

PM: Översikt av studier om amorteringskrav och dess effekter på den reala ekonomin

Inledning

Historiska erfarenheter har visat att finansiella kriser ofta har föregåtts av perioder med hög skuldsättning och snabb tillväxt i krediter och fastighetspriser. I dagsläget är de svenska hushållens skuldsättning hög, såväl historiskt som internationellt (se diagram 1). Tittar man på skuldsatta hushåll med bolån uppgår den genomsnittliga skuldkvoten till 313 procent och de tio procenten högst belånade bolånetagarna har en skuldkvot på 628 procent eller mer.¹ Skuldkvoten för hushåll med bolån är således hög och den fortsätter att växa. Hushållens bolån ökar för närvarande med ca 6 procent i årstakt, vilket är snabbare än BNP och nästan dubbelt så snabbt som ökningen i hushållens disponibla inkomster (Riksbanken, 2014). Den mediala debatten kring riskerna med de svenska hushållens höga och växande skuldsättning syns dagligen. Samtidigt har även oro från internationellt håll riktats till de svenska hushållens skuldsättning.² Denna oro pekar på behov av åtgärder för att dämpa de svenska hushållens skuldsättning, exempelvis i form av amorteringskrav, slopade ränteavdrag och bättre fungerande hyresmarknad.

Åtgärder för att minska hushållens skuldsättning genomfördes dock redan år 2010 då Finansinspektionen införde ett bolånetak på 85 procent.³ Men hushållens skulder fortsätter att öka från en redan hög nivå – en utveckling som har föranlett en diskussion om behovet av ytterligare åtgärder. I mars 2014 utfärdade Bankföreningen en rekommendation att nya bolån amorteras ner till 70 procent (istället för tidigare 75 procent) under en period av 10 till 15 år. På initiativ av Finansinspektionen och Bankföreningen tillämpar svenska banker individuella amorteringsplaner sedan juli 2014. Under dessa år har det samtidigt blivit allt vanligare att hushållen amorterar. Enligt Finansinspektionens senaste bolåneundersökning amorterade 68 procent av nya bolånetagare 2014, vilket kan jämföras med motsvarande siffra på 42 procent 2011.⁴ Det är således troligt att de senaste årens försök att öka amorteringarna, exempelvis genom individuella amorteringsplaner, har fått önskad effekt.

I november 2014 annonserade Finansinspektionen ett förslag om amorteringskrav på nya bolån. Detaljerna kring förslaget offentliggjordes i mars i år och innebär att hushåll med en belåningsgrad på 70 procent eller mer årligen skulle amortera 2 procent av sin skuld. Hushåll med belåningsgrader på 50 procent eller mer skulle amortera 1 procent årligen av

¹ Skuldkvoten är ett mått på hushållens skulder och beräknas genom att dividera totala skulder med totala disponibla inkomster.

² Se Europeiska kommissionen (2014) och (2015).

³ Bolånetaket innebär att nya bolån inte bör överstiga mer än 85 procent av bostadens marknadsvärde.

⁴ Se *Den svenska bolånemarknaden 2015*, Finansinspektionen.

sin skuld.⁵ Finansinspektionen motiverade en amortering ner till 50 procent belåningsgrad genom att framhäva att den främsta risken med hushållens skuldsättning vid tidpunkten för utformningen av förslaget utgjordes av hushåll med belåningsgrader på över 50 procent. Dessa hushåll kan reagera kraftigt på ekonomiska förändringar, något som kan förstärka konjunktursvängningar. Enligt Finansinspektionen amorterar hushåll med belåningsgrader i intervallet 50-70 procent i lägre utsträckning jämfört med hushåll med belåningsgrader över 70 procent. Finansinspektionen ansåg det därför vara motiverat med amorteringskrav så att även hushåll med belåningsgrader i intervallet 50-70 procent börjar amortera i större utsträckning.⁶ Amorteringskravet stoppades dock i april i år. Detta efter att Kammarrätten i Jönköping i sitt remissyttrande fastslagit att det rättsliga stödet för Finansinspektionen att besluta om amorteringskrav brister. Finansinspektionen går i dagsläget därför inte vidare med amorteringskravet.⁷ Finansinspektionen anser dock att det finns behov av amorteringskrav i Sverige. Detta för att dämpa riskerna med hushållens skuldsättning. Riskerna bedöms vara av såväl realekonomisk karaktär som hot mot den finansiella stabiliteten. Höga skulder innebär att hushållen blir mer sårbara för olika störningar som kan leda till en svag utveckling i sysselsättning och konsumtion. En dämpande efterfrågan i ekonomin kan i sin tur minska lönsamheten för företag och resultera i att antalet konkurser och arbetslösheten ökar. Bankerna kan i sin tur drabbas av kreditförluster via utlåningen till företag. En snabbare avbetalning av skulderna resulterar i att hushållens räntekostnader minskar snabbare, vilket innebär att låntagarnas motståndskraft mot negativa störningar förbättras och att riskerna med hushållens skuldsättning minskar (Finansinspektionen, 2014).

I denna PM fokuserar vi på makroekonomiska konsekvenser av ett amorteringskrav, och då främst på hushållens konsumtion. Mer specifikt är syftet med detta PM att få en översikt av svenska och internationella studier om amorteringskravets effekter på den reala ekonomin, och då främst konsumtionen. Ett amorteringskrav kan påverka hushållens konsumtion via tre huvudsakliga kanaler, nämligen

1. Amorteringskravet resulterar i fallande bostadspriser till följd av att bostadsköpare kan tänkas vilja/kunna betala mindre för ett givet bostadsobjekt. Fallande bostadspriser ökar belåningsgraden för redan befintliga bostadsägare som motiveras att spara mer → konsumtionen ↓.
2. Hushållen minskar sin konsumtion när de "tvingas" spara mer oberoende av om bostadspriserna faller eller ej (speciellt vid höga belåningsgrader)
3. Försiktighetssparandet kan öka. Även hushåll med lägre belåningsgrader kan spara mer på grund av att de förväntar sig ett boprisfall (på grund av amorteringskravet) längre fram.

