faktorer som identifierats i den teoretiska litteraturen. Det har visat sig vara allt annat än enkelt, eftersom det inte går att skilja mellan kausalitet och ren korrelation. Dessutom är några av de potentiella faktorerna bakom skuldsättning, till exempel kredit, inte lätta att mäta eller har bara utvecklats gradvis över tid, till exempel finansiell innovation. Att försöka förklara hushållens skuldsättning mot bakgrund av aggregerade data kan också vara vilseledande. Då kan det vara användbart att titta på data på hushållsnivå och analysera hushållens portföljsammansättning för att bedöma riskerna i samband med hög skuldsättning. En analys av disaggregerade bostadsprisdata, både på regional eller till och med kvartersnivå skulle också kunna vara användbar. En undersökning av regiondata i Sverige avslöjar att ökningen av bostadspriserna främst är ett storstadsfenomen (se Englund, 2011). Den kraftiga ökningen i fastighetspriser i låglöneområden som kunde observeras strax före subprimekrisen i USA har många tolkat som ett resultat av lättade kreditregler. En liknande analys skulle kunna vara relevant för Sverige.

Kan vi förklara den ökande hushållsskulden med hjälp av "traditionella kanaler"?

Det finns flera studier som använder traditionella kanaler, till exempel räntor, framtida inkomst eller demografi, för att förklara hushållsskuldens ökning. Barnes och Young (2005) använder en enkel kalibrerad modell där bostäder är både en konsumtions- och en investeringsvara, för att visa att förändringar i räntor, ökning av framtida inkomst och demografiska effekter kan förklara ökningen av hushållsskulden i USA under 1990-talet. Dessa faktorer kan dock inte förklara den ökade skuldsättningen under 1980-talet, en period som karaktäriserades av höga räntor och lägre inkomstillväxt. Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007) kalibrerar en modell med svenska data. De finner att en kombination av låga realräntor och mindre strikta LTV-krav (förhållande mellan lån och bostadens värde) kan förklara större delen av ökningen i de svenska hushållens skuld från 1990-talet. Dessa studier tar inte hänsyn till effekterna av bostadspriser på skuldsättningen. Dynan och Kohn (2007) förklarar ökningen i hushållens skuldsättning i USA sedan det tidiga 1980-talet genom att analysera följande faktorer:

- **Hushållens preferenser.** Det finns bara små tecken på minskat tålmod eller ökad riskaptit hos dem som deltog i SCF (Survey of Consumer Finances) mellan 1983 och 2004.
- **Räntor.** Enligt den ekonometriska modell som används av Federal Reserve Board har låga räntor haft en mycket begränsad effekt på sparandet mellan 1990 och 2000.

- **Demografiska skiftningar.** Babyboomgenerationens övergång från den yngsta åldersgruppen till medelåldersgruppen, har delvis ökat den aggregerade skulden. Enligt deras data är dock stigande skuld en trend som ökar i alla åldersgrupper, vilket tyder på att det finns andra faktorer som bidrar till förklaringen.
- **Bostadspriser och finansiell innovation.** Enligt Dynan och Kohn kan högre bostadspriser förklara en femtedel av den totala ökningen av hushållsskulden. I deras studie finns det en del andra bevis för hur finansiella innovationer påverkat den uppåtgående skuldturen. Å ena sidan tonar de ned den roll som "kreditdemokratiseringen", det vill säga enklare tillgång till kreditmarknaderna för tidigare begränsade hushåll, spelar, eftersom det bara skulle förklara en sjundedel av den ökade hushållsskuld som kunnat observeras mellan 1983 och 2004. Å andra sidan anser de att värdepapperiseringen av bolån påverkat räntorna och att interaktionen mellan bostadspriser och finansiella innovationer är särskilt viktig ur kvantitativ synvinkel.

Dynan och Kohns huvudslutsats är att förändringar i räntor, inkomsttillväxt eller preferenser bara kan förklara en del av den ökade skulden, medan stigande bostadspriser och finansiell innovation varit avgörande.

Den finansiella avregleringens roll

Finansiella innovationer har ökat kreditillgången. De senaste trettio åren har det skett avsevärda förändringar på finansmarknaderna. Bankerna har gradvis börjat bevilja bostadslån med ett mer generöst förhållande mellan lån och bostadens värde och längre amorteringstider än förut. De ändringar i kapitalkraven som introducerades genom Basel II och ökad konkurrens har pressat ned marginalerna på bolåneinstitutens utlåningsräntor.¹⁶ Utvecklingen av en andrahandsmarknad för bolån och framväxten av obligationer baserade på bolån ("mortgage-backed securities") har också spelat en viktig roll och förändrat kreditmarknaderna drastiskt.

Kreditransoneringen har minskat. Effekterna av den finansiella avregleringen på hushållsskulden har undersökts grundligt i den empiriska litteraturen. Gerardi et al. (2010) visar att avregleringen av bolånemarknaden i USA i början av 1980-talet följdes av ökade lån bland hushåll med högre förväntade framtida inkomster. Deras analys tyder alltså på att den finansiella avregleringen ökat marknadens effektivitet. Å andra sidan menar Mian och Sufi (2009) att den avsevärda ökningen av bolån som kunde observeras mellan 2002 och 2005 i subprimeområden i USA kan förklaras av den ökade kreditillgången. De visar också att ökningen inte motiveras av att subprimelåntagarna fått bättre kreditvärdighet, utan att den har samband med den ökade värdepapperiseringen. Intressant nog är det just de områdena som upplevt det största antalet nödlidande lån under krisen.

