

FÖRDJUPNING

Makroekonomiska effekter av ett skuldkvotstak

Ett skuldkvotstak på 600 procent dämpar tillväxten i hushållens skulder och kan ha negativa effekter på BNP. Ökningstakten i bostadspriserna dämpas även om prisökningen delvis motverkas av lägre tillväxt i bostadsinvesteringarna. Denna fördjupning bygger på Konjunkturinstitutets specialstudie "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder".⁹⁷

I denna fördjupning studeras den kortsiktiga effekten av skuldkvotstak på makroekonomin. Skuldkvotstak reglerar hur stora skulder enskilda hushåll kan ha i relation till hushållets disponibla inkomst.

Ett hushåll som lånar mycket pengar i relation till sin inkomst och förmögenhet tar risker. Oförutsedda förändringar i inkomsten eller i värdet av hushållets tillgångar kan få stora ekonomiska konsekvenser för ett sådant hushåll. Detta risktagande är ett naturligt inslag i en marknadsekonomi. Men om det samlade risktagandet i ekonomin blir för stort kan störningar i ekonomin leda till en djup konjunkturedgång som i sin tur kan påverka den finansiella stabiliteten.

Regler som begränsar hushållens möjligheter att låna bör motiveras utifrån informations- eller marknadsmisslyckanden. I denna fördjupning tar Konjunkturinstitutet inte ställning till om det finns sådana misslyckanden av tillräcklig omfattning som kan motivera att hushållens fria val beskärs.

ETT SKULDKVOTSTAK HAR FÖR- OCH NACKDELAR

Hushållens skuldsättning kan påverka den makroekonomiska utvecklingen. Hushåll med stora skulder kan till exempel välja att spara väldigt mycket efter ett fall i bostadspriserna. Detta kommer i sin tur att påverka efterfrågan i ekonomin negativt om inte finans- eller penningpolitiken förmår att stabilisera efterfrågan. Därför är det möjligt att en reglering som begränsar hushållens skuldkvot kan ge samhällsekonomiska vinster i form av en stabilare efterfrågeutveckling.

Erfarenheterna från den senaste finanskrisen har dessutom visat att ett dåligt fungerande finansiellt system kan ge upphov till stora samhällsekonomiska kostnader. Detta till exempel ge-

⁹⁷ Studien är framtagen i samarbete med Finansinspektionen, se "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder", Specialstudie nr. 50, Konjunkturinstitutet, 2016.

nom att produktiva investeringar kan påverkas negativt och ekonomisk-politiska verktyg kan bli mindre effektiva. Om makrotillsynsåtgärder bidrar till att minska riskerna för finansiell instabilitet och öka motståndskraften i det finansiella systemet uppkommer ytterligare samhällsekonomiska vinster. I första hand framstår dock höjda kapitalkrav som den mest ändamåls-enliga åtgärden för att minska risker av detta slag.

Men ett tak för hushållens skulder innebär också kostnader. Skuldkvotstaket begränsar vissa hushålls möjligheter att jämna ut konsumtionen över tiden och finansiera bostadsköp. Detta ger välfärdsförluster för enskilda hushåll, men kan även få negativa effekter på BNP.

För att analysera kortsiktiga effekter av ett skuldkvotstak på makroekonomin jämförs utvecklingen i två scenarier, ett basscenario och ett scenario med skuldkvotstak.

BASSCENARIO

I basscenariot införs inte något skuldkvotstak och BNP, lönesumma och reporänta utvecklas i linje med Konjunkturinstitutets medelfristiga scenario som publicerades i december 2015.⁹⁸ Bostadsprisernas utveckling beräknas med Finansinspektionens modell för hushållens skulder⁹⁹ betingad på Konjunkturinstitutets makroekonomiska scenario för BNP, räntor och hushållens inkomster.