Nedan redogör vi mer i detalj för de svenska och internationella studier som har räknat på effekterna av amorteringskrav på konsumtionen. Dessa studier (såväl svenska som internationella) skiljer sig åt vad gäller modellval, metod, amorteringsform etc. Skillnaden mellan de svenska och internationella studierna är att de svenska studierna mer exakt berör den frågeställning som är av intresse i denna promemoria. De internationella studi-

⁵ Se pressmedelande från Finansinspektionen 11/3-15
<http://www.fi.se/Press/Pressmeddelanden/Listan/Amorteringskrav-pa-nya-bolan/>.

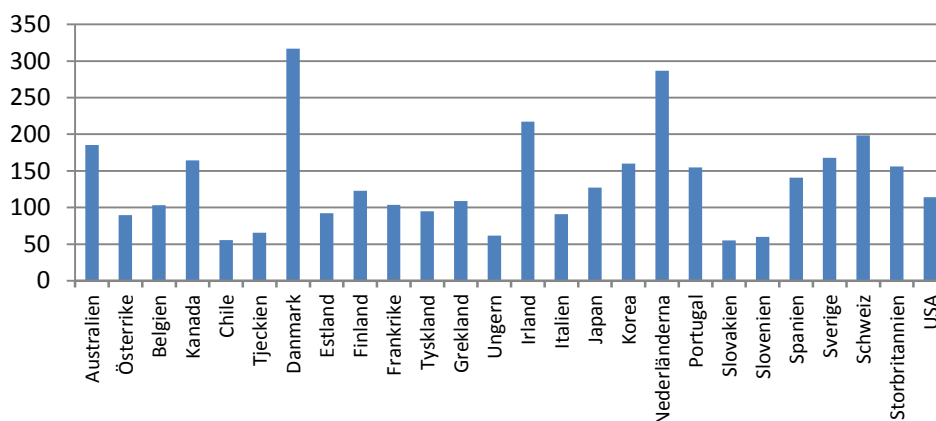
⁶ Enligt Finansinspektionens senaste bolåneundersökning för 2015 amorterar nio av tio hushåll med belåningsgrader över 70 procent medan fyra av tio hushåll med belåningsgrader på 50-70 procent amorterar.

⁷ Se pressmedelande <http://www.fi.se/Press/Pressmeddelanden/Listan/FI-gar-inte-vidare-med-amorteringskravet/> 23 April 2015.

erna ligger något vid sidan om frågeställningen; försök har dock gjorts för att fånga upp dessa studiers slutsatser om effekterna av ett amorteringskrav på konsumtionen.

Diagram 1: Hushållens skulder/disponibel inkomst procent (2012)

Källa: OECD



SVENSKA STUDIER

Svenska studier om amorteringskrav och dess realekonomiska effekter analyserar i vissa fall amorteringskrav liknande det krav som skulle ha börjat gälla i Sverige från och med 1 augusti i år. I en underlagspromemoria författad av Sveriges Riksbank till Finansiella stabilitetsrådet i november förra året beräknas effekterna av amorteringskrav. Effekterna har beräknats med de prognosmetoder som regelbundet tillämpas i policyprocessen. Utöver detta har två simuleringar i DSGE-modeller utförts.⁸ Effekterna av amorteringskrav beräknas för två exempel. För båda exemplen gäller att amorteringskravet endast slår mot *nyutlåning*. I exempel 1 amorteras nya bostadslån på 35 år. I exempel 2 amorterar bolånetagare med belåningsgrad > 70 procent två procent av bolånen årligen medan bolånetagare med belåningsgrad mellan 50 och 70 procent amorterar en procent årligen. Exempel 2 är således identiskt med det amorteringskrav som skulle ha börjat gälla i år. De genomsnittliga makroeffekterna då nya lån amorteras till fullo på 35 år, det vill säga exempel 1, resulterar i att skuldkvoten minskar med 31 procentenheter. Den långsiktiga effekten på BNP bedöms vara liten. Dock dämpas tillväxten under en övergångsfas. Konsumtionseffekterna med små huspriseffekter väntas i en övergångsfas bli -1,4 procent lägre medan den långsiktiga effekten är -0,1 procent. Konsumtionseffekterna med stora huspriseffekter (fall med 12 procent) är större. Den maximala nedgången i konsumtionen är 2,4 procent; den långsiktiga nedgången uppgår till 0,2 procent. Exempel 2 visar att effekterna på konsumtion är mindre än det första exemplet. Som mest väntas konsumtionen minska med 1 procent relativt ett basscenario. Denna effekt förutsätter ett bostadsprisfall på som mest 5 procent. En viktig och avgörande faktor för effekterna på konsumtionen av amorteringskrav är hur stor andel av konsumenterna som direkt berörs av amorteringskravet. Inom grupper av konsumenter är effekterna naturligtvis starkare/svagare. De hushåll som inte berörs av amorteringskrav justerar sin konsumtion väldigt lite. För de hushåll som direkt påverkas av amorteringskrav finns det dock negativa effekter.

⁸ För mer information om dessa prognosmetoder och modeller se Bilagor till promemorian *Amorteringskrav – ett steg mot en mer hållbar skuldutveckling*, Sveriges Riksbank (2014).

