



# Skuldbelägg inte skuldkvoten

Hållbar bostadsmarknad –SBAB– Insiktsrapport nr 1 2019

Debatten och analyserna om riskerna med hushållens skulder är **onyanserade**

De **negativa effekterna** av införda kreditrestriktioner underskattas

**Bostadsbristen** kräver ökade inte minskade skulder

**SBAB!**



## Om författaren



### Robert Boije

Robert Boije är chefsekonom på SBAB och doktor i nationalekonomi.

Han har tidigare varit chefsekonom på Riksrevisionen och Finansinspektionen, analys- och utredningschef på Finansdepartementet respektive Riksbanken, samt samhällspolitisk chef på Saco.

Förutom en doktorsavhandling med inriktning mot offentlig ekonomi och bostadsmarknaden har Robert publicerat ett flertal populärvetenskapliga artiklar och deltagit flitigt i det offentliga samtalet med bland annat många debattartiklar i Sveriges ledande dagstidningar och annan media.

Roberts specialområden är makroekonomi, finans- och penningpolitik, offentlig ekonomi, skatter och bostadspolitik. Han har också medverkat som expert i flera statliga skatteutredningar.

## Förord

Rubriken på denna Insiktsrapport från SBAB är "Skuldbelägg inte skuldkvoten". Den syftar inte till att säga att det inte finns några som helst problem med bostadsmarknaden i Sverige, för det finns det. Däremot att nivån på skuldkvoten, det vill säga hushållens skulder mätta i förhållande till deras disponibla inkomster, som ofta hävdas peka på stora risker med hushållens skulder i Sverige, inte är ett bra mått på dessa risker.

Under det ett och ett halvt år som har gått sedan jag tillträdde tjänsten som chefsekonom på SBAB har jag skrivit ett antal debattartiklar i ledande dagstidningar och i annan media samt några blogginlägg där jag har efterlyst en mer nyanserad debatt om och analys av hushållens skulder från bland annat Riksbankens och Finansinspektionens sida. Men också från internationella organisationer som IMF, EU-kommissionen och OECD som lämnar rekommendationer till Sverige i bland annat dessa frågor. Jag har också pekat på behovet av att väga in den stora bostadsbristen i analysen. Om den ska lösas – i synnerhet sett till att Sveriges befolkning väntas öka med 1 miljon personer fram till 2030 – krävs ökade, inte minskade skulder framöver.

Jag har i några inlägg också efterlyst bättre motiv- och konsekvensanalyser av de åtgärder som vidtagits men också föreslagits i syfte att minska riskerna med hushållens skulder. Jag har i dessa inlägg även pekat på betydande bieffekter av dessa åtgärder som behöver belysas bättre. Det gäller framförallt skärpningen av amorteringskravet men också sänkta eller slopade ränteavdrag som föreslagits av både Riksbanken och Finansinspektionen samt flera av de ovan nämnda internationella organisationerna.

Syftet med de inlägg jag gjort sedan jag tillträdde som chefsekonom på SBAB har varit att komplettera de analyser och den debatt om hushållens skulder som jag uppfattar som onyanserade och till delar bristfälligt underbyggda. Med risk för att jag som chefsekonom på en bank, vars affärsidé är att finansiera bostäder, med dessa inlägg uppfattas företräda ett särintresse låter jag analyserna och sakargumenten tala för sig själva. Det står var och en fritt att pröva dem mot andra analyser och argument och bemöta dem på saklig grund.

I den rapport du håller i din hand har dessa inlägg – med några mindre uppdateringar, kompletteringar, revideringar – samlats och de viktigaste slutsatserna sammanställts i en sammanfattning. Några rubriker och ingresser har också ändrats i förhållande till de tidningsredaktionerna valt så att de enligt min mening mer nyanserat speglar det som sammantaget sägs i artiklarna. Därtill har viktiga källor och referenser satts ut samt några illustrerande diagram tillförts. De olika artiklarna i respektive kapitel står på egna ben. De är delvis överlappande men kan för den som så önskar läsas fristående från rapporten i sin helhet.

Rapporten är den första i SBAB:s nya serie *Hållbar bostadsmarknad – Insiktsrapport* som syftar till att belysa olika frågeställningar med tydlig koppling till att bostadsmarknaden ska vara hållbar sett ur ett ekonomiskt, socialt samt miljö- och klimatmässigt perspektiv.

Solna 10 Juni, 2019

Robert Boije

Chefsekonom, SBAB

# Innehållsförteckning

- Kapitel 1:** Skuldbelägg inte skuldkvoten
- Kapitel 2:** De låga räntorna är här för att stanna
- Kapitel 3:** Reporäntans och den rörliga bostadsräntans normala nivå har sjunkit markant
- Kapitel 4:** Svenska bostäder är inte övervärderade
- Kapitel 5:** Bostadsbristen kräver ökade inte minskade skulder
- Kapitel 6:** Det behövs bättre analyser av de åtgärder som vidtas i syfte att minska hushållens skulder
- Kapitel 7:** Amorteringskraven gör hushållen mer sårbara
- Kapitel 8:** De negativa effekterna av amorteringskravet underskattas
- Kapitel 9:** Slopade ränteavdrag kan ge prisfall på 30 procent
- Kapitel 10:** Hälften av alla unga hushåll hade fått avslag på sitt bostadslån utan ränteavdrag



## Sammanfattning

Hushållens skulder har ökat trendmässigt under en längre tid. Mätta som andel av hushållens disponibla inkomster uppgår skulderna till runt 180 procent, vilket är "all time high". Detta har av Riksbanken och Finansinspektionen, men också av internationella organisationer som EU-kommissionen, IMF och OECD, tagits som intäkt för att riskerna med hushållens skulder har ökat markant. Riksbanken menar att hushållens skulder utgör den enskilt största riskfaktorn för svensk ekonomi.

Såväl Finansinspektionen som Riksbanken har viktiga uppdrag när det gäller att värna såväl den finansiella som makroekonomiska stabiliteten i stort. Det är deras uppgift att peka på de risker de ser i svensk ekonomi liksom det är för de ovan nämnda internationella organisationerna.

När de gör det är det dock viktigt att de gör det på ett sätt där de inte bara lyfter fram de faktorer som pekar på risker utan även de faktorer som pekar på att riskerna inte är så stora. Utan en allsidig belysning av riskerna med hushållens skulder är det risk för att de åtgärder som vidtas eller föreslås för att stävja dessa risker slår fel.

Det är också viktigt att de åtgärder som vidtas och föreslås föregås – och också när de genomförts följs upp – av allsidiga konsekvensanalyser.

I denna rapport återges – med några uppdateringar, kompletteringar, revideringar – ett antal artiklar skrivna av SBAB:s chefsekonom under det gångna dryga året där han efterlyser en mer allsidig belysning av riskerna med hushållens skulder och konsekvenserna av genomförda och föreslagna åtgärder för att stävja dessa risker. Nedan sammanfattas de viktigast slutsatserna:

### Behov av en mer allsidig belysning av riskerna med hushållens skulder

- Skuldkvoten är ett trubbigt och missvisande mått på riskerna med hushållens skuldsättning. Den beaktar inte trendmässigt fallande realräntor, stigande tillgångsvärden och hushållens räntebetalningsförmåga.

- Realräntorna i Sverige har sjunkit trendmässigt de senaste 25–30 åren. Strukturella faktorer talar för att räntorna kommer att förbli låga under överskådlig framtid och att även jämviktsreporäntan sjunkit kraftigt. Med jämviktsreporänta avses reporäntans nivå i ett normalt konjunkturläge och då inflationen ligger på inflationsmålet på 2 procent. En lägre jämviktsreporänta innebär också att den normala rörliga bostadsräntan sjunkit. Med varaktigt låga bostadsräntor är det naturligt att bolåneskulden, liksom bostadspriserna, är höga som andel av hushållens disponibla inkomster. Priserna på småhus i Sverige har sedan mitten av 1990-talet ökat mindre än vad som kan förklaras enbart av den trendmässiga nedgången i de långa reala bostadsräntorna.

- EU-kommissionen, IMF och svenska myndigheter hänvisar till enkla och trubbiga indikatorer som sammantaget anses visa att svenska bostäder är övervärderade och hushållen högt skuldsatta. Andra betydligt mer empiriskt gedigna analyser gjorda inom dessa organisationer samt en alldeles färsk rapport gjord på Riksgälden ger inget som helst stöd för att svenska bostäder skulle vara kraftigt övervärderade.

- Samma och andra analyser gjorda inom dessa organisationer visar samtidigt på mycket små effekter på bostadspriserna av de åtgärder – framförallt sänkta ränteavdrag och slopad "hyresreglering" – som föreslås för att minska riskerna med höga bostadspriser och tillhörande höga hushållsskulder. Utmålade risker och föreslagna åtgärder hänger med andra ord inte ihop. Detta betyder dock inte att det inte kan finnas strukturellt goda skäl att se över nettobeskattningen av ägda bostäder och även "hyresregleringen". Men då är det de strukturella skälen som bör vara de bärande argumenten för att vidta dessa åtgärder med beaktande av de övriga för- och nackdelar dessa reformer kan ha.

- Såväl Riksbanken som Finansinspektionen menar att en hög skuldkvot riskerar att leda till att hushållen drar ned sin konsumtion kraftigt i en lågkonjunktur. Det är förstås vanligt att konsumtionen sjunker i en lågkonjunktur. Till skillnad från andra länder som hamnat i trubbel

med kraftigt fallande konsumtion i en lågkonjunktur efter en period med kraftigt stigande bostadspriser och bolåneskulder, t.ex. Danmark, Storbritannien och USA, har vi i Sverige inte haft någon stor bolånefinansierad överkonsumtion. Det visar forskningen är den centrala faktorn till kraftigt minskad privat konsumtion vid fallande bostadspriser i en lågkonjunktur. Sverige har också, till skillnad från dessa länder, under många år haft ett mycket högt hushållssparande vilket utgör en buffert mot fallande konsumtion. Den höga sparkvoten är också en tydlig indikation på att hushållen inte i någon större utsträckning använder belåning av bostaden som kassako för överkonsumtion.

- I analysen av riskerna kring hushållens skuldsättning måste även problemet med den stora bostadsbristen läggas in i pusslet. Annars är risken stor att vi går fel när vi diskuterar vilka åtgärder som behöver vidtas. Bostadsbristen kräver ökade inte minskade skulder. Det demografiska behovet av nya bostäder i Sverige har ökat betydligt snabbare än byggandet sedan mitten av 1990-talet. Detta tvärtemot utvecklingen decennierna innan 1990-talskrisen. Till skillnad från perioden med de tidigare bostads-subventionerna har de nya bostäderna dessutom tillkommit i de regioner, framförallt storstadsområdena, som haft störst brist på bostäder. Då mark är en bristvara i våra storstadsområden har det också bidragit till kraftigt höjda markpriser och därmed bostadspriser som i sin tur drivit upp bolåneskuldena.

- Ska vi bygga bostäder i Sverige som möter den väntande befolkningsökningen på över en miljon personer fram till 2030 och där de flesta bosätter sig i våra storstadsområden, måste vi rimligen acceptera att fastighetsskuldena ökar. Fastigheter finansieras med krediter. Det gäller oavsett om det är privatpersoner som tar dessa krediter, ägare till flerbostadshus eller om staten själv skulle finansiera och hyra ut bostäder till invånarna.

### **Behov en mer allsidig belysning av konsekvenserna av åtgärder riktade mot hushållens skulder**

- Det behövs bättre analyser för att kunna bedöma de samlade effekterna inklusive bieffekterna av de åtgärder som vidtas inom

penning- och finanspolitiken samt makrotillsynen. Det gäller i synnerhet fördelningen mellan makrotillsyns- och finanspolitiska åtgärder riktade mot hushållens skulder.

- Amorteringskravet ger incitament att ersätta en del av bolånet med blacolån. Data visar att blacolånen har ökat kraftigt de senaste åren. Amorteringskravet i kombination med ökade blacolån bidrar, åtminstone på kort sikt, till mer och inte mindre räntekänsliga hushåll. Amorteringskravet har dessutom medfört att, även om hushållen tar något lägre lån, så har månadsutgiften ökat kraftigt till följd av kravet och gjort hushållen mer och inte mindre räntekänsliga de kommande åren. Det är problematiskt om vi snart går in i en lågkonjunktur och i synnerhet med negativ eller låg reporänta. Amorteringskravet har därför i närtid rakt motsatt effekt jämfört med det avsedda.

- Amorteringskravet har haft en betydligt större negativ effekt för ungas möjligheter att komma in på bostadsmarknaden än den bild Finansinspektionen ger. Det har bidragit till väsentligt högre boendekostnader för unga hushåll och har inte bara formaliserat de amorteringskrav bankerna själva hade innan det lagstadgade kravet infördes, som Finansinspektionen hävdar.

- Andelen unga bolånetagare har inte gått ned efter att amorteringskravet infördes brukar Finansinspektionen framhålla vilket också statistiken bekräftar. Efter att bolånetaket infördes sjönk andelen unga bolånetagare dramatiskt för att sedan komma tillbaka till normala nivåer några år senare. Det saknas dock analyser som visar om införandet av bolånetaket och amorteringskravet påverkat sammansättningen av gruppen unga. Består den idag av fler med relativt höga inkomster, har det skett till följd av ökad användning av blacolån och med föräldrar som delägare och medlåntagare? En aktuell men mindre studie gjord av Skandiabanken visar att andelen bolånetagare under 30 år i betydligt högre grad än tidigare måste ta hjälp av föräldrar som medlåntagare.

- En studie gjord av SBAB visar att män i åldersgruppen 25-29 med en genomsnittlig inkomst klarar av att köpa en genomsnittlig etta i endast 3 av Sveriges 20 största kommuner och att kvinnor i samma åldersgrupp inte klarar

av det i någon av dessa kommuner. En uppföljande SBAB-studie visar att en kvinna med två barn, medianinkomst och belåningsgrad på 85 procent inte klarar av att köpa en genomsnittlig trea i någon av Sveriges 20 största kommuner. Ett viktigt skäl till det är amorteringskravet.

- Strukturella och offentlig-finansiella skäl talar möjligen för att reducera ränteavdragen för bostäder men argumenten för att göra det av finansiella stabilitetsskäl är svaga. Det är hushållens räntebetalningsförmåga som är avgörande för riskerna och inte skuldnivån. Det är också centralt att analysera konsekvenserna. Snabbt och helt slopade avdrag kan ge bostadsprisfall på 30 procent, vilket kraftigt skulle öka belåningsgraden i stocken av bostadslån och risken för finansiell instabilitet. Omläggningen av ränteavdragen och fastighetsskatten bidrog under 1990-talskrisen till halva det reala priset på 30 procent. Det är viktigt att påminna om när nu många anser att ränteavdragen bör kunna avvecklas förhållandevis snabbt.

