

Peter Englund

# Bostadsmarknadens risker



PETER ENGLUND

# Bostadsmarknadens risker

**FORES**

A graphic element consisting of a grey triangle pointing upwards and to the right, positioned below the word 'FORES'.

**FORES**

**Bostadsmarknadens risker**

Peter Englund

Grafisk form: Epique Studio

Fores, Kungsbroplan 2, 112 27 Stockholm

info@fores.se

www.fores.se

Tryck: Spektar, Bulgarien 2020

ISBN: 978-91-87379-75-8

**Fritt tillgängligt med vissa rättigheter förbehållna.** FORES vill ha största möjliga spridning av de publikationer vi ger ut. Därför kan publikationerna utan kostnad laddas ner via [www.fores.se](http://www.fores.se). Enstaka exemplar kan också beställas i tryckt form via [info@fores.se](mailto:info@fores.se). Vår hantering av upphovsrätt utgår från Creative Commons Erkännande-Ickekommersiell-Inga bearbetningar 3.0 Unported License (läs mer på [www.creativecommons.se](http://www.creativecommons.se)). Det innebär i korthet att det är tillåtet att dela, det vill säga att kopiera, distribuera och sända verket, på villkor att FORES och författaren anges, ändamålet är icke kommersiellt och verket inte förändras, bearbetas eller byggs vidare på.



# Innehållsförteckning

Om Fores	iv
Om författaren	v
Förord	vi
Sammanfattning	viii
<b>1. Introduktion</b>	<b>1</b>
<b>2. Utbud och efterfrågan – priser och köer</b>	<b>6</b>
<b>3. Risker för hushållen</b>	<b>20</b>
Risker för bostadsägare	21
Risker för hyresgäster	42
Flyttrisker	46
<b>4. Risker för samhället</b>	<b>51</b>
<b>5. Institutioner och kontrakt</b>	<b>64</b>
Skatter	65
Penningpolitik och makrotillsyn	71
Upplåtelseformer	75
Lånekontrakt	87
Sparprodukter och garantier	109
Finansiella instrument	112
<b>6. Vad kan göras?</b>	<b>117</b>
Referenser	120

Om Fores

# Den gröna och liberala tankesmedjan

iv

---

**Fores** – Forum för reformer och entreprenörskap – är den gröna och liberala tankesmedjan. Vi vill förnya debatten i Sverige med tro på entreprenörskap och människors möjligheter att själva forma sina liv.

Miljö och marknad, migration, företagandet i civilsamhället, integritet, jämställdhet, global demokratisering och moderniserad välfärd – det är några av de frågor vi jobbar med. Vi är en öppen och oberoende mötesplats för samhällsengagerade, debattörer, akademiker och beslutsfattare.

Tillsammans med personer i hela Sverige ska vi hitta lösningar på hur Sverige kan möta de utmaningar som globaliseringen och klimathotet innebär. Vi fungerar som en länk mellan nyfikna samhällsmedborgare, debattörer, entreprenörer, beslutsfattare och seriös forskning. Fores producerar böcker och arrangerar seminarier och debatter.

Besök gärna vår webbplats [www.fores.se](http://www.fores.se).

# Om författaren

v

---

**Peter Englund** har varit verksam som professor i nationalekonomi vid Uppsala universitet 1989–99 och professor i bank- och försäkringsekonomi vid Handelshögskolan 1999–2017. Hans forskning har framför allt berört bostads- och fastighetsekonomi och finansiell stabilitet och kriser.

Han har medverkat i ett stort antal utredningar, senast utredningen om en ny riksbankslag, och är styrelseledamot i Finansinspektionen och Tredje AP-fonden.

# Förord

I **projektet** *Hitta hem* har vi hittills tittat på frågor som handlar om utbud och efterfrågan, skatter och fördelning. Det är grundläggande frågor för varje marknad, och är förmodligen givna ingångar för alla som tittar på de problem som finns på bostadsmarknaden. Den här rapporten tar sig an bostadsfrågorna från riskperspektivet, vilket kompletterar det vi har gjort tidigare på ett tankeväckande sätt.

Resultaten av rapporten går väl ihop med hur analyserna har landat ur andra perspektiv. En ordentlig fastighetsskatt, lägre skatt vid försäljningar och mer marknadsanpassade hyror är kloka politiska reformer även om man ser till risk. Samtidigt finns här helt andra resonemang om lån- och sparprodukter och derivat som skulle kunna fördela risker på ett bättre sätt, både för den enskilde husägaren och för samhällsekonomin. Därmed vänder sig rapporten även till finansvärlden, där banker i samråd med Finansinspektionen skulle kunna hitta nya lösningar.

Rapporten bjuder också på en bred genomgång av

bostadsmarknaden, med en rad resonemang och diagram som bör vara värdefulla för den som vill sätta sig in i bostadsproblemen. Detta oavsett om man är intresserad av risk eller något annat perspektiv. Rapportens slutsatser ändras inte av coronakrisen. Snarare blir till exempel avsnittet om amorteringskrav mer aktuellt.

I projektet har vi nu täckt in en lång rad perspektiv. En helhet börjar utkristallisera sig där det finns utrymme för ett antal reformer, som kompletterar varandra i hur de bidrar till en bostadsmarknad där alla får möjlighet till ett rimligt boende i närheten av attraktiva arbetsmarknader.

Projektet *Hitta hem* har en referensgrupp med representanter från Byggföretagen, Einar Mattsson, Fastighetsägarna, Mäklarsamfundet, Rikshem, Slättö och Trä- och möbelföretagen. Ett tack till dem för deras bidrag i form av både kloka tankar och reda pengar. De har haft möjlighet att komma med synpunkter under arbetet med rapporten, men det är författaren själv som står för slutprodukten. Tack även till de anonyma granskarna av rapporten och till Hans Lind, som är vetenskaplig rådgivare för projektet som helhet.

Stockholm, den 28 april 2020,

Andreas Bergström

Vice vd, Fores

# Sammanfattning

**Val av bostad** är några av de största, mest långsiktiga och riskfyllda beslut som vi fattar i livet. Att de är riskfyllda beror i grund och botten på bostadens karaktär. Efterfrågan på bostäder kan skifta snabbt beroende på demografi och allmän ekonomisk utveckling samtidigt som utbudet är trögrörligt. Följden är återkommande obalanser mellan utbud och efterfrågan som är svåra att förutse och parera. På ägarmarknaden resulterar de i fluktuationer i priser och boendekostnader. På svensk hyresmarknad leder de framför allt till variationer i kötid och andra indikationer på tillgänglighet. Framsynt planering och effektiv konkurrens mellan byggherrar skulle kunna motverka att obalanser byggs upp, men de kommer aldrig att kunna elimineras och bostadsvalet är därför oundvikligen förknippat med stora risker för hushållen.

Frågan är då hur institutioner och kontraktsformer kan utformas så att riskerna inte blir alltför besvärande för enskilda hushåll och att de bärs av de aktörer som har bäst förutsättningar. Hur bra är dagens institutioner? Vilka förbättringar är möjliga? Hur väl fungerar spelreglerna på ägar- och hyresmarknaden? Kan man tänka sig nya mellanformer mellan ägande- och hyresrätt? Hur kan staten påverka riskfördelningen? Vilken roll spelar beskattningen av bostäder, penningpolitiken och makrotillsynen? Ger lånekontrakten tillräckliga möjligheter för låntagaren att gardera sig mot ränte-, pris- och likviditetsrisker? Kan man utveckla sparformer som underlättar för ungdomar att få in en första fot på bostadsmarknaden? Förmår de finansiella marknaderna omfördela riskerna från de enskilda hushållen till pensionsfonder och andra investerare? Det är sådana frågor som denna skrift försöker besvara.

**Kapitel 2** ger några *basfakta* och tecknar utvecklingen på svensk bostadsmarknad med bred penna. Bostadsbyggandet har fluktuerat kraftigt, vilket resulterat i ett bostadsbestånd med ojämn åldersfördelning. Av dagens bostäder (lägenheter och småhus) är endast 10 procent byggda efter 1990, att jämföra med 23 procent på 1960- och 70-talen. De reala hyrorna, korrigerade för konsumentprisindex, har stigit trendmässigt sedan 1960-talet med små variationer från år

till år. Obalanser på hyresmarknaden har i stället kommit till uttryck i att längden på bostadskön varierat med stora ökningar på senare år.

På marknaderna för ägda bostäder har obalanserna däremot synts i priserna, som har fluktuerat kraftigt med stora nedgångar under början av 1980-talet och under 1990-talskrisen följda av en i stort sett oavbruten prisuppgång därefter. Det innebär inte att boendekostnaderna, som också påverkas av kapitalkostnaderna, har ökat. Till följd av fallande räntor har de reala boendekostnaderna i småhus i själva verket minskat sedan 1990-talet, dock med betydande svängningar från år till år.

**Kapitel 3** använder sedan historiska data från svensk bostadsmarknad för att belysa och kvantifiera *riskerna från individens perspektiv*. Ett genomgående tema är att riskbilden varierar från individ till individ, framför allt beroende på fas i bostadskarriären. För hyresgästen handlar det om osäkerhet om tillgänglighet och möjligheten att hitta en bostad som passar de egna behoven och den egna plånboken, medan riskerna för den som äger sin bostad i stället framför allt rör pris, boendekostnader och finansieringsvillkor. De unga hushåll som ännu inte köpt sin första bostad oroar sig för stigande priser, medan pensionärer som överväger att byta från en stor och dyr villa till en billi-

gare bostadsrätt är bekymrade över risken att bostadspriserna ska falla.

Prisvariationerna på ägda bostäder tenderar att jämnas ut över tiden. En genomgång av prisutvecklingen på småhus från 1950-talet visar att prisnivån föll med 15 procent det sämsta året (1992–93), men bara med 1,7 procent i årstakt under den sämsta 20-årsperioden (1976–96). Prisrisken beror alltså på husägarens planeringshorisont. För den som överväger att byta bostadsort är den relativa prisnivån mellan olika bostadsmarknader mest relevant. Svängningar i relativpriser kan vara väl så stora. Exempelvis har fluktuationerna i det relativa priset mellan regionen med starkast prisutveckling (Stockholm) och den med svagast prisutveckling (Mellersta Norrland) varit ungefär lika stora som svängningarna i den nationella husprisnivån.

Illustrativa beräkningar tyder på att prisrisken tenderar att vara större för hushåll som flyttar ofta än för mer stationära hushåll. Variationer i bostadsprisernas allmänna utveckling slår igenom mer vid fler transaktioner. Dessutom medför en rörlig bostadskarriär ett större antal köp och försäljningar med de specifika risker som är kopplade till varje transaktion. Särskilt riskfyllt kan det vara vid köp av nybyggda bostäder som ofta säljs ”på ritning” med ett mer eller mindre

bindande avtal om ett förutbestämt pris med tillträde till bostaden först när huset är färdigbyggt efter ett par år. Om försäljningspriset för köparens gamla bostad då blir lägre än förväntat kan köparens finansieringsförmåga sättas på svåra prov.

Det som i slutändan har betydelse är de samlade boendekostnaderna över en hel bostadskarriär. De beror inte bara på prisutvecklingen utan också på flyttmönster och räntans utveckling. Den realiserade kapitalkostnaden för småhusägare med hänsyn tagen till räntor, skatter och den faktiska prisutvecklingen har varierat kraftigt och gått från positiv för 20-årsperioder med start på 1970-talet till negativ för 20-årsperioder från 1990-talet och framåt. Ägaren har så att säga fått ”betalt för att bo” under senare år.

Boende med *hyresrätt* möter två huvudsakliga risker. För det första skapar bytes- och kösystemet på hyresmarknaden en osäkerhet om möjligheten att anpassa sitt boende på hyresmarknaden efter hushållets varierande behov över livscykeln. För det andra gör osäkerheten om framtida priser på ägda bostäder villkoren för tillträde till ägarmarknaden riskfyllda. Vi illustrerar hur tiden för att spara ihop till en given kontantinsats varierat över tiden i takt med prisutvecklingen.

Men det är inte bara så att den allmänna ekonomiska utvecklingen påverkar bostadsmarknaden

och skapar risker för hushållen. Utvecklingen på bostadsmarknaden kan också skapa *risker för samhället*, vilka diskuteras i **kapitel 4**. Bostadskapitalet är en stor andel av det samlade kapitalet i samhället och ägs i stor utsträckning av enskilda, oftast skuldsatta, hushåll. Särskilt de som är skuldsatta på gränsen för vad bankers kreditvärdering eller myndigheters regleringar medger är extra känsliga för olika störningar. Med stigande bostadspriser tenderar andelen kreditbegränsade hushåll att öka och därmed risken för att störningar får återverkningar på konsumtionsefterfrågan och konjunkturutveckling. Samtidigt ökar penningpolitikens genomslag, eftersom högre skuldsatta hushåll påverkas mer av en ränteändring.

Med stigande skuldsättning har bostadslån också kommit att utgöra en alltmer dominerande andel av bankernas tillgångar. Av det skälet kan de potentiellt skapa problem för den finansiella stabiliteten. Erfarenheter från andra länder ger också exempel på att bostadsskulder spelat en central roll i många finansiella kriser. Då har upprinnelsen i allmänhet varit olika strukturskiften i form av avregleringar eller finansiella innovationer, vilka påverkat utbudet av lån. Så var också fallet när avregleringen av den svenska kreditmarknaden på 1980-talet följdes av en bankkris i början på 1990-talet.

