

Datum **2013-10-15**
Författare **Sten Hansen**

FI Dnr 13-11430

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

PM 8 - Internationella erfarenheter av faktorer som påverkat hushållens skuldsättning i Sverige

Syftet med denna promemoria är att utveckla och diskutera de resultat som påvisas i PM 1 för Sverige till några länder i vår närhet. Den syftar alltså inte till att primärt förklara hushållens skuldsättning i andra länder, och PM 1 bör läsas först.

De faktorer som i PM 1 har visats förklara uppgången i hushållens skuldkvot i Sverige kan inte på motsvarande sätt förklara de uppgångar som har skett i andra länder.

- Vissa likheter finns med Nederländerna där ett ökande bostadsägande har bidragit till en viss uppgång i skuldkvoten, men där en mindre del av den totala uppgången går att förklara med denna förändring.
- Situationen i Irland och Spanien går överhuvudtaget inte att förklara med ett ökat bostadsägande, sänkta boendeskatter eller lägre bolåneräntor. Utvecklingen i dessa länder torde snarast hänga samman med andra faktorer som exempelvis demografiska förändringar och hög ekonomisk aktivitet, och då särskilt bostadsinvesteringar.

Även om det finns länder som har en högre skuldkvot än Sverige är skuldkvoten internationellt sett mycket hög. Uppgången av skuldkvoten i Sverige har dock andra förklaringsfaktorer, vilket gör att risken för en liknande utveckling som i krisländerna bedöms som mindre.

Inledning

De senaste två decennierna har bostadspriserna stigit kraftigt och de svenska hushållens skuldsättning har ökat. Till stor del har detta, i olika studier, kunnat förklaras av bakomliggande fundamentala förändringar i ekonomin, som exempelvis stigande reala disponibla inkomster, sjunkande reala bolåneräntor efter skatt, lägre beskattning av bostäder, stigande andel hushåll som äger sin bostad och ett senare arbetsmarknadsinträde.

Även om det finns förhållandevis rationella förklaringar till den historiska utvecklingen kvarstår det faktum att andra länder haft motsvarande utveckling som Sverige, men att många av dem, i spåren av den internationella finansiella

krisen, haft såväl snabba prisfall på bostäder som skuldavveckling. Kanske är det så att samma bakomliggande fundamentala förändringar även har skett i andra länder och att vi behöver fördjupa analysen av Sverige för att verkligen kunna bedöma riskerna och den framtida utvecklingen?

Analysmetoden i föreliggande PM är att jämföra de fundamentala förändringar som skett i Sverige på efterfrågasidan med motsvarande förändringar på efterfrågasidan i en handfull andra länder i Europa. I den mån Sverige skiljer sig från andra länder gällande dessa faktorer, så kommer detta att tala för att Sverige även skulle kunna skilja sig åt gällande den framtida utvecklingen av skuldkvoten. Det bör i sammanhanget noteras att internationella jämförelser ofta är mycket svårtolkade eftersom olika länder kan ha strukturella skillnader i marknadernas funktionssätt, och de kan dessutom mäta och redovisa statistik enligt olika principer. Det måste också återigen poängteras att detta på intet sätt ska ses som en studie som syftar till att förklara vad som hänt i andra länder.

Internationella studier

Norden

Utifrån tre olika estimeringsmetoder är IMF:s sammantagna bedömning att bostadspriserna i de Nordiska länderna tenderar att vara något övervärderade (IMF 2013). För Sveriges del estimeras övervärderingen till ca 15 procent. Med hänvisning till att hushållens bruttoskulder är höga i de nordiska länderna och att tillgångarna inte är lika höga som i många andra avancerade ekonomier, gör IMF bedömningen att ett prisfall på bostäder kan bli förhållandevis återhållande på den ekonomiska utvecklingen. Den negativa effekten på ekonomin förstärks av att många tillgångar är illikvida, och att tillgångarna är ojämnt fördelade över hushållen och att exempelvis unga familjer kan vara särskilt utsatta i och med stora lån och höga belåningsgrader.

IMF levererar dock ingen motivering till varför skulderna i Norden bedöms som höga, annat än att de är höga i jämförelse med många andra avancerade ekonomier, främst i Europa.

I en jämförelse av hushållens skulder i förhållande till deras inkomster visar Norges Bank (2013) på systematiska skillnader mellan de Nordiska länderna, men också en nära korrelation i skuldcykler oberoende av skuldnivåer. Det finns inga tecken på ”catch-up” eller stabila jämviktsnivåer med avseende på skuldsättningen. Förändringar i skuldnivån är ofta starkt kopplad till utvecklingen på bostadsmarknaden, men skillnader på bostadsmarknaden har lågt förklaringsvärde till skillnader i skuldnivå mellan länderna. Finansiella reformer har också påverkat skuldutväxten, men inträffade vid ungefär samma tid i länderna.

Norges Bank finner att de mest robusta förklaringsfaktorerna för den relativa skuldsättningen är kopplade till hushållens balansräkningar. Faktorer som storleken på hushållens finansiella tillgångar, relativa BNP per capita, och andra välfärdsfaktorer tycks korrelera väl med skillnader i skuldkvot mellan

länderna. Deras tolkning är att det kan tyda på att skillnaderna i skuld till stor del är hänförlig till skaleffekter på hushållens balansräkningar, dvs. när hushållen upplever sin framtid som trygg och ekonomiskt sund, ökar deras skuldsättning.