- Ett vanligt argument i debatten om avtrappade och slopade ränteavdrag är att detta bör kunna göras enkelt nu när räntorna är så låga som de är. Ett misstag med det argumentet är dock att bankerna i sin kreditprövning testat om bolånetagaren klarar en ränteuppgång till runt 7 procent. På de

nivåerna har ränteavdragen väsentlig betydelse för många hushåll. Utan ränteavdrag skulle ungefär en tredjedel av hushållen 2017 och 2018 fått avslag på de bolån som SBAB utbetalade med hänsyn tagen till att de skulle klara en ränteuppgång till 7 procent. För unga hushåll och hushåll med bara en låntagare skulle ca hälften fått avslag. Förutom risken för stora bostadsprisfall som skulle öka belåningsgraden i stocken av bostadslån är detta problem ytterligare en viktig faktor att beakta i diskussionen om slopade eller kraftigt reducerade ränteavdrag.

- En trendmässigt fallande realränta och en idag betydligt lägre real jämviktsrepöränta än tidigare talar för att det finns skäl för bankerna att pröva om kalkylräntor på runt 7 procent verkligen är välavvägt vid kreditprövningen. Om ränteavdragen dessutom skulle slopas eller reduceras kraftigt kommer en omotiverat hög kalkylränta stänga ute många från bolånemarknaden helt i onödan. Det kan dock sett ur ett risk- och ratingperspektiv vara svårt för en enskild bank att ensidigt och påtagligt avvika från branschstandarden vid val av kalkylränta. I synnerhet när även Finansinspektionen i sina stresstester använder en kalkylränta på 7 procent och därmed indirekt driver att även bankerna borde ligga på ungefär den nivå vid kreditprövningen. Att Finansinspektionen skulle driva en sänkning av bankernas kalkylräntor förefaller dock inte troligt. En sänkning av kalkylräntan från 7 till säg 5,5 procent skulle nämligen innebära att den kreditåstramande effekten av det utvidgade amorteringskravet i praktiken skulle neutraliseras (vid fullt ränteavdrag).

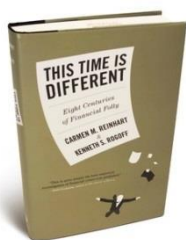


# 1. Skuldbelägg inte skuldkvoten

Skuldkvoten är ett trubbigt och missvisande mått på riskerna med hushållens skuldsättning. Den beaktar inte trendmässigt fallande realräntor, stigande tillgångsvärden, hushållens höga sparande och räntebetalningsförmåga.<sup>1</sup>

## Is this Time Different?

Minns Ni den för några år sedan hypade boken "This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly" skrivna av de välkända ekonomerna Carmen M. Reinhart och Kenneth S. Rogoff?<sup>2</sup> Boken beskriver ingående de finanskriser såväl fattiga som rika länder med jämna mellanrum tenderar att drabbas av efter bland annat perioder av snabb och hög skulduppbyggnad. Skälet till att de finansiella kriserna återkommer är enligt författarna dels att minnet och lärdomarna av tidigare finanskriser är kort, dels att beslutsfattare och ekonomiska experter tenderar att säga just att "this time is different" utifrån tron att det ekonomiska läge som vi har nu skiljer sig från tidigare och att lärdomarna från "past disasters do not longer apply" – och att man därför dessutom inte behöver vidta några särskilda åtgärder.



Detta förhållningssätt föreligger knappast i Sverige just nu. Åtminstone inte när det gäller två av de myndigheter som har i uppdrag att

värna den finansiella stabiliteten. Riksbanken har sedan lång tid tillbaka varnat för att hushållens bolåneskulder ökat för mycket och att de nu är för höga i synnerhet i förhållande till hushållens inkomster.<sup>3</sup> Riksbanken varnar för att det kan leda till en kraftig neddragning av hushållens konsumtion vid en ränteuppgång eller hög arbetslöshet. FI varnar å sin sida för att bostadspriserna i förhållande till hushållens inkomster nu ligger nästan 20 procent över det historiska genomsnittet. Det menar FI ökar risken för ett större bostadsprisfall. Båda myndigheterna förespråkar en utveckling där hushållens skulder inte växer snabbare än hushållens inkomster.

För att verkligen förstå de risker för finansiell instabilitet som just dessa förhållanden medför och vilka policyslutsatser de bör eller inte bör föranleda i form av både makrotillsyns- och andra åtgärder menar jag att det behövs en betydligt mer nyanserad analys än den Riksbanken och Finansinspektionen bygger sina åtgärder eller förslag till åtgärder på (eller åtminstone jämfört med den de framhåller externt). Jag vill här särskilt lyfta fram fyra faktorer som jag hoppas kan bidra till en lite mer nyanserad analys av riskerna med den höga tillväxten i bostadspriserna och hushållens bolåneskulder.

## Skuldkvoten är en trubbig riskindikator

Diagrammen nedan visar skillnaden i den procentuella ökningen i hushållens skulder och disponibla inkomster ända sedan 1950. Sedan 1950 har skulderna i genomsnitt per år växt nästan 2 procent snabbare än inkomsterna.

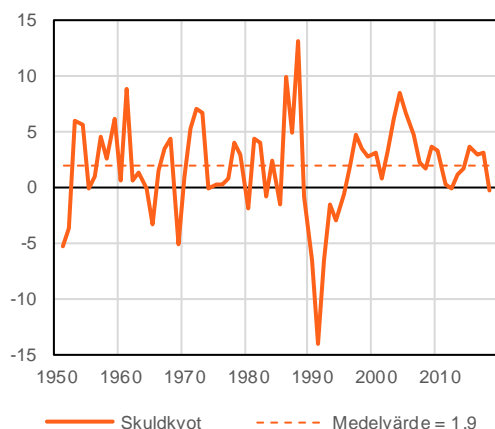
<sup>1</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Skuldbelägg inte skuldkvoten" publicerades på bostadspolitik.se den 29 november 2018. För en liknande analys, se *Den bedrägliga skuldkvoten*, Evidensgruppen.

<sup>2</sup> Reinhart, C.M. och K. Rogoff, *This Time is Different*. Princeton University Press, 2009.

<sup>3</sup> "Hushållens höga skuldsättning fortsatt största risken i svensk ekonomi", *pressmeddelande*, Riksbanken, 22 maj, 2019.

### Förändring i skuldkvot

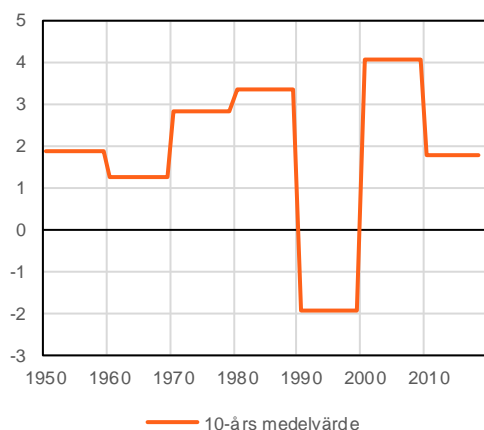
Procent



Källor: Macrobond och SBAB

### Förändring i skuldkvot, 10-åriga genomsnitt

Procent



Källor: Macrobond och SBAB

Som diagrammen visar beror det inte på att skulderna har växt särskilt snabbt i förhållande till inkomsterna just de senaste åren. Sedan 2010 har skillnaden i tillväxt legat på ungefär det historiska snittet. Som diagrammen visar är det sett över en längre tidsperiod inte ovanligt att skulderna växer snabbare än inkomsterna.

Det är en felsyn att hushållens skulder i jämvikt bör växa just i samma takt som hushållens inkomster. Det rimliga är snarare att skulderna växer mer i takt med tillgångsökningarna. Om tillgångarna växer snabbare än inkomsterna är det rimligt att skulderna också växer snabbare än inkomsterna. Sett över en längre period växer till exempel börsen snabbare än BNP.

Att hushållens skulder som andel av inkomsterna bör vara konstant över tid bygger förmodligen på synen att skulder bör amorteras av till fullo med inkomsten under innehavstiden. Denna syn är fullt rimligt när det gäller blancolån som tas för rena konsumtionsändamål men knappast när det gäller lån med säkerhet som finansierar investeringar och köp av tillgångar. Som till exempel förvärv av bostäder finansierade med bolån. Det är mer rimligt att bolånet betalas tillbaka helt och hållet först när bostaden säljs.

Ur både individens perspektiv och ett makroekonomiskt stabilitetsspektiv är det välavvägt att hushållen sitter på en portfölj av både illikvida reala tillgångar och likvida finansiella tillgångar där de senare vid behov kan användas som buffert. Ett "för högt" illikvitt sparande i form av amorteringar är knappast optimalt för vare sig för individen eller samhället. Så länge bostaden inte säljs är snarare en inte för hög konstant eller en lagom avtagande belåningsgrad mer rimlig än en belåningsgrad som snabbt går mot noll.

### Det är viktigt att väga in vad som förklarar ökningen i skuldkvoten

Diagrammen över bostadspriserna och hushållens skulder som Riksbanken och Finansinspektionen använder för att peka på stora framtida risker för både bostadsprisfall och en kraftig neddragning av konsumtionen tar inte hänsyn till vad det är som historiskt förklarar utvecklingen. De tar framförallt inte hänsyn till att de reala räntorna både i Sverige och världen runt har sjunkit med mer än 4 procentenheter sedan mitten av 1990-talet (se diagrammet nedan).

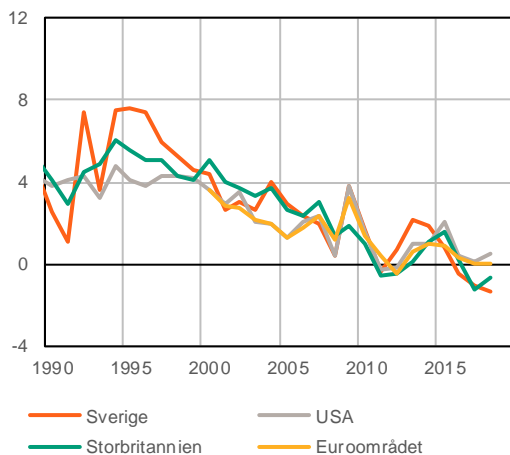
Som jag bland annat uppmärksammat i en DN-debattartikel<sup>4</sup> pekar forskningen på att det beror på ett antal strukturella faktorer, bland annat demografiska, som ändrat spar- och investeringsbeteenden och att de flesta av dessa faktorer dessutom kommer att kvarstå under överskådlig framtid. En slutsats av det är att även om boräntorna kan komma att gå upp under de närmaste åren när/om Riksbanken höjer reporäntan och börjar avveckla innehaven av statsobligationer, så kommer ränteläget framöver med stor sannolikhet att vara fortsatt lågt i ett historiskt perspektiv.

<sup>4</sup> Se vidare kapitel 2.

”Höga” bostadspriser och skulder i förhållande till hushållens disponibla inkomster är naturligt i ett lågräntesamhälle.

### Långa realräntor

Procent



Källor: Macrobond och SBAB

## Väg i större utsträckning in hushållens räntekvot ...

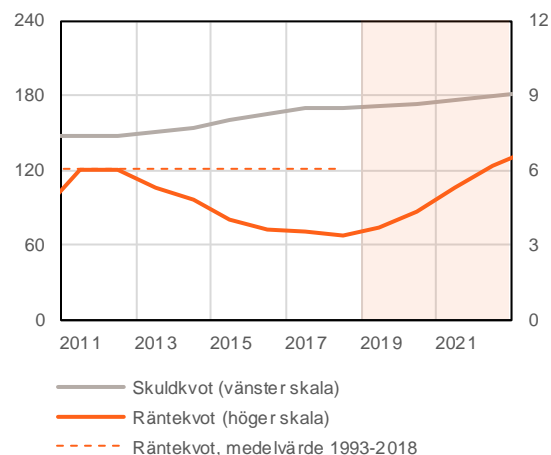
Eftersom realräntorna fallit kraftigt under flera decennier och förväntas förbli låga även framöver är det betydligt mer relevant att titta på räntekvoten istället för skuldkvoten. Det första diagrammet nedan visar att räntevoten, dvs. hushållens ränteutgifter i förhållande till inkomsterna, har legat under den historiska trenden ända sedan slutet av 1990-talet. Diagrammet visar också att räntekvoten de senaste åren har fallit betydligt mer än skuldkvoten har stigit. Som f.d. riksbankschefen och professorn Lars E.O. Svensson framhållit (på bland annat ekonomisajten Ekonomistas) har till exempel bostadspriserna i Stockholm de senaste åren ökat betydligt mindre än vad som egentligen hade kunnat motiveras sett utifrån nivån på de 10-åriga bostadsräntorna.<sup>5</sup> Det andra diagrammet nedan visar också att räntekvoten nu ligger mycket långt under det historiska snittet sedan 1950.

I det första diagrammet nedan är också SBAB:s prognos över de femåriga bostadsräntorna fram till 2022 inlagda. Räntekvoten stiger då till strax över det

historiska genomsnittet vilket inte bör föranleda någon större dramatik. Finansinspektionens Bolåneundersökningar visar också att de flesta hushåll har relativt goda marginaler för ränteuppgångar framöver.<sup>6</sup>

### Skuldkvot och räntekvot

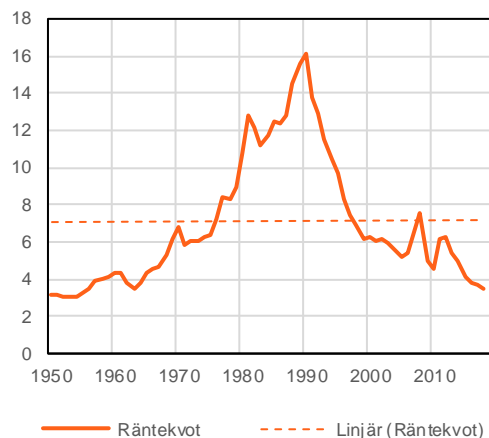
Procent av disponibelinkomst



Källor: Macrobond och SCB

### Räntekvot

Procent av disponibelinkomst



Källor: Macrobond och SCB

## ... och även sparkvot

Det är också centralt att i större utsträckning väga in hushållens sparkvot i analysen. Diagrammet nedan visar att hushållens finansiella sparande i förhållande till de disponibla inkomsterna de senaste åren har varit mycket högt ur ett historiskt perspektiv.