I **kapitel 5** diskuteras hur olika samhällsliga institutioner och kontraktsformer påverkar hushållens risker, och hur institutionerna skulle kunna reformeras för att ge hushållen bättre möjlighet att hantera riskerna. Den tidigare *fastighetsskatten* som var en fast procent av taxeringsvärdet kom att kritiseras för bristande förutsägbarhet när stigande småhuspriser under 2000-talet slog igenom direkt i kraftigt höjd skatt. Förutsägbarheten skulle öka om skatten i stället baserades på en schablonintäkt som följde ränteläget så som är fallet för medel på investeringssparkonto. En sådan skatt skulle ha stabiliserat skattebetalningarna och således minskat riskerna för skattebetalarna.

- Fastighetsbeskattningen bör utgå från en schablonintäkt beräknad utifrån fastighetens marknadsvärde multiplicerad med en marknadsränta. Skatten kan göras mer förutsägbar om den baseras på ett glidande medelvärde av ränta och taxeringsvärde.

Risken för bostadsägaren påverkas också av *skatten på realiserade kapitalvinster*, vilken innebär att staten tar en viss andel av vinsterna, men också bär en viss andel av eventuella förluster.

- Kapitalvinstskatten bör utgå på avvikelser från normal värdestegring. Härigenom begränsas inlåsnings effekter samtidigt som staten tar över en del av prisrisken från bostadsägaren.

Olika *upplåtelseformer* har olika riskprofil. Ägande minskar ofta riskerna på lång sikt, medan den kortsiktiga risken är mindre med ett hyreskontrakt.

- Det behövs väl fungerande marknader för bostäder både med ägande- och hyresrätt.

Dagens system för *hyressättning* skapar stor osäkerhet om tillgänglighet för ungdomar och utsocknes liksom om framtida valmöjligheter för dem som redan sitter på ett hyreskontrakt. En reformerad hyressättning med större kontraktsfrihet vid nytecknande av hyresavtal skulle transformera dagens osäkerhet om tillgänglighet till en hyresrisk. Samtidigt skulle långa indexerade hyreskontrakt även i fortsättningen kunna ge sittande hyresgäster gott skydd mot hyresrisk.

- Det behövs en friare hyressättning byggd på kontraktsfrihet där ett reellt besittningsskydd garanteras genom möjlighet till långa indexerade hyreskontrakt.

Ägandet skulle kunna utvecklas genom olika former av *samägande* där riskerna delas mellan den boende och en utomstående ägare. Det görs idag intressanta försök med flexibla kontrakt för bostadsrätter där ett rent hyresavtal respektive samägande kombineras med en option om fullt ägande inom en viss period. Dessa kontrakt är dock enbart avsedda för nyinträ-dande på bostadsmarknaden.

- Former för varaktigt samägande av bostäder behöver utvecklas.

Risker kan också delas genom lämpligt utformade *lånekontrakt*. Dagens svenska bolånemarknad ger goda möjligheter att hantera *ränterisker* genom val av räntebindningstid. Beroende på riskaversion och inkomstris-ker gör olika låntagare olika val. För många passar rörlig ränta utmärkt. Den som väljer bunden ränta kan dock endast lösa lånet genom att betala ränteskillnadsersät-ning, vilket hämmar rörligheten på bostadsmarknaden.

- Reglerna för *ränteskillnadsersättning* behöver ses över för att göra det mer gynnsamt att binda räntan på längre tid. Lån med option att kostnadsfritt förtidslösa lånet skulle fylla en viktig funktion.

Bostadslån tas i grund och botten i syfte att omfördela konsumtionsutrymme över livscykeln. Den som köper och lånefinansierar sin bostad har därför normalt begränsad likviditet och föredrar lån med en baktung profil med betalningarna på lånet koncentrerade längre fram i livet. *Amorteringskrav* ger tvärtom en framtung profil och skapar extra *likviditetsrisker* genom att förskjuta betalningarna närmare i tiden.

- Amorteringskraven behöver hanteras flexibelt i ett annorlunda konjunkturläge eller en finansiell kris.

En speciell typ av likviditetsrisk löper pensionärer med en lågt belånad bostad som de vill belåna för att skapa extra konsumtionsutrymme. Deras risk kan hanteras genom så kallade omvända lån (*kapitalfrigöringskrediter*), där negativ amortering är en del av lånekontraktet.

- Marknaden för kapitalfrigöringskrediter behöver utvecklas.

I många lägen kan låntagare vara betjänta av möjligheten att gardera sig mot *prisrisker*. Lånekontrakt skulle kunna kopplas till utvecklingen av ett lämpligt

fastighetsprisindex. Ett problem är då att priset på låntagarens egen fastighet kan avvika avsevärt från index, särskilt om index täcker stora regioner. Ett alternativ är att koppla lånevillkoren till försäljningspriset på en individuell fastighet, till exempel genom att långgivaren tar en del av vinsten i utbyte mot lägre ränta. Sådana ägarlån (*participating mortgages*) kan dock möta incitamentsproblem kopplade till skötsel och underhåll av fastigheten.

- Ägarlån och lån kopplade till prisindex skulle kunna minska riskerna för många hushåll.

Prisrisker har också betydelse för den som sparar till kontantinsatsen för en bostad. *Sparkontrakt* knutna till fastighetsprisindex har därför en viktig funktion att fylla.

- Bosparande indexerat till bostadspriser skulle kunna minska osäkerheten om villkoren för tillträde till ägarmarknaden.

Det är ont om framgångsrika exempel på lån och sparprodukter kopplade till prisindex. En anledning är att den bank som erbjuder sådana kontrakt kan vara ovillig att ta på sig alltför mycket risk kopplad till bostads-

priserna. Sådan risk skulle vara lättare att hantera om det funnes likvida *finansiella instrument* kopplade till bostadsprisindex, till exempel i form av terminskontrakt eller optioner. Lika väl som banker regelmässigt använder derivat för att matcha räntebindningen på sina lån med motsvarande finansiering skulle de få möjlighet att gardera sin exponering mot bostadspriser. Riskerna skulle på så vis kunna flyttas från hushåll via banker och andra finansinstitut till pensionsfonder och andra långsiktiga slutplacerare.

- Nya finansiella instrument skulle underlätta för banker att erbjuda lån och sparande kopplade till bostadsprisindex samtidigt som de skulle kunna vara attraktiva för investerare.

---

## **Författarens tack**

Varmt tack till Johan Almenberg, John Dolan, Lars-Erik Ericsson, Harry Flam, Lars Hörngren, Magnus Karlsson, Hans Lind, Mats Persson, Lars E O Svensson, Viktor Thell, Pehr Wissén och två anonyma läsare för insiktsfulla kommentarer på ett tidigare utkast samt till Paulina Vaughn för värdefull assistenthjälp.

---

## Kapitel 1

# Introduktion

**Bostadspolitiken** diskuteras från olika perspektiv. Ofta är frågor om segregation, inkomstfördelning och miljö centrala. Den här skriften anlägger ett annat perspektiv och fokuserar på bostadsmarknadens ekonomiska risker. Hur stora är riskerna, och vilka är det som bär dem? Vissa risker är oundvikliga konsekvenser av bostädernas natur, medan andra kan undvikas eller omfördelas. Hur hanterar bostadsmarknadens institutioner riskerna idag? Hur kan nya institutioner utvecklas så att riskerna blir mindre kännbara?

Beslut på bostadsmarknaden får konsekvenser långt in i framtiden. Bostäder byggs för att stå ett sekel eller mer. Varje års nybyggande motsvarar sällan mer än en eller ett par procent av det totala beståndet. Bostäder är också bundna i rummet. De står, med få undantag, kvar där de en gång byggdes. När den geografiska utvecklingen är obalanserad och arbetsplatser alltmer koncentreras till ett fåtal storstäder får bostadsbeståndet svårt att hänga med.

En bostad efterfrågas normalt för att bli familjens hem för en lång tid framåt. Bostadsvalet binder upp en stor andel av hushållets resurser, och att köpa en egen bostad eller att teckna ett hyreskontrakt tillhör de beslut i livet som har allra störst betydelse, både snävt ekonomiskt och för familjens välfärd i vidare mening. Men det handlar om beslut förenade med risker. Bostadspriser och hyror kan stiga eller falla. Ränteutvecklingen är osäker. Skatter och avgifter kan ändras. Bostadsområden kan bli mer eller mindre attraktiva. Service och transporter liksom den sociala och fysiska miljön kan försämrats eller förbättras. Riskerna kan förstärkas av att beslut att köpa en bostad eller teckna ett hyreskontrakt ofta ställer stora krav på kunskaper, och att den enskilde är i informationsunderläge mot säljare, mäklare och hyresvärd.

Hur väl hanterar institutioner och kontraktsformer på bostadsmarknaden dessa risker? Bärs riskerna av dem som är bäst ägnade? Hur stor risk bärs av det allmänna? Hur fördelas riskerna mellan hyresvärd och hyresgäst, mellan villaägare och långivare, mellan bostadsutvecklare och köpare etcetera? Hur påverkar samhället genom lagar och regleringar riskfördelningen?

Inslaget av regleringar är tydligast på hyresmarknaden där hyror enligt lag sätts i förhandlingar

mellan hyresgäster och fastighetsägare. Detta system har resulterat i hyror som visserligen är relativt stabila över tid, men som på attraktiva lägen i expanderande orter sedan många år ligger på en nivå där efterfrågan vida överstiger utbudet och där nya hyreskontrakt fördelas genom kontakter eller efter kötid och andra administrativa principer. Systemet har omvandlat en osäkerhet om boendekostnader för dem som sitter på ett hyreskontrakt till en osäkerhet om kötid och tillgänglighet för dem som står utanför hyresmarknaden. Men det har långt ifrån eliminerat osäkerheten om den långsiktiga hyresutvecklingen, inte minst i samband med framtida renoveringar. Den har heller inte eliminerat osäkerheten om möjligheten att anpassa hushållens boende efter framtida behov.

För den som äger sin bostad är situationen annorlunda. Här är möjligheten att välja ett boende anpassat efter behov och plånbok i princip obegränsad på en väl fungerande ägarmarknad, i skarp kontrast mot den reglerade hyresmarknaden. Boendekostnaden bestäms från år till år på marknaden där bostadspri- ser och räntor fluktuerar. Den boende kan själv delvis gardera sig mot en del av kostnadsrisken genom att välja fast i stället för rörlig ränta, men har däremot liten möjlighet att skydda sig mot prisvariationer eller ändrade skatteregler. Vidare begränsas tillträde till

ägarmarknaden av möjligheten till finansiering, vilken utöver gängse kreditprövning också påverkas av regleringar i form av lånetak och amorteringskrav.

I kapitel 2 ges en bakgrundsbeskrivning av utvecklingen på svensk bostadsmarknad på senare decennier. Kapitel 3 illustrerar sedan osäkerheten för olika kategorier av hushåll i olika situationer. Först behandlas hushåll som äger sin bostad. Vi betonar att risken för ett enskilt hushåll beror på var det befinner sig i bostadskarriären och skiljer på risker på kort och lång sikt och på prisrisker och finansieringsrisker. Därefter tittar vi på hyresgästens situation. Här handlar osäkerheten framför allt om möjligheten att anpassa boendet efter hushållets behov på en marknad med förhandlade hyror och långa köer. Pris- och finansieringsriskerna vid en eventuell framtida flytt till äganderätt är också betydande. Just byte av bostad är förknippat med särskilda risker och ett kort avsnitt ägnas åt flytt-risker. Därefter lyfter vi i kapitel 4 blicken från det enskilda hushållet till samhället och riskerna för den ekonomiska stabiliteten, något som präglat debatten efter finanskrisen och påverkat den ekonomiska politiken på senare år.

När vi så har identifierat de risker som hushåll möter i olika skeden av sin bostadskarriär ställer vi i kapitel 5 frågan hur samhällseliga institutioner och

kontraktformer påverkar dessa risker och hur de skulle kunna reformeras för att ge hushållen bättre möjlighet att hantera riskerna. Först tittar vi på sådant som den ekonomiska politiken direkt rör över: skatter, penningpolitik och makrotillsyn. Därefter behandlas kontrakt för olika upplåtelseformer och möjligheten att utveckla intressanta mellanformer mellan äganderätt och hyresrätt. Slutligen diskuterar vi finansiella kontrakt kopplade till boende: olika former av bostadslån, bosparande och finansiella instrument. Kapitel 6 presenterar en reformagenda i punktform.