¹⁶ Kapitalkraven beräknades på basis av riskviktade tillgångar, vilket förutsatte en lägre riskvikt för lån mot säkerhet.

Finansiell förmåga – gör hushållen investeringsmisstag?

Hushållens finansiella förmåga är begränsad. En annan gren av litteraturen har fokuserat på att testa hushållens förmåga att fatta de rätta finansiella besluten. De empiriska resultaten i Brunnermeier och Julliard (2006) ger stöd för tanken att människor, när de bestämmer sig för att köpa eller hyra en lägenhet, blandar ihop reala och nominella räntor, det vill säga de lider av penningillusion. Deras misstag gör att de underskattar de reala kostnaderna för framtida avbetalningar, vilket orsakar höjda bostadspriser när inflationen är låg. Mot bakgrund av data från USA finner Lusardi och Tufano (2009) att "skuldokunnigheten", det vill säga oförmågan att fatta enkla beslut rörande ett skuldavtal, är utbredd och samvarierar med överskuldssättning. I deras urval tenderar personer med bristande finansiell förmåga att bedöma sin skuldsättningsnivå som för hög. Gerardi et al. (2010b) förklarar en del av den stora mängden nödlidande lån och utmätningar på bolånemarknaden i USA med låntagarnas bristande finansiella kunskaper. Deras resultat tyder på att finansiella misstag kan få avsevärda makroekonomiska följder. Baserat på en representativ studie med över 1 300 svenskar i vuxen ålder finner Almenberg och Widmark (2011) att de finansiella kunskaperna både på grundläggande och avancerad nivå varierar stort mellan olika demografiska grupper och att de är en viktig bestämmande faktor bakom deltagande på aktiemarknaden eller val av bostadsägande. I deras urval visade respondenterna i den äldsta gruppen (+65) och den yngsta gruppen (18–25) särskilt låga nivåer av finansiella kunskaper. Bland de personer som hade sämst finansiella kunskaper visste en av sju inte hur stor andel av deras lån som hade rörlig ränta. Individer med bolån med rörlig ränta har också bättre finansiella kunskaper. Deras huvudsats är att många vuxna svenskar inte har tillräckliga kunskaper för att fatta komplexa finansiella beslut.

Kopplingarna mellan bostadspriser, konsumtion och hushållsskuld

Bostadsförmögenhetseffekterna är fortfarande osäkra. Det finns inga klara resultat rörande effekterna av bostadspriserna på hushållsskulden och styrkan i den så kallade "bostadsförmögenhetseffekten". Mian och Sufi (2010a) visar att amerikanska bostadsägare mellan 2002 och 2006 reagerade på de höjda bostadspriserna med att öka sina skulder. De finner i synnerhet att genomsnittshushållet i deras urval skulle öka sin skuld med 25 cent för varje dollar som bostaden ökar i värde. De lånade pengarna skulle därefter användas främst till konsumtion eller renovering av bostaden.¹⁷ En nyligen utförd studie av Chakrabarti et al. (2011) rapporterar att de amerikanska hushållen 2006 för varje ökning av bostadspriserna med en procent i genomsnitt ökade sin skuld med en procent. Med hjälp av mikrodata från Storbritannien finner Campbell och Cocco (2005) en stor heterogenitet i fråga om konsumtionselasticitet kopplat till bostadspriser bland unga och gamla i befolkningen. Enligt deras bedömningar är gamla bostadsägare betydligt mer benägna att ändra sin konsumtion som en reaktion på bostadspriserna. Deras resultat tyder på att de aggregerade effekterna av

¹⁷ Eftersom den illustrerade kopplingen mellan bostadspriser och konsumtion förutsätter kreditbegränsningar är detta tekniskt sett inte en ren "bostadsförmögenhetseffekt".

bostadspriserna på konsumtionen bör bli kraftigare i takt med att befolkningen åldras. Däremot hävdar Calomiris et al. (2009) att många av de empiriska studier som tyder på stora förmögenhetseffekter inte tar hänsyn till den möjliga korrelationen mellan bostadspriser och hushållens långsiktiga inkomstförväntningar, det vill säga deras "permanenta inkomst". Med hjälp av data på delstatsnivå från USA korrigerar de för effekterna av denna korrelation och finner att bostadsförmögenhet inte har en väsentlig effekt på USA:s konsumtion. Attanasio et al. (2009) kommer fram till liknande slutsatser för de brittiska hushållen. Men även om det råder viss oenighet om effekterna av bostadspriserna på konsumtionen, är de flesta överens om att bostäderna får en alltmer framskjutet roll när det gäller att förklara konjunkturcykelfluktuationer (se till exempel IMF, 2008). I det här avseendet observerar Leamer (2007) att sedan andra världskriget har åtta av tio recessioner i USA föregåtts av ändrade bostadsinvesteringar.

Makroekonomiska effekter av stigande hushållsskuld

Höga hushållsskulder kan få stora makroekonomiska konsekvenser av två olika skäl. För det första kan, vilket den senaste finanskrisen visade, överskuldssättning leda till finansiell oro och förstärka effekterna av en kris. I det avseendet skulle olika politiska åtgärder¹⁸ kunna ha en förebyggande roll när det gäller att förhindra att en kris byggs upp. För det andra kan höga hushållsskulder också få viktiga konsekvenser även i normala tider genom att öka hushållens exponering mot makroekonomiska fluktuationer.