Europa

EU kommissionen noterar i sin förvarningsrapport (AMR 2013) att hushållens skuldsättning är påtagligt hög i ett antal medlemsstater (CY, DK, IE, NL, ES, PT, SE och UK), och att den huvudsakligen är en konsekvens av utvecklingen på bostadsmarknaden före den finansiella krisen. Korrigeringar av hushållens balansräkningar och följd effekter på konsumtion bedöms kunna följa av eventuella ytterligare korrigeringar på bostadsmarknaden.

Specifikt för Sverige gör EU-kommissionen bedömningen att de viktigaste bidragande faktorerna till den höga skuldsättningen hos hushållen är en mycket låg fastighetsskatt i förening med generösa skatteavdrag för räntebetalningar (IDR 2013). Dessa skapar incitament till lånefinansierade investeringar i fastigheter. EU-kommissionen noterar vidare att det före den finansiella krisen inte var ovanligt med 100 procents belåningsgrad vid köp av fastigheter i Sverige. Dessutom valde svenska låntagare allt oftare amorteringsfria lån, och bankerna var inte särskilt intresserade av att tvinga kunderna att minska sin skuldsättning.

Inom ramen för den europeiska terminen, där bl.a. hanteringen av makroekonomiska obalanser ryms, föreslår EU-kommissionen länderspecifika rekommendationer till ett urval länder med en hög skuldsättning hos hushållen (NL, SE och UK). Dessa handlar bl.a. om att minska snedvridningarna i beskattningen av bostäder för att på så vis undvika överdrivna bostadsinvesteringar och följaktligen onödigt höga bolåneskulder.

Tabell 1. EU-kommissionens förslag till länderspecifika rekommendationer 2013 till länder med hög privat skuldsättning

NL	Intensifiera arbetet med att gradvis reformera bostadsmarknaden genom att påskynda den planerade sänkningen av ränteavdrag.
ES	Granska ramverket för insolvens för företag och privatpersoner, bl.a. genom att begränsa personligt ansvar för företagare och underlätta en andra chans för misslyckade företag.
SE	Fortsätt att ta itu med riskerna med den privata skuldsättningen och minska skattefordelen för bostäder genom att fasa ut ränteavdragen för bostadslån och/eller öka fastighetsskatten. Vidta ytterligare åtgärder för att främja en ansvarsfull utlåning och amorteringar av bostadslån.
UK	Se till att bostadspolitiken, inklusive åtgärder för att underlätta bostadsägande inte främjar överdrivna hypotekslån och leder till högre bostadspriser. Fortsätt reformerna mark och egendomsskatter för att minska snedvridningar och främja ett snabbt bostadsbyggande.

Anm.: Danmark var inte föremål för djupgranskning, och någon rekommendation gällande hög privat skuldsättning lämnades inte.

Källa: EU-kommissionen, hemsida 2013-08-13.

Slutsatser

Av ovan redovisade internationella studier går det att notera att EU-kommissionen, i likhet med analysen i PM 1, lyfter fram beskattningen av bostäder som något som inverkar på nivån på hushållens skuldsättning. Dock gör EU-kommissionen ingen kvantifiering av vare sig effekterna på skuldsättningen av de historiska förändringarna eller bedömda effekter av föreslagna åtgärder. Under förutsättning att effekten på skuldkvoten av sänkta skatter är spegelvänd vid höjda skatter, följer att en återgång till beskattningen av bostäder så som den var vid mitten av 1990-talet skulle medföra en nedgång i hushållens skuldkvot med omkring 10–14 procent. Det finns dock ingen analys som pekar på att återgången skulle påverka hushållens räntekvot i samma utsträckning.

Effekter på skuldkvoten av strukturella efterfrågeförändringar

Utgångspunkten för analysen är att hushållens skuldsättning har ökat snabbt i såväl Sverige som i många andra länder under de senaste två decennierna. Med skuldsättning avses här allmänt hushållens skulder i förhållande till deras samlade disponibla inkomster, dvs. skuldkvoten. Detta mått har förhållandevis god jämförbarhet mellan olika länder, även om hushåll i andra länder i högre utsträckning torde behöva sina disponibla inkomster för konsumtion av sådant som svenska hushåll erhåller av den offentliga sektorn.

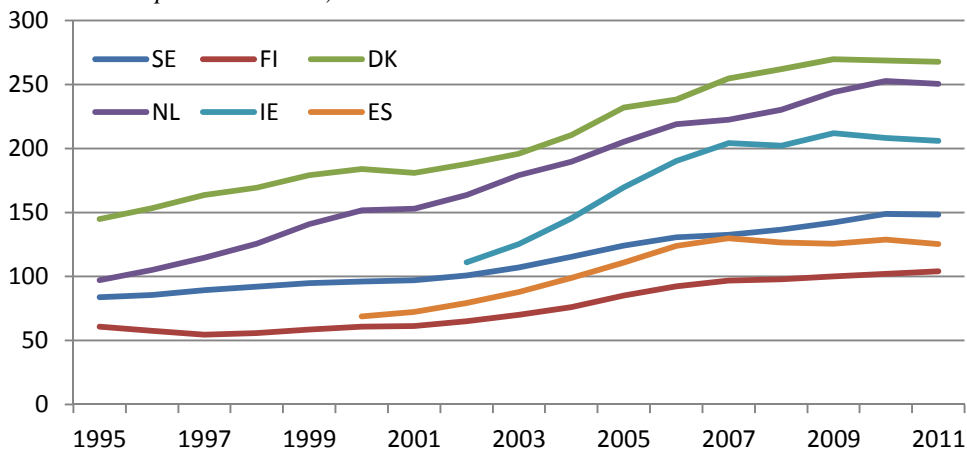
De länder som väljs ut till jämförelsen med Sverige är till att börja med Finland och Danmark eftersom de är näraliggande och likartade ekonomier. Norge