## Kapitel 2

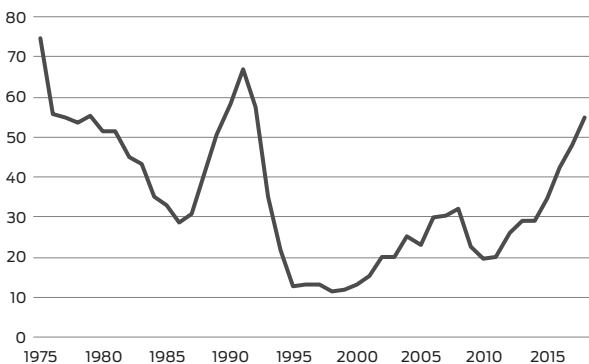
# Utbud och efterfrågan – priser och köer

**På marknader** för vanliga varor brukar vi tänka i termer av utbud och efterfrågan. När balansen mellan utbud och efterfrågan rubbas påverkas priserna, och produktion och konsumtion anpassar sig för att åter skapa jämvikt. Det speciella med bostäder jämfört med de flesta andra varor är att utbudet är så trögrörligt, och att en bostad för all framtid är fixerad i geografin och delvis också till yta och andra viktiga egenskaper. Varje års nybyggande motsvarar bara någon enstaka procent av det totala beståndet, och när bostaden väl är byggd så ligger den där den ligger och har en given storlek och karaktär. Följden är att det kan krävas relativt stora pris- och hyresändringar för att bibehålla jämvikt på marknaden.

I Sverige finns idag 4,9 miljoner bostadslägenheter

i småhus och flerfamiljshus. Mot det ska ställas ett nybyggande på mindre än 100 000 lägenheter om året. Som framgår av *diagram 1* fluktuerar visserligen byggandet kraftigt från år till år. Ett rekordår som 2018 byggdes fem gånger så många lägenheter som bottenåren på 1990-talet. Men inte ens detta års rekordbyggande resulterade i en ökning av beståndet med mer än 1,3 procent. Eftersom bostäder har en livslängd på många decennier och tar tid att få på plats, inte minst om planeringsfasen inkluderas, måste byggandet anpassas efter långsiktiga förväntningar om bostadsbehoven snarare än efter kortsiktiga fluktuationer i efterfrågan. Följden är att själva beståndet är trögrörigt. Sedan 1990 har det totala antalet lägenheter ökat med 22 procent, ett tillskott som är något i underkant på befolkningsökningen. Under samma period ökade den vuxna befolkningen (över 25 år) med 25 procent, det vill säga tre procentenheter mer än antalet lägenheter. Skillnaden kan tyckas liten, men även en sådan bristande balans mellan efterfrågan, mätt med antal hushåll, och utbud, mätt med antal bostäder, kan få dramatiska konsekvenser på tillgänglighet och priser. I praktiken måste hushållsbildningen anpassas. Det kan resultera i att fler ungdomar stannar i föräldrahemmet, delat boende blir vanligare och att inslaget av

**Diagram 1: Antal färdigställda lägenheter i småhus och flerbostadshus, tusental, 1975-2018**



Källa: SCB statistikdatabasen, färdigställda lägenheter i nybyggda hus.

dubbla bostäder minskar.<sup>1</sup>

Jämfört med utbudet är efterfrågan på bostäder mer rörlig. I botten ligger den demografiska utvecklingen. Födelse- och dödstal och hushållsbildning är relativt stabila och förutsägbara, men migrationsströmmar, både över nationsgränserna och inom landet, kan svänga kraftigt från ett år till ett annat. Eftersom utbudet av bostäder är bundet till sin lokalisering har migrationen särskilt stor betydelse för balansen på de

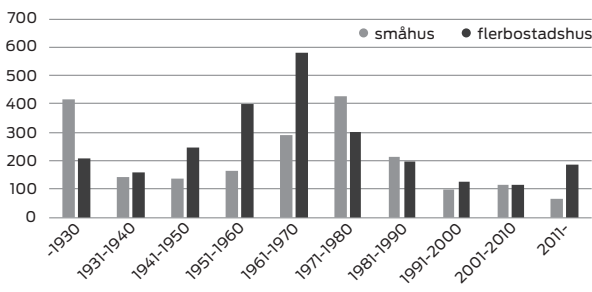
<sup>1</sup> Sådana anpassningar har dock inte satt något tydligt avtryck i statistiken. Enligt SCB:s statistik över antal personer per hushåll har den genomsnittliga hushållsstorleken varit oförändrad på 2,2 personer sedan 2012. Enligt Hyresgästföreningen (2019) har dock den andel av unga mellan 20-27 år som bor hemma hos sina föräldrar ökat från 15 procent 1997 till 27 procent 2019. Det är också värt att notera att Sverige enligt *OECD Family Data Base* har den lägsta genomsnittliga hushållsstorleken av samtliga länder, 1,80 jämfört med EU-genomsnitt på 2,36 personer per hushåll. Siffrorna avser 2015.

regionala bostadsmarknaderna. Utöver på demografi beror bostadsefterfrågan också på inkomstutvecklingen och, vad gäller ägt boende, finansieringsvillkoren, vilka också varierar mycket över tiden. Dessa faktorer har kanske inte så stor betydelse för hur många bostäder som efterfrågas, men däremot för efterfrågan på olika egenskaper hos bostaden som storlek, kvalitet och läge. Med stigande inkomster riktas efterfrågan mot större och bättre belägna bostäder av högre kvalitet. Och med olikheter i regional utveckling förskjuts bostadsefterfrågan från orter med svag arbetsmarknad till regioner med bättre tillgång på attraktiva jobb.

Balansen på marknaden handlar således inte bara om det totala antalet bostäder per capita utan också om bostädernas storlek och kvalitet och var de är belägna. En konsekvens av att nybyggandet står för en så liten del av beståndet är att de flesta av dagens bostäder är byggda för flera decennier sedan och belägna där de svarade mot en gången tids befolkningsmönster. Som framgår av *diagram 2* är hälften av dagens lägenheter i flerbostadshus byggda under de första efterkrigsdecennierna mellan 1950 och 1980, och av småhusen är så många som 20 procent byggda före 1930. Det kan därför leda fel att söka anpassa nybyggandet efter efterfrågan från de grupper som just för dagen står för tillskottet till efterfrågan. Nybyggda bostäder är ju i

allmänhet dyrare och därför mindre lämpliga för unga och invandrare, just de grupper som svarar för den största delen av den ökade efterfrågan. För balansen på marknaden är det därför viktigt att dessa också får tillgång till det äldre beståndet.

**Diagram 2. Antal lägenheter 2018 fördelat på byggnadsår (värdeår), tusental**



Källa: SCB, statistikdatabasen, bostadsbeståndet.

Bostäders långa livslängd begränsar således utbudet på kort och medellång sikt. I kombination med en rörlig efterfrågan leder det oundvikligen till återkommande obalanser. Beroende på hur bostadsmarknaden är organiserad avspeglar sig obalanserna i priser eller tillgänglighet på bostäder. På längre sikt anpassar sig rimligen utbudet till efterfrågan, något som stabiliserar priserna, vilka på så vis följer produktionskostnaderna i nybyggnationen.

Anpassningsprocessen påverkas av att läget tenderat att få en allt större betydelse i moderna växande ekonomier. Mer än hälften av jordens befolkning bor numera i städer, och i Sverige har befolkningen i de tre storstadsregionerna växt med 40 procent sedan 1990, att jämföra med 9 procent i resten av landet under samma period. I så gott som varannan kommun (143 av 290) har befolkningen minskat. Drivkrafterna bakom denna ”städernas triumf” (Glaeser, 2011) är komplicerade, men oavsett orsakssamband är följden att efterfrågetrycket på centralt belägen storstadsmark, som inte kan nyproduceras, har ökat under lång tid. En allt större efterfrågan har riktat sig mot en begränsad markyta. I expanderande storstadsregioner har därför markpriserna, och därmed priserna på bostäder och andra fastigheter, ökat trendmässigt under efterkrigstiden.<sup>2</sup>

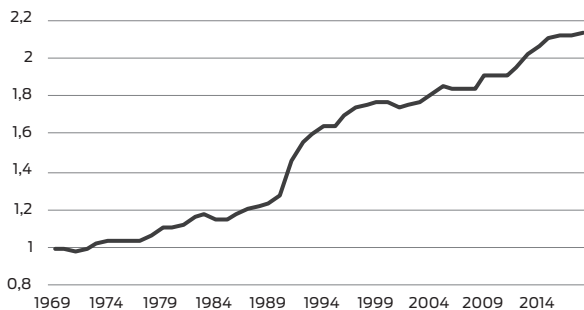
På en väl fungerande marknad för en vara vilken som helst – säg grönsaker – anpassar sig priser i varje ögonblick så att utbud hela tiden är lika med efterfrågan. Priserna fluktuerar från dag till dag i takt med skördeutfall och andra faktorer. På bostadsmarknaden, och i all synnerhet den svenska hyresmarknaden, fungerar

---

2 Hur mycket markpriserna stiger beror på utbudselasticiteten, vilken i sin tur beror på transportsystem, geografi, stadsplanering med mera. Enligt en studie på långa nationella tidsserier från 14 industriländer (Knoll, Schularick och Steger, 2017) var de reala huspriserna i allmänhet relativt konstanta fram till mitten av 1950-talet, när tillgången på centralt belägen obebyggd mark ännu var god. Därefter har priserna stigit trendmässigt.

det inte på samma sätt. För hyreslägenheter sätts priset på boende – hyran – i förhandlingar på kommunal nivå som bestämmer hyran inte bara för den som bor i lägenheten idag utan även för den som ska teckna ett nytt kontrakt. Förändringar i balansen mellan utbud och efterfrågan får därför begränsat genomslag på hyran, utan påverkar i första hand kölängder och andra indikatorer på tillgänglighet. Att hyrorna är trögrör- liga medan kölängden varierar desto mer framgår av *diagram 3 och 4*. Vi ser att hyresnivån trendmässigt har stigit snabbare än priser i allmänhet, sannolikt mest till följd av urbaniseringen. Men bortsett från i början av 1990-talet, när de statliga räntebidragen för nypro-

**Diagram 3: Realt hyresindex, 1969–2018**

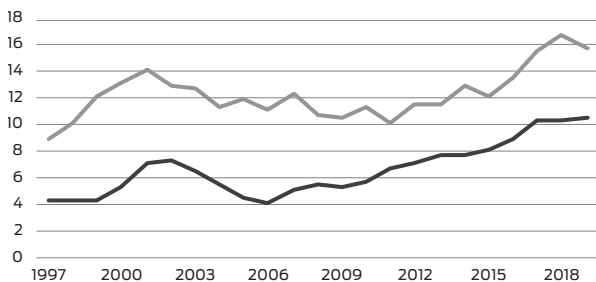


Anm: Hyreskomponenten i konsumentprisindex (KPI) dividerad med KPI.  
Källa: SCB

ducerade bostäder avvecklades, har det rört sig om en ganska jämn utveckling med små hack från år till år utan tydlig koppling till det aktuella efterfrågetrycket.

Till skillnad från hyrorna har kötiderna fluktuerat kraftigt. Som framgår av *diagram 4*, som avser Storstockholm och Stockholms innerstad, växte köerna särskilt snabbt under högkonjunkturåren omkring millennieskiftet och under de allra senaste åren, i ingetdera fallet utan någon tendens till snabbare hyreshöjningar. I stort sett inga lägenheter förmedlas numera till sökande med en kötid kortare än två år. Utanför storstäderna och vissa regionala centra är bostadsköerna däremot korta eller obefintliga.

**Diagram 4. Genomsnittlig kötid i år för lägenheter tilldelade genom Stockholms bostadsförmedling, 1997–2019**



Källa: Storstockholms bostadsförmedling.

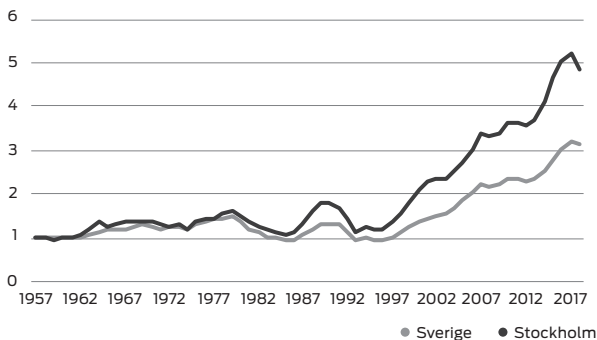
● Innerstaden ● Totalt

På ägarmarknaden för småhus och bostadsrätter är det annorlunda. Där bestäms hela tiden – efter förhandlingar eller budgivning på bostäder som är ute på marknaden – priser som tillfredsställer både köpare och säljare och skapar en övergripande balans mellan utbud och efterfrågan. Den som är villig att betala gällande pris kan alltid finna en passande bostad.<sup>3</sup>Följden är att det kan bli stora svängningar i priserna på småhus och bostadsrätter.

*Diagram 5* visar prisindex för småhus i hela Sverige respektive Stockholm från 1957 och framåt. Indexen är reala och bygger på SCB:s fastighetsprisindex dividerade med konsumentprisindex. I genomsnitt har de reala priserna under perioden stigit med 1,89 procent per år för hela Sverige och med 2,62 procent per år i Stockholm. Diagrammet ger bilden av tre perioder: relativt jämn prisökning fram till slutet av 1970-talet, volatil utveckling åren därefter med stora nedgångar i början av 1980-talet och under 1990-talskrisen, samt en uthållig och kraftig prisuppgång från mitten av 1990-talet. Fram till slutet av 1980-talet följde priserna i Stockholm landet i övrigt nära. Därefter har prisnivån

---

3 Denna beskrivning av prisbildningen på bostadsmarknaden är förstås förenklad. Framför allt bortser den från det faktum att bostäder är heterogena objekt och att varken köpare eller säljare har fullständig överblick över marknaden. Bostadsmarknaden är ett typiskt exempel på en sökmarknad där transaktionspriser för identiska objekt vid en och samma tidpunkt mycket väl kan skilja sig åt. Beskrivningen bortser också från att endast en liten del av beståndet är ute på marknaden vid en viss tidpunkt. Se vidare diskussionen om flyttkostnader i kapitel 3.