Skuld och finansiella problem

Höga hushållsskulder påverkar ekonomisk nedgång. Den senaste finanskrisen ledde till den allvarligaste recessionen sedan den stora depressionen. En slående likhet mellan de två kriserna är att båda föregicks av en dramatisk ökning i hushållens belåning: hushållsskulden har stigit till över 100 procent av BNP endast två gånger under det senaste århundradet i USA:s historia: 1929 och 2006.¹⁹ Fishers (1933) skulddeflationsteori belyser den aktiva roll som försämrade kreditmarknadsvillkor spelar under en ekonomisk nedgång. I korthet innebär hans teori att en interaktion mellan hög hushållsbelåning och negativa tillgångs- eller efterfrågestörningar kan förvärra en nedgång.²⁰ Glick och Lansing (2010) menar att det finns tre gemensamma mönster som kan observeras i olika länder mellan 1997 och 2007, som kan öka förståelsen för skuldens roll när det gäller att bygga upp en kris och den efterföljande ekonomiska återhämtningen.

18 Vi avser inte bara penningpolitiken, utan även andra politiska åtgärder, till exempel finansiella regleringar eller finanspolitik som påverkar hushållens skuld.

19 Se Mian och Sufi (2010b).

20 Intressant nog gör King (1994) en liknande parallell mellan 1930-talet och den kris som många industriländer upplevde på 1990-talet. Han understryker hur de länder som upplevde den mest allvarliga recessionen också var de vars privata skuldbördor var högst före nedgången.

- Hushållsskulden ökade väsentligt och mycket snabbare än den disponibla inkomsten i många länder före 2007.
- Det finns en positiv korrelation mellan den snabba ökningen i hushållsskuld och bostadspriserna.
- Länderna med den största skuldökningen har också upplevt de djupaste recessionerna.

Glick och Lansing menar att hushållens överbelåning i många länder kommer att leda till fler nödlidande lån och avsevärda utgiftsminskningar. Studier från den senaste tiden visar att hushållen i USA verkligen har reagerat på sin försämrade finansiella situation genom att minska utgifterna. Under 2009 ökade de sitt sparande genom att betala av en del på sina lån i stället för att öka sina avgifter till pensions- eller sparkonton (se Chakrabarti et al., 2011).

Är högt skuldsatta hushåll mer sårbara för störningar?

Hög hushållsskuld och volatilitet. Högre skuld kan också få stora makroekonomiska konsekvenser genom att öka hushållens sårbarhet för störningar, däribland inkomst-, ränte- och tillgångsprisrisk:²¹

- **Inkomstrisk.** Arbetslöshet är sannolikt den största negativa störning till inkomsten som ett hushåll kan ställas inför. Att bli arbetslös och ha ett bolån kan få negativa konsekvenser, även om arbetslöshetsförsäkringen tillfälligt kan begränsa inkomstfallet.²² Det stora inkomstbortfallet kommer att göra det svårt att fortsätta att betala av på lånen och en stor skuld och negativt kapital kan avsevärt minska hushållets rörlighet i jakten på ett nytt jobb.²³ Den här negativa effekten kan reduceras genom att bostadsägare absorberar en negativ störning genom att frigöra kapital från sina bostäder. Det är fler brittiska hyresgäster än bostadsägare som anger "arbetslöshet" eller "högre räntor än förväntat" som skäl för att de har problem med att återbetala sina lån.²⁴ Med hjälp av data från USA visar Hurst och Stafford (2004) att hushåll med liten likvid förmögenhet är mer benägna att frigöra kapital från sina bostäder om inkomsterna oväntat minskar. Dessutom finns det omfattande litteratur som understryker den finansiella avregleringens roll för den makroekonomiska stabiliseringen. Dynan et al. (2006) menar till exempel att den utveckling på

21 Se även Debelle (2004) och Dynan och Kohn (2007) om de makroekonomiska konsekvenserna av hög hushållsskuld.

22 Det gäller särskilt i ett land med ett välutvecklat välfärdssystem som Sverige.

23 För den här sista kanalen, se Sterk (2010). Empiriskt har både Ferreira, Gyourko och Tracy (2010) och Chan (2001) funnit att bostadsägare med ett negativt kapital är mindre rörliga. I teorin kan det också finnas krafter som ökar rörligheten bland människor med negativt kapital (se Schulhofer-Wohl, 2010). Om till exempel lånet är utan regress kan en bostadsägars bästa alternativ vara att ställa in betalningarna på lånet och flytta. Dessutom skulle en bostadsägare kunna välja att flytta om de kan hyra ut sitt hus. Det här skulle dock vara mindre relevant för Sverige, ett land med en kraftigt reglerad hyresmarknad och där bolånen är personliga (det som kallas "full recourse").

24 Se Waldron och Young (2007).

kreditmarknaderna som ökade hushållens och företagens förmåga att låna spelade en avgörande roll i stabiliseringen av den ekonomiska aktiviteten i mitten av 1980-talet. Campbell och Hercovitz (2006) kommer fram till liknande slutsatser.