Enskilda hushålls behov av nya bostadslån baseras på ett antagande om omsättningen på bostäder samt den prognostiserade bostadsprisutvecklingen och hushållens inkomstutveckling.¹⁰⁰ Det samlade behovet av bostadslån ger hushållens aggregerade skuldutveckling i basscenariot.

SCENARIO MED SKULDKVOTSTAK

I alternativscenariot införs ett skuldkvotstak på 600 procent. Skuldkvotstaket begränsar hushåll från att ta nya bostadslån om hushållets skulder, inklusive de nya lånen, överstiger 600 procent av hushållets disponibla inkomst.¹⁰¹

Hushåll antas reagera på två olika sätt om de nekas lån på grund av skuldkvotstaket. Antingen väljer alla berörda hushåll att

⁹⁸ För prognosen, se *Konjunkturläget*, december 2015.

⁹⁹ Se "En modell för hushållens skulder", Fi-analys, nr 4, 1 december 2015, Finansinspektionen.

¹⁰⁰ Beräkningarna utgår från Finansinspektionens bolåneundersökning.

¹⁰¹ Disponibel inkomst avser här arbets-, kapital- och transfereringsinkomster efter skatt. Begreppet skiljer sig från nationalräkenskapernas definition i flera avseenden. Den kanske viktigaste skillnaden är att i nationalräkenskaperna reduceras den disponibla inkomsten med ränteutgifterna.

inte öka sina skulder alls, eller så väljer alla berörda hushåll att öka sina skulder upp till skuldkvotstaket. Båda antagandena kan ses som ytterligheter för rimliga beteenden hos hushållen.

Efter tio år är hushållens aggregerade skuld 19 procent lägre i alternativscenariot än i basscenariot i fallet då alla berörda hushåll väljer att inte ta några nya lån. Hushållens aggregerade skuld är 7 procent lägre i fallet då alla berörda hushåll lånar upp till skuldkvotstaket.¹⁰² Utvecklingen i hushållens aggregerade skuld påverkar i sin tur den övriga makroekonomiska utvecklingen.

MODELLER FÖR ATT BERÄKNA DE MAKROEKONOMISKA EFFEKTERNA

Fyra olika modeller används för att beräkna effekterna av regleringen på makroekonomin, med huvudsakligt intresse riktat på BNP-effekterna.

Två av modellerna är bayesianskt skattade vektorautoregressiva (BVAR) modeller. Båda modellerna innehåller bostadsränta, hushållens skulder och bostadspriser. Den ena modellen innehåller dessutom disponibel inkomst, medan den andra i stället innehåller hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. I BVAR-modellen med fyra variabler antas BNP följa utvecklingen av disponibel inkomst. I BVAR-modellen med fem variabler antas i stället att disponibel inkomst och BNP följer utvecklingen av hushållens konsumtion tillsammans med bostadsinvesteringarna.

Den tredje modellen är en DSGE-modell anpassad till svenska data.¹⁰³ Denna modell innehåller bland annat hushållens skulder, hushållens konsumtion, bostadsinvesteringar, BNP, bostadspriser och inflation. Disponibel inkomst antas följa utvecklingen av BNP. DSGE-modeller har, till skillnad från BVAR-modeller, stark förankring i ekonomisk teori. I den variant av DSGE-modell som används finns det två typer av hushåll i ekonomin, tålmodiga och mindre tålmodiga. De mindre tålmodiga hushållen lånar, med bostaden som säkerhet, av de tålmodiga.

Den fjärde modellen är en makroekonometrisk modell som bland annat innehåller bostadsinvesteringar, hushållens konsumtion, hushållens skulder och bostadspriser. Denna modell använder Konjunkturinstitutet normalt för att ta fram underlag till prognoser för hushållens konsumtionsutgifter, bostadsinvesteringar och bostadspriser. Modellen har starkare förankring i

¹⁰² För diagram med skuldutvecklingen i de olika scenarierna, se "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder", Specialstudie nr. 50, Konjunkturinstitutet, 2016.