skiljer sig något från Sverige i och med deras olje-tillgångar och har av den anledningen inte tagits med i jämförelsen. Därutöver ingår Irland och Spanien eftersom de har ådragit sig stora ekonomiska problem bl.a. till följd av bostadssektorn och tillhörande skuldsättning. Slutligen ingår Nederländerna som i likhet med Sverige är en liten och mycket öppen ekonomi, starkt beroende av vad som händer i omvärlden.

För samtliga länder i jämförelsen ökar hushållens skuldkvot från slutet av 1990-talet fram till den finansiella krisens utbrott 2008 (se figur 1). Notera att dessa skuldkvoter är genomsnittliga nivåer och omfattar samtliga skulder och inkomster för alla hushåll i respektive land.

Figur 1. Hushållens skuldkvot 1995 till 2011

(Procent av disponibel inkomst)



Källa: Eurostat 2013-06-04.

Inledningsvis går det att konstatera att länderna skiljer sig kraftigt åt gällande nivån på hushållens skuldkvot. I exempelvis Danmark är skuldkvoten för närvarande 270 procent, samtidigt som den är 100 procent i Finland. Denna skillnad i skuldkvot kan inte enkelt översättas till en motsvarande skillnad i finansiell och/eller makro-ekonomisk stabilitet. Det går inte heller att utifrån denna jämförande statistik dra några egentliga slutsatser angående skuldkvoten för Sverige på 150 procent, vilken exempelvis är högre än den för Spanien på 125 procent, men lägre än den för Irland på 210 procent.

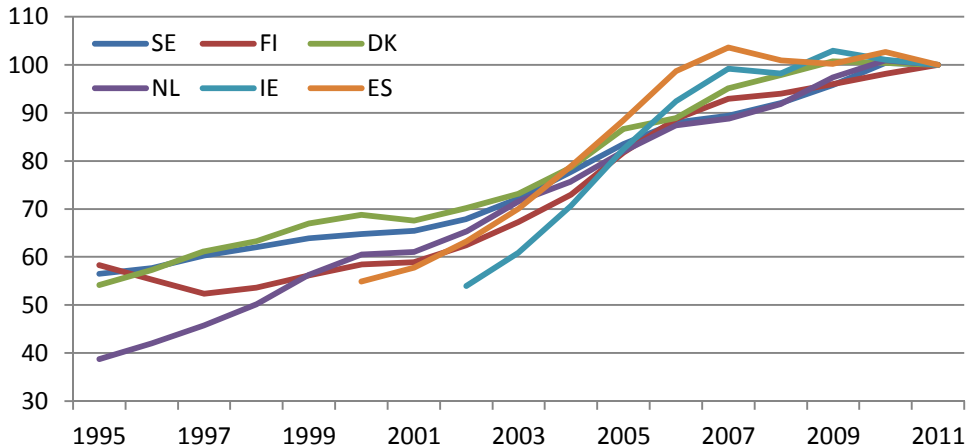
Skillnaderna i skuldnivå kommer inte studeras på djupet i denna rapport, men torde bl.a. förklaras av skillnader i nationella preferenser för boendeformer, sociala levnadsmönster samt beskattningen av bostäder och kapital. Förutom skillnader i efterfrågan på bostäder torde skillnaderna i hushållens skuldnivå förklaras av skillnader i hushållens sparande, utbudet på krediter och bankernas kreditgivningsprinciper.

Även om olika länder har olika nivåer på skuldkvoterna, och mer specifikt olika utgångspunkter och slutpunkter, så är trenderna förhållandevis lika. Detta

är ett förhållande som noterats i andra studier (se exempelvis Norges Bank (2013)). I det aktuella urvalet av länder har skuldkvoterna i allmänhet stigit med 72–85 procent under perioden (se figur 2 och figur 3). Notera dock att tidsserierna för Spanien och Irland inte startar 1995 utan 2000 respektive 2002, och att hela uppgången i skuldkvoten skedde snabbt under åren fram till 2007. Notera dessutom att uppgången i skuldkvoten är markant större i Nederländerna, där den har ökat med närmare 160 procent.