Riksbanken understryker dock att effekterna av ovanstående studie ska tolkas med viss försiktighet. Modellerna fångar inte upp risken att hushållen exempelvis kan ändra sitt beteendemönster. Detta kan påverka bostadspriserna. Riksbankens beräkningar visar även att konsumtionseffekterna av amorteringskrav blir större vid stora boprisfall. Om amorteringskravet resulterar i ett kraftigare prisfall än det som ges i modellerna kan det innebära mer negativa effekter på konsumtionen (Riksbanken, 2014).

De modeller som ligger till grund för Riksbankens promemoria är dynamiska. För att studera effekterna av ett amorteringskrav är det naturligtvis en fördel om modellerna är dynamiska så att hänsyn kan tas till de ingående variabelernas utveckling över tid. Dock kan amorteringskrav även studeras inom ramen för statiska modeller. Johansson, Hegelund och Karpestam (2014) undersöker med hjälp av en mikroekonomisk statisk modell hur ökade amorteringar påverkar hushållens möjligheter att ta lån och därmed bostadspriser och konsumtion på kort sikt vid olika belåningsgrader, räntenivåer, återbetalningstider och amorteringsformer. Mer specifikt förklarar modellen priset som den enskilde bostadsköparen kan lägga givet hans eller hennes inkomster, räntenivåer, belåningsgrad och amorteringsvillkor. Det slutgiltiga bostadspriset bestäms av den budgivaren som vinner budgivningen. Genomsnittspriset för en bostad är således en funktion av den genomsnittlige bostadsköparens inkomst, sparkapital och utlåningsvillkor. Under förutsättning att hänsyn tas till den genomsnittlige köparens uppgifter (inkomster, belåningsgrad och utlåningsvillkor) kan modellen fånga upp den genomsnittliga makroekonomiska prisutvecklingen på bostäder på kort sikt. På lång sikt kan dock andra faktorer påverka bostadspriserna, exempelvis bostadsbyggnad, befolkningsutveckling, utbudet av krediter och övriga utlåningsvillkor etc. Resultaten rörande bostadsprisernas utveckling på lång sikt ska därför tolkas med viss försiktighet. De risker som tas upp med amorteringskrav är framför allt av kortsiktig karaktär. På längre sikt ökar hushållens nettoförmögenhet i takt med att skulderna amorteras. Ökade amorteringar minskar även ränteutgifterna på längre sikt eftersom hushållens bolåneskulder minskar.

Författarna beräknar effekterna på konsumtionen av ett amorteringskrav genom andelen av konsumtionen som amorteringarna skulle utgöra om bolånen började betalas tillbaka på 30 år med rak respektive annuitetsamortering.⁹ Författarna antar att amorteringsökningarna resulterar i en motsvarande konsumtionsminskning. Hushållen drar således enbart ned på konsumtionen och använder exempelvis inte sparande för att finansiera ett amorteringskrav. Resultaten visar att effekterna i stor utsträckning beror på övriga utlåningsvillkor. Exempelvis varierar effekterna med räntan, belåningsgrad och amorteringsform. Johansson m.fl. beräknar att ett återbetalningskrav på 30 år för *nya* bolån tränger undan konsumtionen med 0,10-0,20 procent. Om amorteringskrav införs på samtliga bolån skulle konsumtionen minska med 2-4 procent. Effekterna blir något större vid rak amortering jämfört med annuitetsamortering. Amorteringens effekter på konsumtionen beror således på amorteringsformen samt om bara nya bolån omfattas eller om amorteringskravet även gäller hela bolånestocken.

Effekterna på konsumtionen av amorteringskrav på nya bolån är således ringa. Författarna menar dock att effekterna av amorteringskrav på nya bolån kan vara större om hänsyn tas till att individer med befintliga lån, som en konsekvens av amorteringskravet och fallande bostadspriser, ökar sitt försiktighetssparande. Gerlach-Kristen och Merola (2013)

⁹ Rak amortering innebär att låntagaren amorterar en fast summa varje tidsperiod. Eftersom skulderna successivt betalas av minskar ränteutgifterna över tid. Vid annuitetsamortering betalar låntagaren en fast total summa för både ränte- och amorteringsutgifter under hela lånets löptid.

visar i en studie att irländska hushåll minskade sin konsumtion och började försiktighets-spara när belåningsgraden ökade som ett resultat av fallande fastighetspriser under den finansiella krisen. Hänsyn bör också tas till att analysen görs för konsumtionsförändringar på aggregerad nivå. På individnivå beror konsumtionsförändringen på den individuella belåningsgraden. Unga och nyblivna bostadsägare har i förväntan högre belåningsgrad, vilket innebär att de till följd av ett amorteringskrav i större utsträckning kommer att minska sin konsumtion eftersom de får högre boendeutgifter.

Utifrån författarnas beräkningar på hur förändrade amorteringstakter påverkar bolån och bostadspriser innehåller studien följande policyimplikationer: amorteringskravet bör införas försiktigt vid låg ränta (folk har skuldsatt sig högt vid låga räntor), höga belåningsgrader och rak amortering istället för annuitetsamortering. Effekten på bostadspriserna vid övergång till amorteringar ökar, allt annat lika, med låga räntor, höga belåningsgrader och rak amortering.