**Diagram 5: Index över reala småhuspriser, 1957–2018**

Anm: Fastighetsprisindex för småhus dividerat med konsumentprisindex. Siffrorna avser årsmedelvärden.

Källa: Riksbanken, Historisk monetär statistik för Sverige, samt SCB

i Stockholmsområdet stigit ungefär 50 procent jämfört med landet i övrigt.<sup>4</sup>

Priset på en bostad med äganderätt är dock inte direkt jämförbart med hyran på en lägenhet. Medan hyran är priset på själva boendet – rätten att bo i bostaden – är priset på ett småhus eller en bostadsrätt priset på en kapitaltillgång, som ger ägaren tillgång till boende. Priset på själva boendet i en ägd bostad – det som motsvarar hyran i en hyrd bostad – utgörs i stället av summan av kapitalkostnaden för att äga bostaden och kostnaderna för drift och underhåll, vad som brukar benämnas brukarkostnaden (*user cost*).

<sup>4</sup> Sambandet mellan befolknings- och bostadsprisutveckling är generellt mycket starkt. Se Emanuelsson (2015), diagram 6 för en illustration på svenska kommundata för perioden 1993–2013.

I brukarkostnaden bör också inkluderas skattekonsekvenserna av ägandet. Brukarkostnaden för en fullt belånad<sup>5</sup> fastighet kan då uttryckas som:

$$\text{brukarkostnad} = \text{bostadspris} \bullet \text{kapitalkostnad} + \text{kostnad för drift och underhåll} \quad (1)$$

där

$$\text{kapitalkostnad} = \text{ränta efter skatt} + \text{fastighets- skatt} - \text{förväntad värdestegring efter skatt}. \quad (2)$$

Det är viktigt att skilja brukarkostnad från boendeutgift. Den senare avser bara kassaflödet i form av räntor och amorteringar. Boendeutgiften kan vara större än brukarkostnaden för den som amorterar på sitt lån, men den kan också vara mindre än brukarkostnaden för den som har en liten skuld och stort eget kapital i sin bostad.

Utvecklingen av kapitalkostnaden för småhus beräknad enligt uttryck (2) framgår av den streckade grafen i *diagram 6*.<sup>6</sup> Den kostnaden har fluktuerat kraftigt, i huvudsak beroende på variationer i realräntan

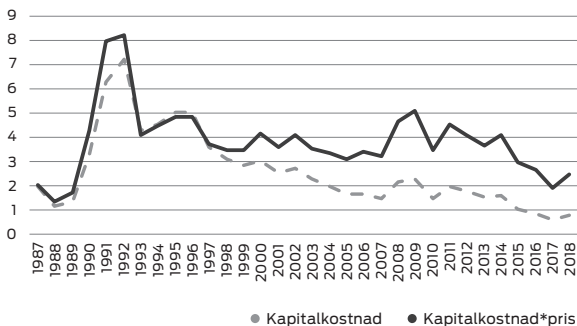
5 Eftersom full belåning sällan är möjlig eller önskvärd ska brukarkostnaden även inkludera kostnaden för eget kapital. Beräkningarna kan tolkas som att kostnaden för eget kapital är densamma som låneräntan. Kostnaden för eget kapital kan dock skilja sig kraftigt åt mellan olika hushåll beroende på alternativkostnaden för att finansiera en kontantinsats.

6 Kalkylen bygger på antagandet att förväntad värdestegring under hela perioden har varit lika med den förväntade allmänna inflationen för nästkommande år. Med tanke på att de reala huspriserna har stigit trendmässigt kan detta antagande ifrågasättas. Med en förväntan om realt stigande huspriser skulle kapitalkostnaden bli i motsvarande grad lägre.

vilken steg kraftigt i upptakten till 1990-talskrisen och som sedan fallit mer eller mindre kontinuerligt sedan mitten av 1990-talet med avbrott för en liten uppgång omkring den internationella finanskrisen 2008. Den heldragna linjen visar kapitalkostnaden multiplicerad med småhusprisindex, det vill säga brukarkostnaden exklusive drift och underhåll. Den har också fluktuerat, men inte fallit lika kraftigt på senare år, vilket är naturligt eftersom räntan är en viktig förklaringsfaktor till husprisernas utveckling; ju lägre ränta desto högre huspriser. Brukarkostnaden (exklusive drift och underhåll) är ju i princip proportionell mot bostadens pris, och en ränteförändring borde därför i sig få fullt genomslag på priset så att brukarkostnaden hålls oförändrad på den nivå som skapar jämvikt. En halverad kapitalkostnad per krona motiverar ju i sig närmast en fördubbling av priset för att återställa brukarkostnaden. Sedan mitten på 1990-talet har ju också de reala småhuspriserna stigit kraftigt, med cirka 200 procent, samtidigt som realräntan har mer än halverats. Följden är att kapitalkostnaden minskat med någon procentenhet av fastighetsvärdet under samma period.

Det är slående hur stora obalanserna på dagens bostadsmarknad är i ett historiskt perspektiv. Bostadsköerna i storstäderna är längre än någonsin. Samtidigt är de reala småhuspriserna mer än dubbelt

**Diagram 6: Kapitalkostnad för småhus, 1987–2018 (procent)**



Anm: Kapitalkostnaden är beräknad enligt uttryck (2). Räntan är baserad på SBAB:s femåriga bostadsränta. Skattesatserna är från Skattestatistisk Årsbok och Stenkula (2015). Den effektiva fastighetsskatten är beräknad med hänsyn till den årliga genomsnittliga kvoten mellan försäljningspris och taxeringsvärde (källa: SCB) och avser efter 2007 fastigheter med taxeringsvärden under brytpunkten för maximal fastighetsavgift. Den effektiva skattesatsen på värdestegring är satt till gällande skattesats på kapitalvinster multiplicerad med 2/3 av den förväntade nominella värdestegringen i syfte att ta hänsyn till att skatten tas ut först vid försäljning. Förväntad värdestegring är satt lika med företagens ettåriga inflationsförväntningar (källa: Konjunkturbarometern).

så höga som under boomen i slutet av 1980-talet och hyresnivån har nära nog fördubblats under samma period. Man kan mot den bakgrunden ställa sig frågande till att byggandet reagerat så måttligt. Detta har många och komplicerade förklaringar som bland annat hänger samman med tillgången på byggbar mark, de kommunala planprocesserna och konkurrensen i byggsektorn. En orsak är också att den otillfredsställda efterfrågan till viss del finns hos grupper som

inte har råd att bo i nyproducerade hyresrätter eller inte klarar de krav på kreditvärdighet som behövs för att teckna ett hyreskontrakt eller för att finansiera köp av en ägd bostad.<sup>7</sup> Deras problem kan inte lösas genom att det byggs mer bostäder utan kräver också att billigare bostäder i beståndet blir tillgängliga. Utöver ”normal” osäkerhet om balansen på bostadsmarknaden, som är en naturlig konsekvens av att efterfrågan är mer volatil än utbudet, tillkommer således en osäkerhet om bostadspolitik och samhällsplanering i vid bemärkelse.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det finns starka fundamentala skäl till att balansen på bostadsmarknaden kan skifta snabbt över tiden. På ägarmarknaden resulterar detta i fluktuationer i bostadspriser och boendekostnader. På dagens svenska hyresmarknader avspeglas det framför allt i variationer i kötid och andra indikationer på tillgänglighet.

---

7 En färsk studie av Berg och Lind (2019) visar dock att det finns billig nyproduktion på marknaden som medger en så måttlig hyra att hushåll med lägsta avtalsenlig lön klarar en skälig levnadsstandard enligt Konsumentverkets normer.

## Kapitel 3

# Risker för hushållen

**Av skäl** som diskuterats kan det vara svårt att undvika snabba skiften i balansen mellan utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden. Detta skapar risker som måste fördelas bland ekonomins aktörer: hushåll, fastighetsägare, byggare, finansiärer och det allmänna (det vill säga skattebetalarna). Vi ska försöka bena ut och ge enkla mått på de risker som hushåll möter till följd av att priser, hyror, tillgänglighet och finansieringskostnader varierar över tiden. Hur utsatt en viss individ är för dessa risker beror på livssituationen: ålder, upplåtelseform, inkomst, förmögenhet och så vidare. I nästa delavsnitt diskuterar vi först riskerna för den som äger sin bostad, för att därpå se på risker ur hyresgästens perspektiv. Uppdelningen mellan ägare och hyresgäster är lite konstlad eftersom de flesta är hyresgäster under en viss period och ägare under andra faser i livet. En typisk bostadskarriär kan gå från en liten hyreslägenhet i ungdomen till ett ägt småhus som barnfamilj i

mitten av livet till en bostadsrättslägenhet när barnen flyttat hemifrån. Många av de största riskerna hänger samman med övergången från ett boende till ett annat. Vi diskuterar flyttrisker i ett tredje delavsnitt.

## Risker för bostadsägare

### Prisrisker

Den kanske mest uppenbara risken för den som äger sin bostad kan tyckas vara att priset varierar. Men det kan vara förledande att bara se prisvariationer som något negativt. Anledningen är att bostaden inte är ett kapitalföremål vilket som helst, utan en tillgång som genererar en konsumtionstjänst (boende). Varierande huspriser behöver därför inte i sig vara något problem. Om priserna faller kan ju ägaren ändå bo kvar i samma bostad utan att behöva dra ned på annan konsumtion, och hen har också råd att byta till en likvärdig bostad inom samma bostadsområde eftersom priserna på grannars hus normalt följer en likartad utveckling. Omvänt skapar inte stigande huspriser i sig något extra konsumtionsutrymme. Om ägaren vill bo kvar har hen så att säga mest blivit ”rikare på papperet”, något som visserligen kan förbättra kreditvärdigheten och möjligheten att belåna bostaden men annars inte

är till mycket glädje. Det är först för den som i framtiden vill byta till en dyrare eller billigare bostad eller flytta till ett annat område som prisutvecklingen verkligen får betydelse.

Hur ändrade bostadspriser slår, beror då på i vilken fas av bostadskarriären som hushållet befinner sig.<sup>8</sup> De som är unga och avser att i framtiden byta till en större och dyrare bostad är så att säga underinvesterade i bostadskapital i förhållande till sin framtida bostadskonsumtion. Stigande priser utgör då dåliga nyheter. Särskilt uppenbart är detta för dem som ännu inte köpt sin första bostad. Underinvesterade hushåll skulle vilja minska sin prisrisk genom att öka sin förmögenhets känslighet mot bostadspriser, det vill säga investera i (finansiella) tillgångar som stiger i värde när bostadspriser stiger. Det omvända gäller för dem som kommit längre i bostadskarriären och är överinvesterade i bostadskapital, därför att de planerar att byta till en mindre och billigare bostad och kanske senare i livet ta ut ytterligare pengar ur sitt boende, exempelvis vid flytt utomlands eller till servicehus som pensionär. Sett ur ett sådant hushålls perspektiv utgör den ägda bostaden en sorts pensionsförsäkring, där ägaren skulle vilja minska osäkerheten om sin framtida levnadsstandard genom att dra ned sin

---

8 Se Banks m fl (2017) för en mikroekonometrisk studie av hur sambandet mellan huspris och konsumtion varierar över livscykeln.

exponering mot bostadsprisernas utveckling. Oavsett förtecken kan man också konstatera att den stora kort-siktiga prisosäkerheten är mest relevant för dem som avser att flytta inom en nära framtid, kanske främst ungdomar, internationell arbetskraft och barnfamiljer med utflugna barn.

*Diagram 5* visar den genomsnittliga prisutvecklingen, för hela landet respektive Stockholmsregionen. Skillnaderna är stora och illustrerar att bostadspriser utvecklas olika i olika områden. Den regionala utvecklingen är obalanserad och det existerande bostadsbeståndet är geografiskt fixerat samtidigt som tillgången på centralt belägen mark är begränsad i växande storstäder. Även inom ett visst geografiskt område är varje hus unikt och fastighetsmarknaden är därför en sökmarknad där ingen kan ha en fullständig överblick. Transaktionspriset för ett enskilt objekt påverkas därför av tillfälligheter, till exempel hur otåliga köpare och säljare är och hur väl de unika egenskaperna hos ett visst hus matchar potentiella köparens önskemål och behov. Av alla dessa skäl avviker priset på en enskild fastighet från ett fastighetsprisindex, även om indexet beräknats för en snävt avgränsad region. Variationer i prisindex underskattar således den verkliga osäkerheten om priset på en enskild fastighet, och det är ju det senare som är relevant för den som köper eller

säljer sin bostad.<sup>9</sup> Enligt en studie på svenska data från 1990-talet av Englund, Quigley och Redfearn (2002) var variansen för prisökningen på ett enskilt hus ungefär dubbelt så stor som variansen i förändringen av index sett över en horisont på 2–5 år.<sup>10</sup> Med denna reservation i åtanke, låt oss nu titta på indexdata över prisutvecklingen.