Figur 2. Hushållens skuldkvot 1995 till 2011

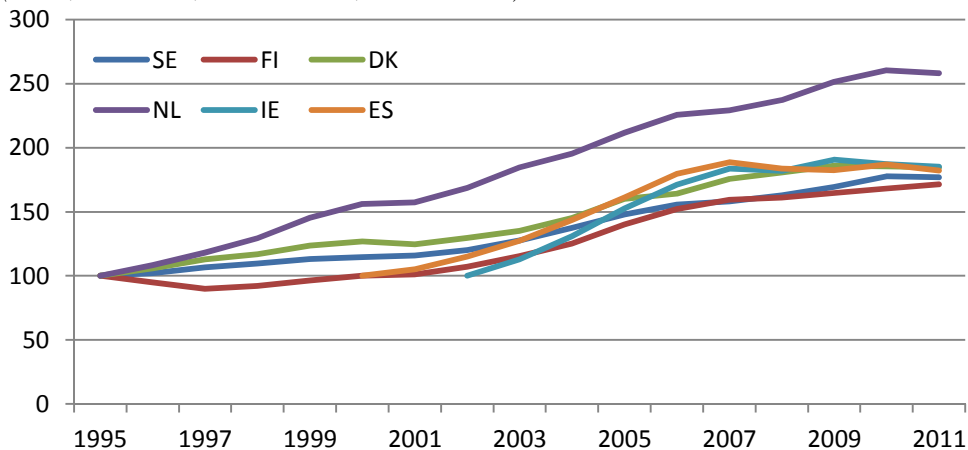
(Index, 2011=100)



Källa: Eurostat 2013-06-04, och egna beräkningar.

Figur 3. Hushållens skuldkvot 1995 till 2011

(Index, 1995=100, ES 2000=100, IE 2002=100)



Källa: Eurostat 2013-06-04, och egna beräkningar.

Med anledning av att hushållens skuldsättning utvecklats snarlikt i länder med till synes ganska olika egenskaper är det intressant att se om det finns liknande bakomliggande orsaker. I detta avsnitt kommer kartläggningen att begränsas till de bakomliggande orsaker som har identifierats i Sverige (se PM 1), för att se om de har samma förklaringsvärde i andra länder.

Förklaringar för Sverige

För Sveriges del kan uppgången i hushållens aggregerade skuldkvot till stor del förklaras av att fler hushåll äger sin bostad, och att enskilda hushålls bostadslån är större till följd av lägre räntenivåer och lägre boendeskatter (se PM 1). De bakomliggande strukturella förändringarna kan uppskattningsvis förklara en uppgång i den aggregerade skuldkvoten med ca 50 procent (se tabell 2). Den faktiska uppgången uppgår till 65 procent, vilket innebär att ca 77 procent av uppgången kan förklaras av dessa faktorer.

Tabell 2. Effekt på hushållens skuldkvot i Sverige av ändrade förutsättningar från mitten av 1990-talet till 2008

(Procent)

	Min	Uppskattning	Max
Högre bostadsägarandel	+15	+20	+25
Senare arbetsmarknadsinträde	+0	+3	+5
Lägre boendeskatter	+10	+12	+14
Lägre bolåneräntor	+5	+8	+40
Kombinationseffekt	+3	+7	+25
Summa	+33	+50	+109

Källa: Egna beräkningar (se PM 1).

Framför allt är det en stigande andel bostadsägare som kan bidra till att förklara en uppgång i de svenska hushållens skuldkvot sedan mitten av 1990-talet (se PM 1). Uppskattningen av en uppgång med 20 procent är förhållande konservativ eftersom den inte tar hänsyn till vare sig eventuella effekter av urbanisering eller det faktum att många nya bostadsägare äger en andel i en bostadsrättsförening och inte ett småhus. Båda dessa faktorer är relevanta eftersom de tillkommande bostäderna har högre pris än genomsnittsbostaden i Sverige. Dessutom är medelåldern för de som äger en andel i en bostadsrättsförening lägre än för de som äger ett småhus, vilket också kan bidra till att de individuella skuldkvoterna i allmänhet har stigit.

Förutom förändringar i ägarförhållanden kan sänkta skatter kopplade till bostäder samt lägre bolåneräntor bidra till att förklara en uppgång i skuldkvoten (se PM 1). När det gäller boendeskatterna ingår i dessa beräkningar såväl fastighetskatt som förmögenhetsskatt, skatt på realiserad kapitalvinst och uppskovsregler.

Förklaringar för andra länder

Uppgången i hushållens skuldkvot i andra länder kan inte som för Sveriges del i allmänhet förklaras av ett ökat bostadsägarande och lägre kostnader för bostad och bolån. Stora likheter finns förvisso med Nederländerna, där en stigande ägarandel kan förklara en uppgång i skuldkvoten med 30 procent (se tabell 3). För Nederländerna bidrar dessutom, precis som för Sverige, såväl sänkta boendeskatter och lägre bolåneräntor till att förklara en uppgång i hushållens

skuldkvot. Notera dock att skuldkvoten i Nederländerna ökat med 63 procent under den aktuella perioden jämfört med 44 procent för Sverige, och att dessa faktorer kan förklara 70 procent av uppgången jämfört med att 91 procent av uppgången kan förklaras för Sverige. Notera också att jämfört med PM 1 studeras här en kortare period.

Tabell 3. Effekt på hushållens skuldkvot i några utvalda länder av vissa ändrade makroekonomiska förutsättningar

(Procent)

	SE	DK	FI	NL	IR	ES
Högre bostadsägarandel ¹	+20	+2	-12	+30	-7	+12
Lägre boendeskatte ²	+7	-4	0	+5	-2	-2
Lägre bolåneräntor ³	+6	+10	+14	+6	+2	-1
Kombinationseffekt	+4	+0	-2	+4	-0	+0
Summa	+40	+8	+0	+44	-7	+8

Källa: Se appendix 1.