- **Ränterisk.** Höjda räntor har en direkt inverkan på hushållens förmåga att betala sina skulder. Den omedelbara effekten av räntehöjningar beror på antalet hushåll som har lån med rörlig ränta jämfört med dem som har lån med fast ränta. Den här kanalen är särskilt stark i länder där det är vanligare med bolån med rörlig ränta, till exempel i Sverige, och mindre stark i länder där lånen främst har fast ränta, till exempel Frankrike, Tyskland och USA (se Debelle, 2004).
- **Bostadsprisrisk.** Slutligen kan ändrade bostadspriser påverka värdet på tillgångssidan av högt skuldsatta bostadsägares balansräkningar. I princip är hushåll som planerar att flytta i framtiden mer exponerade för risk (se Sinai och Souleles, 2005). Kraftigt minskade huspriser skulle kunna minska bostadskapitalet så att lånet överskrider bostadens marknadsvärde. I USA visar studier att den "effektiva andelen egnahemsägare", det vill säga andelen personer med ett positivt bostadskapital, som en följd av den senaste nedgången i bostadspriser sedan 2007 fallit med mer än sju procentenheter (se Chakrabarti et al., 2011).

För att bedöma relevansen av de här tre kanalerna är det viktigt att se till fördelningen av skuld över hushåll, kvantifiera i vilken utsträckning samhället som helhet är exponerat för riskerna med hög skuldsättning och ta hänsyn till landspecifika institutionella skillnader som kan ändra de här mekanismerna.

Vad är speciellt med Sverige?

Utöver de fundamentala faktorerna är det viktigt att se till förhållanden för den lokala efterfrågan och tillgången på bostäder. Det har ofta framförts att den svenska fastighetsmarknaden inte ligger i linje med fundamentala faktorer, till exempel disponibel inkomst, befolkning i arbetsför ålder, räntor, förhållandet mellan fastighetspriser och hyra (IMF 2004, 2008, 2009; The Economist 2010). Det kan dock vara missvisande att behandla kredit- och bostadsmarknaderna som homogena mellan olika länder. Man måste ta hänsyn till vissa viktiga särdrag i den svenska ekonomin, till exempel (i) en starkt reglerad bostadsmarknad, (ii) en begränsad uthyrningsmarknad, (iii) kreditmarknadsstrukturen och bostaden som kreditkälla samt (iv) skuldfördelningen.

En kraftigt reglerad bostadsmarknad

En slående egenskap för den svenska bostadsmarknaden är den kraftiga regleringen. Hyresregleringar infördes 1940 och trots vissa reformer på 1970-talet och på 2000-talet, är hyressektorn fortfarande starkt reglerad i dag.²⁵ Hyresmarknaden tillhör till största del

²⁵ Se OECD Economic Survey: Sweden (2007) och Englund (2011).

allmännyttan och hyrorna sätts enligt självkostnadsprincipen. Hyrorna inom allmännyttan sätter i praktiken ett tak för hyrorna i den privata sektorn. Därför speglar hyrorna i Sverige normalt inte marknadsvärdet för en lägenhet, i synnerhet inte i storstäderna. Det finns också regleringar som styr ägande på bostadsmarknaden. Det vanligaste alternativet till att hyra är en bostadsrätt. Den största skillnaden mellan att ha en bostadsrätt och att äga en lägenhet är att i en bostadsrätt är rätten att hyra ut begränsad. Dessa regleringar skapar ett antal problem som måste tas med i beräkningen när man utvärderar hushållens lånebeslut och utvecklingen av bostadspriserna i Sverige:

- För det första innebär hyresregleringar att det delvis inte går att använda förhållandet mellan fastighetspriser och hyra för att utvärdera eventuella avvikelser i bostadspriser från deras fundamentala värden. I den empiriska litteraturen tolkas stora avvikelser i bostadspriser från hyrespriser som en möjlig varningssignal för att en bubbla kan vara under uppsegling. Men om hyrorna hålls nere på grund av regleringar finns det ingen koppling mellan hyror och priser och förhållandet mellan fastighetspriser och årshyror kanske inte längre speglar de fundamentala värdena. Så som påpekas av Englund (2011) kan avvikelser i bostadspriser gentemot hyror helt enkelt återspegla ett ökande gap mellan marknadshyror och reglerade hyror. Frisell och Yatsi (2010) kritiserar användningen av förhållandet mellan fastighetspriser och årshyra i Sverige och menar att det bakom bostadsprisernas anmärkningsvärda ökning ligger i huvudsak fundamentala skäl, till exempel lägre realräntor och högre arbetsinkomst. Ändrad bostadsefterfrågan, på grund av till exempel ändrade skatteregler och variation över tid i den maximala LTV-kvoten, är viktiga faktorer som förklarar bostadsprisfluktuationerna i Sverige enligt Walentin och Sellin (2010).²⁶
- För det andra har det till följd av den kraftiga regleringen på bostadsmarknaden aldrig utvecklats en marknad för privatuthyrning i Sverige. Detta har minskat möjligheterna till spekulation på bostadsmarknaden.²⁷
- För det tredje är den främsta effekten av hyreskontrollen i storstadsområdena att den skapar en bristande överensstämmelse mellan efterfrågan och tillgång. Det har lett till att man kan få stå i kö i över tio år för att få en lägenhet i centrala Stockholm. Unga hushåll kan alltså tvingas köpa sin bostad tidigare i livet än de annars skulle ha velat och blir därför högre belånade. På grund av regleringen av hyresmarknaden finns det i praktiken ingen avvägning för svenska hushåll mellan att hyra och att äga.²⁸ Bristen på en välutvecklad hyresmarknad kan tvinga hushållen att köpa, även om deras investeringshorisont är kort, och de blir därför mer exponerade mot bostadsprisfluktuationer.
- För det fjärde har bostadsregleringar och höga byggkostnader bidragit till att det byggs få nya bostäder jämfört med i andra europeiska länder (se OECD, 2007).

²⁶ Se även Claussen et al. (2011).