I en promemoria författad av Berg och Hansen (2014) genomförs, i likhet med Riksbankens promemoria, en analys av olika amorteringskrav varav ett liknar det krav som skulle ha börjat gälla i augusti i år. De olika varianter av amorteringskrav som studeras innebär alla små skillnader i skuldkvot och belåningsgrad, framför allt inom en tioårsperiod. Jämfört med ett scenario där hushållen inte amorterar alls är det dock stora skillnader och det är tydligt att amorteringar kan bidra till en skuldminskning på lång sikt. Författarna har även räknat på konsumtionseffekterna av amorteringskrav utifrån Konjunkturinstitutets studie av makroekonomiska effekter av bostadsprisfall.¹⁰ Berg och Hansen tar hänsyn till uppgifter om hushållens ekonomiska utgångsläge, deras sparbeteende, och deras bedömda efterfrågan på boende och övriga konsumtionsvaror. Effekterna av ett amorteringskrav inkluderar både direkta och indirekta effekter som ett resultat av förändrat beteende. Ett amorteringskrav (identiskt med det amorteringskrav som skulle ha börjat gälla från och med i augusti i år), leder till en långsiktig minskning av hushållens skuldsättning. Den maximala effekten är 18 procentenheter lägre skuldkvot jämfört med om inget amorteringskrav införs. Amorteringskravet väntas också resultera i en minskning av hushållens konsumtion. Konsumtionen minskar som mest med 0,5 procent vid ett temporärt bostadsprisfall och hushållens konsumtion återhämtar sig på ca 4-5 år. Vid ett mer permanent prisfall minskar konsumtionen som mest med 0,6 procent. Samtidigt innebär ett mer varaktigt prisfall att konsumtionen inte återhämtar sig inom en period på 5 år. Slutsatsen av studien är att ett amorteringskrav förväntas ha låg påverkan på den reala ekonomin på längre sikt.

Sammanfattningsvis visar ovanstående beräkningsmässiga studier att de makroekonomiska effekterna av amorteringskrav på hushållens konsumtion är förhållandevis små. I tabell 1 visas en sammanställning över de svenska studier som har analyserat effekterna av amorteringskrav på den reala ekonomin. Effekterna varierar, dock kan slutsatsen dras att konsumtionsminskningen oftast bedöms vara liten (även om intervallet sträcker sig från 0,1-4 procent). Skillnaden mellan resultaten beror främst på vilka antaganden som görs i beräkningarna, exempelvis om amorteringskravet omfattar hela bolånestocken eller endast nya bolånetagare och om amorteringskravet resulterar i ett litet eller större prisfall. Med hänsyn tagen till att dessa antaganden skiljer sig åt mellan de svenska studierna kan slutsatsen ändå dras att amorteringskrav (i dess olika varianter) sannolikt kommer att ha

¹⁰ Se Konjunkturinstitutet (2014).

små realekonomiska effekter. Samtidigt bedöms amorteringskrav minska hushållens skuldsättning jämfört med om inget amorteringskrav införs.

I denna PM är, som tidigare nämnts, fokus främst på makroekonomiska effekter av amorteringskrav. Nämnas bör dock att det utöver realekonomiska effekter kan finnas andra motiveringar till varför ett amorteringskrav kan vara bra. Ett amorteringskrav kan, enligt Becker m.fl. (2014) betraktas som en annan form av lånetak och amorteringskrav slår mot de hushåll som precis klarar kravet på kontantinsats men som kan få begränsat sparandetrymme (utöver amorteringar) under de första åren av lånets löptid. Kravet minskar även konsumtionen för de som är högt belånade. Samtidigt kan kontraktbundet sparande vara bra. Orsaken är att individer kan ha självkontrollproblem och ha svårt att följa sina beslut om exempelvis sparande. En individ kan idag planera att hon ska spara eller amortera sina skulder i framtiden, men när morgondagen väl inträffar väljer individen istället att skjuta på sitt sparandekontrakt. Amortering som en del av lånekontaktet kan därför vara bra. Dock är det tveksamt om amortering måste ske i form av ett krav. Författarna anser att amorteringskrav ska vara del av standardkontraktet men att det ska kunna förhandlas bort, exempelvis genom att välja amorteringsfria perioder.

Tabell 1: Effekter av amorteringskrav på huspriser, BNP och konsumtion svenska studier

Studie	Minskning reala huspriser	Minskning BNP	Konsumtionsminskning (Maxeffekt)
<i>Johansson m.fl. (2014)</i>			0,1-0,2 procent (nya bolån) 2-4 procent (alla bolån)
<i>Riksbanken (2014) Ex 1.</i>	1,3 procent	0,9 procent	1,4 procent
<i>Riksbanken (2014) Ex 1.</i>	12 procent	1,9 procent	2,4 procent
<i>Riksbanken (2014) Ex 2.</i>	0,5 procent	0,3 procent	0,7procent
<i>Riksbanken (2014) Ex 2.</i>	5 procent	0,8 procent	1 procent
<i>Berg och Hansen (2014)</i>			0,5 procent temporärt bostadsprisfall 0,6 procent permanent bostadsprisfall

INTERNATIONELLA STUDIER

Allt annat lika resulterar ökade amorteringar i att bostadsköpare måste ta mindre lån och att de minskar sitt bud vid ett potentiellt hus- eller lägenhetsköp. Detta kan resultera i lägre bostadspriser. Lägre bostadspriser ökar bolånet i förhållande till bostadens värde hos tidigare bostadsköpare, ett scenario som kan få dem att öka sina amorteringar. Gerlach-Kristen och Merola (2013) visar i en studie att irländska hushåll under den finansiella krisen minskade sin konsumtion och började försiktighetsspara när bopriserna föll och belåningsgraden ökade. Mer specifikt analyserar författarna effekterna av ett husprisfall på konsumtionen i en Dynamisk Stokastisk Allmän Jämviktsmodell, på engelska Dynamic