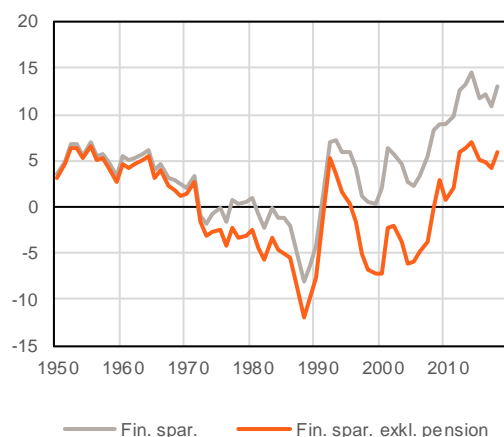
<sup>5</sup> <https://ekonomistas.se/autor/leosven/>

<sup>6</sup> Den svenska bolånemarknaden 2019, Finansinspektionen.

Detta står i bjärt kontrast till perioden under 1980-talet då bostadspriserna och hushållens skulder också ökade snabbt och kraftigt. Det höga hushållssparandet talar för att hushållen har förhållandevis väl tilltagna buffertar mot ränteuppgångar och att en ränteuppgång inte därför nödvändigtvis behöver få så stor negativ effekt på hushållens konsumtion som både Riksbanken och Finansinspektionen befarar.

### Hushållens finansiella sparkvot

Procent av disponibel inkomst



Källor: Macrobond och SCB

ränteuppgång eller lågkonjunktur. Hur väl förberedda vi än är kommer vi aldrig helt kunna stoppa vare sig finanskriser eller konjunktursvängningar. Jag efterlyser däremot en mer nyanserad analys av vad det är som kan förklara att såväl bostadspriserna som bolåneskulderna ökat så kraftigt i förhållande till hushållens inkomster under lång tid.

Jag ifrågasätter dessutom synen att bolåneskulderna måste växa just i samma takt som hushållens inkomster för att det ska anses vara långsiktigt hållbart. Jag menar också att det är viktigt att i större utsträckning än vad som idag görs väga in hushållens räntebetalningsförmåga och höga sparande.

Jag efterlyser därtill en mer stringent koppling mellan de slutsatser som dras av analyserna och behovet (eller inte behovet) av åtgärder. Detta oavsett om det handlar om makrotillsynsåtgärder eller andra typer av åtgärder. Det var också den kanske viktigaste slutsatsen i Riksrevisionens granskning av makrotillsynens mål och medel förra året.<sup>7</sup>

### This Time is not Different

Jag påstår sammanfattningsvis inte att "This Time is Different" och inte heller att det finns någon garanti för att vi inte kan komma att få se bostadsprisfall och neddragningar av hushållens konsumtion i samband med en

<sup>7</sup> Finansiell stabilitet – makrotillsyn på rätt sätt? (RiR 2018:2).

## 2. De låga räntorna är här för att stanna

**Räntorna i Sverige har sjunkit kraftigt trendmässigt de senaste 30 åren. Strukturella faktorer talar för att räntorna kommer att förbli låga under överskådlig framtid. Med varaktigt låga räntor är det naturligt att bolåneskulderna – liksom bostadspriserna – är höga som andel av hushållens disponibla inkomster.<sup>8</sup>**

De senaste 30 åren har realräntorna världen om sjunkit med i genomsnitt 4,5 procentenheter. Vad förklarar denna utveckling? Är de låga räntorna här för att stanna och vad innebär det i så fall för bostadsräntorna, svensk ekonomi i stort och den samlade ekonomiska politiken?

Även om realräntorna skiljer sig i nivå mellan länder på grund av nationella olikheter visar den trendmässiga utvecklingen på mycket stor samstämmighet de senaste 30 åren. Det är lite av en "million dollar question" vad som kan förklara denna utveckling. Det finns dock några forskningsstudier som – även om det finns viss variation i metod och resultat – pekar mot att nedgången i hög utsträckning hänger ihop med en lägre potentiell BNP-tillväxt, högre sparande och lägre investeringar. En vattendelare är dock i vilken utsträckning detta beror på varaktiga effekter av finanskriser eller strukturella förändringar. En studie i *International Journal of Central Banking* som tar sikte på den senare förklaringen pekar på sju strukturella faktorer som uppskattas förklara 400 räntepunkter av nedgången i de globala realräntorna<sup>9</sup>:

**1.** Demografiska förändringar med en minskande tillväxt i befolkningen och åldrande befolkning har lett till att tillväxten i antalet arbetade timmar minskat. Detta i kombination med en lägre produktivitetstillväxt har bidragit till ett fall i den globala reala BNP-tillväxten med omkring 1 procentenhet vilket uppskattas förklara 100 punkter av nedgången i realräntorna.

**2.** Den arbetande delen av befolkningen sparar mer än den icke arbetande. Även om andelen äldre i ett antal länder har ökat har den globala trenden de senaste 30 åren varit att kvoten mellan den icke-arbetande delen av befolkningen och den arbetande har sjunkit kraftigt. Förklaringen är att befolkningstillväxten avtagit markant och att andelen unga icke-arbetande personer minskat. Det finns ett starkt positivt samband mellan sparandet och andelen av befolkningen som arbetar. Uppgången i denna kvot uppskattas förklara ett ökat sparande och en 90 punkter nedgång i realräntorna.

**3.** Förändringar i inkomstfördelningen kan påverka sparandet eftersom personer med högre inkomster vanligtvis sparar mer än personer med lägre inkomster. Det finns två trender när det gäller inkomstfördelningen de senaste 30 åren. Inkomstspridningen inom länder har ökat medan inkomstspridningen mellan länder har minskat. Effekten av den andra trenden är inte klar eftersom många inte minst asiatiska länder har höga sparkvoter trots förhållandevis låga inkomster. När det gäller den första trenden är effekten mer klar. Den ökande ojämlikheten inom länder uppskattas ha bidragit till ett fall i realräntorna med 45 punkter.

**4.** Efter den ekonomiska krisen 1998 har många asiatiska länder ökat sina valutaserver kraftigt som en försiktighetsåtgärd för att minska riskerna inför ett eventuellt framtida destabiliserande kapitalutflöde. Parallellt med höga oljepriser har många oljeproducerande länder också kraftigt ökat sitt sparande. Detta uppskattas ha bidragit till ett fall i realräntorna med 25 punkter.

**5.** Priserna på kapitalvaror har sjunkit kraftigt relativt de på andra produkter sedan 1980-talet. För en given investering innebär det att utgifterna för investeringen blir lägre och att investeringarna mätta i volymtermer kan upprätthållas även om investeringsutgifterna

<sup>8</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Låga boräntor kvar även när Riksbanken börjar höja" publicerades på DN debatt den 17 september 2018.

<sup>9</sup> Rachel, L. och T.D. Smith. "Are Low Interest Rates Here to Stay?", *International Journal of Central Banking*, September, 2017.



som andel av BNP sjunker. Samtidigt innebär lägre priser på kapitalvaror att investeringarna i volym bör ha ökat. Rachel and Smith uppskattar ändå att fallande priser på kapitalvaror har bidragit till ett fall i investeringsvolymen och till att realräntorna sjunkit med 50 punkter.

6. De offentliga investeringarna har sjunkit som andel av globala BNP ända sedan 1980-talet. Ökad politisk polarisering i många länder och svårigheter att komma överens om större offentliga investeringar samt preferenser i flera länder för mindre offentliga sektorer är två tänkbara förklaringar. Detta uppskattas förklara ett fall i realräntorna på 20 punkter.

7. En IMF-studie från 2014 visar att skillnaden mellan den så kallade riskfria räntan (i princip räntan på "säkra" statsobligationer) och företagens avkastning på insatt kapital har ökat sedan början av 1990-talet.<sup>10</sup> För företagens investeringar är det avkastningen på insatt kapital som är avgörande för investeringsbesluten. Då avkastningen på insatt kapital inte sjunkit lika mycket som den riskfria realräntan kan företagens avkastningskrav uppnås med lägre investeringar. Detta uppskattas förklara ett fall i realräntorna med 70 punkter.

Dessa sju faktorer kan enligt Rachel and Smiths studie i hög utsträckning förklara den stora nedgången i de långa globala realräntorna de senaste 30 åren. Även om de betonar att osäkerheten är stor är deras slutsats också att flera av dessa faktorer kommer att bestå under överskådlig framtid.

Slutsatsen innebär, om den stämmer, att även om bostadsräntorna i Sverige kommer att stiga när Riksbanken börjar höja reporäntan och avveckla statsobligationsköpen så bör

bostadsräntorna förbli låga under lång tid framöver. Slutsatsen har också viktiga implikationer för den svenska ekonomin i stort och den samlade ekonomiska politiken:

- Riksbanken kan inte avvika alltför mycket från de låga globala realräntorna. Med fortsatt låga globala realräntor kommer utrymmet för Riksbanken att sänka reporäntan vid lågkonjunkturer och en inflation under målet vara begränsat och behovet av okonventionella penningpolitiska åtgärder som köp av statsobligationer vara större än annars. Det beror på att fallutrymmet för reporäntan till de nivåer där låga räntor inte längre är så effektiva i att stimulera efterfrågan och inflationen (the effective lower bound) blir betydligt mindre.
- "Permanent" låga bostadsräntor underbygger höga bolåneskulder. Skuldsatta hushåll gör å ena sidan penningpolitiken mer potent eftersom hushållen påverkas mer av en förändrad reporänta när de är skuldsatta förutsatt att en majoritet av hushållen fortsätter att välja rörlig boränta. Å andra sidan talar erfarenheten för att högt skuldsatta hushåll i samband med en kraftig lågkonjunktur och i övrigt ogynnsamma förhållanden ökar de finansiella stabilitetsriskerna. Det blir en särskild utmaning för Finansinspektionen (makrotillsynen) och regeringen (finanspolitiken) att hantera.<sup>11</sup>
- I en fortsatt lågräntemiljö riskerar företagens och hushållens risktagande i jakt på högre avkastning samt uppblåsta aktievärden också att bidra till ökade finansiella stabilitetsrisker. Idag läggs i princip allt fokus på hushållens bolåneskulder men inget på detta i makrotillsynen och den ekonomiska politiken.

<sup>10</sup> "Perspectives on Global Real Interest Rates", *World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven*, kapitel 3, IMF.

<sup>11</sup> Forskningen pekar dock på att de länder som har fått stora problem med fallande privat konsumtion i

lågkonjunkturer har fått det av andra skäl än att skulderna är höga på grund av lån till förvärv av bostäder. Se vidare kapitel 5.

### 3. Reporäntans och den rörliga bostadsräntans normala nivå har sjunkit markant

De senaste 25–30 årens kraftiga nedgång i de långa realräntorna världen om och faktorer som pekar mot att de förblir låga, talar för att Riksbanken bör justera ned den normala reporäntan. Det talar också för att synen på hur hög den rörliga bostadsräntan är i ett normalt konjunkturläge bör justeras ned och dessutom att det kan finnas skäl för bankerna att se över nivån på de kalkylräntor som används vid kreditprövningen.<sup>12</sup>

Riksbankens beslut om reporäntan är avgörande för de rörliga bostadsräntornas utveckling. De senaste åren har reporäntan varit negativ och de rörliga bostadsräntorna varit historiskt sett mycket låga. För den som är intresserad av på vilken nivå den rörliga bostadsräntan kan tänkas ligga i ett mer normalt läge kan det vara bra att känna till vad Riksbanken anser vara en normal reporänta. Med normal reporänta menar Riksbanken nivån på reporäntan 5–10 år framåt i tiden i ett läge som är konjunktorellt normalt och där inflationen ligger på Riksbankens mål på 2 procent.

I februari 2017 publicerade Riksbanken sin senaste uppskattning av den normala reporäntan. Riksbankens bedömning var då att den ligger någonstans i intervallet 2,5–4 procent.<sup>13</sup> Riksbanken justerade vid det tillfället ned intervallet från tidigare 3,5–4,5 procent med motiveringen att realräntan hade sjunkit trendmässigt. Med en fortsatt differens mellan den rörliga bostadsräntan och reporäntan på ungefär 2 procentenheter som idag skulle det tala för att den rörliga bostadsräntan i ett normalt konjunkturläge och med en inflation på 2 procent borde ligga någonstans i intervallet 4,5–6 procent. Jag tror dock inte det intervallet skulle stå sig vid en mer aktuell bedömning av Riksbanken. Mycket talar för att Riksbanken kommer att behöva justera ned intervallet ytterligare framöver.

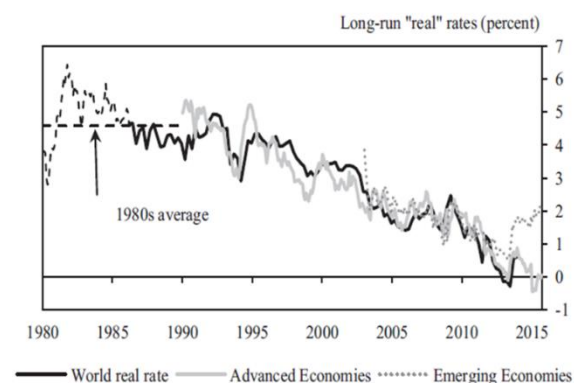
#### Reporäntans nivå bestäms av den reala jämviktsräntan

Avgörande för vad som är en normal reporäntan är den så kallade reala jämviktsräntan, som vi kan benämna  $r^*$  i ekvationen nedan. Den kan delas upp i två delar:  $R^*$  som är trendräntan och  $s^*$  som är en "korttidskomponent".  $R^*$  bestäms av långsiktiga såväl globala som nationella strukturella faktorer medan  $s^*$  avspeglar kortsiktiga framförallt konjunktorella faktorer som påverkar ränteläget.

$$r^* = R^* + s^*$$

Om till exempel hushållens konsumtion skulle minska till följd av en lågkonjunktur så att BNP ligger lägre än vad som gäller i ett mer normalt konjunkturläge och även inflationen ligger lägre än vad som är förenligt med Riksbankens inflationsmål så kommer  $r^*$  i normalfallet att behöva sänkas för att BNP och inflationen ska gå upp. Riksbanken kommer då att behöva sänka reporäntan. Under mer extrema perioder – som åren efter den senaste finanskrisen slog till – kan  $r^*$  och reporäntan behöva ligga under  $R^*$  mer varaktigt och till och med bli negativ.

#### Realräntans utveckling globalt de senaste 30 åren



Källa: Rachel and Smith (2017)

<sup>12</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Reporäntan – det nya normala" publicerades på SBAB-bloggen den 19 november, 2018.

<sup>13</sup> "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Riksbanken.