²⁷ En bostad i Sverige är snarare att betrakta som en konsumtionsvara än en investeringsvara.

²⁸ Här talar vi främst om storstadsområden.

Sammanfattningsvis kan den kraftiga regleringen av bostadsmarknaderna öka hushållens exponering mot bostadsprisfluktuationer och snedvrinda hushållens lånebeslut samt leda till att det krävs extra försiktighet när överhettningnivån på bostadsmarknaden ska utvärderas. En positiv aspekt av en underutvecklad privat uthyrningsmarknad kan vara mindre spekulation på bostadsmarknaden.

Vissa viktiga skillnader på kreditmarknaderna

De flesta bolån i Sverige har rörlig ränta och alla bolån är personliga. Bolån med rörlig ränta är vanligast i Sverige och utgör två tredjedelar av alla bolån.²⁹ Bolån har "full recourse" i Sverige, vilket innebär att låntagaren är personligt ansvarig för hela lånebeloppet, oavsett marknadsvärdet för den underliggande panten. De här faktorerna skulle kunna öka högt skuldsatta hushålls känslighet för bostadspriserisiker:

- Bolån med rörlig ränta kan öka såväl hushållens som bostadsprisernas känslighet för ränterörelser, eftersom räntorna då kommer att påverka inte bara nya låntagare, utan också en stor andel av de utestående lånen.³⁰ Denna hypotes bekräftas av Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), som studerar hur egenskaper på bostadsmarknader påverkar effekterna av penningpolitiken på fastighetspriserna i olika länder, däribland Sverige. De kommer fram till att bostadspriserna är mer känsliga för penningpolitiska störningar i länder där det är vanligare med bolån till rörlig ränta.
- Lån med "full recourse" reducerar effekterna av alltför stora lån på den finansiella stabiliteten. Att vara personligt ansvarig för sin skuld kan göra människor mer försiktiga i sina lånebeslut. Dessutom begränsas långgivarens återvinning inte till panten. Å andra sidan innebär det att kostnaden för att inte kunna återbetala skulden är särskilt hög för svenska hushåll.³¹ Under perioder med höga räntor och fallande bostadspriser kan svenska hushåll till exempel vara mer benägna att minska sin konsumtion för att kunna betala sin skuld. Här skulle det vara användbart att använda internationella data från länder med ett liknande regelverk som Sverige för att kvantifiera den här effekten.

Sparande och bostaden som kreditkälla

Användandet av bostaden som kreditkälla är begränsat i Sverige. Ökad skuld och minskat sparande har varit ett konstant mönster i USA de senaste 20 åren. Negativt sparande och ökad skuld kan tyda på extralån med bostaden som säkerhet. Situationen är annorlunda i Sverige. Under de senaste åren har sparandet varit positivt och ökat nästan hela tiden. Om vi ser till det svenska sparandet kan man vid en första anblick dra slutsatsen att de svenska

²⁹ Johansson et al. (2011) visar också att den här andelen har ökat över tid.

³⁰ Teoretiskt sett borde hushållen ta hänsyn till ränterisiker för att fatta ett optimalt beslut mellan ett bolån med rörlig eller med fast ränta. Men Campbell (2006) visar att det ibland kan vara svårt att förklara hushållens beslut om bolån.

³¹ Se även Andersson och Lindh (2011).

hushållen inte använder bolån för konsumtionsändamål. Men förhållandet mellan säkerställda bostadskrediter och bostadsinvesteringarna ger en annan bild. I genomsnitt uppgick extralånen med bostaden som säkerhet till cirka fyra procent av den disponibla inkomsten i slutet av 2009 (se Sveriges riksbank, 2010). Aggregerade data ger bara ett mycket grovt mått på det här fenomenet. Som underlag för ekonomisk politik vore det användbart att genomföra en mikrodatastudie, som Mian och Sufi (2010a), som skulle kunna ge mer exakta mått.

Skuldfördelning

Skuldfördelningen spelar roll för skuldållbarheten. För att komma fram till en korrekt bedömning av de risker som är förknippade med hög skuld är det viktigt att titta på skuldfördelningen i ett samhälle som helhet, snarare än ett genomsnitt. I tidigare rapporter om den finansiella stabiliteten har det argumenterats att den aktuella skuldnivån i Sverige inte utgör ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten. Men även om de svenska hushållen tycks ha en bra marginal vad gäller förmåga att betala sin skuld (se Johansson och Persson, 2006, och Sveriges riksbank, 2009), kan nya låntagare vara mer exponerade mot arbetslöshet och ränterisker (se Jönsson et al., 2011). Nästan 60 procent av den totala skulden tillhör hushåll i den högre delen av inkomstfördelningen, som är mindre benägna att ställa in sina lånebetalningar i händelse av en nedgång, och som mindre sannolikt kommer att drabbas av arbetslöshet. Men att jämföra skuldnivåerna hos hushåll i olika inkomst kategorier ger inte hela bilden. Det gäller särskilt i högskatteländer som Sverige. I praktiken är inkomstfördelningen i Sverige, i motsats till i USA, i grunden jämn. Men förmögenhetsfördelningen ger en annan bild genom att vara mer skev.³² Förhållandet mellan skuld och tillgång skulle kunna ge mer information när skuldållbarheten ska utvärderas. Aggregerade data visar att det här förhållandet varit stabilt över tiden. En möjlig nackdel med att använda den här metoden är att bostadsförmögenhet utgör den största delen av hushållens förmögenhet.