¹⁰³ Se Walentin, K., "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, 116(3), 2014, sid. 635–668.

ekonomisk teori än BVAR-modellerna, men mindre än DSGE-modellen. Den makroekonometriska modellen har samtidigt ett större inslag av empiri än DSGE-modellen.

EFFEKTER PÅ MAKROEKONOMIN DE NÄRMASTE TRE ÅREN

Tabell 24 och tabell 25 visar effekterna av regleringen på tillväxttakterna i de studerade makrovariablerna under de tre första åren efter att regleringen införs. Makrovariablerna är i löpande priser. Intervallen i tabellerna avser resultaten från de fyra olika modellerna. Några av modellerna ger dock inte resultat för alla variabler i tabellerna. Exempelvis ger BVAR-modellen med fyra variabler inget resultat för hushållens konsumtion. Därför finns denna modell heller inte representerad i intervallet som avser hushållens konsumtion.

Tabell 24 avser effekterna av ett skuldkvotstak på 600 procent om de hushåll som berörs av regleringen väljer att inte ta några nya bostadslån alls. I detta fall minskar hushållens årliga skuld tillväxt med 2–3 procentenheter under de första tre åren. Samtidigt minskar tillväxten i bostadspriserna med 0–3 procentenheter. Dessa två dämpande effekter är i linje med regleringens syfte. En effekt som kan verka åt motsatt håll på bostadspriserna är att tillväxten i bostadsinvesteringar minskar. Tillväxttakterna i disponibel inkomst, hushållens konsumtion, BNP och inflationen i termer av KPIF påverkas i mindre utsträckning. Exempelvis minskar BNP-tillväxten med 0,0–0,3 procentenheter det första året och 0,0–0,6 procentenheter det tredje året.

Tabell 24 Makroekonomiska effekter av skuldkvotstak, berörda hushåll tar inga nya lån

Tillväxtens avvikelse från basscenario, löpande priser, procentenheter

	År 1	År 2	År 3
Hushållens skulder	-1,9	-2,9	-2,8
Disponibel inkomst ¹	-0,3 till 0,0	-0,5 till 0,0	-0,6 till 0,0
Hushållens konsumtion ²	-0,3 till 0,0	-0,6 till 0,0	-0,9 till 0,0
Bostadsinvesteringar ²	-4,1 till 0,0	-5,9 till -0,1	-4,1 till -0,1
BNP, löpande pris ¹	-0,3 till 0,0	-0,5 till 0,0	-0,6 till 0,0
Bostadspriser	-2,0 till 0,0	-2,6 till -0,1	-1,9 till -0,1
KPIF ^{1,3}	0,0 till 0,2	-0,3 till 0,0	-0,4 till 0,0

¹ Inget resultat från makroekonometriska modellen. ² Inget resultat från BVAR-modellen med fyra variabler. ³ För beräkningar av KPIF i BVAR-modellerna, se "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsyns-åtgärder", Specialstudie nr. 50, Konjunkturinstitutet, 2016.

Anm. Intervallen avser resultat från fyra olika modeller: BVAR med fyra variabler, BVAR med fem variabler, DSGE-modell med anpassning genom oförväntade störningar och makroekonometrisk modell.

Källor: Finansinspektionen och Konjunkturinstitutet.

Tabell 25 avser effekterna av samma skuldkvotstak som ovan under antagandet att de hushåll som berörs av regleringen väljer att ta nya bostadslån upp till skuldkvotstaket. I detta fall minskar hushållens årliga skuld tillväxt med ca 1 procentenhet under de första tre åren. Tillväxten i bostadspriserna minskar också något liksom bostadsinvesteringarna. Minskningen i tillväxttakterna för disponibel inkomst och hushållens konsumtion är i detta fall små. Den årliga BNP-tillväxten dämpas med måttliga 0,0–0,2 procentenheter de första tre åren och inflationen i termer av KPIF påverkas knappt alls.