I de övriga studerade länderna kan förändrade ägarförhållanden, ändrade boendeskatte och förändrade boenderäntor bidra till att som mest förklara en uppgång i skuldkvoten med som högst 8 procent (se tabell 3). För Irland motiverar dock dessa faktorer en nedgång i skuldkvoten med 7 procent, där en sjunkande ägarandel utgör den huvudsakliga förklaringen.

En förklarande faktor till en högre skuldkvot som många länder har gemensamt är lägre bolåneräntor. Anledningen till att uppgången i skuldkvoten i Spanien här inte förklaras av lägre bolåneräntor är att räntorna där började stiga några år tidigare än i många andra länder. Det skulle dock kunna vara så att låga räntor i början och mitten av 2000-talet trots allt bidrog till en högre skuldkvot, men att när räntorna väl steg så hade den uppnådda skuldnivån redan etablerats på en högre nivå. Förekomsten av denna typ av effekter avspeglas dock inte i dessa förhållandevis enkla beräkningar.

Slutsats

Sammantaget framstår de bakomliggande orsakerna till uppgången av skuldkvoten i Sverige vara annorlunda jämfört med andra länder. De skiljer sig alltså åt i så måtto att de för Sveriges del kan förklara en stor del av utvecklingen, men inte för andra länder. Andra länder torde alltså ha andra förklarande faktorer. Tolkningen ska dock göras försiktigt med hänvisning till att det endast är fem andra länder som har studerats. Med detta i beaktande kan det trots allt vara rimligt att tro att det som hänt med hushållens skuldsättning (och på bostadsmarknaden) i andra länder i och med den finansiella krisen inte med automatik kommer att hända i Sverige. För att bedöma den framtida utvecklingen i Sverige torde det vara mer intressant att försöka avgöra hur de bakomliggande faktorerna kommer att utvecklas i framtiden i stället för att i huvudsak dra slutsatser från vad som hänt i andra länder.

Effekter på skuldkvoten av andra förändringar

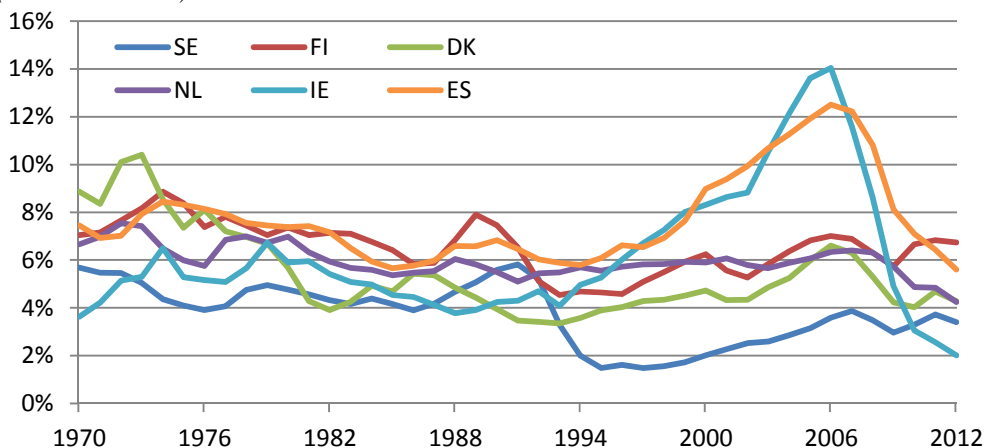
Nyproduktion av bostäder

Ett vanligt förekommande påstående är att ett mer elastiskt utbud på bostäder skulle kunnat hålla nere prisutvecklingen och därigenom kunnat hålla nere uppgången i hushållens skulder. I detta antas alltså en viss ökning av skulden följa på ett det saknas bostäder i allmänhet. Det kan alltså vara lämpligt att jämföra produktionen av bostäder (och den demografiska utvecklingen) med pris- och skuldutvecklingen.

Figur 4 visar att investeringarna i bostäder varit lågt i Sverige sedan mitten av 1990-talet. Därefter har nivån fördubblats för att från slutet av 2000-talet uppgå till närmare 4 procent av BNP. Jämfört med andra EU-länder som ofta ligger omkring 6 procent av BNP kan detta tyckas lågt. I Irland och Spanien uppgick dessutom investeringarna till över 12 procent av BNP några år vid mitten av 2000-talet.