Hushållen har också blivit mer exponerade för bostadsprisfluktuationer. Disaggregerade data visar även att en betydande andel av de svenska hushållen har små tillgångar.³³ Det skulle kunna vara relevant att analysera förhållandet såväl mellan skuld och inkomst som mellan skuld och tillgångar i Sverige för att bedöma sannolikheten för uteblivna lånebetalningar. I USA har det andra måttet gett bättre förutsägelser enligt Dynan och Kohn (2007).

SAMMANFATTANDE KOMMENTARER

Vad förklarar den ökning av hushållens skuld som kunnat observeras under de senaste 15 åren? Den ekonomiska teorin erbjuder många möjliga förklaringar, till exempel ökad förväntad framtida inkomst, låga realräntor, minskad osäkerhet, ändringar i demografi och finansiell innovation. Att empiriskt komma fram till betydelsen av alla dessa faktorerers inverkan har visat sig svårt. Många av de här variablerna är mycket endogena eller svåra att

³² Se Domeij och Flodén (2010).

³³ Se Domeij och Flodén (2010) och Domeij och Klein (2002).

mäta och detta har gjort det svårt att skilja kausalitet från korrelation. I USA har lättnader när det gäller kreditbegränsningar och höjda bostadspriser pekats ut som två viktiga orsaker till ökad skuld. En växande empirisk litteratur tyder på en länk mellan finansiell oförmåga och överskudsättning. I Sverige finns det en del belegg för att en kombination av låga realräntor och mer generösa LTV-kvoter kan förklara större delen av den observerade skuldökningen.³⁴ Vi har dock inte funnit någon heltäckande studie som använder mikrodata för att bedöma den roll som stigande bostadspriser, kreditillgång eller ändringar i disponibel inkomst spelar för hushållens skuldsättning i Sverige. Det finns nya studier som har dokumenterat att finansiell oförmåga hos de svenska hushållen sannolikt också kan leda till att en alltför stor skuld byggs upp. Dessutom kan även personer med goda finansiella kunskaper göra finansiella misstag och skaffa sig alltför stora skulder genom att uppfatta de gällande låga räntorna som permanenta och den aktuella ökningstakten i bostadspriserna som varaktig. En lång period av låga räntor och stigande bostadspriser kan skapa och förstärka den här missuppfattningen. Att förstå hur realtidsuppfattningen utvecklas när det gäller förväntningar på bostadspriser eller räntor är därför centralt för att förstå bostadsmarknaderna och hushållens skuldbeslut. För ekonomisk-politiska ändamål skulle det vara användbart att samla mer data om dessa frågor. Dessutom skulle en ekonomisk politik som syftar till att öka transparensen om de finansiella villkoren, i likhet med beslutet att publicera Riksbankens prognostiserade styrräntebana,³⁵ också kunna underlätta.

Det är ännu svårare att göra en bedömning av om hushållens skuldsättning ligger på en hållbar nivå eller om bostadspriserna i Sverige drivs av en bubbla. Det finns belegg för att bostadsprisfluktuationerna främst skulle kunna förklaras av fundamentala faktorer, till exempel realräntor och disponibel inkomst. Vi tror dock att en viss försiktighet är på sin plats i det här avseendet. Det har visat sig svårt att förutsäga bostadsprisbubblor och ekonomisk teori gav liten vägledning när det gällde att bedöma vad som var en rimlig nivå på bostadspriserna före den senaste krisen i USA (se Foote et al., 2010). Förhållandet mellan skuld och inkomst samt mellan skuld och tillgång ger informativa mått för att bedöma hushållens skuldhållbarhet. Vi anser att det skulle vara användbart att använda båda måtten, på en disaggregerad nivå, för att bedöma sannolikheten för uteblivna lånebetalningar i Sverige och utvärdera vilket av de två måtten som ger den bästa förutsägelsen.

Oavsett om vi tror att hushållen lånar för mycket och bostadsmarknaderna är överhettade eller inte, finns det vissa särskilda institutionella förutsättningar i Sverige, till exempel den kraftiga regleringen av bostadsmarknaden, och den utbredda användningen av bolån med rörlig ränta, som kan öka de skuldsatta hushållens exponering mot fluktuationer i bostadspriser och räntor. Det är dock en öppen fråga om penningpolitik är det rätta instrumentet för att begränsa hushållens skuld och den tillhörande risken. En ökning av styrräntan skulle påverka både hushållen och företagen. De skuldsatta hushållens faktiska lånekostnader påverkas också av skattelagstiftningen, till exempel ränteavdrag, som inte beror på penningpolitiken. Ökade räntekostnader till följd av gradvis minskade avdrag är ett annat exempel

³⁴ Se Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007).

³⁵ Sedan januari 2007 publicerar Riksbanken sin egen prognos över styrräntans framtida utveckling.

på en skräddarsydd lösning för att dämpa trenden med ökad skuldsättning. Ränteändringar påverkar inte bara nya låntagare utan också en stor andel av de utestående lånen och högre räntor kan göra att låntagarna amorterar mindre på sina lån. En begränsning av LTV-kvoterna, som det bolånetak som Finansinspektionen rekommenderar sedan oktober 2010, kan också få hushållen att låna mindre och på så sätt minska skuldsättningens ökningstakt. Ekonomisk politik som ökar incitamentet för hushållen att amortera kan ha en dämpande effekt på befintliga skuldnivåer. Slutligen har kraftigt reglerade hyresmarknader och höga byggkostnader också bidragit till bristande tillgång på bostäder i storstadsområdena. Den begränsade tillgången kan ha spelat en viktig roll när det gäller utvecklingen av bostadspri- ser och skuldsättning.