Stochastic General Equilibrium Model, förkortat DSGE-modell. Modellen innehåller lånerestriktioner, vilket innebär att skuldsättningsgraden måste vara mindre än eller lika med den maximala tillåtna belåningsgraden. Om skuldsättningsgraden är större än den maximala tillåtna belåningsgraden får inte hushållen låna. Hushållen belånar sina fastigheter för att konsumera. Vid ett husprisfall minskar konsumtionen för högt belånade hushåll med kreditrestriktioner. Detta för att hushållen så småningom ska kunna belåna sig för framtida konsumtion. Således minskar konsumtionen medan inkomsterna är konstanta, vilket innebär att permanenta inkomsthypotesen ej håller för högt skuldsatta hushåll.¹¹ När huspriserna är tillbaka på sin långsiktiga jämviktsnivå ökar hushållen sin skuldsättning och konsumtion igen. Modellen fångar även in att förväntningar om framtida prisfall resulterar i att konsumtionen minskar idag, det vill säga att försiktighetssparandet ökar. Författarna undersöker sedan om de finner stöd för permanenta inkomsthypotesen genom att skatta konsumtionsfunktioner på mikrodata. De finner stöd för permanenta inkomsthypotesen vid ett prisfall för det genomsnittliga irländska hushållet. Hushåll med hög skuldsättning jämnar dock inte ut sin konsumtion och denna effekt är starkare ju högre skuldsättningsgrad hushållet har.

Sammantaget talar resultaten i Gerlach-Kristen och Merola (2013) för att ett amorteringskrav kan ha stora negativa effekter på vissa grupper av hushåll (högt belånade hushåll) och deras konsumtion och att det därför bör införas försiktigt för att undvika ett stort prisfall med stora minskningar i konsumtionen som följd.

Ett prisfall, som en konsekvens av ökade amorteringskrav, kan således minska konsumtionen även hos tidigare bostadsköpare eftersom de efter ett prisfall kan vilja återställa sina balansräkningar. Å andra sidan kan ett prisfall gynna konsumtionen för låntagare med kreditrestriktioner som är i behov av bostad. Om bostadspriserna, efter ett amorteringskrav, minskar behöver låntagare med kreditrestriktioner inte spara lika mycket för att ha råd med kontantinsatsen vid ett bostadsköp. Balta och Ruscher (2011) konstaterar att högre bostadspriser i Euroområdet 2000-2007 resulterade i högre sparande och inte i högre konsumtion via traditionella förmögenhetseffekter av bostadsprisökningar. Detta för att låntagare med kreditrestriktioner skulle ha råd med kontantinsats. Högre sparande hos låntagare med kreditrestriktioner kan således förklara bristen på konsumtionstillväxt i Euroområdet under samma period då huspriserna rusade. Ett prisfall kan med omvänt argument således innebära att hushåll med kreditrestriktioner inte behöver spara lika mycket för att råd med kontantinsatsen vid ett bostadsköp. Därmed kan prisfallen gynna konsumtionen för dessa hushåll, ofta unga och förstagångsköpare med begränsad kontantinsats.

Alternativa låneprodukter betraktas av många som den stora syndabocken bakom den finansiella krisen.¹² Givet att alternativa lånekontrakt ofta resulterar i lägre initiala låne-

¹¹ Permanenta inkomsthypotesen innebär att en individs konsumtion vid en viss tidpunkt inte enbart bestäms av nuvarande inkomst utan också av förväntade framtida inkomster. För att upprätthålla en jämn konsumtionsnivå över tid kan individen antingen låna eller spara beroende på var i livet hon befinner sig. Se Friedman (1957).

¹² Exempel på alternativa låneprodukter, ("Alternative Mortgage Products" (AMPs)), är exempelvis "Interest-only adjustable rate mortgages (ARMs)" och "Negative amortizations ARMs". "Interest-only ARMs" innebär att låntagaren under en period endast behöver betala ränta på sitt lån, det vill säga ingen återbetalning av skuldbeloppet krävs inom den angivna perioden. Efter den amorteringsfria perioden måste dock lånet börja betalas av så att lånet återbetalas innan förfallodagen. Detta innebär att månadsutgifterna för boendet ökar efter den amorteringsfria perioden. "Negative Amortization ARMs" är lånevillkor som resulterar i en ökning av återbetalningen av skuldbeloppet vid ett eller flera framtida bestämda datum. Detta på grund av att låntagaren, enligt kontrakt, betalar ett lägre belopp än den periodiska räntebetalningen. Mellanskillnaden mellan det belopp som regleras i kontrakt och den periodiska räntebetalningen läggs till låntagarens skuld. Se U.S. Government Accountability Office (2006) för en mer detaljerad beskrivning av dessa alternativa låneprodukter.

kostnader i relation till lånebeloppet kan de dock vara värdefulla alternativ för hushåll som förväntar sig en framtida högre och mer säker inkomst och som därmed kan jämna ut sin konsumtion över tiden. Cocco (2013) finner, genom att använda paneldata för Storbritannien, stöd för hypotesen att alternativa lånekontrakt kan gynna nyss nämnda hushåll, främst för hushåll i andra perioden av stickprovet (2001-2008). Alternativa låneprodukter användes i större utsträckning än traditionella låneprodukter för att minska initiala lånebetalningar och/eller för att låna mer i förhållande till inkomsterna, det vill säga höja skuldkvoten.¹³ Resultaten visar också att låntagare som förväntar sig en säker högre framtida inkomstillväxt mer sannolikt utnyttjar alternativa låneprodukter. Vidare visar skattningar av hushållens inkomstprofiler att hushåll med alternativa lånekontrakt i perioderna, efter bildandet av lånekontraktet, hade starkare tillväxt i inkomsterna jämfört med hushåll som tar lån av mer traditionell karaktär.¹⁴ Cocco (2013) menar att detta är ytterligare bevis på att utformandet av lånet har spelat en viktig roll för hushållens utjämning av konsumtionen över livsrytmen. Slutligen nämns andra viktiga fördelar med alternativa lånekontrakt nämligen,