Figur 4. Investeringar i bostäder 1970–2012

(Procent av BNP)

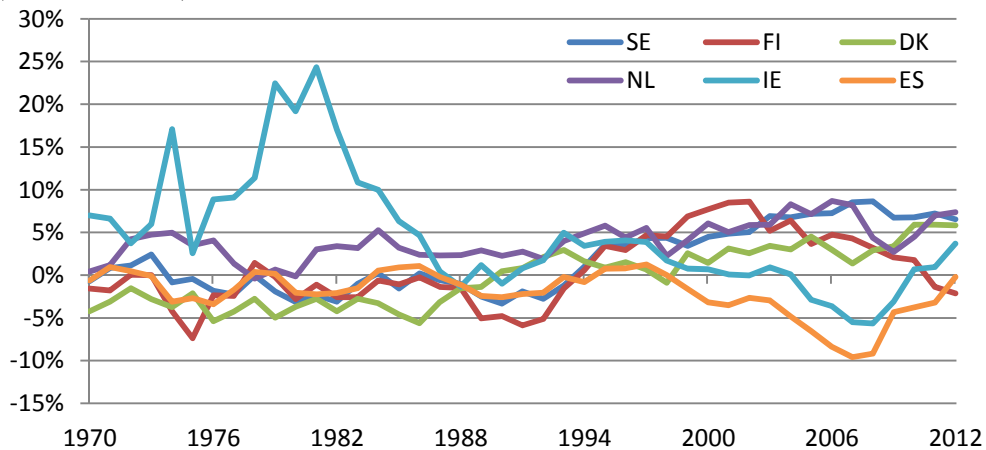


Källa: OECD, Annual National Accounts.

Hushållens finansiella sparande

Vid mitten av 1990-talet startade hushållens sparkvot (det finansiella sparandet som andel av BNP) i Irland och Spanien att falla (se figur 5). Botten i sparandet nåddes i princip 2008 på omkring –6 procent i Irland respektive –9 procent i Spanien. Denna nedgång skulle kunna vara en bidragande orsak till såväl stigande bostadspriser som en stigande skuldsättning i dessa länder. En viss nedgång kan även utläsas för Finland i slutet av 1980-talet.

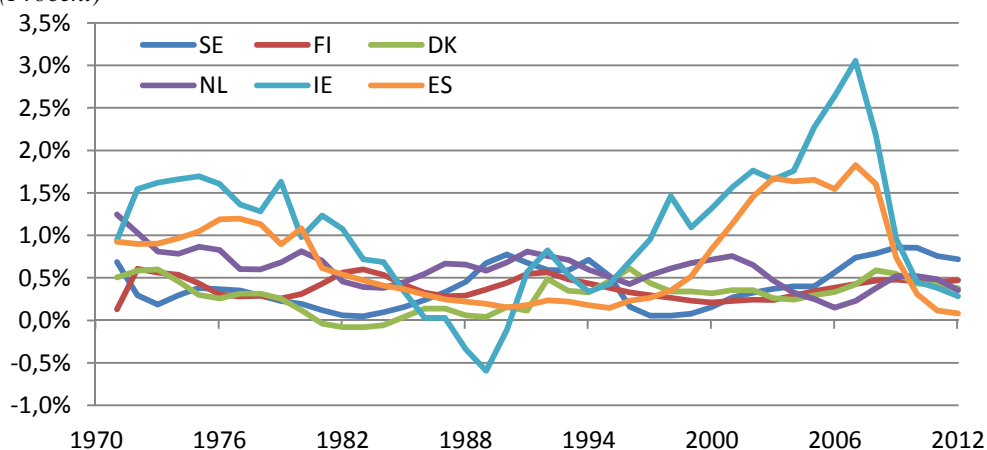
I Sverige ökade hushållens finansiella sparande från omkring 3 procent av BNP vid mitten av 1990-talet till omkring 8 procent av BNP 2008. Det är alltså inte sannolikt att denna faktor kan bidra till att förklara uppgången i de svenska hushållens skuldkvot under denna period.

Figur 5. Hushållens finansiella sparande 1970–2012*(Procent av BNP)*

Källa: OECD, Annual National Accounts.

Befolkningsökning

Nivån på bostadsinvesteringarna kan möjligen motiveras av en snabbt växande befolkning, vilket särskilt skulle kunna vara fallet för Irland och Spanien. Befolkningsökningen i det aktuella urvalet av länder uppgick i allmänhet omkring 0,5 procent per år, men för Irland och Spanien uppgick den till omkring 2 procent per år (se figur 6). Noter också hur väl befolkningsutvecklingen samvarierar med utvecklingen för bostadsinvesteringarna för dessa två länder under 2000-talet. Speciellt tydligt är de samtida fallen i investeringar och befolkningstillväxt som skedde 2009. Emellertid är det svårt att särskilja orsak och verkan. Befolkningsomflyttningar kan nämligen handla om såväl arbetskraftsinvandring som utvandring till följd av en svag ekonomi.

Figur 6. Befolkningsökning 1970–2012*(Procent)*

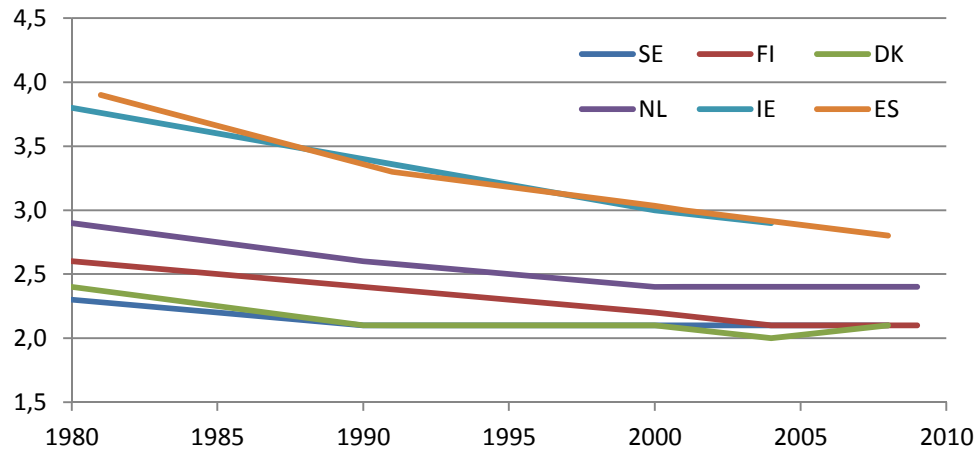
Källa: OECD, Annual National Accounts.