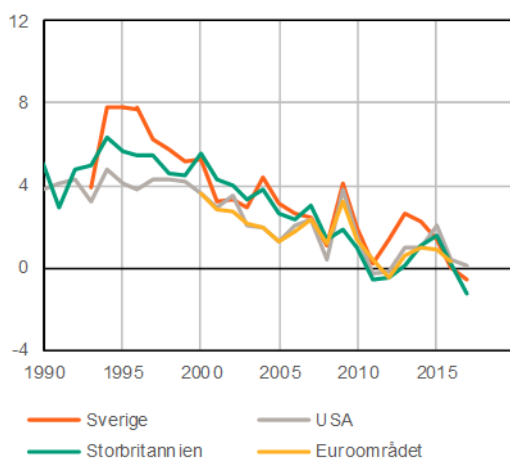
## Den reala jämvikträntan har sjunkit kraftigt...

Trots att de flesta bedömare inklusive jag själv tror att räntorna nu är på väg uppåt, om än långsamt, talar mycket för att räntorna förblir relativt låga historiskt sett de kommande åren. Under de senaste 30 åren har den reala trendräntan globalt sjunkit med omkring 4,5 procentenheter (se diagrammet ovan).

Eftersom olika länders kapitalmarknader är väldigt sammanflätade har utvecklingen varit likartad i de flesta länder, så även i Sverige (se diagrammet nedan).

### Realräntan i Sverige

Procent



Källa: Macrobond och IMF

Det är lite av en "billion dollar question" vad som förklarar den stora nedgången i realräntorna. I forskningslitteraturen finns två hypoteser: Den ena hypotesen är att nedgången i ränteläget kan förklaras av varaktiga effekter av finanskriser, vilket brukar benämnas varaktig stagnation (eller secular stagnation på engelska). Varaktig stagnation beskrivs som en situation med låga räntor, inflation och inflationsförväntningar under centralbankernas mål samt låg BNP-tillväxt. Man tänker sig här att ekonomin på grund av utdragna finanskriser fastnar i en pessimistisk situation med sparandeöverskott och låga investeringar och där den allmänna efterfrågan i ekonomin varaktigt ligger under den normala

nivån. Dessutom att det också kan bero på en kraftigt ökad och varaktig efterfrågan på "säkra" statsobligationer, vilket under långa perioder bidrar till att pressa ned långräntorna i ekonomin.

## ...vilket i huvudsak kan förklaras av strukturella faktorer

Den andra hypotesen är att nedgången istället kan förklaras av globala strukturella förändringar. Självt tror jag att båda hypoteserna har förklaringsvärde även om jag tror mer på den senare. I en artikel på DN-debatt förra året hänvisade jag till en forskningsuppsats av Rachel and Smith i International Journal of Central Banking som pekar ut ett antal strukturella faktorer som kan förklara den stora nedgången i realräntorna.<sup>14</sup> Studien är mig veterligen också den mest ambitiösa i att försöka siffrasätta dessa faktorer. Det handlar om globala faktorer som påverkat den potentiella BNP-tillväxten i form av en svag produktivitetstillväxt och tillväxt i antalet arbetade timmar, demografiska faktorer och förändringar av inkomstfördelningen som ökat sparandet världen om, samt faktorer som lett till sjunkande privata- och offentliga investeringar.

Även om Rachel och Smith betonar att osäkerheten är stor är deras uppskattning att dessa faktorer kan förklara nästan hela nedgången i de globala realräntorna på 4,5 procentenheter de senaste 30 åren (se bilden nedan). Deras slutsats är också att de flesta av dessa faktorer talar för fortsatt låga realräntor under överskådlig framtid.

### GLOBALA STRUKTURELLA FAKTORER

1. Minskat antal arbetade timmar och lägre produktivitet	-100 bps
2. Ökat sparande pga demografiska förändringar	- 90 bps
3. Ökat sparande pga ökad inkomstspridning	- 45 bps
4. Ökade valutareserver i Asien och ökat sparande i de oljeproducerande länderna	- 25 bps
5. Lägre privata investeringar	- 120 bps
6. Lägre offentliga investeringar	- 20 bps
Summa:	- 400 bps

Källa: Rachel and Smith (2017)

SBAB!

<sup>14</sup> Se också föregående kapitel.

## Riksbanken bör justera ned det normala reporänteintervallet

Bank of England gjorde i augusti förra året en sammanställning av ett flertal internationella empiriska studier som försökt uppskatta trendräntan  $R^*$  och den reala jämviktsräntan  $r^*$  i ekvationen ovan (se tabellen nedan).<sup>15</sup>

Studierna använder statistiska metoder där det antas att de cykliska fluktuationerna är noll i genomsnitt över tiden och resulterar i uppskattningar av den reala trendräntan  $R^*$ . Utifrån den sammanställningen drar de slutsatsen att den reala trendräntan de kommande 10 åren kan ligga så lågt som runt 0–1 procent.

Region	Source	Horizon of estimate	Central estimate (per cent)	Range (per cent)
United Kingdom	Term structure models (Bank staff) <sup>(b)</sup>	2028	½	[-0.5,1.75]
	Holston, K, Laubach, T and Williams, J (2017) <sup>(c)</sup>	'Longer run'	1½	[-2.75,5.75]
United States	Eggertsson, G, Mehrotra, N and Robbins, J (2017)	2018	-2½	
	Christensen, J and Rudebusch, G (2017)	2022–27	0	
	Laubach, T and Williams, J (2015) <sup>(d)</sup>	'Longer run'	0	[-5.5,5.5] <sup>(e)</sup>
	Holston, K, Laubach, T and Williams, J (2017) <sup>(d)</sup>	'Longer run'	½	[-2.5,3.75] <sup>(e)</sup>
	Kiley, M (2015) <sup>(d)</sup>	'Longer run'	½	[-0.5,1.5] <sup>(e)</sup>
	Johannsen, B K and Mertens, E (2016) <sup>(d)</sup>	'Trend'	¾	[-1.25,2.5] <sup>(e)</sup>
	Gagnon, E, Johannsen, B K and Lopez-Salido, D (2016)	2030	¼	
	Lubik, T and Matthes, C (2015) <sup>(d)</sup>	2023	1	[-2.25,4.5] <sup>(e)</sup>
	Del Negro, M, Giannone, D, Giannoni, M and Tambalotti, A (2017) <sup>(d)</sup>	2038	1¼	[0.75,2] <sup>(e)</sup>
	Lewis, K and Vazquez-Grande, F (2017) <sup>(d)</sup>	'Longer run'	1¼	[0.5,3] <sup>(e)</sup>
World	Hamilton, J, Harris, E, Hatzius, J and West, K (2016)	2018	½	[-0.5,1.5] <sup>(f)</sup>
	Rachel, L and Smith, T (2017)	2020–30	1	
	Lisack, N, Sajedi, R and Thwaites, G (2017)	2030–50	1½	

(a) All estimates and ranges are reported to the nearest 25 basis points.  
 (b) Range based on four different term structure models. The central estimate is the average of the results from these models. See the box on pages 6–7 of the May 2017 Report for more details.  
 (c) Range based on  $\pm 1$  standard error. Figures based on the authors' latest available estimates.  
 (d) As reported in the Federal Reserve July 2018 Monetary Policy Report.  
 (e) 95% confidence interval.  
 (f) 90% confidence interval.

Källa: Inflation Report, August 2018, Bank of England.

Bank of England har liksom Riksbanken ett inflationsmål på 2 procent. Även om de betonar att osäkerheten är mycket stor drar de utifrån sammanställningen och deras inflationsmål på 2 procent slutsatsen att den normala nominella styrräntan i Storbritannien kan ligga så lågt som runt 2–3 procent.

Om Bank of Englands bedömning appliceras på Sverige som har samma inflationsmål skulle det tala för att den normala reporäntan i Sverige också kan ligga så lågt som runt 2–3 procent, där den övre delen av intervallet ligger en hel procentenhet lägre än Riksbankens hittills officiella bedömning. Det är förstås svårt att göra den här typen av bedömningar men detta resultat tillsammans med att den underliggande inflationen rensat för volatila energipriser under en längre tid legat mycket lågt trots negativ reporänta, talar för att intervallet för den normala reporäntan

bör justeras ned i nivå med Bank of Englands bedömning.

Detta skulle i sin tur tala för att den rörliga bostadsräntan i ett mer normalt konjunkturläge och med en inflation på 2 procent ligger någonstans i intervallet 4–5 procent, beräknad utifrån nuvarande skillnad mellan den genomsnittliga rörliga bostadsräntan och reporäntan på 2 procentenheter. Tilltagande konkurrens på bolånemarknaden framöver talar möjligen för att den normala rörliga bostadsräntan kan komma att ligga närmare 4 än 5 procent. Det är nivåer som ligger väsentligt över de räntor som vi har på marknaden idag och som vi ser framför oss de allra närmsta åren men betydligt under de nivåer som skulle gälla utifrån Riksbankens nuvarande uppskattning av det normala reporänteintervallet.

<sup>15</sup> Box 6, *Inflation Report*, August 2018, Bank of England.

## Bör bankerna sänka sina kalkylräntor?

Mot bakgrund av att mycket talar för att både den normala reporäntan och rörliga bostadsräntan sjunkit markant är en relevant fråga om bankerna också bör sänka den kalkylränta som används i samband med kreditprövningen. Kalkylräntan ligger idag omkring 7 procent hos de flesta banker.<sup>16</sup> Det är också den nivå som Finansinspektionen använder i sina stresstester, dvs. när de analyserar hur många hushåll som skulle få underskott i sin ekonomi om bostadsräntorna skulle gå upp till 7 procent.<sup>17</sup>

Det kan dock sett ur ett risk- och ratingperspektiv vara svårt för en enskild bank

att ensidigt och påtagligt avvika från branschstandarderna vid val av kalkylränta. I synnerhet när även Finansinspektionen i sina stresstester använder en kalkylränta på 7 procent och därmed indirekt driver att även bankerna borde ligga på ungefär den nivån vid kreditprövningen.

Att Finansinspektionen skulle driva en sänkning av bankernas kalkylräntor förefaller dock inte troligt. En sänkning av kalkylräntan från 7 till säg 5,5 procent skulle nämligen innebära att den kreditåtstramande effekten av det utvidgade amorteringskravet i praktiken skulle neutraliseras (vid fullt ränteavdrag).

<sup>16</sup> [www.bolåneräntor.com/kalkylränta-på-6-8-procent-hos-storbankerna/](http://www.bolåneräntor.com/kalkylränta-på-6-8-procent-hos-storbankerna/)

<sup>17</sup> Se *Den svenska bolånemarknaden*, Finansinspektionen, 2019.



## 4. Svenska bostäder är inte övervärderade

EU-kommissionen, IMF och svenska myndigheter hänvisar till indikatorer som sammantaget anses visa att svenska bostäder är övervärderade. Andra mer kvalificerade analyser gjorda av både dessa organisationer och andra visar samtidigt att svenska bostäder inte är övervärderade. De visar dessutom på mycket små effekter på bostadspriserna av de åtgärder som föreslås för att minska riskerna med höga bostadspriser och tillhörande höga hushållsskulder. Utmålade risker och föreslagna åtgärder hänger med andra ord inte ihop.<sup>18</sup>

Sedan 1990-talskrisen har priserna på småhus i Sverige ökat reellt med 240 procent. Den kraftiga uppgången har föranlett många att dra slutsatsen att de svenska bostadspriserna är övervärderade. Uppgången i bostadspriserna har också gått hand i hand med en stor ökning i hushållens bolåneskulder.

Många länder som har haft en snabb och kraftig skulduppbyggnad har senare fått stora ekonomiska problem i form av fallande bostadspriser, minskad privat konsumtion, ökad arbetslöshet och instabilitet i det finansiella systemet. Med hänvisning till risken för detta har Finansinspektionen och Riksbanken men även internationella organisationer som EU-kommissionen och IMF föreslagit att ytterligare åtgärder bör vidtas vid sidan av de Finansinspektionen redan vidtagit, till exempel amorteringskravet.

Det är förstås viktigt att bedöma riskerna med höga bostadspriser och bolåneskulder och vid behov vidta erforderliga åtgärder. Men det är centralt att de analyser som då görs inte är tendensiösa och att de motåtgärder som vidtas och föreslås hänger ihop med analyserna. Här finns lite att önska.

När EU-kommissionen och IMF bedömer huruvida svenska bostadspriser är övervärderade använder de vanligen tre olika

indikatorer: (i) Bostadspriserna i förhållande till hushållens inkomster, (ii) bostadspriserna i förhållande till hyrorna på hyreslägenheter och (iii) en modell där förändringen i bostadspriserna skattas statistiskt utifrån förändringar i så kallade fundamentala faktorer som bland annat realräntan och hushållens inkomster.

Vad säger då resultaten? Jo, att bostadsprisernas andel av hushållens disponibla inkomster ligger långt över det historiska snittet och även bostadspriserna i förhållande till hyrorna. Det finns dock åtminstone två stora problem med dessa två riskindikatorer.

Det första indikatorn tar ingen hänsyn till att bostadspriserna har ökat kraftigt till följd av kraftigt fallande realräntor. De femåriga reala bostadsräntorna har fallit med mer än 6 procentenheter i Sverige sedan 1995. Mer än hela den faktiska ökningen i de reala småhuspriserna kan förklaras av de fallande realräntorna.

Den andra indikatorn tar ingen hänsyn till att hyrorna i Sverige inte är marknadsprissatta utan bestäms utifrån ett bruksvärdes-hyressystem. Hyrorna ökar normalt svagt över tiden och när kraftigt fallande realräntor och även urbanisering bidrar till kraftigt ökade priser på ägda bostäder är det inte konstigt att bostadspriserna ökar kraftigt i förhållande till hyrorna.

Med den tredje indikatorn visar EU att svenska bostadspriser är övervärderade med 12 procent. En ny IMF-studie visar en övervärdering på omkring 10 procent.<sup>19</sup> En Riksbanksstudie från 2016 visar inte på någon som helst övervärdering av svenska bostadspriser.<sup>20</sup> En alldeles färsk rapport från Riksgälden visar samma sak.<sup>21</sup> Bedömt utifrån fundamentala faktorer finns därför inga belägg för att de svenska bostadspriserna skulle vara kraftigt övervärderade eller utgöra någon påtaglig risk för svensk ekonomi.

<sup>18</sup> En tidigare version av denna artikel publicerades på Realtids debattsida den 18 april 2019.

<sup>19</sup> Geng, N., "Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies, IMF Working Paper, WP/18/164, IMF, 2018.