- portföljdiversifiering (kontanter kan istället för att användas till amortering investeras i finansiella tillgångar såsom aktier)
- skattefördelar (uppskjuten amortering innebär högre räntekostnader över lånets livstid och därmed skattefördelar när räntekostnader blir avdragsgilla)
- minskade transaktionskostnader som uppkommer vid bostadsbyte (hushållen kan köpa större bostäder tidigt och därmed flytta mindre frekvent.)

Det finns dock en risk att alternativa låneprodukter används av låntagare som inte förstår deras relativt komplexa natur och att låga initiala betalningar innebär en högre framtida låneskuld. Låga initiala lånebetalningar kan framför allt tilltala myopiska låntagare som värderar framtiden lägre jämfört med nutid. Låneinstitut kan därför ha incitament att sälja denna typ av lånekontrakt till sämre informerade eller myopiska låntagare, något som resulterar i icke-optimala lånebeslut hos hushållen.

Icke-standardiserade lånekontrakt (exempelvis ingen amortering eller låg initial amortering) kan således vara fördelaktiga för låntagare. Icke-standardiserade lånekontrakt tillåter nämligen individer att jämna ut sin konsumtion över livsrytmen eller i respons till negativa inkomstchocker. Detta resonemang fångar dock inte upp de allmänna jämvikts- och fördelningseffekter som kan uppstå av amorteringskrav. Forlani och Lambertini (2013) analyserar fördelningseffekter mellan långivare och låntagare av olika typer av amorteringskrav. Författarna utvecklar en DSGE-modell med två sektorer (icke-varaktiga konsumtionsvaror och bostäder) för att analysera olika amorteringsplaners välfärdseffekter. Dessa amorteringsplaner skiljer sig åt vad gäller återbetalningstid.¹⁵ Modellen följer många av de anta-

¹³ I Storbritannien utgörs alternativa låneprodukter till största del av lån med endast ränta, så kallade "Interest Only (IO) Mortgages".

¹⁴ Detta resultat gäller för lån tagna i andra perioden av stickprovet, nämligen perioden 2001-2008. För första perioden, 1991-2000, finner författaren inte motsvarande skillnader i tillväxttakter mellan de olika lånetyperna.

¹⁵ De olika varianter av amorteringskrav som studeras är: 1) full amortering, lånet betalas av så fort som möjligt, 2) stor tidig amortering och oändligt många perioder, 3) nya lån amorteras inte i första perioden men därefter, 4) liten amortering i första perioden men en större del av lånet betalas av efter första perioden, 5) lån i två perioder, 6) lång amorteringshorisont, 7) konstant amorteringsgrad, 8) ingen amortering i samtliga perioder.

ganden som är standard i DSGE-litteraturen.¹⁶ Otåliga hushåll (låntagare) lånar från tålmodiga hushåll (sparare) och använder sina bostäder som säkerhet för pantsatta lån. Bostadsägaren är inte personligt ansvarig för lånet på sin bostad, vilket innebär att långivaren endast har rätt till säkerheten (det vill säga bostaden) om låntagaren bryter sitt lånekontrakt.¹⁷ Låntagarens beslut att bryta lånekontraktet är endogent och fattas efter inträffandet av en chock i bostadssektorn. Låntagaren bryter sitt lånekontrakt om chocken innebär att nuvarande värde av bostaden är lägre än skulden kopplad till motsvarande objekt. Om låntagaren bryter kontrakten får långivaren säkerheten, det vill säga bostaden. Vidare kännetecknas lånekontrakten av anpassningsbar låneränta.¹⁸

Resultaten visar att icke-standardiserade lån (det vill säga lån med reducerad eller uppskjuten amortering och lägre initiala betalningar) är sämre för låntagarna. Reducerad amortering innebär att lånetiden förlängs och ökar den accepterade belåningsgraden hos långivarna. Högre belåningsgrad resulterar i ökad efterfrågan på bostäder och därmed högre bostadspriser. Låntagare som har kreditrestriktioner måste minska sin konsumtion av icke-varaktiga varor och arbeta mer för att ha råd med dyrare bostäder. Detta minskar välfärden för låntagarna. Långivarna däremot vinner på högre huspriser genom inkomsteffekten och ökar sin efterfrågan på icke-varaktiga konsumtionsvaror och fritid. På det hela taget innebär en minskning i amorteringstakten att produktionen av både icke-varaktiga varor och bostäder ökar. Samtidigt blir omfördelningseffekten från låntagare till långivare stor. De totala välfärdseffekterna är dock små. Lägre avbetalningar och amorteringar minskar låntagares välfärd på lång sikt. Om låntagare fick välja sina optimala amorteringsplaner skulle de dock välja lägsta möjliga amortering och därmed längsta möjliga amorteringshorisont, val som står i kontrast till resultaten ovan. Orsaken är att låntagarna tar priserna för givna när de fattar sina optimala beslut och därmed misslyckas därmed med att införliva de negativa effekterna av högre lån på huspriser och deras egen välfärd. Dock kommer allmänna jämviktseffekter resultera i högre huspriser och minska välfärden för låntagarna enligt ovannämnda förlopp.