De reala prisfluktuationerna från ett år till ett annat, mätta med småhusprisindex för hela Sverige från *diagram 5*, har varit stora, från som mest en ökning med 12 procent mellan 1987 och 1988 ned till en minskning med 15 procent mellan krisåren 1992 och 1993. För de flesta hushåll kanske inte upp- och nedgångar i pris mellan enskilda år spelar så stor roll, men även sett över längre perioder har variationerna varit stora. Om vi jämför olika 20-årsperioder noteras det största reala priset mellan 1976 och 1996 med 29 procent (1,7 procent i årstakt), medan priset steg med hela 211 procent mellan 1996 och 2016 (5,8 procent i årstakt).

*Diagram 7 och 8* illustrerar hur avkastningen, uttryckt i årsavkastning, har fluktuerat över tiden sett över två olika horisonter. I *diagram 7* visas utvecklingen för perioder om 1 respektive 20 år med olika

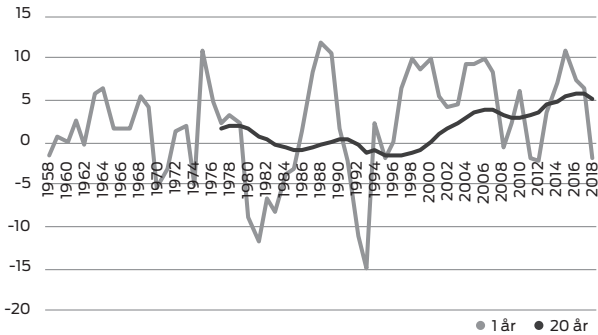
---

9 På motsvarande sätt fångar inte data över kapitalkostnaden baserade på genomsnittliga bolåneräntor upp olikheter i enskilda låntagares kreditvärdighet och tillgång till eget kapital eller deras förmåga att välja långivare och förhandla sig till goda lånevillkor.

10 Se också Peng och Thibodeau (2017) för en mer aktuell studie med liknande resultat på amerikanska data.

sluttidpunkt. Vi ser hur fluktuationerna från period till period minskar med periodens längd. Det finns alltså en tendens för huspriser att återgå mot en långsiktig trend, och prisrisken ter sig mindre allvarlig för en ägare utan planer att flytta inom de närmaste åren. Att denna skillnad mellan kort och lång sikt gäller i allmänhet är väl belagt.<sup>11</sup> En förklaring är att priserna på lång sikt tenderar att förankras av kostnaderna för nybyggda bostäder. Även om dessa påverkas av markpriserna, vilka stiger på lång sikt i expanderande regio-

**Diagram 7. Real prisförändring på småhus över 1 respektive 20 år, årstakt, procent**

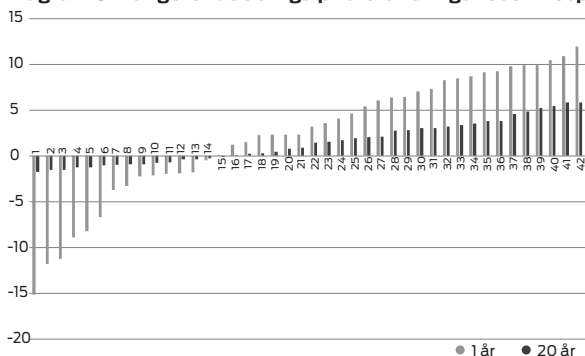


Anm: Diagrammet illustrerar den procentuella reala prisstegringen på småhus under aktuellt år respektive föregående 20-årsperiod, allt uttryckt i årstakt.  
Källa: Diagram 5.

<sup>11</sup> Det är dock omstritt hur rationell prisbildningen på bostäder är även på längre sikt; se till exempel Glaeser och Nathanson (2017).

ner, sätter kopplingen till byggkostnaderna en viss gräns för hur mycket bostadspriser kan variera.

I syfte att tydligare illustrera hur variabiliteten i prisutveckling sammanhänger med horisonten visar *diagram 8* avkastningarna från *diagram 7*, för alla perioder med slutdatum efter 1977, rangordnade från lägsta till högsta. För båda horisonterna uppvisar ungefär en tredjedel av alla observationer ett prisfall. Det mest slående mönstret är att det råder en asymmetri mellan upp- och nedgångar. De mest extrema prisfallen under ett enskilt år har varit nästan tio gånger så stora som de största nedgångarna över längre perioder, medan de största prisstegringarna under ett enskilt år bara har varit ungefär dubbelt så stora som de största långvariga uppgångarna, allt räknat i årstakt. Prisfallen har således ofta varit korta och branta, medan uppgångarna i allmänhet varit jämnare och uthålligare. Skillnaden i årsavkastning mellan sämsta enskilda år och sämsta 20-årsperiod är 13 procentenheter, medan skillnaden mellan bästa år och bästa 20-årsperiod är 6 procentenheter. En bostadsägare med kort horisont har alltså särskild anledning att oroa sig över risken för plötsliga prisfall.

**Diagram 8. Rangordnade årliga prisförändringar över 1 resp. 20 år**

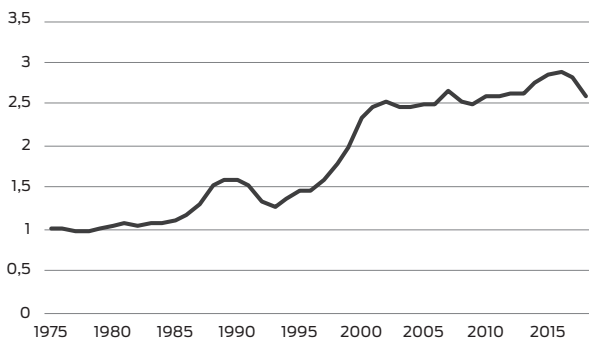
Anm: Diagrammet presenterar ett histogram över de rangordnade annualiserade prisförändringarna för olika horisonter, tagna från diagram 7. Vertikalaxeln anger prisförändringens storlek och horisontalaxeln dess rangordning.

Variationer i pris, även över lite längre horisonter, kan ha mindre betydelse för den som planerar att bo kvar inom samma område. Om priserna på det egna huset har fallit när det är dags att flytta gäller detsamma sannolikt för andra hus i området; husägaren har blivit fattigare på papperet, men har fortfarande råd med en lika stor bostad. Annorlunda kan det vara för den som vill byta bostadsort. Då är det den relativa prisutvecklingen mellan de båda orterna som har betydelse. Det gäller i all synnerhet eftersom benägenheten att flytta normalt hänger samman med läget på de lokala arbetsmarknaderna, som i sin tur påverkar de relativa bostadspriserna. Prisriskerna är särskilt stora för den som äger en bostad på en ort dominerad av en arbetsgivare eller en bransch, där plötsligt ökad arbetslöshet

kan få dramatiska effekter på huspriserna och därigenom hämma rörligheten för den som äger sin bostad.

Som ett grovt exempel på relativprisrisker visar *diagram 9* ett relativt prisindex mellan regionen med starkast prisutveckling (Stockholm) och den med svagast prisutveckling (mellersta Norrland) enligt SCB:s småhusprisindex. Även denna relativa prisutveckling har varit mycket variabel och fluktuerat mellan -11 procent (1992) och +18 procent (2000). Skillnaden mellan de båda extremvärdena är i själva verket något större än motsvarande skillnad för hela Sverige. Sett över alla 10-årsperioder har det relativa Stockholmspriset ökat i varje period med variationer mellan 0,3 procent per år (2008–18) och 6,7 procent per år (1993–2003).

**Diagram 9: Relativt småhusprisindex Stockholm/Mellersta Norrland, 1975–2018**



Anm: Diagrammet anger kvoten mellan småhusprisindex för Stockholm och småhusprisindex för Mellersta Norrland. Källa: SCB.

För många hushåll är det inte byte av bostadsort som är mest relevant utan byte mellan olika bostäder, exempelvis mellan lägenhet och hus. Om vi håller oss till ägt boende, kan en vanlig bostadskarriär starta med en liten lägenhet i bostadsrätt som sedan byts till ett småhus för att sedan åter bytas mot en lägenhet. Det är då prisförhållandet mellan småhus och bostadsrätt som har betydelse. Tyvärr kan detta endast belysas för en relativt kort tidsperiod, eftersom det inte finns något index över bostadsrättspriser före 2005. Utvecklingen därefter framgår av *diagram 10* som visar att priserna under denna period ökat långsammare på småhus än på bostadsrätter. I förhållande till bostadsrätter föll prisindex på småhus med 30 procent fram till 2016 för att därefter vända upp något under de senaste åren.<sup>12</sup> De årsvisa variationerna har varit stora även under denna ganska korta period särskilt omkring finanskrisen, då relativpriset föll med 8,9 procent mellan juni 2006 och juni 2007 och sedan steg med 6,7 procent mellan juni 2007 och juni 2018.

Även bortsett från byte av bostadsort eller upplåtelseform beror risken med varierande bostadspriser på ägarens ålder och var i bostadskarriären hen befinner

---

12 Utvecklingen kan delvis avspegla att bostadsrätter företrädesvis är belägna i storstäder, där bostadspriserna i gemen ökat snabbare, samtidigt som småhusandelen är större i landet i övrigt, där priserna inte stigit lika mycket. För Storstockholm minskade kvoten mellan småhus och bostadsrätter något långsammare än för landet som helhet, ned till som lägst 0,75 i slutet av 2015 för att därefter vända svagt uppåt.

**Diagram 10: Relativt prisindex för småhus i förhållande till bostadsrätter, månadsdata, januari 2005–september 2019.**



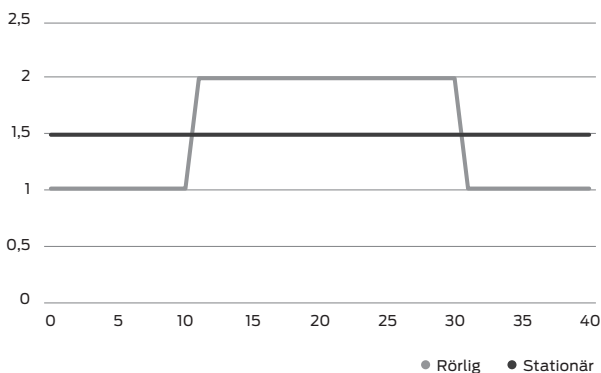
Anm: Grafen anger kvoten mellan HOXHOUSE:SWE och HOXFLAT:SE.  
Källa: Valueguard.

sig. Bostadskonsumtionen varierar över livscykeln, och de allra flesta hushåll byter bostad flera gånger under livet. Schablonmässigt kan man tänka sig att bostadskarriären i många fall består av tre faser: en liten första bostad följd av en större familjebostad och därefter en mindre pensionärsbostad. Vinnare över en sådan livscykel blir de hushåll som möter låga och fallande priser i början av bostadskarriären och höga priser när de avvecklar sitt boende.

Låt oss nu försöka mäta de ekonomiska utfallen över bostadskarriären för två typhushåll och se hur de varierat beroende på under vilket år hushållen gått

in på småhusmarknaden. Vi tänker oss dels ett rörligt hushåll vars bostadsinnehav över tiden följer den stiliserade bostadskarriären som illustreras i *diagram 11*. Detta hushåll köper sitt första hus år noll, säg vid 25 års ålder, säljer huset 10 år senare och köper samtidigt ett dubbelt så stort och dyrt hus, vilket behålls i 20 år varefter det byts mot ett som är hälften så dyrt, vilket slutligen säljs efter ytterligare 10 år. Som vårt andra typhushåll tar vi ett helt orörligt hushåll som behåller ett och samma hus under en hel 40-årsperiod. För jämförbarhetens skull tänker vi oss att båda hushållen vill ha en lika stor och dyr bostad i genomsnitt över livet, det vill säga att det orörliga hushållets hus är 50 procent större än det rörliga hushållets första hus.

**Diagram 11. Stiliserade bostadskarriärer**



Om vi betecknar prisnivån innehavsår  $t$  med  $p_t$  investerar vårt rörliga hushåll således  $p_0$  år noll och ytterligare  $p_{10}$  år 10 för att sedan få en nettoförsäljningsintäkt på  $p_{30}$  år 30 samt  $p_{40}$  år 40. Samtidigt investerar det orörliga hushållet 1,5 gånger  $p_0$  år noll och får en intäkt på 1,5 gånger  $p_{40}$  år 40. Frågan är då hur stort nettot av dessa köp och försäljningar blir. Hur stort belopp, positivt eller negativt, kan hushållen ta ut till konsumtion, eller lämna i arv, efter den slutliga försäljningen efter 40 år? Eftersom kassaflödena inträffar vid olika tidpunkter beror svaret på ränteläget under perioden: den reala låneräntan efter skatt, eller den reala avkastningen på sparmedel om köpen finansierats med eget kapital. Låt oss för att här renodla prisrisken anta att den reala räntan (eller kapitalavkastningen) efter skatt varit konstant lika med noll under hela perioden.<sup>13</sup> Det innebär att om huspriserna varit reellt konstanta skulle kalkylen sluta på noll oberoende av starttidpunkt. I själva verket har ju huspriserna stigit, och det hushåll som bodde kvar i samma hus under hela 40-årsperioder mellan 1957 och 2018 gjorde i genomsnitt en real prisvinst på 65 procent av inköpspriset.