Trångboddhet

En alternativ metod för att studera hur väl utbudet av bostäder svarar mot efterfrågan är att studera olika mått på trångboddhet. Ett exempel på ett sådant mått är antal personer per lägenhet, där lägenheter avser lägenheter i flerfamiljshus och småhus (se figur 7). Observera att sociala mönster och familjetyper skiljer sig åt mellan olika länder, och att länder som har många personer per lägenhet kanske enbart har det för att familjerna ser olika ut. Statistiken säger inte heller något om storleken på lägenheterna. Oavsett problemen med denna metod så är situationen i Irland och Spanien klart annorlunda jämfört med exempelvis Sverige. Det går också att notera att det utifrån denna statistik är svårt att skönja en eventuell brist på bostäder i Sverige. Eventuellt skulle detta framträda vid användning av regional data på boendetäthet.

Figur 7. Antal personer per lägenhet 1980–2010

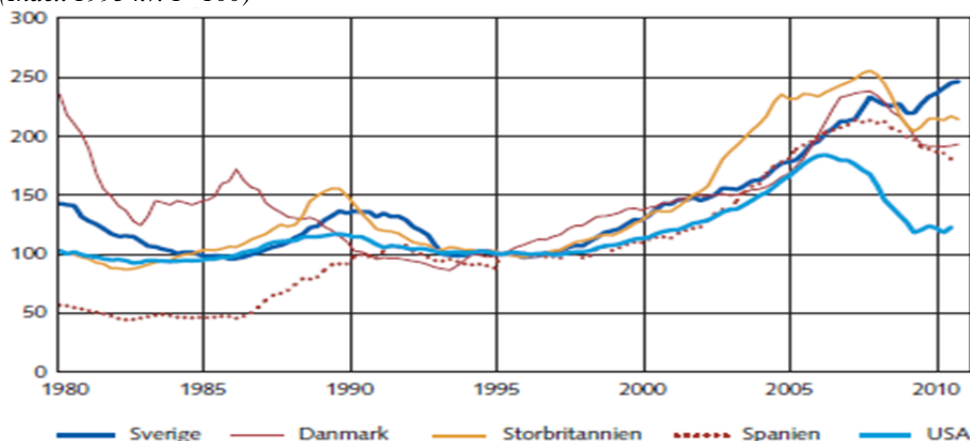
(Antal)



Källa: Housing Statistics in the European Union 2010.

Prisutvecklingens inverkan på hushållens skuldsättning

Utan tvekan har prisutvecklingen på bostäder från mitten av 1990-talet fram till den finansiella krisens utbrott 2008 stora likheter med utvecklingen av hushållens skuldkvot (jämför figur 3 och figur 8). Det svåra är dock att förstå hur interaktionen ser ut mellan bostadspriserna och hushållens skuldkvot. Detta är problematiskt framför allt beroende på att prisutvecklingen kan vara mycket volatil och att den påverkas av förväntningar på framtiden. Priset kan också, i likhet med finansiella tillgångar, påverkas av den förväntade prisutvecklingen.

Figur 8. Reala bostadspriser*(Index 1995 kv. 1=100)*

Ann.: Data för USA till och med 2010 kv. 2.

Källor: Reuters Ecowin och SCB.

Ett antal empiriska studier har försökt förklara den ökning som kunnat observeras i hushållens skuldsättning och beräkna bidragen från de olika förklarande faktorer som identifierats i den teoretiska litteraturen. Det har visat sig vara allt annat än enkelt. Dessutom är några av de potentiella faktorerna bakom skuldsättning, till exempel tillgången på krediter, inte lätta att mäta eller har förändrats gradvis över tiden, till exempel finansiell innovation. Att försöka förklara hushållens skuldsättning mot bakgrund av aggregerade data kan också vara vilseledande.

Det finns flera studier som använder traditionella kanaler, till exempel räntor, framtida inkomst eller demografi, för att förklara hushållens skuldökning. Barnes och Young (2005) använder en enkel kalibrerad modell där bostäder är både konsumtions- och investeringsvara, för att visa att förändringar i räntor, ökning av framtida inkomst och demografiska effekter kan förklara ökningen av hushållsskulden i USA under 1990-talet. Dessa faktorer kan dock inte förklara den ökade skuldsättningen under 1980-talet, en period som karaktäriserades av höga räntor och lägre inkomstillväxt.

Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007) finner i en modell kalibrerad med svenska data att en kombination av låga realräntor och mindre strikta krav på belåningsgrader kan förklara större delen av ökningen i de svenska hushållens skuld från 1990-talet. Studien tar inte hänsyn till effekterna av bostadspriser på skuldsättningen.