För att kunna göra en korrekt bedömning av riskerna från hushållens balansräkningar och bostäder framöver måste tillsynsmyndigheterna fortsätta att utveckla mikrodata om hushållens lån och tillgångar. Bedömningen av mikrodata om hushållen kommer också att behöva integreras bättre i aggregerade modeller för policysimuleringar och analys.

Sådana steg kan förbättra vår förståelse av hushållens skuldsättning och den risk den medför för makroekonomisk och finansiell stabilitet. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden är ett första steg i den här riktningen.³⁶

36 Se Nordberg och Soultanaeva (2011) för en beskrivning av vissa av de nya uppgifterna som kommer att användas av Riksbanken för att studera bostadsmarknaden.

Referenser

- Akerlof, George, A. och Robert J. Shiller (2009), "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism", Princeton University Press.
- Allen, Franklin och Douglas Gale (2000), "Bubbles and Crises", *Economic Journal*, vol. 110, s. 236–255.
- Allen, Franklin och Kenneth Rogoff (2011), "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel III.1, s. 189–217, Sveriges riksbank.
- Almenberg, Johan och Olof Widmark (2010), "Numeracy, financial literacy and asset market participation", Mimeo.
- Andersson, Tom och Sofia Lindh (2011), "Bolånetagare på obestånd – en jämförelse mellan USA och Sverige", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.6, s. 175–187, Sveriges riksbank.
- Ando, Albert och Franco Modigliani (1963), "The Life-Cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests", *American Economic Review*, vol. 53, s. 55–84.
- Angeletos, G. M., D. Laibson, J. Tobacman, A. Repetto och S. Weinberg (2001), "The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nr 3, s. 47–68.
- Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach (2008), "Ensuring financial stability: financial structure and the impact of monetary policy on asset prices", IEW – Working Paper nr 361.
- Attanasio, O., L. Blow, R. Hamilton och A. Leicester (2009), "Booms and Busts: Consumption, House Prices and Expectations", *Economica*, vol. 76, s. 20–50.
- Barnes, Sebastian och Guy Young (2003), "The rise in US household debt: assessing its causes and sustainability", Bank of England Working Paper nr 206.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler och Simon Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", i: J. B. Taylor & M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics*, utgåva 1, vol. 1, kapitel 21, s. 1341–1393, Elsevier.
- Bianchi, Javier och Enrique Mendoza (2011), "Overborrowing, Financial Crises and 'Macroprudential' Policy", IMF Working Paper WP/11/24.
- Brunnermeier, Markus K. och Christian Julliard (2008), "Money Illusion and Housing Frenzies", *The Review of Financial Studies*, vol. 21, utgåva 1, s. 135–180.
- Buiter, Willem (2010), "Housing Wealth Isn't Wealth", *Economics: The open-access, open-assessment E-journal*, vol. 4, 2010-22, www.economics-ejournal.org.
- Calomiris, Charles W., Stanley D. Longhofer och William Miles (2009), "The (Mythical?) Housing Wealth Effect". NBER Working Paper nr 15075.
- Campbell, Jeffrey R. och Zvi Hercowitz (2006), "The role of collateralized household debt in macroeconomic stabilization", Working paper.
- Campbell, John Y. (2006), "Household Finance", *NBER Working Paper* nr 12149.
- Campbell, John, Y. och Joao F. Cocco (2007), "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(3), s. 591–621, april.
- Chakrabarti, R., D. Lee, W. Van der Klaauw och B. Zafar (2011), "Household Debt and Saving during the 2007 Recession", FRB of New York Staff Report nr 482.
- Chan, Sewin (2001), "Spatial Lock-in: Do falling Prices Constrain Residential Mobility?", *Journal of Urban Economics* vol. 49(3), s. 567–586.

- Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.1, s. 67–95, Sveriges riksbank.
- Debelle, Guy (2004), "Macroeconomic implications of rising household debt", BIS working paper nr 153.
- Dillén, Hans och Peter Sellin (2003), "Finansiella bubblor och penningpolitik", *Penning- och valutapolitik* 3/2003, Sveriges riksbank.
- Domeij, David och Martin Flodén (2010), "Inequality Trends in Sweden 1978–2004", *Review of Economic Dynamics*, 13(1), s. 179–208.
- Domeij, David och Paul Klein (2002), "Public pensions: To What Extent Do They Account for Swedish Wealth Inequality?", *Review of Economic Dynamics*, 5(3), s. 503–534.
- Dynan, Karen och Donald L. Kohn (2007), "The Rise in U.S. Household indebtedness: Causes and Consequences" Finance and Economics Discussion Series 2007-37. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel I.1, s. 23–65, Sveriges riksbank.
- Ferreira, Fernando, Joseph Gyourko och Joseph Tracy (2010), "Housing Busts and Household Mobility", *Journal of Urban Economics* vol. 68(1), s. 34–45.
- Finocchiaro, Daria och Virginia Queijo von Heideken (2007), "Household Debt and the Macroeconomy: the Swedish Case", Mimeo.
- Fisher, Irving (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, utgåva 4, s. 337–357.
- Foote, Chris, Chris Gerardi och Paul Willen (2010), "Reasonable people did disagree: Optimism and pessimism about the U.S. housing market before the crash", kommer att publiceras i: *Reinventing the American Mortgage System: Rethink, Recover, Rebuild*, redaktörer Marvin Smith och Susan M. Wachter.
- Friedman, Milton (1957), "A theory of the consumption function", Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Frisell, Lars och Masih Yatsi (2010), "Prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden – en fundamental analys", *Penning- och valutapolitik* 3/2010, Sveriges riksbank.
- Geanakoplos, John (2010), "The leverage cycle", Cowles Foundation Discussion Paper nr 1715R.
- Geanakoplos, John (2010b), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *FRBNY Economic Policy Review*, augusti.
- Gerardi, Kristopher, Harvey S. Rosen och Paul Willen (2010), "The impact of deregulation and financial innovation on consumers: the case of mortgage markets", *Journal of Finance*, vol. 65, utgåva 1, s. 333–360, februari.
- Gerardi, Kristopher, Lorenz Goette och Stephan Meier (2010b), "Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data", Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2010-10.
- Glick, Reuven och Kevin Lansing (2010), "Global Household Leverage, House Prices, and Consumption", FRBSF Economic Letter, januari.
- Hansson, Bengt (2010), "En bostadsbubbla kostar", Statens Bostadskreditnämnd Marknadsrapport, februari.
- Hurst, Erik och Frank Stafford (2004), "Home is where equity is: mortgage refinancing and household consumption", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 36, nr 6, s. 985–1014.