---

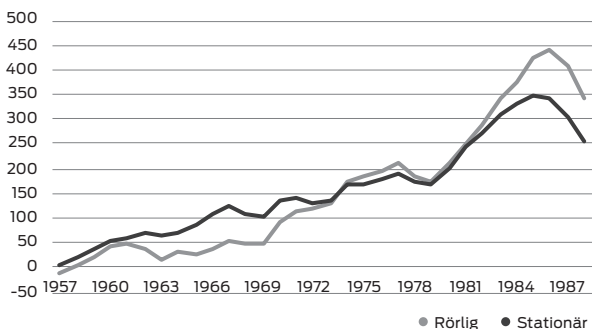
<sup>13</sup> Den uppmärksamme läsaren tycker kanske att detta är ett väl orealistiskt antagande eftersom räntan är en central förklaringsfaktor till huspriserna. Vi återkommer senare i *diagram 15* till en mer komplett kalkyl som integrerar pris- och ränterisk.

Ekonomiska utfall för sådana 40-åriga bostadskarriärer, enligt *diagram 11*, med olika startdatum från 1957 och framåt redovisas i *diagram 12*. Siffrorna för hushåll som gick in på marknaden under 1980-talet och vilkas bostadskarriärer alltså kommer att sluta först på 2020-talet är delvis hypotetiska. De bygger på antagandet att huspriserna kommer att förbli reall oförändrade från 2018 och framåt. Variationerna i utfall mellan olika startår är betydande. De hushåll som köpte sitt första hus på slutet av 1950-talet och lämnade marknaden framåt millennieskiftet fick inte mer än sina pengar tillbaka. Över tiden har utfallet sedan förbättrats i stort sett trendmässigt. De hushåll som gick in på marknaden på 1970-talet har fått ut mer än det fulla värdet av sin första bostad 40 år senare, och utfallet för de hypotetiska, ännu oavslutade, bostadskarriärerna som började på 1980-talet ser ut att bli ännu bättre.

Vi ser också betydande skillnader mellan hushåll som flyttar och hushåll som bor kvar i samma hus. Rörliga hushåll som köpte sina första hus på 1960-talet och bytte ned sig efter prisfallet på 1990-talet kommer att råka illa ut jämfört med de hushåll som behöll samma hus i 40 år och gick ur marknaden på 2000-talet. För hushåll som köpte sitt första hus på 1980-talet gäller det omvända. Dessa hushåll gynnas av att kunna

byta upp sig billigt på 1990-talet och får därför ett bättre utfall än hushåll som behöll samma hus en hel 40-årsperiod. Variationerna mellan olika startår är också större för vårt rörliga typhushåll, som kom ut sämre än det stationära hushållet under de ”dåliga” startåren på 1960-talet, men desto bättre under den goda perioden med start på 1980-talet. Sammanfattningsvis har alltså osäkerheten om det ekonomiska utfallet för en typisk husägarkarriär varit stor historiskt, och det finns all anledning att tro att osäkerheten för de ungdomar som påbörjar sin bostadskarriär idag är lika stor.

**Diagram 12. Utfallet för 40-åriga bostadskarriärer med olika startår, procent av startvärde**



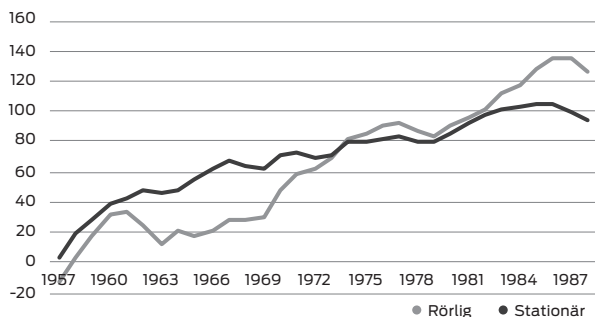
Anm: Värdena är beräknade som  $(p_{40} + p_{30} - p_{10} - p_0)/p_0$  för den rörliga karriären och  $1,5 \cdot (p_{40} - p_0)/p_0$ , där  $p_t$  avser prisnivån år  $t$  av en bostadskarriär.

Även en bostadskarriär på 40 år kan vara ett alltför kort perspektiv för att utvärdera riskerna. I många fall kanske föräldrar inte utnyttjar intäkterna från den sålda bostaden för egen konsumtion utan i stället låter dem tillfalla barnen exempelvis som en grundplåt för deras första bostadsköp. Den relevanta frågan blir då hur stort slutvärdet är i förhållande till prisnivån vid försäljningstidpunkten snarare än vid inköpstidpunkten. Detta visas i *diagram 13*, där samma slutvärde som ligger till grund för *diagram 12* relaterats till prisnivån i slutet av bostadskarriären. För den som köpte sitt första hus på 1960-talet och sålde det 40 år senare räckte slutvärdet till en handpenning på 20-50 procent av kostnaden för ett nytt hus, medan den som köpte sitt första hus på 1980-talet skulle ha råd att ge bort ett likadant hus i stort sett obelånat till sina barn 40 år senare. För den generation som idag närmar sig pensionen har ägande med andra ord säkrat en grundplåt för barnens inträde på bostadsmarknaden, till skillnad från fallet för tidigare generationer.

Ett annat sätt att få ett grepp om storleksordningen på kapitalvinsterna är att jämföra med hushållens inkomster. För en bostadskarriär som påbörjades 1977 och avslutades 2017 var enligt *diagram 13* det genomsnittliga slutvärdet 92 procent av husets värde. Med ett genomsnittligt försäljningspris på 3 miljoner kro-

nor 2017 motsvarar det 2,7 miljoner. Samma år var den genomsnittliga disponibla årsinkomsten för ett hushåll med två vuxna utan barn mellan 30 och 49 år 607 000 kronor. Den potentiella kapitalöverföringen från föräldrar till barn motsvarar alltså 4–5 årsinkomster.

**Diagram 13 Utfallet för en 40-årig bostadskarriär med olika startår, procent av slutvärde**



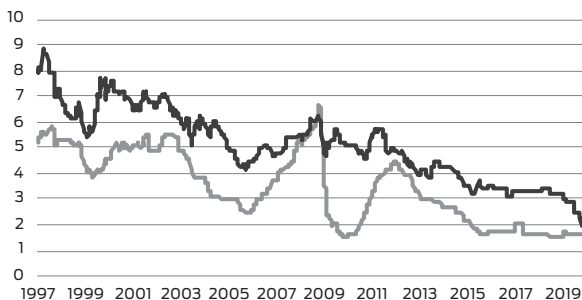
Anm: Värdena är beräknade som  $(p_{40} + p_{30} - p_{20} - p_0)/p_{40}$  för den rörliga karriären och  $1,5 \cdot (p_{40} - p_0)/p_{40}$ , där  $p_t$  avser prisnivån år  $t$  av en bostadskarriär.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det finns starka fundamentala skäl till att balansen på bostadsmarknaden kan skifta snabbt över tiden. På ägarmarknaden resulterar det i fluktuationer i bostadspriser. Boendekostnaderna beror dock inte bara på bostadspriserna utan också på kapitalkostnaderna enligt uttryck (2) i avsnitt 2. Osäkerhet om tillgång och kostnad för finansiering är därför en central risk.

## Finansieringsrisker

Ägda bostäder finansieras i huvudsak med lån. Som framgår av *diagram 14* har variationerna i bolåneräntor varit stora även under den period från slutet av 1990-talet när Riksbankens tvåprocentiga inflationsmål varit väl etablerat. Särskilt under tider av internationell finansiell oro har räntorna fluktuerat. Under 2007/08 respektive 2011/12 fördubblades den rörliga räntan inom loppet av ett år.

Den kortsiktiga ränterisken kan enkelt elimineras genom att binda räntan. Som framgår av diagrammet har detta varit förknippat med en viss räntepremie. Med undantag för hösten 2008, mitt under den internationella finanskrisen, har den rörliga tremånadersräntan genomgående varit lägre än den fasta tioårsräntan. Löptidspremien har dock varierat kraftigt, mest dramatiskt från svagt negativ i oktober 2008 till nära 4 procentenheter i juli året därpå. I genomsnitt har ränteskillnaden under perioden från 1997 uppgått till 1,6 procentenheter. Med tanke på att den korta räntan trendmässigt fallit under denna tid har den realiserade ränteskillnaden varit ännu större. Exempelvis betalade den som löpande omsatte lån till rörlig ränta var tredje månad mellan 1997 och 2007 en effektiv årsränta under perioden på 4,3 procent, att jämföra med en bunden tioårsränta 1997 på 8,1 procent.

**Diagram 14: Bolåneräntor, olika räntebindningstid**

Källa: SBAB

● 3 månader ● 10 år

För en bostadsägare är det inte så mycket den nominella räntan i sig som den reala kapitalkostnaden med hänsyn till bostadsprisernas utveckling som har betydelse. Från den nominella räntan ska då dras värdestegringen under innehavsperioden. Det är således kombinationen av ränterisk och prisrisk som har betydelse. För att illustrera detta kan vi beräkna den realiserade kapitalkostnaden efter 20 år för en fullt belånad investering i ett småhus räknad per krona fastighetsvärde under försäljningsåret.<sup>14</sup> Kalkylen bygger på ett amorteringsfritt bolån som löper med rörlig ränta

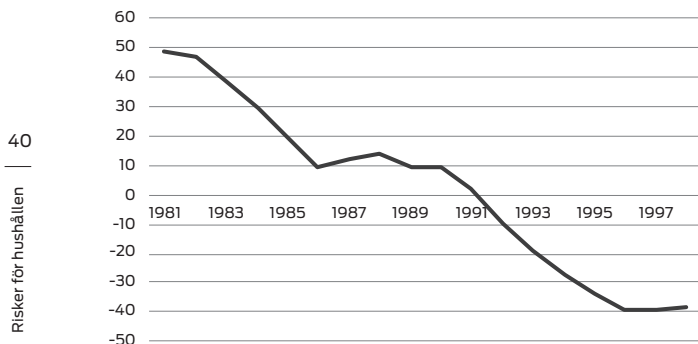
<sup>14</sup> Vi har tidigare i avsnitt 2 tittat på den reala kapitalkostnaden. Siffrorna i *diagram 6* avser kapitalkostnaden *ex ante* beräknad under antagande om att huspriserna förväntas stiga i takt med den allmänna inflationen. I detta avsnitt tittar vi i stället på utfallet *ex post* baserat på den realiserade prisutvecklingen.

och amorteras i sin helhet efter 20 år, när huset säljs. Hänsyn tas till fastighetsskatt (schablonintäkt före 1991) och att den nominella kapitalvinsten beskattas vid försäljning.

Som vi ser i *diagram 15* har utfallet varierat kraftigt beroende på startår. För den som köpte ett hus åren före 1990-talskrisen uppgick den slutliga kapitalkostnaden efter 20 år till nära 60 procent av försäljningspriset, vilket motsvarar en årlig real kapitalkostnad på 2,3 procent. För senare år, i takt med fallande bolåneräntor och kraftigare husprisstegringar, noterar vi gradvis sjunkande kostnader. För 20-årsperioder med start 1992 och senare blir kapitalkostnaden negativ. För den som köpte sitt hus i slutet av 1990-talet var den realiserade kapitalkostnaden -2,6 procent per år. Bostadsägarna har så att säga fått ”betalt för att bo” för att låna ett uttryck från en bok om en tidigare epok på svensk bostadsmarknad; Sandelin och Södersten (1978).

Full lånefinansiering är förstås ett något artificiellt antagande. Banken kräver ju normalt någon form av kontantinsats, och sedan 2010 finns i Sverige ett lagstadgat bolånetak på 85 procent av bostadens värde. Bolånekostnaden måste därför inkludera kostnaden för ett topplån, för den som alls får låna, eller kostnaden för eget kapital för den som har eget sparande att

**Diagram 15. Kapitalkostnad efter skatt för en fullt belånad 20-årig bostadsinvestering, andel av försäljningspris, startår 1987–98**



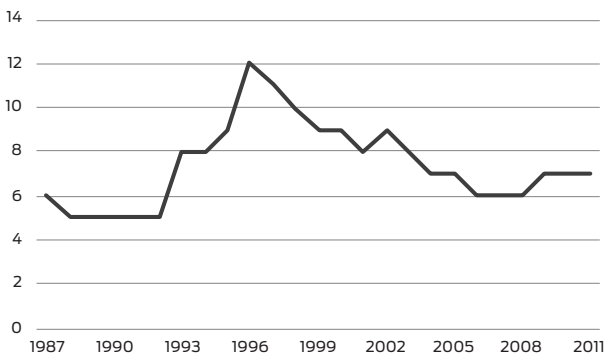
Anm: Grafen anger kapitalkostnaden netto efter skatt för 20 års ägande av ett fullt belånat hus inköpt angivet år. Summan av årliga ränteutgifter (SBAB:s ettårs räntor) efter skatt och effektiv fastighetsskatt är framräknade till försäljningstidpunkten med en lång ränta (SBAB:s tioårsränta). Lånet betalas i sin helhet vid försäljningstidpunkten och den nominella kapitalvinsten beskattas med gällande kapitalvinstskattesats.

ta ifrån. För hushåll med eget sparande utöver bostaden kan det vara rimligt att tänka sig att alternativkostnaden för eget kapital ligger nära bolåneräntan, varför kalkylen i *diagram 15* fortfarande skulle vara relevant.