Uppsatsen innehåller viktiga policyimplikationer. Åtgärder som riktas in på att öka låneutgivning till låntagare som har kreditrestriktioner kommer, åtminstone på lång sikt, att försämra tillvaron för dessa låntagare. Utifrån detta resonemang kan föreslagna tillsynsåtgärder, såsom minskade belåningsgrader och införandet av amorteringskrav/strängare amorteringskrav tolkas som ett steg i rätt riktning för låntagare.

Ur ett allmänt jämviktsperspektiv minskar således låntagares nytta av amorteringskrav som innebär exempelvis uppskjuten eller reducerad amortering. Låntagarna kommer dock, om de får välja, alltid välja lägsta möjliga amortering och därmed längst amorteringshorisont. Man kan också tänka sig att olika amorteringshorisonter påverkar låntagares incitament att bryta sina lånekontrakt. Forlati och Lambertini (2012) visar huruvida olika amorteringsplaner påverkar låntagares incitament att bryta lånekontrakt och

¹⁶ Exempelvis imperfekt substitution av arbetsutbud mellan sektorn som producerar icke-varaktiga konsumtionsvaror och sektorn som producerar boendetjänster, lönestelhet à la Calvo och anpassningskostnader i produktionen av bostäder. Dessa antaganden är kritiska för att matcha data och är standard i DSGE-modeller. För det första så undviks en snabb och orealistisk återhämtning i bostadssektorn efter en aggregerad chock tack vare en snabb anpassning av arbetsutbudet mellan sektorerna. För det andra genererar modellen en samvariation i produktionen mellan sektorerna vilken är konsistent med VAR-skattningar av penningpolitiska chocker.

¹⁷ På engelska kallas dessa lån för "Non-recourse loans" och förekommer i många delstater i USA.

¹⁸ På engelska kallas dessa lån "Adjustable Rate Mortgages (ARM)". Dessa lån ökade i omfång fram till den finansiella krisen och fanns i många varianter. Gemensamt för dem alla var dock att de innebar en minskning av de månatliga betalningarna jämfört med de konventionella lånen, de så kallade "Fixed-Rate Mortgage (FRM) contracts".

huruvida liten tidig amortering förstärker makroekonomiska effekter av en lånekris. Svaren på båda frågorna är ja. Till skillnad från ovan nämnda uppsats (där lånekontrakten är oändliga) löper lånekontraktet endast över två perioder. Genom att variera andelen lån som måste betalas tillbaka i första perioden försöker uppsatsen täcka ett spektrum av olika amorteringsformer, alltifrån negativ amortering till full amortering i första perioden. Lånekontrakten är av samma form som i ovanstående studie och låntagarna är utsatta för samma typer av chocker. Det enda undantaget är således lånets löptid. Bostadsägaren är inte personligt ansvarig för lånet på sin bostad, vilket innebär att långgivaren endast har rätt till säkerheten (det vill säga bostaden) om låntagaren bryter sitt lånekontrakt. Penningpolitiken följer en enkel Taylorregel med ett inflationsmål för inflationen för icke-varaktiga varor samt styrränteutjämning.

Resultaten visar att låga tidiga amorteringar förskjuter uppsägningar av lånekontrakt till andra perioden. Låntagarna får ingen onyttia av att säga upp lånekontraktet i andra perioden utan ådrar sig endast amorteringskostnaderna i första perioden av att säga upp lånekontraktet. Det är därför strategiskt fördelaktigt för låntagarna att bryta lånekontraktet först i andra perioden eftersom de då kan få nytta av att nyttja den befintliga stocken ytterligare en period, vilket snedvrider uppsägningar av lånekontrakt till andra perioden. Den totala effekten är en anmärkningsbar ökning av andelen uppsagda lånekontrakt när amorteringen i första perioden är liten.

Vidare analyserar författarna effekterna av en lånekris på bostadsmarknaden. Mer specifikt undersöks effekterna av en störning till risken i bostadssektorn. Störningen till risken i bostadssektorn modelleras som en icke-förväntad temporär ökning i standardavvikelsen av den idiosynkratiska risken i bostadssektorn. Störningen syftar till att fånga upp den ökade kreditrisken orsakad av tillväxten i de så kallade subprime-lånen. En ökning av risken i bostadssektorn ökar andelen uppsagda lån och externa riskpremier samt genererar en kreditåstramning. Låntagarna tvingas till skuldanpassningar, konsumtionen och investeringar i bostäder minskar. Lägre tidig amortering innebär högre initial skuldsättningsgrad, något som intensifierar risken av en störning i bostadssektorn på konsumtion eftersom låntagarna tvingas till större skuldanpassningar. Den genomsnittliga andelen uppsagda lånekontrakt ökar ju mindre folk initialt amorterar, något som påverkar huspriserna mer negativt efter att lånekontraktet bryts. Slutligen skulle låntagaren, i likhet med föregående uppsats, om valet fanns, välja att betala av lånet så sent som möjligt eftersom han eller hon då ådrar sig lägre kostnader.

Sammanfattande slutsatser

Syftet med denna promemoria var att undersöka de makroekonomiska konsekvenserna av ett amorteringskrav, och då främst på konsumtionen. De svenska studierna visar generellt överlag små effekter av amorteringskrav på konsumtionen och den reala ekonomin. De aggregerade effekterna är således typiskt sett små. Dock är det viktigt att även analysera hushåll med olika belåningsgrader. Högt belånade hushåll reagerar förmodligen starkare på amorteringskrav eftersom de högre boendeutgifterna tvingar dessa hushåll att dra ned konsumtionen. Dessa hushåll följer i mindre utsträckning permanenta inkomsthypotesen, vilket innebär att de kanske inte jämnar ut sin konsumtion över tid till följd av ett amorteringskrav. Även hushåll som inte är högt belånade kan börja försiktighetsspara när bostadens värde minskar i förhållande till skulden vid ett amorteringskrav med ett prisfall som följd. Det är viktigt att ta hänsyn till att dessa beteendeförändringar kan uppstå.