Tabell 25 Makroekonomiska effekter av skuldkvotstak, berörda hushåll lånar 600 procent

Tillväxtens avvikelser från basscenario, löpande priser, procentenheter

	År 1	År 2	År 3
Hushållens skulder	-0,7	-1,0	-1,0
Disponibel inkomst ¹	-0,1 till 0,0	-0,2 till 0,0	-0,2 till 0,0
Hushållens konsumtion ²	-0,1 till 0,0	-0,1 till 0,0	-0,2 till 0,0
Bostadsinvesteringar ²	-1,6 till 0,0	-2,4 till 0,0	-1,7 till 0,0
BNP, löpande pris ¹	-0,1 till 0,0	-0,2 till 0,0	-0,2 till 0,0
Bostadspriser	-0,8 till 0,0	-1,0 till 0,0	-0,7 till 0,0
KPIF ^{1,3}	0,0 till 0,1	-0,1 till 0,0	-0,1 till 0,0

¹ Inget resultat från makroekonometriska modellen. ² Inget resultat från BVAR-modellen med fyra variabler. ³ För beräkningar av KPIF i BVAR-modellerna, se "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder", Specialstudie nr. 50, Konjunkturinstitutet, 2016.

Anm. Intervallen avser resultat från fyra olika modeller: BVAR med fyra variabler, BVAR med fem variabler, DSGE-modell med anpassning genom oförväntade störningar och makroekonometrisk modell.

Källor: Finansinspektionen och Konjunkturinstitutet.

EFFEKTER PÅ MAKROEKONOMIN EFTER TIO ÅR

På tio års sikt har effekterna av regleringen liknande mönster som under de tre första åren. Hushållens skulder, bostadspriserna och bostadsinvesteringarna minskar relativt sett mer än övriga makrovariabler. Precis som på tre års horisont blir effekterna större i fallet då hushåll som slår i taket väljer att inte ta några nya lån jämfört med om de väljer att låna upp till skuldkvotstaket.

Tabell 26 visar effekterna av regleringen på de studerade makrovariablernas nivå tio år efter att regleringen införs. Makrovariablerna är i löpande priser. Andra kolumnen i tabellen avser fallet då de hushåll som berörs av regleringen väljer att inte ta några nya lån. Efter tio år är hushållens skulder då 19 procent lägre med regleringen än utan. Förändringen i skulder och inkomster resulterar i att skuldkvoten minskar med mellan 30 och

38 procentenheter med regleringen. Både bostadspriser och bostadsinvesteringar blir lägre. BNP efter tio år är 0–4 procent lägre med skuldkvotstaket.

Tredje kolumnen, 600 procent, avser fallet då hushållen som berörs av regleringen väljer att ta nya lån upp till skuldkvotstaket på 600 procent. Här är resultaten i grova drag runt hälften till en tredjedel så stora som i fallet då de berörda hushållen inte tar några nya lån. BNP-nivån efter tio år är, till exempel, 0,1–1,7 procent lägre med regleringen.

Skuldkvotstaket påverkar BNP efter så lång tid som tio år i några av modellerna. Detta är delvis en följd av att skuldkvotstaket antas begränsa nya, tidigare inte drabbade, hushålls möjlighet att ta nya bostadslån varje år under tioårsperioden. Modellresultaten baseras på de samband mellan skulder och makroekonomi som har observerats under perioden 1995–2015 utan att långsiktiga restriktioner har lagts på skattningarna. Med ett skuldkvotstak finns det stor risk att sambanden förändras, sannolikt i riktning mot mindre långsiktiga effekter på BNP.