<sup>20</sup> Dermani, E., J. Lindé och K. Walentin, "Bubblar det i svenska småhuspriser?", *Penning- och valutapolitik*, 2016:2, Riksbanken.

<sup>21</sup> Bjellerup, M. och L. Majtorp, "Bostadsprisernas utveckling", *Fokusrapport*, 28 maj 2019, Riksgälden.

Problem kan dock ändå uppstå om de fundamentala faktorerna ändras snabbt och kraftigt. Vid till exempel en global finanskris med kraftigt stigande riskpremier på räntor så kan höga bostadspriser och skulder i ekonomin leda till större problem än i annat fall. Det stora beslutsproblemet är bara vilka åtgärder som ska vidtas för att stävja riskerna för sådana förlopp och hur de ska motiveras.

En åtgärd som förespråkas av bland annat IMF och EU-kommissionen, Riksbanken och Finansinspektionen och som nu också verkar vara uppe på den politiska agendan är ett slopande av ränteavdragen. Jag visade nyligen i en DN-debattartikel att bostadspriserna skulle kunna falla med hela 30 procent om ränteavdragen skulle tas bort helt och hållet från en dag till en annan.<sup>22</sup> Beräkningen gjordes då utifrån en i forskningen vanligen använd teoretisk beräkning. Om det resultatet är korrekt skulle ett snabbt slopande av ränteavdragen bidra till att på kort sikt utlösa just det problem som åtgärden är tänkt att motverka på lång sikt. Om avdraget, för att undvika detta, istället trappas ned långsamt skulle åtgärden inte annat än på marginalen på kort sikt minska de risker som anses finnas med dagens höga bostadspriser och skulder.

Enligt de empiriska resultaten i den ovan nämnda IMF-studien skulle emellertid ett slopande av ränteavdragen i Sverige minska bostadspriserna med enbart 4 procent. Om vi istället utgår från att de resultaten är mer i linje med faktiska förhållanden så skulle vi få en marginell effekt av ett slopat ränteavdrag på bostadspriserna och som därmed inte påtagligt skulle minska riskerna med höga bolåne-skulder. Samma studie visar att även ett slopande av "hyresregleringen" – som såväl EU-kommissionen som IMF också förespråkar som en problemlösare – skulle ha en marginell effekt på priserna på ägda bostäder (också minus 4 procent).

Empiriska studier gjorda på IMF och EU-kommissionen visar också på en mycket svag koppling mellan bostadspriserna och realräntan. Bedömt utifrån dessa studier skulle bostadspriserna enbart sjunka med 1,3 – 1,8 procent om realräntan går upp med 1 procentenhet.<sup>23</sup> Om detta stämmer skulle det krävas en orealistisk stor uppgång i realräntorna för att åstadkomma ett stort prisfall på bostäder. De risker IMF och EU-kommissionen pekar på utifrån de tre indikatorer som de använder hänger med andra ord inte ihop med de statistiskt skattade effekterna av de åtgärder som de föreslår ska minska riskerna.

Enligt min mening har sammanfattningsvis de risker som anses finnas med dagens historiskt sett höga bostadspriser och hushållsskulder samt vidtagna och föreslagna åtgärder svagt stöd i de ekonomiska analyser som gjorts. Det gäller bland annat förslagen om slopade ränteavdrag och avvecklad "hyresreglering".

Detta betyder dock inte att det inte kan finnas strukturellt goda skäl att se över nettobeskattningen av ägda bostäder och även "hyresregleringen". I IMF:s artikel IV-konsultation för Sverige som kom nyligen hänvisas också till sådana skäl.<sup>24</sup> Men då är det de strukturella skälen som bör vara de bärande argumenten för att vidta dessa åtgärder med beaktande av de övriga för- och nackdelar dessa reformer kan ha. Om dessa åtgärder sedan samtidigt "anses" minska riskerna med hushållens skuldsättning – även om det uppenbart är svårt att visa empiriskt – så är det i så fall (möjligen) en positiv bieffekt.

För att undvika förhastade åtgärder som riskerar att leda fel efterlyser jag en mindre tendensiös analys och debatt om riskerna med de svenska bostadspriserna, hushållens skulder och de åtgärder som vidtas eller föreslås.

<sup>22</sup> Se kapitel 9.

<sup>23</sup> "Assessing House Price Developments in the EU, European Economy Discussion Paper 048, Maj 2017, European Commission.

<sup>24</sup> IMF Executive Board Concludes 2019 Article IV Consultation with Sweden, 25 Mars 2019.

## 5. Bostadsbristen kräver ökade inte minskade skulder

Det behövs en mer nyanserad analys av riskerna kring hushållens skuldsättning där även problemet med den stora bostadsbristen läggs in i pusslet. Annars är risken stor att vi går fel när vi diskuterar vilka åtgärder som behöver vidtas. Bostadsbristen kräver ökade inte minskade skulder.<sup>25</sup>

Den bostadspolitiska debatten karaktäriseras idag av två stora problemställningar; hushållens bolåneskulder och bostadsbristen. Hushållens skulder överstiger idag 180 procent av de samlade disponibla inkomsterna. Risker är, menar Riksbanken och Finansinspektionen, att högt skuldsatta hushåll drar ned på sin konsumtion kraftigt i en lågkonjunktur vilket skulle förvärra lågkonjunkturen.

Bostadsbristen skapar sociala problem. Många grupper har idag mycket svårt att komma in på bostadsmarknaden. Stockholms Handelskammare har via WSP också uppskattat att bristen på bostäder gjort att tillväxten i Stockholm varit 36 miljarder kronor lägre per år 1995–2016 jämfört med vad den hade kunna vara.<sup>26</sup>

Om man från politiskt håll delar oron kring hushållens skulder men samtidigt lägger stor vikt vid den stora bostadsbristen, är det viktigt att bägge dessa problemområden vägs in samtidigt.

Erfarenhetsmässigt vet vi att många länder fått stora ekonomiska problem efter perioder av snabb och kraftig skulduppbyggnad och att det i vissa fall lett till finanskriser som är samhällsekonomiskt mycket kostsamma. Det går inte att blunda för sådana risker. Men det är samtidigt viktigt att påpeka att dessa länder fått dessa problem till stor del på grund av

andra faktorer än de som drivit skulduppbyggnaden i Sverige.

Bostadspriserna i Sverige kan i stor utsträckning förklaras av så kallade fundamentala faktorer, framförallt av kraftigt fallande långa realräntor. Räntekvoten, det vill säga hushållens ränteutgifter i förhållande till de disponibla inkomsterna, är historiskt låg.

Som f.d. vice riksbankschefen och professorn Lars E.O. Svensson har visat har Sverige, till skillnad från andra länder som hamnat i trubbel, t.ex. Danmark, Storbritannien och USA, inte haft en stor bolånefinansierad överkonsumtion, vilket forskningen visar är den centrala faktorn till kraftigt minskad privat konsumtion vid fallande bostadspriser.<sup>27</sup> Sverige har också, till skillnad från dessa länder, under många år haft ett mycket högt hushållssparande.<sup>28</sup> Den höga sparkvoten är en tydlig indikation på att hushållen inte i någon stor utsträckning använder belåning av bostaden som kassako för överkonsumtion.

Vice riksbankschefen och professorn Martin Flodén har utifrån OECD-data uppskattat att höga skuldkvoter hade en statistiskt signifikant effekt på nedgången i den privata konsumtionen finanskrisåren 2007-2012.<sup>29,30</sup> Men resultaten visar samtidigt att den ekonomiska effekten på både den privata konsumtionen och arbetslösheten inte var särskilt stor. Resultaten visar samtidigt att det inte är nivån på skulden som är avgörande utan hur stor förändringen är åren innan en kris.

De som pekar på riskerna med de stora bolåneskulderna brukar också hänvisa till 1990-talskrisen i Sverige då en period med hög skulduppbyggnad på 1980-talet följdes av ett realt bostadsprisfall på 30 procent och en

<sup>25</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Låt svenska hushåll låna mer till bostäder" publicerades på DI debatt den 18 maj 2019.

<sup>26</sup> "Över fyra miljarder i tappade skatteintäkter och 36 miljarder i utebliven tillväxt", *pressmeddelande*, Stockholms Handelskammare, 19 november 2018.

<sup>27</sup> Svensson, Lars E.O. "Housing Prices, Household Debt, and Macroeconomic Risk: Problems of Macroprudential Policy I", *Paper*, February 2019 <https://larseosvensson.se>.

<sup>28</sup> Se också *Svensk Finanspolitik 2019*, Finanspolitiska rådets rapport 2019.

<sup>29</sup> Martin Flodén, "Ska vi oroas av höga skulder?", *Ekonomistas* 20 februari 2014.

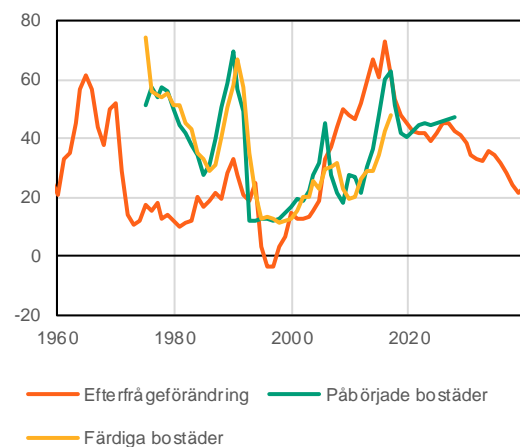
<sup>30</sup> "Did Household Debt Matter in the Great Recession?", Supplement to Blog Post on [ekonomistas.se](http://ekonomistas.se), februari 2014, [www.martinfloden.net](http://www.martinfloden.net).

krasch i byggindustrin. Som jag visat i en artikel på DN-debatt kan dock halva det prisfallet förklaras av de sänkta ränteavdragen och den höjda fastighetsskatten i samband med 1991 års stora skattereform.<sup>31</sup> En annan viktig förklaring var avvecklingen av bostadssubventionerna som uppgick till hela 2,5 procent av BNP.

Som diagrammet nedan visar har det demografiska behovet av nya bostäder i Sverige ökat betydligt snabbare än byggandet sedan mitten av 1990-talet.<sup>32</sup> Detta tvärtemot utvecklingen decennierna innan 1990-talskrisen. Till skillnad från perioden med de tidigare bostadssubventionerna har de nya bostäderna dessutom tillkommit i de regioner, framförallt storstadsområdena, som haft störst brist på bostäder. Då mark är en bristvara i våra storstadsområden har det också bidragit till kraftigt höjda markpriser och därmed bostadspriser.

#### Demografiskt betingad efterfrågan på nya bostäder

1000-tal



Källor: SCB och SBAB

Ska vi bygga bostäder i Sverige som möter den väntande befolkningsökningen på över en miljon personer fram till 2030 och där de flesta bosätter sig i våra storstadsområden, måste vi rimligen acceptera att fastighetsskulden ökar. Fastigheter finansieras med krediter. Det gäller oavsett om det är privatpersoner som tar dessa krediter, ägare till flerbostadshus eller

om staten själv skulle finansiera och hyra ut bostäder till invånarna.

Om man från politiskt håll från mitten av 1990-talet hade vidtagit kreditåstramande åtgärder för att helt neutralisera den effekt de kraftigt fallande realräntorna haft på bostadspriserna och bolåneskulden, så hade vi fått en djupt dysfunktionell kredit- och bostadsmarknad. Vi hade rimligen också suttit i en situation med ännu större bostadsbrist.

Småhuspriserna ökade nominellt med 340 procent mellan 1995 och 2018 och reellt, dvs. rensat för den allmänna inflationen, med 240 procent. Om målet hade varit att hushållens bolåneskulder istället skulle ha växt i samma takt som hushållens disponibla inkomster skulle prisuppgången behövs begränsats till 160 procent. Det är svårt att se hur det skulle ha gått till i en miljö med kraftigt fallande realräntor utan i det närmaste en total återreglering av kreditmarknaden.

Faktum är att de reala småhuspriserna har ökat mindre än vad som skulle kunna ha motiverats utifrån enbart fallet i de långa realräntorna. De reala femåriga bostadsräntorna har fallit med mer än 6 procentenheter sedan 1995. Bara det skulle kunna förklara en ökning i de reala småhuspriserna med över 300 procent sedan mitten av 1990-talet – att jämföra med den faktiska ökningen på 240 procent.

De som pekar på riskerna med hushållens skulder brukar också hänvisa till att byggkostnaderna har gått upp kraftigt och att det därför är viktigt att öka produktiviteten i byggsektorn. Halva priset på bostäder utgörs dock av markpriser, skatter och byggherre-kostnader.<sup>33</sup> I områden med en stor bostadsbrist skulle höjd produktivitet i byggsektorn på en marknad där utbudet och efterfrågan styr priserna till större del resultera i högre vinster och inte lägre bostadspriser. Ökad produktivitet är förstås önskvärt, men kan inte mer än på marginalen lösa det problem som det hänvisas till.

Det är också en myt att problemet i någon större utsträckning skulle kunna lösas genom att minska den tid det tar att få bygglov i Sverige, vilket är ytterligare en åtgärd som ofta

<sup>31</sup> Se vidare kapitel 9.

<sup>32</sup> Se också "Bostadsbristen i Sverige", *Insiktsrapport* nr 2, 2019, SBAB (kommande).

<sup>33</sup> [www.sverigesbyggindustrier.se/statistik-byggmarknad/kostnader\\_\\_6915](http://www.sverigesbyggindustrier.se/statistik-byggmarknad/kostnader__6915)

lyfts fram som en problemlösare. En forskningsrapport visar att Sverige i själva verket tillhör ett av de länder där bostadsbyggandet anpassas snabbast vid efterfrågeförändringar.<sup>34</sup>

Det behövs sammanfattningsvis en mer nyanserad analys av såväl riskerna kring

hushållens skuldsättning som föreslagna åtgärder där även bostadsbristen läggs in i pusslet. Annars är risken stor att vi går fel när vi diskuterar vad som behöver göras för att få till stånd en bättre fungerande bostadsmarknad.

---

<sup>34</sup> Caldera, A., och Å. Johansson, "The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries", *Journal of Housing Economics*, 22(3) September 2013.



## 6. Det behövs bättre analyser av de åtgärder som vidtas i syfte att minska hushållens skulder

**Det behövs bättre analyser för att kunna bedöma de samlade effekterna inklusive bieffekterna av de åtgärder som vidtas inom penning- och finanspolitiken samt makrotillsynen. Det gäller i synnerhet fördelningen mellan makrotillsyns- och finanspolitiska åtgärder riktade mot hushållens skulder.<sup>35</sup>**

De negativa erfarenheterna från finanskrisen har föranlett stora insatser för att öka stabiliteten i det finansiella systemet. Bland dessa ingår ett tydligare mandat för Finansinspektionen att bedriva makrotillsyn med utvidgade möjligheter att rikta åtgärder mot kreditgivningen. Ett finansiellt stabilitetsråd har inrättats med företrädare från regeringen, Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden.