Men många hushåll kan behöva spara ihop till kontantinsatsen över ett antal år. Frågan blir då hur mycket man behöver spara. Den frågan är högst relevant inte minst för unga hushåll som försöker planera sin bostadskarriär och vill bedöma hur mycket sparande som krävs för att kunna köpa en bostad inom rimlig tid. Men frågan går inte att besvara med säker-

het i förväg eftersom framtida bostadsprisnivå och därmed kontantinsatsens storlek inte är känd. Ett sätt att illustrera osäkerheten är att tänka sig ett hushåll som planerar att spara ihop till kontantinsatsen på fem år och gör antagandet att bostadspriserna kommer att vara oförändrade under denna period. Frågan är då hur osäkert det är att hushållet verkligen når sitt sparmål i tid. *Diagram 16* visar hur lång tid det har tagit att nå sparmålet vid olika starttidpunkter. Som framgår har den tiden varierat avsevärt, från avsedda fem år i början av 1990-talet till som mest tolv år när huspriserna började accelerera omkring millennieskiftet.

**Diagram 16. Spartid till kontantinsats, startår 1987–2011**



Anm: Grafen anger antalet år det tar att nå upp till ett sparmål om 15 procent av en bostads pris med ett årligt sparande om 3 procent av huspriset vid starttidpunkten för sparandet. Bostadspriset är mätt med SCB:s fastighetsprisindex för småhus.

Osäkerheten om möjligheten att finansiera ett bostadsköp förstärks av osäkerheten om framtida lånevillkor. På senare år har räntorna ju fallit mer eller mindre kontinuerligt, men den trenden kommer rimligen förr eller senare att vändas i sin motsats. Likaväl som den långa räntan i stort sett halverades mellan 2014 och 2019 finns möjligheten att den fördubblas under den tid det kan ta för ett hushåll att spara ihop till kontantinsatsen för ett lån. För att gardera sig mot denna ränterisk skulle hushållet behöva kunna sluta ett terminskontrakt med banken om ett lånelöfte om ett framtida lån till idag given ränta, kontrakt som knappast förekommer idag. Till osäkerheten om ränteläget kommer osäkerheten om bankernas framtida kreditprövning. På senare år har den påverkats bland annat av åtgärder från Finansinspektionen i form av lånetak och amorteringskrav; se vidare avsnitt 4.

## Risker för hyresgäster

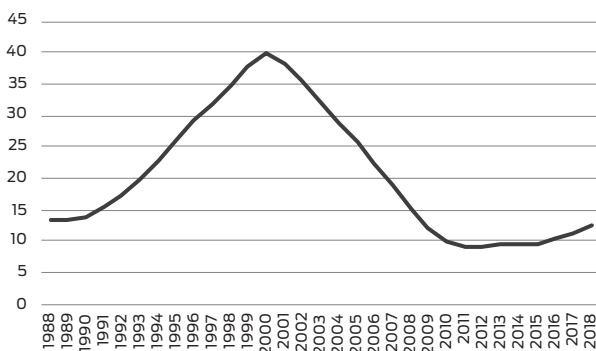
För den som hyr sin bostad med förstahandskontrakt är osäkerheten om boendekostnaderna i stort sett obefintlig i det korta perspektivet.<sup>15</sup> Hyran är normalt bestämd ett år i taget och utfallet av de årliga hyresför-

---

<sup>15</sup> Ett undantag från det påståendet är att renoveringar kan leda till stora hyreshöjningar även på kort sikt.

handlingarna resulterar sällan i hyreshöjningar som avviker nämnvärt från den allmänna inflationstakten. Sett över längre horisont ter det sig dock något annorlunda. Som framgått av *diagram 3* har hyror trendmässigt ökat snabbare än priser i allmänhet under flera decennier. De årsvisa avvikelserna från trenden har dock i allmänhet inte varit större än ett par procent upp eller ned. Undantaget är 1991 och 1992 när den reala hyran ökade med 14 respektive 6 procent. Anledningen var att reducerade räntesubventioner till nyproducerade bostäder tilläts slå igenom direkt på hyrorna. Den enda större trendavvikelsen hade således inte med marknadsutvecklingen att göra.

**Diagram 17: Procentuell hyreshöjning jämfört med föregående tioårsperiod**



Källa: diagram 3.

Sett över längre perioder är dock osäkerheten om den reala hyresutvecklingen långt ifrån försumbar. *Diagram 17* visar den procentuella reala hyresökningen över tioårsperioder med olika slutår. Variationerna har varit betydande mellan en ökning på upp till 40 procent under 1990-talet och ned till omkring 10 procent under 2010-talet. För ett genomsnittshushåll tar hyran idag i anspråk omkring 25 procent av den disponibla inkomsten. Det innebär att osäkerheten om boendekostnaden, mätt med skillnaden mellan 10 och 40 procents ökad årshyra under en tioårsperiod, motsvarar en skillnad på mellan 25 och 100 procent av ett års disponibel inkomst.

För innehavaren av ett hyreskontrakt kan ändå hyresrätten framstå som ett bostadsval förknippat med måttlig risk. Denna syn är dock i viss mån en chimär, eftersom den bortser från osäkerheten om att kunna bo i en lägenhet som passar det egna hushållets behov även framöver. Hyresförhandlingarna resulterar ju sedan länge i hyror på nivåer där efterfrågan överstiger utbudet. Denna ojämvt manifesterar sig i köer av varierande längd. Av *diagram 4* framgår hur den genomsnittliga kötiden bland dem som fått lägenhet genom Stockholms bostadsförmedling har fluktuerat med det ekonomiska läget: relativt kort kötid efter 1990-talskrisen, längre kötider under IT-boomen

kring millennieskiftet, åter kortare kötider omkring den internationella finanskrisen och sedan snabbt ökande kötid på senare år.

Bristen på tillgänglighet är naturligtvis främst ett problem för dem som står utanför bostadsmarknaden, i första hand ungdomar och migranter. För dem som är inne på marknaden ger ett förstahandskontrakt en viss rätt att byta lägenhet genom interna bytesköer, men tillgången på attraktiva bytesobjekt varierar med marknadsläget och mellan olika hyresvärdar, områden och typer av lägenheter. Ju mer hyresgästen kan tänka sig att kompromissa med sina önskemål, desto snabbare kan en lägenhet bli tillgänglig. Den observerade kötiden i den kommunala bostadskön kan därför ses som en hygglig indikator på möjligheten att anpassa boendet; ju längre kö desto färre alternativ inom rimlig tid och desto svårare att realisera en bostadskarriär som svarar mot familjens önskemål.<sup>16</sup> På hyresmarknaden får bostadsvalet därför ett inslag av lotteri, där många hushåll bor i bostäder som illa svarar mot deras behov. En enkel överslagskalkyl i Finanspolitiska rådet (2019), fördjupningsruta 3.1, visar att välfärdskostnaden av den bristande anpassningen efter hushållets preferenser kan vara betydande.<sup>17</sup>

16 Måttet är förvisso inte oproblemiskt eftersom många ställer sig i bostadskö enbart i avvaktan på framtida bostadsbehov. Den andelen har sannolikt ökat, vilket kan förklara en del av den ökning som illustreras i *diagram 4*.

17 Se också Glaeser och Luttmer (2003) för mer detaljerade beräkningar av felallokeringskostnaden för hyresregleringen i New York.

Sammantaget möter de boende på den svenska hyresmarknaden två huvudsakliga risker som båda handlar om möjligheten att hitta en bostad som svarar mot hushållets behov. För det första skapar osäkerheten om prisutvecklingen på ägarmarknaden en osäkerhet om möjligheten att överhuvudtaget komma in på den marknaden och där hitta en passande bostad. För det andra skapar bytes- och kösystemet på hyresmarknaden en osäkerhet om möjligheten att hitta en lämplig hyreslägenhet.

## Flyttrisker

Som vi betonat måste hushållens risker ses i relation till deras planeringshorisont och var de befinner sig i sin boendekarriär. Själva bytet från en bostad till en annan rymmer särskilda risker. Eftersom alla bostäder är olika och endast en liten andel är tillgängliga vid varje tidpunkt, är det svårt för den enskilde att överblicka valmöjligheterna. Detta gäller inte bara för hyreslägenheter utan också för ägda bostäder. Det är därför svårt för köpare och säljare att få en god överblick över marknaden och att göra en korrekt bedömning av det ”riktiga” marknadspriset för en viss bostad. Det handlar ju om två priser som ska värderas mer eller mindre samtidigt, både priset på den bostad

som ska säljas och på den som ska köpas.

Bostadsmarknaden är vad som brukar kallas en sök- eller matchningsmarknad där ofullständigt informerade köpare och säljare söker sig fram till överenskommelser som är ömsesidigt attraktiva. Hur transaktionspriser bestäms i praktiken beror på vilka spelregler som gäller på marknaden, något som skiljer sig åt mellan olika länder. I Sverige går affären vanligen genom en mäklare som är anlita av säljaren, varför köparen kan hamna i ett informationsunderläge. På senare år har det i allmänhet fungerat så att mäklaren annonserar ett pris som säljaren är villig att acceptera, men som i praktiken är att uppfatta som ett utgångspris för budgivning. Spekulanter avger sedan stegvis högre bud tills endast en budgivare återstår. Priset bestäms således av den näst högste budgivarens värdering av bostaden plus det som den vinnande budgivaren lägger på i sitt sista bud.

Det är förstås ingen naturlag att priset ska bestämmas just på detta sätt. Utannonserade priser kan vara fasta eller sättas så högt att säljaren räknar med att gradvis få lov att sänka priset tills bostaden finner en köpare. I praktiken tenderar försäljningsprocessen att variera med marknadsläget. På en vikande marknad ökar risken att inte finna någon enda köpare till utannonserat pris. Då tvingas säljaren antingen vänta

eller sänka priset tills bostaden finner en intresserad spekulant. Alternativt kan bostaden dras tillbaka från marknaden. Det är således inte bara en osäkerhet om pris utan också om tidsutdräkt.

Här är inte platsen att gå in i detalj på prisbildningen på bostadsmarknaden och hur den eventuellt skulle kunna reformeras. Poängen är att varje byte av bostad innehåller flera riskmoment. Det handlar om två kontrakt, ett köp- och ett försäljningskontrakt. Om kontrakten sluts samtidigt avspeglar de samma underliggande marknadsprisnivå, den som mäts med ett prisindex, och prisrisken utgörs då av risken för avvikelser från marknadspriset, vad som ibland kallas den ”idiosynkratiska” prisrisken. Denna risk är särskilt viktig eftersom köp och försäljning sällan sker alldeles samtidigt. På några månader hinner visserligen inte marknadsprisnivån ändras särskilt mycket. Men som vi konstaterat i kapitel 3 motsvarar den idiosynkratiska risken flera års indexprisrisk.

Särskilt riskfyllt kan det bli om köpet av bostad kräver hög belåning. I värsta fall är faran att ett köp inte kan fullföljas om försäljningspriset på den gamla bostaden skulle visa sig bli lägre än förväntat. Det kan därför vara rationellt att först sälja sin bostad för att veta hur långt ett lånelöfte från banken räcker. Alternativt krävs kontrakt som gör det möjligt att häva ett

köpeavtal och därigenom överföra risken på motparten. Sådana risker är normalt hanterbara genom kontraktsklausuler, särskilt eftersom tiden mellan köp och försäljning normalt är liten. Mer problematiskt kan det vara när det gäller köp av nybyggda bostäder.

Nybyggda bostäder säljs ofta ”på ritning”, det vill säga genom en sorts terminskontrakt där köparen tecknar ett mer eller mindre bindande avtal om ett förutbestämt pris med tillträde till bostaden först när huset är färdigbyggt efter ett par år. För en byggherre kan detta vara ett bekvämt sätt att avhända sig prisrisk, något som kan vara extra viktigt om byggherren är högt belånad.<sup>18</sup> Det är dock långt ifrån uppenbart att köparna är de som är bäst ägnade att bära denna prisrisk. En köpare riskerar förvisso att upptäcka att hen gjort en dålig affär om marknadspriserna skulle ha gått ner fram till tillträde, men terminskontraktet kan ju ändå ses som en försäkring värd att betala i analogi med att ta ett lån till fast ränta. Mer komplicerat är det om köparen räknar med att finansiera köpet med en försäljning av sin nuvarande bostad, eftersom motsvarande typ av terminskontrakt inte är vanliga på mark-

---

18 Den andel som sålts genom förhandsavtal varierar mellan olika företag och med marknadsläget. Enligt Blom, Frykström och G. Kalinic (2019), som studerar bostadsutvecklarnas affärsmodell, är andelen större bland mindre och mer specialiserade bostadsutvecklare än bland större bolag, och den var större under en stark marknad 2017 än när marknaden började vika 2018. Byggarnas risker och finansieringsproblem ligger dock utanför ämnet för denna skrift.

naden utanför nyproduktion. Om försäljningspriset då blir lägre än förväntat, därför att marknaden vikt nedåt eller av andra skäl, kan mellanskillnaden behöva täckas med extra lån, i extrema situationer bortom låntagarens kreditvärdighet.