Tabell 26 Makroekonomiska effekter av skuldkvotstak efter tio år

Avvikelse från basscenario, löpande priser, nivåskillnad i procent och procentenheter

	År 10, 0 procent	År 10, 600 procent
Hushållens skulder ¹	-19,1	-7,2
Disponibel inkomst ^{1, 3}	-4,2 till -0,2	-1,7 till -0,1
Skuldkvot ^{2, 3}	-37,6 till -30,2	-14,2 till -11,0
Hushållens konsumtion ^{1, 4}	-6,9 till -0,2	-1,8 till -0,1
Bostadsinvesteringar ^{1, 4}	-13,4 till -0,5	-6,0 till -0,2
BNP, löpande pris ^{1, 3}	-4,2 till -0,2	-1,7 till -0,1
Bostadspriser ¹	-12,6 till -0,9	-4,8 till -0,3
KPIF ^{1, 3}	-1,9 till -0,1	-0,7 till -0,1

¹ Nivåskillnad i procent. ² Nivåskillnad i procentenheter. ³ Inget resultat från makroekonometrisk modell. ⁴ Inget resultat från BVAR-modellen med fyra variabler.

Anm. Intervallen avser resultat från fyra olika modeller: BVAR med fyra variabler, BVAR med fem variabler, DSGE-modell med anpassning genom oförväntade störningar och makroekonometrisk modell. För beräkningar av KPIF i BVAR-modellerna, se "Kortsiktiga makroekonomiska effekter av kreditbegränsande makrotillsynsåtgärder", Specialstudie nr. 50, Konjunkturinstitutet, 2016.

Källor: Finansinspektionen och Konjunkturinstitutet.

Resultaten från DSGE-modellen utmärker sig från de andra tre modellerna. I DSGE-modellen ger skuldkvotstaket på 600 procent nästan ingen effekt på disponibel inkomst, hushållens konsumtion, bostadsinvesteringar, BNP och bostadspriser på tio års sikt. Det beror på att begränsningar av hushållens

skulder har liten effekt på utbudsvariablerna som styr den långsiktiga BNP-nivån i DSGE-modellen.

OSÄKERT HUR STORA INTÄKTER OCH KOSTNADER SKULDKVOTSTAKET GER

En samhällsekonomisk intäkt av att införa ett skuldkvotstak kan vara att det finansiella systemet blir mer robust. Exempelvis kan ett skuldkvotstak minska sannolikheten för att en finansiell kris inträffar och mildra konsekvenserna av denna kris. En annan intäkt kan vara att de makroekonomiska svängningarna blir mindre.

Dessa intäkter behöver vägas mot de kostnader och välfärdsförluster som skuldkvotstaket eventuellt ger.

På riktigt lång sikt är det troligen utbudsfaktorer, som kapitalbildning, arbetade timmar och produktivitet, som bestämmer BNP. Skuldkvotstaket i denna fördjupning har en relativt måttlig omfattning och är riktat enbart mot hushållen. Regleringen bedöms inte påverka dessa utbudsfaktorer på lång sikt och den långsiktiga BNP-effekten av regleringen blir därmed liten.

Den största kostnaden är den välfärdsförlust som uppstår när enskilda hushåll inte kan fördela konsumtion över tiden och finansiera bostadsköp till följd av regleringen. Exempelvis kan regleringen begränsa möjligheterna för familjer som får barn att flytta till större bostäder, trots att inkomststabiliteten ser mycket lovande ut. Värdet av detta ingrepp i individuell valfrihet är mycket svårt att kvantifiera i termer av konsumentnytta.

Det är osäkert vad en reglering leder till för förändringar i hushållens beteende. En reglering som inte är förväntad av hushållen kan, till exempel, leda till instabilitet, i stället för avsedd stabilitet.

Resultaten som redovisas i denna fördjupning ger en bild av vad ett skuldkvotstak på 600 procent kan ge för kortsiktiga kostnader, bland annat i termer av BNP. Beräkningarna av effekter på makroekonomin är dock osäkra. Resultaten varierar mellan de olika modellerna och beroende på hur hushållen antas reagera.

Beräkningarna är dessutom baserade på att hushållen inte kan kringgå regleringen. Om hushållen finner metoder att kringgå skuldkvotstaket blir vinsterna av regleringen mindre samtidigt som de dämpande effekterna på makroekonomin minskar.