Det är för tidigt att fullt ut utvärdera effekterna av detta delvis nya makroekonomiska ramverk. Erfarenheterna av effektiviteten av olika makrotillsynsverktyg är begränsade. Men det finns ändå ett antal observationer att göra så här långt som väcker berättigade frågor om hur mixen av penningpolitiska-, finanspolitiska-, samt makrotillsynsåtgärder bäst utformas som har stor betydelse inte minst för bostads- och kreditmarknadens funktionssätt.

Efter att tidigare ha tagit viss hänsyn till finansiell stabilitet lägger Riksbanken numera relativt större vikt vid att värna förtroendet för inflationsmålet. Sett enbart till inflationsmålet går det inte att säga att Riksbanken gör fel som håller reporäntan så låg när inflationen under längre tid haft svårt att nå upp till målet, även om vissa menar att det bör finnas utrymme för en något mer flexibel tillämpning av målet. Jämviktsräntorna världen om har gått ned kraftigt och Riksbanken kan inte avvika nämnvärt från omvärlden. Samtidigt är den låga räntan en viktig anledning till att

bostadspriserna och hushållens skulder ökat så kraftigt de allra senaste åren.

Till den del skulderna har ökat till följd av en lägre jämviktsränta matchas de av varaktigt lägre ränteutgifter för boende och högre bostadspriser. Det råder ändå delade meningar om riskerna med denna utveckling. Finansinspektionen och Riksbanken hänvisar till forskning som de menar visar att högt skuldsatta hushåll kan komma att dra ned sin konsumtion kraftigt i en lågkonjunktur. Före detta vice riksbankschefen Lars E.O. Svensson, bland andra, menar att forskningen istället pekar på att det inte är den höga skuldsättningen som förklarar detta utan andra faktorer.<sup>36</sup>

Trots detta har Riksbanken efterlyst fler makrotillsynsåtgärder som kan bidra till att minska hushållens skulder. Men skulle man med sådana åtgärder helt ta bort den effekt de låga räntorna har på bostadspriserna och hushållens skulder skulle det ha mycket långgående negativa effekter på bostads- och kreditmarknadens funktionssätt. Som Lars E.O. Svensson nyligen pekat på i en forskningsrapport är det därför helt centralt att åtgärder bara vidtas som stävjar "dålig" men inte "bra" kredittillväxt.<sup>37</sup> Med dålig kredittillväxt menas att det ligger någon form av marknadsmisslyckande bakom, som till exempel en oansvarsfull kreditgivning.

Användning av makrotillsynsåtgärder, som till exempel amorteringskravet, har ofta negativa bieffekter. Det handlar då om att väga de fördelar åtgärden har mot nackdelarna. Den forskningslitteratur som finns om makrotillsyn pekar också på att åtgärderna inte sällan tenderar att kringgås.

Efter Finansinspektionens införande av bolånetaket och amorteringskravet har blacolånen ökat kraftigt även om det inte går att utesluta att även andra faktorer har bidragit

<sup>35</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Bristfälligt analys av finansiella stabilitetsåtgärder" publicerades på SvD Debatt Näringsliv den 13 januari, 2019.

<sup>36</sup> Se föregående kapitel.

<sup>37</sup> Lars E.O. Svensson, "The Future of Monetary Policy and Macroprudential Policy," i *The Future of Central Banking, Festschrift in honour of Vitor Constancio*, December 2018, European Central bank, sidorna. 69-123.

till detta. Amorteringskravet har sannolikt också bidragit till inlåsnings effekter och försvårat ungas inträde på bostadsmarknaden. Det finns dessutom tecken på att det kringgås genom att högre skulder numera läggs i bostadsrättsföreningar istället för hos de enskilda bostadsrättsinnehavarna. Det kanske tydligaste exemplet på detta är framväxten av nya finansieringsmodeller som BRF 2.0 där i princip hela skulden läggs i föreningen.

Vikten av att bedöma bieffekter av olika åtgärder är uppenbar och i synnerhet med bakgrund av att erfarenheterna av den här typen av åtgärder är begränsade. En central aspekt i en analys av vad som är en väl avvägd policymix bör således vara att bedöma bieffekter av olika åtgärder men också om vidtagna eller föreslagna åtgärder av olika myndigheter utifrån sina respektive mål och mandat tenderar att motverka varandra. Låt mig ge ytterligare ett par exempel:

Flera debattörer, däribland Riksbanken och Finansinspektionen, har hävdade att större vikt bör läggas vid finanspolitiska åtgärder – i synnerhet inom bostads- och skattepolitiken – för att uppnå finansiell stabilitet. Att finanspolitiken har en större roll att fylla tror jag de flesta instämmer i. Men även här finns vissa motsatsförhållanden som är viktiga att beakta.

Från Riksbankshåll har till exempel framförts att ränteavdragen bör tas bort för att minska riskerna med hushållens skuldsättning.<sup>38</sup> Denna åtgärd skulle sannolikt minska skuldsättningen men argumenten för att göra det av finansiella stabilitetsskäl är inte särskilt starka. Det centrala är räntebetalningsförmågan och inte skulden. Den negativa effekt på den privata konsumtionen som Riksbanken är rädd för kan uppstå i en kommande lågkonjunktur vid fallande bostadspriser när hushållen är högt skuldsatta skulle istället

uppkomma direkt i samband med att ränteavdragen slopas. Det gäller åtminstone om avdragen inte trappas ned över en mycket lång tidsperiod men i vilket fall åtgärden skulle ha en marginell inverkan på den finansiella stabiliteten i närtid. Det skulle dessutom göra högt belånade hushåll väsentligt mer känsliga för inkomstbortfall i samband med en snar lågkonjunktur. Snabbt avtrappade ränteavdrag skulle i närtid samtidigt försvåra för Riksbanken att nå upp till inflationsmålet eftersom det direkt skulle slå mot den samlade efterfrågan i ekonomin och därmed minska inflationen.

Det finns sammanfattningsvis ett behov av bättre analyser av potentiella effekter inklusive bieffekter av de åtgärder som vidtas inom penning- och finanspolitiken samt makrotillsynen. Till viss del gör ansvariga myndigheter redan det inom ramen för sina respektive beslutsunderlag. Vi måste också acceptera vissa bieffekter givet de mål som myndigheterna har. Men jag menar att det finns ett stort behov av att bedöma de totala bieffekterna av den samlade policymixen, hur olika åtgärder samverkar med varandra och av om en annan policymix i vissa fall skulle kunna vara att föredra sett utifrån ett helhetsperspektiv. Det gäller kanske i synnerhet fördelningen mellan makrotillsyns- och finanspolitiska åtgärder.

Det är viktigt att inte makrotillsynsåtgärder vidtas med stora negativa bieffekter om det istället är mer effektivt att lösa problemet med relevanta finanspolitiska åtgärder. Sådana bedömningar och analyser bör rimligtvis göras av ett organ som är oberoende av de myndigheter som idag fattar beslut om åtgärderna utifrån sina respektive mål och mandat.

<sup>38</sup> <https://www.expressen.se/dinapengar/stefan-ingves-vadjan-skrota-ranteavdraget/>.

## 7. Amorteringskraven gör hushållen mer sårbara

**Amorteringskraven ger incitament att ersätta en del av bolånet med blacolån. Data visar att tillväxttakten i blacolånen ökat kraftigt. Amorteringskraven i kombination med ökade blacolån bidrar, åtminstone på kort sikt, till mer och inte mindre räntekänsliga hushåll. Det är problematiskt om vi snart går in i en lågkonjunktur och i synnerhet med negativ reporänta.<sup>39</sup>**

Hushållens bolån har ökat kraftigt under många år till följd av bl.a. sjunkande räntor och en god tillväxt i hushållens inkomster. Meningarna är delade om riskerna med denna utveckling. Såväl Riksbanken som Finansinspektionen har dock varnat för att högt skuldsatta hushåll kan dra ned konsumtionen kraftigt vid en lågkonjunktur, ränteuppgång eller bostadsprisnedgång och förvärra lågkonjunkturen och bidra till finansiell instabilitet.

För att dämpa skuldökningen införde Finansinspektionen 2016 ett amorteringskrav. Kravet innebär att de som köper en bostad med en belåningsgrad (bolån i förhållande till värdet på bostaden) på över 50 procent men inte överstigande 70 procent måste amortera minst 1 procent av bolånet årligen till dess att belåningsgraden når 50 procent. Om belåningsgraden överstiger 70 procent ska istället minst 2 procent av lånet amorteras. Den 1 mars förra året utökades amorteringskravet. Om bolånet överstiger 4,5 gånger hushållets bruttoinkomst ska hushållet amortera minst 1 procent av bolånet utöver tidigare krav.

Ett syfte med amorteringskravet är att det ska få hushållen att köpa billigare bostäder och minska sina bolån (lån som tas med bostaden som säkerhet). Hushållen kan dock ta ett blacolån, det vill säga lån utan säkerhet, för att undkomma amorteringskravet. Det är Finansinspektionen medveten om men man tänker sig att den vanligtvis betydligt högre räntan på blacolån ändå i hög utsträckning

ska verka dämpande på sådana beteenden och den totala skuldsättningen.

Finansinspektionens utvärdering av det första amorteringskravet indikerar att det bidragit till att hushållen i genomsnitt köper 3 procent billigare bostäder.<sup>40</sup> Genom att jämföra en grupp nya bolånetagare som 2015 respektive 2016 (det år det första amorteringskravet infördes) hade en belåningsgrad som gjorde att de omfattades av amorteringskravet med en kontrollgrupp med nya bolånetagare som inte omfattades av kravet, gör Finansinspektionen också bedömningen att amorteringskravet bidragit till att dämpa bolåneskulden som andel de nya låntagarnas inkomster med 9 procentenheter.

Finansinspektionen visar också att de nya bolånetagarnas genomsnittliga skuldkvot, beräknad på både bolån och andra skulder, i princip låg stilla mellan 2015 och 2016 efter att åren innan ha stigit kraftigt. Det menar Finansinspektionen indikerar att amorteringskravet har haft effekt, även om de påpekar att det även kan finnas andra förklaringar till detta. Ett problem med de data Finansinspektionen har är att de inte visar om hushållen tar upp blacolån i andra banker än där de tar bolånen.

Tillväxten i blacolånen på aggregerad nivå ökade kraftigt strax efter att både bolånetaket och det första amorteringskravet infördes (se figuren nedan). Hur mycket av uppgången som kan tillskrivas amorteringskravet respektive andra faktorer är svårt att avgöra.

Att tillväxttakten i bolånen avtagit efter att amorteringskravet infördes samtidigt som blacolånen ökar kraftigt och att blacolånen ökade kraftigt även strax efter att bolånetaket infördes 2010, indikerar att införandet av den här typen av kreditreglering ger ökade incitament till användning av blacolån.

<sup>39</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Amorteringskravet gör hushållen mer sårbara" publicerades på SvD Debatt Näringsliv den 29 april, 2018.

<sup>40</sup> FI-analys, *Amorteringskravet har minskat hushållens skulder*, nr. 10, 6 april 2017.

### Blancolånens utveckling

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Ett räkneexempel illustrerar hur amorteringskravet kan kringgås genom att ta upp ett mindre bolån och komplettera med ett blancolån: Ett hushåll köper en bostad för 4 100 000 kr och behöver låna 3 miljoner kronor. Räntan på bolånet är 1,7 procent. Om hushållet tar ett bolån hamnar belåningsgraden (bolånet i förhållande till köpeskillingen) på drygt 73 procent. Det innebär att hushållet behöver amortera 2 procent av hela bolånet per år till dess att belåningsgraden når 70 procent.

Om hushållet istället tar ett bolån på 2 870 000 kronor med samma ränta på 1,7 procent och ett tioårigt blancolån på 130 000 kronor till en ränta på 4,7 procent hamnar istället belåningsgraden på 70 procent. Då gäller istället det lägre amorteringskravet på 1 procent. Hushållet får på detta sätt ned månadsutgiften (ränta plus amortering) i drygt två år med ca 1200 kronor i månaden. Visserligen får hushållet över tioårsperioden betala drygt 20 000 kronor brutto mer i ränta och även högre total amortering, men hushållet får på detta sätt alltså ändå ned månadsutgiften väsentligt de första dryga två åren efter bostadsköpet.

Det ursprungliga amorteringskravet har enligt Finansinspektionens bedömning verkat

dämpande på hushållens bolåneskulder. Samtidigt visar Finansinspektionen i Bolånerapporten att andelen hushåll som vid en större ränteuppgång kan få problem med utgifter som överstiger hushållens inkomster ökat markant med amorteringskravet.<sup>41</sup> I båda analyserna beaktas dock bara bolån och blancolån som tagits på en och samma bank, men inte de blancolån som eventuellt tagits på en annan bank än där bolånen tagits. Om amorteringskravet bidragit till en ökad frekvens av blancolån i andra banker än där bolånen tas bidrar detta tillsammans med amorteringskravet i sig till att hushållens räntekänslighet ökat, åtminstone på kort sikt.

Mycket talar för att amorteringskravet, åtminstone på kort sikt direkt, men kanske också indirekt via ökad användning av blancolån, gjort nya bolånetagare betydligt *mer* och inte mindre räntekänsliga. Detta är ett stort problem om Sverige inom kort går in i en ny lågkonjunktur i ett läge då reporäntan redan är negativ (och då även långräntorna är låga). Det innebär att de penningpolitiska möjligheterna att sänka räntorna ytterligare är starkt begränsade. Högt skuldsatta hushåll kommer i en sådan situation inte kunna bli hjälpta i någon större utsträckning av sänkta boräntor och kan därför komma att dra ned sin konsumtion kraftigt.

Inför en sådan situation är det angeläget att ha god beredskap för vilka andra åtgärder som därför kan behövas vidtas. Ett förslag är att amorteringskravet i en kraftig lågkonjunktur eller vid finansiell turbulens vid behov kan minskas eller dras tillbaka. Samma sak borde gälla i händelse av en kraftig ränteuppgång. Det är dessutom angeläget att snabbt få fram bättre information om hushållens blancolån.

Regeringen har gett Finansinspektionen i uppdrag att närmare följa upp utvecklingen av lån utan säkerhet, vilket är välkommet.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Den svenska bolånemarknaden (2018), Finansinspektionen, 4 april 2018.

<sup>42</sup> Den första avrapporteringen gjordes i Svenska konsumtionslån 2018, Finansinspektionen, 14 juni 2018.