- Iacoviello, Matteo (2005), "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 95(3), s. 739–764, juni.
- Internationella valutafonden, IMF (2004), "World Economic Outlook", september.
- Internationella valutafonden, IMF (2008), "World Economic Outlook", oktober.
- Internationella valutafonden, IMF (2009), "World Economic Outlook", oktober.
- Ioannidou, Vasso P., Steven Ongena, och José L. Peydró, (2007), "Monetary Policy and Subprime Lending: A Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loans, and Reduced Loan Spreads", Mimeo.
- Johansson, Jesper, Björn Lagerwall och Henrik Lundwall (2011), "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.2, s. 97–108, Sveriges riksbank.
- Johansson, Martin W. och Mattias Persson (2006), "Swedish households' indebtedness and ability to pay – a household level study", *Penning- och valutapolitik* 3/2006, Sveriges riksbank.
- Jonsson, Magnus (2002), "Realränta och penningpolitik", *Penning- och valutapolitik* 1/2002, Sveriges riksbank.
- Jönsson, Kristian, Anders Nordberg och Maria Wallin Fredholm (2011), "Hushållens skuldsättning – konsekvenser för bankernas kreditförluster och finansiell stabilitet", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.4, s. 135–152, Sveriges riksbank.
- Karen, Dynan, Douglas W. Elmendorf och Daniel E. Sichel (2006), "Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, s. 123–150.
- King, Mervyn (1994), "Debt deflation: Theory and evidence", *European Economic Review*, vol. 38, s. 419–455.
- Kiyotaki, Nobuhiro och John H. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy* 105, s. 211–248.
- Laibson, David (1996), "Hyperbolic discounting, undersaving and saving policy", NBER Working Paper nr 5635.
- Leamer, Edward (2007), "Housing is the business cycle", *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, s. 149–233.
- Lorenzoni, Guido (2008), "Inefficient Credit Booms", *Review of Economic Studies* vol. 75, s. 809–833.
- Lusardi, Annamaria och Peter Tufano (2009), "Debt literacy, financial experience and overindebtedness", NBER Working Paper nr 1408.
- Lustig, Hanno, N. och Stijn, G. Van Nieuwerburgh (2005), "Housing Collateral, Consumption Insurance, and Risk Premia: An Empirical Perspective", *Journal of Finance*, vol. 60, utgåva 3, s. 1167–1219.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2009), "House prices, home equity-based borrowing and the U.S. household leverage crisis", *American Economic Review*, ännu ej publicerad.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2010a), "House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis", NBER Working Paper nr 15283.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2010b), "Household debt and macroeconomic fluctuations", *Vox*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4954>
- Nordberg, Anders och Albina Soultanaeva (2011), "Riksbankens bevakning av den svenska bostadsmarknaden – utökad statistikinsamling", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel IV.1, s. 353–363, Sveriges riksbank.
- OECD (2007), *Economic Survey of Sweden*.

Ortalo-Magné, François och Sven Rady (2006), "Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints", *Review of Economic Studies* vol. 73, utgåva 2, s. 459–485.

Piazzesi, Monica och Martin Schneider (2008), "Inflation Illusion, Credit, and Asset Pricing", kommer att publiceras i: John Y. Campbell (red.) *Asset Pricing and Monetary Policy*, Chicago, IL: Chicago University Press, s. 147–181.

Schulhofer-Wohl, Sam (2011), "Negative Equity Does Not Reduce Homeowners Mobility", *NBER Working paper* nr 16701.

Sinai, Todd och Nicholas S. Souleles (2005), "Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk", *The Quarterly Journal of Economics* vol. 120(2), s. 763–789.

Sterk, Vincent (2010), "Home equity, Mobility and Macroeconomic Fluctuations", Mimeo.

Sveriges riksbank (2009), "Finansiell stabilitet 2009:1", www.riksbank.se

Sveriges riksbank (2010), "Finansiell stabilitet 2010:1", www.riksbank.se

Waldron, Matt och Gary Young (2007), "Household debt and spending: results from the 2007 NGM Research survey" *Bank of England Quarterly Bulletin* 2007:Q4.

Walentin, Karl och Peter Sellin (2010), "Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism", Sveriges Riksbank Working Paper nr 239.