Dynan och Kohn (2007) kan i en modell för USA förklara ökningen i hushållens skuldsättning sedan det tidiga 1980-talet. Den modellen innehåller variabler som återspeglar (1) hushållens preferenser, (2) räntor, (3) demografiska skiftningar, (4) bostadspriser, och (5) finansiell innovation. Dynan och Kohns huvudsats är att förändringar i räntor, inkomstillväxt och

preferenser bara kan förklara en andel av den ökade skulden, medan stigande bostadspriser och finansiell innovation varit mycket betydelsefullt. Högre bostadspriser kan förklara en femtedel av den totala ökningen av hushållens skuld. De tonar ned betydelsen av enklare tillgång till kreditmarknaderna för tidigare begränsade hushåll, eftersom det bara kan förklara en sjundedel av skuldökningen mellan 1983 och 2004. Men samtidigt anser de att värdepapperiseringen av bolån har påverkat räntorna, och att interaktionen mellan bostadspriser och finansiella innovationer är särskilt viktig ur kvantitativ synvinkel.

Det är svårt att finna entydiga resultat om effekterna av bostadspriserna på hushållsskulden och bedöma styrkan i den s.k. bostadsförmögenhetseffekten. Mian och Sufi (2010) visar att amerikanska bostadsägare mellan 2002 och 2006 reagerade på de höjda bostadspriserna med att öka sina skulder. De finner exempelvis att genomsnittshushållet i deras urval skulle öka sin skuld med 25 procent av en ökning i bostadsförmögenhet. Än starkare effekt finner Chakrabarti et al. (2011) för de amerikanska hushållen 2006, vilka i genomsnitt bedöms ha ökat sin skuld med 1 procent för en ökning av bostadspriserna med 1 procent. Med hjälp av mikrodata från Storbritannien finner Campbell och Cocco (2007) en stor heterogenitet i fråga om konsumtionselasticitet kopplat till bostadspriser bland unga och gamla i befolkningen. Enligt deras bedömningar är gamla bostadsägare betydligt mer benägna att ändra sin konsumtion som en reaktion på bostadspriserna.

Däremot hävdar Calomiris et al. (2009) att många av de empiriska studier som tyder på stora förmögenhetseffekter inte tar hänsyn till den möjliga korrelationen mellan bostadspriser och hushållens långsiktiga inkomstförväntningar, det vill säga deras s.k. permanenta inkomst. Med hjälp av data på delstatsnivå från USA korrigerar de för effekterna av denna korrelation och finner att bostadsförmögenhet inte har en väsentlig effekt på konsumtionen hos de amerikanska hushållen. Attanasio et al. (2009) kommer fram till liknande slutsatser för de brittiska hushållen. Även om det råder viss oenighet om effekterna av bostadspriserna på konsumtionen, är de flesta överens om att bostäderna bör få en mer framskjuten roll när det gäller att förklara konjunkturcykelfluktuationer (se till exempel IMF, 2008). I det här avseendet observerar Leamer (2007) att sedan andra världskriget har 8 av 10 recessioner i USA föregåtts av ändrade bostadsinvesteringar.

Appendix 1 – Beräkning av effekter på hushållens skuldkvot

Tabell 4. Effekt på hushållens skuldkvot i några utvalda länder av vissa ändrade makroekonomiska förutsättningar

(Procent)

	SE	DK	FI	NL	IR	ES
Högre bostadsägarandel ¹	20%	2%	-12%	30%	-7%	12%
<i>Startår</i>	1997	1999	1990	1990	1990	1990
<i>Andel</i>	0,55	0,53	0,67	0,44	0,81	0,76
<i>Slutår</i>	2008	2009	2008	2008	2009	2008
<i>Andel</i>	0,66	0,54	0,59	0,57	0,75	0,85
Lägre boendeskatte ²	7%	-4%	0%	5%	-2%	-2%
<i>Startår</i>	2000	2000	2000	2000	2000	2000
<i>Procent av BNP</i>	1,70	2,30	1,10	1,10	0,60	2,20
<i>Slutår</i>	2008	2008	2008	2008	2008	2008
<i>Procent av BNP</i>	1,00	2,70	1,10	1,10	0,80	2,40
Lägre bolåneräntor ³	6%	10%	14%	6%	2%	-1%
<i>Startår</i>	1999	1999	2000	1999	1999	1999
<i>Procent</i>	4,39	7,37	5,10	5,80	4,38	4,40
<i>Slutår</i>	2006	2006	2006	2006	2006	2005
<i>Procent</i>	3,64	5,22	3,10	4,80	4,07	4,53
Kombinationseffekt	4%	0%	-2%	4%	0%	0%
Summa	40%	8%	0%	44%	-7%	8%
Uppgång skuldkvot ⁴	44%	67%	46%	63%	82%	84%
<i>Startår</i>	1999	1999	1999	1999	2002	2000
<i>Procent av DI</i>	94,9	58,5	179,2	140,9	111,2	68,9
<i>Slutår</i>	2008	2008	2008	2008	2008	2008
<i>Procent av DI</i>	136,6	97,9	261,9	230,1	202,2	126,6
Förklarad skuldökningsandel	91%	12%	0%	70%	-9%	10%

Källor: (1) Whithead (2011), (2) Eurostat (2012), (3) European Mortgage Federation (2012), (4) Eurostat (2013) och egna beräkningar.