Den visar att blancolånen ökar kraftigt sedan amorteringskravet infördes.

## 8. De negativa effekterna av amorteringskravet underskattas

**Amorteringskravet har haft en betydligt större negativ effekt för ungas möjligheter att komma in på bostadsmarknaden än den bild Finansinspektionen ger. Det försvårar också kraftigt för de som separerar<sup>43</sup>**

Den 1 juni 2016 införde regeringen på inrådan av Finansinspektionen ett lagstadgat amorteringskrav som säger att hushåll som tar bostadslån med en belåningsgrad (lån/värdet på bostaden) på 50–70 procent ska amortera 1 procent på hela lånet per år tills lånet når 50 procent. Om lånet överstiger 70 procent ska 2 procent av hela lånet amorteras per år. Den 1 mars 2018 skärptes kravet. Om bolånet överstiger 4,5 gånger hushållets bruttoinkomst ska, utöver ovanstående krav, ytterligare 1 procent av bolånet amorteras per år. En bolånetagare som har över 70 procents belåningsgrad och ett lån som överstiger 4,5 gånger bruttoinkomsten måste alltså amortera 3 procent av hela lånet per år. Det syfte som Finansinspektionen och regeringen angett för amorteringskravet är att det ska motverka makroekonomiska och finansiella stabilitetsrisker förknippade med hushållens skulder.

Samtidigt som amorteringskravet har ett vällovligt motiv har det kritiserats utifrån flera olika aspekter. Lars E.O. Svensson har i en rad olika inlägg på Ekonomistas och också i en alldeles färsk rapport beställd av Stockholms handelskammare, argumenterat för att det inte har visats på vilka grunder ett amorteringskrav faktisk motverkar makroekonomiska och finansiella stabilitetsrisker och att det stänger ute många unga hushåll från bostadsmarknaden.<sup>44</sup> Det har också kritiserats för att leda till inlåsnings effekter eftersom det bara omfattar nya och inte gamla lån och att det utgör ett tvångssparande.<sup>45</sup>

I en debattartikel i Dagens Nyheter förra året argumenterade Finansinspektionens generaldirektör Erik Thedéen för att amorteringskravet har spelat en begränsad roll för ungas möjligheter att komma in på bostadsmarknaden.<sup>46</sup> Som grund för den slutsatsen använder Thedéen en beräkning som Finansinspektionen har gjort där de med hjälp av data som samlas in i samband med Bolåneundersökningen jämför de faktiska amorteringarna som gjordes för en person i åldern 25 - 30 år med lån till en genomsnittlig etta 2012 (dvs. flera år innan amorteringskravet infördes) med de som sedan gällt efter det första amorteringskravet infördes. Slutsatsen blir då att amorteringskravet bara står för en ökning av boendekostnaden med 120 kronor mellan 2012 och 2017 för riket som helhet och med 190 kronor för Stockholms innerstad. Thedéen konstaterar utifrån dessa siffror att amorteringskravet bara inneburit att kreditprövningen för unga blivit marginellt striktare.

Ett problem med Finansinspektionens beräkning är att den inte tar hänsyn till effekten av det utvidgade amorteringskravet. Dessutom är det missvisande att jämföra de *faktiska* amorteringarna 2012 med det lagstadgade krav som nu gäller eftersom amorteringarna 2012 inkluderar frivilliga amorteringar. Då bostadspriserna har gått upp kraftigt sedan 2012 skulle säkert många unga hushåll avstå en del av dessa frivilliga amorteringar för att kunna få möjlighet att köpa en lägenhet.

Olika banker tillämpade lite olika principer för amorteringar 2012 men det kan ändå vara av intresse att jämföra hur amorteringskravet skiljer sig i förhållande till den princip SBAB tillämpade 2012 och som SBAB fortfarande tillämpar för kunder som inte omfattas av kravet. SBAB:s princip är att lån över en

<sup>43</sup> En tidigare version av denna artikel med samma rubrik publicerades på Ekonomistas (ekonomistas.se) den 11 januari, 2019.

<sup>44</sup> Se ekonomistas.se och Svensson, Lars, E.O., "Amorteringskraven: Felaktiga grunder och negativa effekter", Chamber Policy Papers, Stockholms Handelskammare, maj 2019.

<sup>45</sup> Se till exempel Boije, R., "Villkora avdrag med amortering", DI debatt, 30 oktober 2015 och Boije, R., "Om amorteringskravet: Vi letar efter nycklarna där det är ljus", SBAB-bloggen, 26 januari 2018.

<sup>46</sup> Thedéen, E., "Unga stängs ute av allt högre priser – inte amorteringskrav", DN debatt, 18 november 2018.



belåningsgrad på 70 procent ska amorteras ned på 15 år. Kunderna kan sedan *frivilligt* amortera mer vilket påverkar de *faktiska* amorteringarna. Till skillnad från nuvarande lagstadgade amorteringskrav påverkas amorteringstakten bara av den del som överstiger 70 procents belåningsgrad och inte av hela lånets storlek.

I tabellen nedan har en beräkning gjorts för en fiktiv kund på några orter inom ramen för SBAB:s kreditprövning som visar hur stor skillnaden är mellan det lagstadgade kravet på amortering och den princip SBAB tillämpar för kunder som inte omfattas av kravet och det som också gällde för 2012 (som är det år Thedéen jämför med). De redovisade

inkomsterna är de bruttoinkomster som krävs på respektive ort för att idag ta ett bolån på 85 procent av bostadens värde förutsatt att hushållet inte har några andra lån. Det är den inkomst som låntagaren måste ha för att inte KALP (som står för Kvar Att Leva På) ska understiga noll kronor när boendet och andra nödvändiga utgifter är betalda med hänsyn tagen till att hushållen också ska klara en ränteuppgång till 7 procent. Statistiken för vad en etta kostar kommer från Booli och avser det genomsnittliga priset i respektive kommun. Även avgiften till föreningen som ingår i vår beräkning av KALP är hämtad från Booli.

**Tabell 1. Ökad amortering 2017 i förhållande till 2012 till följd av införandet av lagstadgat amorteringskrav**

Kronor	Medelpris etta	Bolån	Krav på brutto- inkomst per mån	Ökning i amortering 2017 i förhållande till 2012	1 % extra pga. skärpt amortering
Jönköping	1 322 900	1 124 465	24 500	773	Nej
Sundsvall	550 200	467 670	19 000	322	Nej
Malmö	1 005 900	855 015	22 500	588	Nej
Göteborg	2 169 400	1 843 990	33 500	2 802	Ja
Stockholm	2 828 100	2 403 885	37 500	3 653	Ja

Källor: SBAB och Booli

Resultaten visar att jämfört med det krav SBAB nu tillämpar för de kunder som inte omfattas av det lagstadgade amorteringskravet – och det krav som således även gällde nya kunder 2012 – så ger det lagstadgade amorteringskravet för en ort som Jönköping en ökad amortering på knappt 800 kronor i månaden. För Göteborg och Stockholm medför det nya utvidgade kravet en betydligt högre amortering än de siffror Finansinspektionen redovisar. I Göteborg ökar amorteringen med drygt 2 800 kronor och i Stockholm med drygt 3 600 kronor.

Lars E.O. Svensson har i en uppsats visat att det sett till inkomstfördelningen i Stockholm för unga är många som blir begränsade av de lagstadgade amorteringskraven.<sup>47</sup> En studie gjort av SBAB visar att män i åldersgruppen 25–29 med en genomsnittlig inkomst klarar av att köpa en genomsnittlig etta i endast 3 av Sveriges 20 största kommuner och att kvinnor i

samma åldersgrupp inte klarar av det i någon av dessa kommuner.<sup>48</sup> En uppföljande SBAB-studie visar att en kvinna med två barn, medianinkomst och antagen belåningsgrad på 85 procent inte klarar av att köpa en genomsnittlig trea i någon av Sveriges 20 största kommuner i samband med en separation.<sup>49</sup> Utan tvekan bidrar amorteringskravet i hög grad till detta.

Andelen unga bolånetagare har inte gått ned efter att amorteringskravet infördes brukar Finansinspektionen framhålla vilket också bekräftas av statistiken.<sup>50</sup> Efter att bolånetaket infördes sjönk dock andelen unga bolånetagare dramatiskt för att sedan komma tillbaka till normala nivåer några år senare.<sup>51</sup> Det saknas analyser som visar om införandet av bolånetaket och amorteringskravet påverkat sammansättningen av gruppen unga. Består den idag av fler med relativt höga inkomster, har det skett till följd av ökad användning av

<sup>47</sup> Svensson, Lars E.O. (2019), "Housing Prices, Household Debt, and Macroeconomic Risk: Problems of Macprudential Policy I, Stockholm School of Economics, CEPR, and NBER.

<sup>48</sup> Pressmeddelande, SBAB, 7 juni 2018.

<sup>49</sup> Pressmeddelande, SBAB, 27 juni 2018.

<sup>50</sup> Se *Den svenska bolånemarknaden*, 4 april 2018, Finansinspektionen, sidorna 9–10.

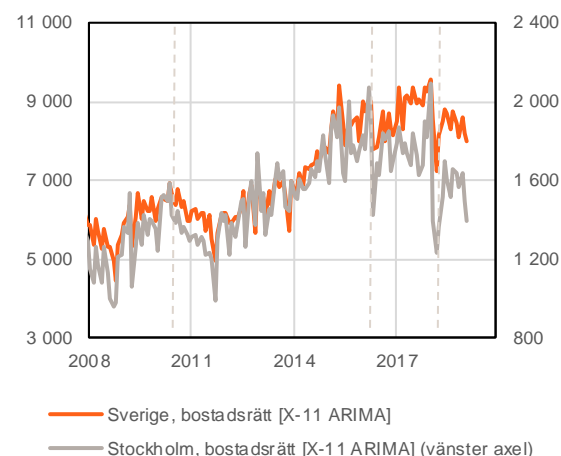
<sup>51</sup> Se FI-analys 12, april 2018, Finansinspektionen.

blancolån och med föräldrar som delägare och medlåntagare? En aktuell men mindre studie gjord av Skandiabanken visar att andelen bolånetagare under 30 år i betydligt högre grad än tidigare måste ta hjälp av föräldrar som medlåntagare.<sup>52</sup> I en enkätstudie gjort av SBAB nyligen bedömer 50 procent av de tillfrågade mäklarna i Stockholm att det har blivit vanligare med medlåntagare jämfört med för ett år sedan.<sup>53</sup>

Även säsongsrensade data över månatliga försäljningar av bostadsrätter (se diagram nedan) indikerar att amorteringskravet har haft en betydligt större effekt på efterfrågan än den bild Finansinspektionen ger. Även om det inte utgör en kausalanalys indikerar säsongsrensade data att amorteringskravet har haft en tydligt negativ effekt på försäljningarna av bostadsrätter i Stockholm. I figuren ovan syns tydligt att månadsförsäljningarna i Stockholm sjönk kraftigt efter införandet av både det första och utvidgade amorteringskravet och att effekten dessutom ser ut att vara relativt varaktig.

### Månatliga försäljningar av bostadsrätter i Stockholm och Sverige

Tusental, säsongsrensat



Källa: Macrobond, Mäklarstatistik och SBAB

<sup>52</sup> Pressmeddelande, Skandiabanken 20 maj, 2019.

<sup>53</sup> Pressmeddelande, SBAB, 8 maj 2019.

## 9. Slopade ränteavdrag kan ge prisfall på 30 procent

Strukturella och offentlig-finansiella skäl talar möjligen för att reducera ränteavdragen för bostäder men argumenten för att göra det av finansiella stabilitetsskäl är svaga. Det är också centralt att analysera konsekvenserna. Helt slopade avdrag kan ge bostadsprisfall på 30 procent. Omläggningen av ränteavdragen och fastighetsskatten bidrog under 1990-talskrisen till halva det reala prisfallet på 30 procent.<sup>54</sup>

Efter många år av stigande bostadspriser och bolåneskulder har röster höjts för att ränteavdragen eller skattereduktionen för ränteutgifter kopplade till bostäder bör reduceras eller helt tas bort. Bland annat har Finansinspektionen och Riksbanken föreslagit detta.<sup>55,56</sup>

Varför har vi ränteavdrag eller skattereduktion för ränteutgifter? Hur starka är de finansiella stabilitetsskälen till att reducera dem? Finns det andra argument för att reducera dem? Vad skulle konsekvenserna bli? Vad säger forskningen?

Ränteavdrag i någon form har funnits länge. Nuvarande utformning har sin grund i 90-talets skattereform. I samband med den ansågs det utifrån ett skatteteoretiskt perspektiv att ägda bostäder skulle beskattas på samma sätt som kapitalinkomster. Principen var full beskattning av kapitalinkomster och fulla avdrag för ränteutgifter.

När vi sätter in pengar på ett sparkonto får vi ränta. Räntan beskattas med 30 procent. För att det inte ska bli en snedvridning i var hushållen placerar sitt sparande ansågs vid skattereformen att egna hem skulle beläggas med en fastighetsskatt som skulle motsvara skatten på avkastningen från andra

kapitaltillgångar.<sup>57</sup> Hushållen skulle annars välja att spara mer i fastigheter än i andra tillgångar vilket skulle bidra till en snedvriden resursallokering. Skatten ansågs också motiverad för att få en likvärdig beskattning med den av hyresbostäder. Ränteavdragen sattes till 30 procent efter att tidigare varierat med nivån på marginalskatten. Modellen säkerställde också en likvärdig skattemässig behandling av lånat och eget kapital.

Fastighetsskatten kom under en rad av år att utsättas för stark kritik. Ett argument var att egnahem till skillnad från andra kapitaltillgångar inte generar någon monetär avkastning som kan användas till att betala skatten med. Ett annat var att periodvis skenande bostadspriser och taxeringsvärden gjorde skatten oförutsägbar. Kritiken bidrog till att skatten 2008 omvandlades till en kommunal fastighetsavgift på 0,75 procent av taxeringsvärdet med ett tak. För 2019 är taket satt till 8 049 kronor.

På orter med höga taxeringsvärden är idag skatten på boende väsentligt lägre än vad den skulle ha varit med den gamla fastighetsskatten. Vid mer normala räntenivåer än idag skulle ränteavdragen på orter med höga taxeringsvärden vara betydligt högre än den kommunala fastighetsavgiften. På dessa orter bör den kraftigt sänkta fastighetsskatten teoretiskt sett ha bidragit till både högre bostadspriser och ökade bolåneskulder. Det finns samtidigt en empirisk studie som indikerar att bostadspriserna inte påverkades alls av fastighetsskattesänkningen.<sup>58</sup> Ett skäl till det kan vara att hushållen bedömde att beskattningen av bostäder snart skulle kunna komma att höjas igen och att det i studien var svårt att kontrollera för de fulla effekterna av finanskrisen.