De negativa effekterna på konsumtionen tycks också vara mindre om tillsynsåtgärder, såsom amorteringskrav, genomförs i små steg. Detta möjliggör att i god tid se om negativa makroekonomiska konsekvenser uppstår. För att undvika för stora konsumtionsfall är det också viktigt med flexibla amorteringskrav. Utan flexibilitet kan ett amorteringskrav innebära att hushållens känslighet för störningar ökar genom att höja skuldbetalningarna som andel av inkomsten. Om hög flexibilitet kan uppnås minskar denna sårbarhet i och med att hushållen över tid får sjunkande räntekostnader då skulderna successivt minskar.

I debatten benämns amorteringskrav som en form av tvångssparande. Låntagarnas månadsutgifter ökar eftersom de tvingas amortera mer och därmed minska sin konsumtion av andra varor än boende eller minska övrigt sparande. Låntagare med kreditrestriktioner (unga och förstagångsköpare) kan dock gynnas av ett amorteringskrav. Detta för att ett prisfall på bostäder, som en konsekvens av ett amorteringskrav, innebär att hushåll med kreditrestriktioner inte behöver spara lika mycket för att finansiera kontantinsatsen vid ett bostadsköp. Därmed ökar konsumtionsutrymmet för dessa låntagare. Slutligen bör nämnas att det ur ett omfördelningsperspektiv kan finnas fördelar med ett amorteringskrav. Lätta amorteringsvillkor innebär att låntagares nytta, ur ett allmänt jämviktsperspektiv, minskar. Detta för att högre belåningsgrad leder till en ökad efterfrågan på bostäder och därmed högre bostadspriser. Låntagare med kreditrestriktioner tvingas minska sin konsumtion av andra varor och tjänster än bostäder och öka sitt arbetsutbud för att ha råd med de dyrare bostäderna. Långgivarna däremot vinner på de högre bostadspriserna och kan konsumera mer. Låntagarnas välfärd minskar medan det omvända gäller för långgivarna. Omfördelningseffekten från låntagare till långgivare blir stor även om de totala välfärdseffekterna är små. Trots att låntagarnas välfärd minskar vid lätta amorteringsvillkor kommer de, enligt vissa nämnda studier, välja att amortera så lite som möjligt. Åtgärder som syftar till att minska låneutgivningen till låntagare med kreditrestriktioner kan således förbättra välfärden för denna grupp av lånetagare.

Sammanfattningsvis: de aggregerade effekterna på hushållens konsumtion av ett amorteringskrav tycks vara små. Dock måste hänsyn tas till att de negativa priseffekterna av ett amorteringskrav kan bli större än vad ovannämnda studier har räknat med. Amorteringskrav kan även slå hårdare mot vissa grupper av hushåll som drar ner på sin konsumtion mer än vad som kan förväntas enligt permanenta livscykelteorin. Samtidigt kan amorteringskrav gynna förstagångsköpare med kreditrestriktioner eftersom ökade amorteringskrav kan ha en dämpande effekt på bostadspriser. Detta medför också att omfördelningen av förmögenhet från gäldenärer till borgenärer mildras.

Referenser

- Balta, N. och E. Ruscher (2011) "Household Savings and Mortgage Decisions: the role of the Downpayment channel in the Euro Area", European Commission Economic Papers 445.
- Becker, B. , T. Becker, M. Bos, P. Englund och P. Wissén (2014), *Den svenska skulden*, SNS förlag.
- Berg, J. och S. Hansen (2014), "Åtgärder mot hushållens skuldsättning – amorteringskrav", Promemoria.
- Cocco, J.F. (2013), "Evidence on the Benefits of Alternative Mortgage Products", *The Journal of Finance*, Vol. LXVIII, No. 4, sid. 1663-1690.
- Europeiska kommissionen (2014), "Macroeconomic imbalances Sweden", Occasional papers 186.
- Europeiska kommissionen (2015), *Country Report Sweden 2015*.
- Finansinspektionen (2015), *Den svenska bolånemarknaden 2015*.
- Forlati, C. och L. Lambertini (2012), "Mortgage Amortization and Amplification", Central for Fiscal Policy Working Paper Series, WP 01-2012
- Forlati, C. och L. Lambertini (2013), "Mortgage Amortization and Welfare", Job Market Paper.
- Friedman, M. (1957), *A theory of the consumption function*, Princeton: Princeton University Press.
- Gerlach-Kristen, P. och R. Merola (2013), "Consumption and credit constraints: A model and evidence for Ireland", Working Paper No. 471, Economic and Social Research Institute (ESRI).
- Johansson, S., E. Hegelund och P. Karpestam (2014), "Amorteringars effekter på bostadspriser och Konsumtion Rekommendationer för en europeisk marknad i förändring", Rapport nr. 5, Svenska institutet för europolitiska studier (SIEPS)
- Konjunkturinstitutet (2014), "Makroekonomiska effekter av ett bostadsprisfall i Sverige", Specialstudier, Nr. 41.
- Sveriges Riksbank (2014), Underlagspromemoria till Finansiella stabilitetsrådet.
- United States Government Accountability Office (2006), "Alternative mortgage products - impact on defaults remains unclear, but disclosure of risks to borrowers could be improved", report nr. GAO_061021.