<sup>54</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Slopade ränteavdrag kan ge bostadsprisfall på 30 procent" publicerades på DN debatt den 23 januari, 2019.

<sup>55</sup> "FI-chefen varnar för skenande kostnader med nuvarande ränteavdrag", Dagens Industri, 24 november 2018.

<sup>56</sup> Ingves, S., "Risk för ökande borskulder trots krav på amortering", DN-debatt 9 april 2015.

<sup>57</sup> Se till exempel Boije, R. och H. Lind, "Hur bör egnahem beskattas?", *Ekonomisk debatt*, nr. 3, 2002 för en beskrivning av denna princip.

<sup>58</sup> Elinder, M. och L., Persson, "House Price Responses to a National Property Tax Reform", *Journal of Economic Behavior & Organization* nr. 144, 2017.

Det är således inte empiriskt fastställt att den minskade fastighetsbeskattningen har bidragit till högre bostadspriser och bolån. Teoretiska skäl talar ändå starkt för detta. Det innebär ändå inte att argumenten för att reducera ränteavdragen av finansiella stabilitetsskäl är särskilt starka. Det är hushållens långsiktiga räntebetalningsförmåga och inte skulderna som rimligen är av störst relevans för den finansiella stabiliteten.

Finns det då andra argument för att reducera ränteavdragen? Ja, möjligen. Den kraftigt sänkta löpande nettobeskattningen av ägda bostäder innebär att ägda bostäder nu är skattemässigt gynnade framför hyresbostäder. I ett läge där det sannolikt är politiskt svårt att väsentligt höja fastighetsskatten på ägda bostäder skulle som ett alternativ istället ränteavdragen kunna reduceras eller takas så att de vid mer normala räntenivåer ligger i paritet med den kommunala fastighetsavgiften. Mot detta talar hyresregleringen som ju i praktiken ger en subvention till boende i hyresrätter i områden där bruksvärdeshyrorna understiger marknadshyrorna, vilka sammanfaller med just de områden där nettobeskattningen av ägda bostäder har sänkts som mest.

Ett annat argument för att reducera ränteavdragen som framförts av professor Peter Englund är att de vid mer normala räntenivåer än idag ger en för låg nettobeskattning av ägda bostäder i förhållande till kapital stående på ISK.<sup>59</sup>

Ytterligare ett argument som talar för sänkta ränteavdrag är att statens kostnader för dem *isolerat sett* kommer att öka kraftigt när räntorna går upp. Samtidigt har Konjunkturinstitutet visat att statens skatteintäkter kommer att öka något mer än kostnaderna för ränteavdragen när räntorna stiger.<sup>60</sup>

Vilka konsekvenser skulle då en reduktion eller ett slopande av ränteavdragen ha? Det beror lite på om reformen sker isolerat eller i ett paket med kompenserade åtgärder. Det är ändå troligt att det skulle ha betydande pris-

och omfördelningseffekter. Det visar erfarenheten från skatteomläggningen i början av 90-talet som i efterhand bedömdes ha bidragit till ett fall i bostadspriserna med 15 procent.<sup>61</sup>

Utifrån en inom forskningen vanligen använd user-cost-of-housing-beräkning är en tumregel att bostadspriserna kan falla med 1 procent för varje procentenhet som ränteavdragen reduceras.<sup>62</sup> Helt slopade ränteavdrag skulle därmed teoretiskt sett kunna leda till ett bostadsprisfall på 30 procent. I praktiken beror dock effekten på hur bostadsutbudet ändras på sikt och på om hushållen uppfattar förändringen som bestående eller inte. Med tanke på risken för potentiellt stora prisfall bör nedtrappade ränteavdrag hursomhelst ske över en lång tidsperiod.

En reduktion av ränteavdragen slår ekonomiskt olika för nya bostadsköpare respektive hushåll som redan äger en bostad.<sup>63</sup> Sänkta ränteavdrag gör det något enklare för nya hushåll att ta sig in på bostadsmarknaden då bostadspriserna faller eftersom behovet av kontantinsats minskar men det skulle inte minska deras månatliga räntekostnader. De som redan äger en bostad skulle istället drabbas av en förmögenhetsförlust då bostadspriserna faller. Högt belånade hushåll skulle drabbas hårdare än lägre belånade hushåll. Ett slopande av ränteavdragen skulle, som professor Mats Persson poängterat, också kraftigt missgynna dem som måste finansiera sitt boende med lånat framför eget kapital.<sup>64</sup>

Sammanfattningsvis är argumenten för att reducera ränteavdragen av finansiella stabilitetsskäl inte särskilt starka. Däremot finns vissa strukturella och offentlig-finansiella argument som *möjligen* talar för nedtrappade ränteavdrag. Det skulle dock samtidigt bidra till bostadsprisfall, förmögenhetsomfördelning och att lånat och eget kapital inte ges samma skattemässiga förutsättningar.

<sup>59</sup> Englund, P. "Bör ränteavdragen begränsas och i så fall varför och hur mycket?", *Ekonomisk debatt*, nr. 3 2016.

<sup>60</sup> *Konjunkturläget*, oktober 2018, Konjunkturinstitutet.

<sup>61</sup> Se <https://lagen.nu/sou/1995:104>.

<sup>62</sup> Donner, H., Englund, P. och Mats Persson, "Distributional Effects of Deregulating the Stockholm

Rental Housing Market", *Report to the Swedish Fiscal Policy Council*, 2017/1.

<sup>63</sup> Englund, P. "En mer neutral kapitalbeskattning – fördelningseffekter av begränsade ränteavdrag", *Rapport till Finanspolitiska rådet*, 2016/3.

<sup>64</sup> <https://ekonomistas.se/2014/11/11/bor-ranteavdragen-avskaffas/>.

## 10. Hälften av alla unga hushåll hade fått avslag på sitt bostadslån utan ränteavdrag

Utan ränteavdrag skulle ungefär en tredjedel av hushållen 2017 och 2018 fått avslag på de bolån som SBAB utbetalade. För unga hushåll och hushåll med bara en låntagare skulle ca hälften fått avslag. Förutom risken för stora bostadsprisfall som skulle öka belåningsgraden i stocken av bostadslån är detta problem ytterligare en viktig faktor att beakta i diskussionen om slopade eller kraftigt reducerade ränteavdrag.<sup>65</sup>

Finansinspektionen och Riksbanken har föreslagit att ränteavdragen bör ses över för att minska riskerna med hushållens skuldsättning. Riksbankschefen har sagt att de i praktiken bör kunna avvecklas snabbt och helt och hållet då räntan är så låg som den är nu. Frågan är också uppe på den politiska agendan.<sup>66,67</sup>

I en artikel på DN debatt (23/1) argumenterade jag för att strukturella och offentlig-finansiella skäl möjligen kan tala för att reducera ränteavdragen.<sup>68</sup> Däremot att argumenten för att göra det av finansiella stabilitetsskäl är svaga och att det också är centralt att analysera konsekvenserna; inte minst för bostadspriserna då slopade ränteavdrag teoretiskt sett skulle kunna ge ett bostadsprisfall på hela 30 procent. Det skulle i så fall på kort sikt bidra till just det problem som åtgärden är tänkt att förhindra på längre sikt.

En minst lika viktig fråga är vad det skulle innebära för hushållens möjligheter att kunna köpa en bostad. Den frågan är helt central att beakta då det är många års kö till hyresrätter i de områden som har störst bostadsbrist och många personer far illa på andrahandsmarknaden.

Att hänvisa till att ränteavdragen lätt bör kunna slopas eftersom räntorna är så låga som de är

nu är missvisande. För att beviljas ett bolån ska ett hushåll klara en ränteuppgång till runt 7 procent utan att få underskott i sin boendekostnadskalkyl. Det är den räntenivå som Finansinspektionen använder i sina stresstester i den årliga Bolåneundersökningen och ungefär den nivå som de flesta banker tillämpar vid kreditprövningen.<sup>69,70</sup> På de räntenivåerna är förstås ränteavdragen avgörande även om den aktuella räntan för tillfället är låg.

I Bolåneundersökningen frågar Finansinspektionen bankerna hur stor andel av bolånetagarna som skulle ha fått underskott i sin boendekostnadskalkyl om inga ränteavdrag skulle ha gjorts, baserat på utbetalade lån under den 12-dagarsperiod undersökningen omfattar. Dessa siffror publiceras dock inte i Bolånerapporten och den period som undersöks är också mycket begränsad. Jag har därför med hjälp av data över omkring 70 000 utbetalade bolån på SBAB under åren 2017 och 2018 och analyser gjorda av SBAB:s riskenhet tittat närmare på denna fråga.

Om vi inte hade haft några ränteavdrag skulle 2017 knappt 14 000 av de hushåll som tog bolån hos SBAB ha nekats dessa bolån. Motsvarande siffra för 2018 är knappt 13 000. Mätt som andel hushåll som skulle få underskott i sin boendekostnadskalkyl ligger det i paritet med de siffror vi också levererat in till Bolåneundersökningen. Siffrorna visar inte att dessa hushåll inte skulle ha fått något bolån om de hade köpt en billigare bostad, men att väldigt många hushåll utan ränteavdrag inte skulle ha fått de lån de faktiskt beviljades och fick utbetalade 2017 och 2018.

Det finns skäl att tro att unga hushåll och ensamstående skulle drabbas särskilt hårt av slopade ränteavdrag. Vi har därför räknat på hur slopade ränteavdrag skulle slå specifikt för

<sup>65</sup> En tidigare version av denna artikel med titeln "Slopade ränteavdrag stoppar bostadslån till många unga" publicerades på DN debatt den 20 April, 2019.

<sup>66</sup> "FI-chefen önskar stor skattereform – extremt läge", Dagens Industri, 1 januari 2019.

<sup>67</sup> [www.expressen.se/dinapengar/stefan-ingves-vadjan-skrota-ranteavdraget/](http://www.expressen.se/dinapengar/stefan-ingves-vadjan-skrota-ranteavdraget/).

<sup>68</sup> Se referens i föregående kapitel.

<sup>69</sup> *Den svenska bolånemarknaden 2019*, Finansinspektionen.

<sup>70</sup> [www.di.se/nyheter/lista-har-far-du-lana-mest-till-bostadskopet/](http://www.di.se/nyheter/lista-har-far-du-lana-mest-till-bostadskopet/).



dessas grupper. Resultaten visar att 48 procent av alla hushåll med bara en låntagare då inte hade beviljats de bolån de fick under 2017–2018. Andelen ensamlåntagare uppgår till ca 35 procent av alla låntagare.

I åldersgrupperna 18–24 år och 25–29 år ligger motsvarande siffror på 54 respektive 50 procent. Dessa åldersgrupper utgör ca 15 procent av alla låntagare.

Resultaten kan skilja sig lite åt mellan olika banker beroende på exakt hur kundkretsen ser ut men en generalisering av dessa resultat ger ändå vid handen att ungefär vart tredje hushåll och ungefär hälften av de unga hushållen och hushållen med bara en låntagare som tog bolån under 2017 och 2018 inte hade beviljats dessa bolån om ränteavdragen inte hade funnits.

Helt slopade ränteavdrag leder till fallande bostadspriser. Om de slopade ränteavdragen slår igenom *helt* kan bostadspriserna sjunka med 30 procent. Om det sker kommer månadskostnaden inte att öka för nya bostadsköpare och då blir resultaten ovan missvisande för de hushåll som köper en bostad *efter* att ränteavdragen har slopats. Men de är fortfarande giltiga för de hushåll som beviljats bolån *strax innan* ränteavdragen skulle slopas.

Om helt slopade ränteavdrag skulle leda till ett så stort bostadsprisfall som 30 procent skulle det således inte vara något problem för nya bostadsköpare. Däremot skulle det ge upphov till ett annat stort problem. Belåningsgraden, dvs. skulden i förhållande till värdet på bostaden, skulle öka markant för de som just tagit ett bolån men också i bostadsstocken som helhet. I den senaste Bolånerapporten konstaterar Finansinspektionen att belåningsgraden ökade 2018 på grund av att bostadspriserna föll mer än skulderna minskade.<sup>71</sup> Ett snabbt och totalt slopande av ränteavdragen skulle kraftigt spä på det problemet, åtminstone i stocken av bolån.

Därmed står de som förespråkar att ränteavdragen ska slopas av finansiella stabilitetskäl inför ett dilemma. Hur ett slopat ränteavdrag slår på bostadspriserna är en empirisk fråga. Med ett *litet* genomslag på bostadspriserna av slopade ränteavdrag skulle väldigt många hushåll som idag beviljas bolån inte beviljas dessa bolån om ränteavdragen skulle slopas. De hushåll som drabbas hårdast av detta är dessutom de som redan idag begränsas av bolånetaket och amorteringskravet. Med ett *stort* genomslag på bostadspriserna skulle detta problem vara betydligt mindre men samtidigt skulle belåningsgraden öka markant för de hushåll som precis tagit bolån och för stocken som helhet. Det skulle i närtid utgöra ett betydligt större problem för den finansiella stabiliteten i Sverige än det problem dagens ränteavdrag påstås utgöra.

Det är sammanfattningsvis helt centralt att det görs ordentliga konsekvensanalyser innan slopade ränteavdrag föreslås eller genomförs. Men också att det visas på vilket sätt slopade ränteavdrag faktiskt bidrar till minskade risker för den finansiella stabiliteten med hänsyn tagen till de problem jag här pekat på.

Under alla omständigheter talar risken för stora bostadsprisfall, alternativt betydande svårigheter för yngre hushåll och ensamstående att kunna ta bolån, för att ränteavdragen måste trappas ned mycket långsamt – om de nu ska trappas ned.

Att hushållen lånar med bostaden som säkerhet för att ha någonstans att bo kan inte vara det största problemet. Ett rimligen större problem är att låna utan bostad som säkerhet har ökat kraftigt de senaste åren och nu uppgår till nära 20 procent av hushållens totala skulder.<sup>72</sup> En mer angelägen första åtgärd vore därför att trappa ned ränteavdragen på dessa lån, även om det till viss del också skulle slå mot de som lånar till kontantinsatsen vid bostadsköp.

<sup>71</sup> Den svenska bolånemarknaden 2019, Finansinspektionen.

<sup>72</sup> [www.di.se/analys/varning-for-lyxfalla-ohallbart-lanerally-i-det-tysta/](http://www.di.se/analys/varning-for-lyxfalla-ohallbart-lanerally-i-det-tysta/).