## Kapitel 4

# Risker för samhället

**Riskerna för** de enskilda hushållen beror i grunden på den makroekonomiska utvecklingen och olika politiska beslut. Efterfrågan på bostäder påverkas av demografi, inkomster, skatter, räntor och andra faktorer. Som vi diskuterat kan även måttliga svängningar i efterfrågan få stort genomslag på priser och köer på grund av trögheter i byggprocessen, trögheter som både hänger samman med byggföretagens och bostadsutvecklarnas agerande och villighet att ta risker och med politiska beslut, inte minst den kommunala planprocessen.

Men kausaliteten går inte bara från osäkerhet om makroekonomi och politik till risker för hushållen på bostadsmarknaden. Den kan också gå i motsatt riktning, från bostadsmarknaden till risker för det ekonomiska systemet. Utvecklingen på bostadsmarknaden har en direkt påverkan på den aggregerade efterfrågan i ekonomin och därmed på konjunkturutvecklingen.

Den kan också i förlängningen inverka på stabiliteten i det finansiella systemet.

Den aggregerade efterfrågan utgörs väsentligen av hushållens konsumtion och näringslivets investeringar. Bostadsbyggandet svarar för en stor andel av *investeringarna*, och byggindustrin sysselsätter en betydande del av arbetskraften. Sedan mitten av 1990-talet har bostadsinvesteringarna fluktuerat mellan 2 och 6 procent av BNP.<sup>19</sup> En störning på bostadsmarknaden, som påverkar byggbranschens lönsamhet och därmed byggandets omfattning, har därför en direkt effekt på aggregerad efterfrågan och konjunkturutvecklingen. En ryckig byggmarknad, som vi sett på senare år, skapar problem för finans- och penningpolitiken. Omvänt kan ekonomisk-politiska åtgärder – exempelvis amorteringskrav och fastighetsskatt – få återverkningar på bostadsbyggandet och därmed på den samlade efterfrågan i ekonomin.

Ägda bostäder är hushållens viktigaste tillgångar, och variationer i bostadspriser slår därför direkt på hushållens förmögenhet med möjliga följdverkningar på hushållens *konsumtion*. År 2015 var det samlade värdet av de svenska hushållens innehav av småhus, bostadsrätter och fritidshus drygt 8 000 miljarder kronor.<sup>20</sup> Samtidigt var hushållens disponibla inkomst

19 Konjunkturinstitutet (2019), diagram 48.

20 Riksbankens stabilitetsrapport 2015:2, figur 2.8.

drygt 2 000 miljarder. Varje procentenhets extra avkastning på bostadskapitalet motsvarar således cirka 4 procent högre inkomst. Rimligen får därför fluktuationer i huspriser genomslag på hushållens konsumtion. Storleken är dock svår att bedöma eftersom bostaden samtidigt är en konsumtionsvara. När bostadspriser och bostadsägarnas förmögenheter stiger, så ökar samtidigt deras boendekostnader med hänsyn tagen till avkastningskravet på eget kapital.<sup>21</sup> Den huvudsakliga förmögenhetseffekten av ändrade bostadspriser är därför en omfördelning av köpkraft, i första hand mellan yngre hushåll som ännu inte trätt in på bostadsmarknaden eller är i början av sin bostadskarriär, vilka i allmänhet missgynnas av stigande bostadspriser, och hushåll längre fram i bostadskarriären, som gynnas av stigande priser.

Empiriska studier från olika länder tyder på att den aggregerade marginella konsumtionsbenägenheten till följd av stigande bostadspriser är positiv.<sup>22</sup> Det sambandet beror sannolikt inte bara på rena förmögenhetseffekter utan också på möjligheten att använda bostaden som säkerhet för belåning. Stigande priser lättar på kreditrestriktioner och skapar därigenom

---

21 Det har uttryckts slagkraftigt av Buitert (2010) som att bostadsförmögenheten inte är någon nettoförmögenhet.

22 Se Case, Quigley och Shiller (2005), Campbell och Cocco (2007) och Berger m fl (2018) för USA, Andersen och Leth-Petersen (2019) för Danmark och Kessel, Tyrefors och Vestman (2019) för Sverige.

utrymme för ökad konsumtion. Omvänt kan fallande priser begränsa lånemöjligheterna och därigenom hålla nere konsumtionen.

Den som äger sin bostad är normalt skuldsatt. Den egna bostaden är flertalet hushålls viktigaste tillgång och de flesta köper sin första bostad tidigt i livet, långt innan de haft möjlighet att spara ihop pengar till mer än en begränsad kontantinsats. Det gäller inte minst i dagens Sverige, där hyresmarknaden blivit allt mindre tillgänglig för unga hushåll. Bostadsköp finansieras därför i huvudsak med lån. Som andel av bostadens värde var den genomsnittliga belåningsgraden år 2018 68 procent för nya bolån och 58 procent sett över alla befintliga bolån. Bland hushåll under 30 år låg genomsnittet för nya lån nära 80 procent.<sup>23</sup> Belåningsgraderna har varit relativt konstanta över tiden samtidigt som bostadspriserna stigit kraftigt. Detta har inneburit att skuldkvoten, uttryckt som andel av hushållens disponibla inkomster, har ökat i stort sett kontinuerligt från omkring 100 procent på 1990-talet till 187 procent 2019.<sup>24</sup> Dessa siffror avser genomsnittet av alla hushåll, inklusive dem som inte äger sin bostad. Den genomsnittliga skuldkvoten för nya bolånetagare var cirka 400 procent år 2018.<sup>25</sup>

---

23 Finansinspektionen (2019a).

24 Finansinspektionen (2019b).

25 Finansinspektionen (2019a).

Stora och ökande skulder behöver inte i sig vara någon allvarlig riskfaktor. Tvärtom kan det i många fall vara tecken på en väl fungerande kreditmarknad som gör det möjligt för hushållen att utjämna sin konsumtion över livsrytmen. Ofta har också skuldökningen varit kopplad till fallande räntor vilket inneburit att den inte åtföljts av stigande ränteutgifter. I Sverige har räntekvoten, definierad som kvoten mellan hushållens ränteutgifter före skatt och deras disponibla inkomster, i själva verket gått i motsatt riktning mot skuldkvoten och fallit kraftigt, från över 10 procent i mitten av 1990-talet till omkring 6 procent på 2000-talet och ned till under 4 procent 2019.<sup>26</sup> Idag har därför det stora flertalet låntagare goda säkerhetsmarginaler för framtida stigande räntor eller andra negativa överraskningar.

Det är inte självklart att högre skulder gör hushållens konsumtion mer känslig för störningar. *Känsligheten för ränteändringar* ökar visserligen, men det innebär samtidigt att penningpolitiken får ökad effekt. För lån med rörlig ränta får sänkta räntor i syfte att stimulera konjunkturen ett direkt genomslag på hushållens löpande utgifter, den så kallade kassaflödeskanalen. Denna koppling talar således i sig snarast för att en hög skuldsättning skulle kunna öka den makroekonomiska

---

26 Finansinspektionen (2019b).

stabiliteten, under förutsättning av en väl anpassad penningpolitik med tillräckligt utrymme att vid behov sänka räntorna. Samtidigt ökar förstås känsligheten för penningpolitiska missgrepp.

Skuldbetalningar – räntor och amorteringar – är fasta åtaganden som binder upp en del av hushållsbudgeten. Högt skuldsatta hushåll tenderar därför, allt annat lika, att vara extra *känsliga för inkomstbortfall* och arbetslöshet. Den känsligheten beror dock på hur fast åtagandet mot långivaren är. Om inkomstbortfallet inte skadat låntagarens kreditvärdighet, kan det finnas ytterligare belåningsmöjligheter, eller åtminstone möjlighet för banken att ge avkall på eventuella amorteringar.

Högre skuldsättning kan också förstärka konsumtionens *känslighet för ändrade bostadspriser*. Exempel på en sådan koppling finns från USA under mitten av 2000-talet och Danmark några år senare. Bakgrunden var då en alltför lättvindig tillgång till bolån, där överbelånade hushåll kom att driva på boomen i ekonomin under uppgångsfasen och därefter förstärka konsumtionsfallet när huspriserna började vika.<sup>27</sup> I båda länderna kan rötterna till problemen spåras i institutionella förändringar som påverkade utbudet av bolån. I Danmark handlade det om en lagändring som släppte

---

27 Se Mian, Rao och Sufi (2013) och Baker (2018) för USA och Andersen, Duus och Lærkholm Jensen (2016) för Danmark.

fram amorteringsfria lån. I USA var det nya möjligheter för långivarna att paketera och sälja av sina portföljer av bostadslån i form av nya sorters bostadsobligationer, så kallade *mortgage-backed securities*.

För amerikanska långivare blev det nu attraktivt att specialisera sig på att ställa ut bolån och samtidigt förflytta kreditrisken till utomstående investerare. Härigenom försvagades långivarnas incitament till en noggrann kreditprövning, och lån gavs med högre belåningsgrader och till hushåll som tidigare inte bedömts vara kreditvärdiga. Nya grupper av hushåll fick möjlighet att äga sin bostad, vilket bidrog till att driva upp huspriserna och ytterligare spä på efterfrågan på lån. Pantvärdet hade ju ökat, varför skulderna kunde följa med uppåt utan att belåningsgraderna ökade ytterligare. När den positiva prisutvecklingen klingade av omkring 2005 byttes den positiva spiralen mellan huspriser och skulder snabbt i sin motsats. Det gick inte längre att lånefinansiera en ökande konsumtion.

Erfarenheterna från Danmark och USA är inte direkt överförbara till dagens Sverige. Det finns veterligen inga tecken på att de senare årens skuldökning skulle vara utbudsdriven på ett motsvarande sätt. Däremot går det förstås inte att utesluta att något liknande skulle kunna inträffa i en framtid. Den svenska låneboomen på 1980-talet är ju ett gott exempel på en

utbudsdriven kreditexpansion följt av en finansiell kris; se Englund (2015).

Variationer i bostadspriser påverkar hushåll på olika sätt beroende på var de befinner sig i sin bostadskarriär. En skiljelinje går mellan dem som ännu sparar till sin första ägda bostad och dem som redan äger sin bostad. För den förra gruppen är effekten av stigande priser entydigt negativ. Bostäder blir dyrare och kravet på kontantinsats ökar. Behovet av sparande ökar därför och utrymmet för konsumtion minskar. För den senare gruppen, som redan äger sin bostad, är effekten inte lika entydig. För den som sparar för att köpa en större och dyrare bostad uppstår två effekter som drar åt olika håll. Å ena sidan ökar den framtida större bostaden sannolikt mer i pris än ägarens nuvarande bostad, och nettoeffekten på boendekostnaden över tid är alltså negativ. Å andra sidan bygger prisuppgången på det egna kapitalet och minskar därigenom behovet av sparande för att ta nästa kliv i bostadskarriären. Denna effekt kan vara stor för ett högbelånat hushåll. En 15-procentig prisuppgång fördubblar ju det egna kapitalet för den som lånat upp till gränsen för gällande bolånetak. Slutligen har vi de ägare som planerar att sälja sin bostad och trappa ned sitt boende. För dessa ökar konsumtionsutrymmet entydigt när huspriserna stiger.

Den sammanvägda effekten på konsumtion och sparande är således en empirisk fråga. Tillgängliga studier på data från andra länder tyder som nämnts på att ökade huspriser får en positiv effekt på aggregerad konsumtion. En naturlig tolkning av detta resultat är att det drivs av hushåll som saknar likvida tillgångar och ligger nära gränsen för sin kreditvärdighet. Ju större andel sådana hushåll desto starkare blir det positiva sambandet mellan bostadspriser och efterfrågan i ekonomin.

Samspelet mellan hushållens skulder och bostadsmarknadens utveckling har inte bara betydelse för normala konjunktursvängningar. Det har också legat bakom många finansiella kriser, som föregåtts av kraftigt ökade skulder i den privata sektorn. Det är ett väl etablerat mönster från historiska studier att "economic disasters are almost always preceded by a large increase in household debt"<sup>28</sup>. En studie baserad på data från ett stort antal finansiella kriser genom tiderna visar att skulduppbyggnad i den privata sektorn är i stort sett den enda faktor som har en förmåga att förutsäga finansiella kriser; se Jordà, Schularick och Taylor (2013). Detta innebär förstås inte att det omvända gäller: varje skulduppbyggnad leder förvisso inte till en kris. Det är därför viktigt att analysera förhållandena i varje enskilt land för sig.

---

28 Mian och Sufi (2014).

Den amerikanska bankkrisen som utvecklades till en internationell finansiell kris 2008 brukar tjäna som åskådningsexempel på de mekanismer som leder från skulduppbyggnad till kris. Från 2000 till 2007 fördubblades de amerikanska hushållens skulder. Som andel av hushållens inkomster motsvarar det en ökning av skuldkvoten från 140 till 210 procent. Skuldökningen var särskilt snabb bland hushåll med lägre inkomst och svag kreditvärdighet. När huspriserna sedan började sjunka nådde de i många fall en nivå under lånets värde. I det läget blev det lockande, och ibland tvingande, för många hushåll att upphöra att betala på lånet och låta banken begära in panten. Hushållen skickade så att säga tillbaka nycklarna och kunde gå ur affären med noll i eget fastighetskapital, medan innehavaren av lånet, som ofta inte var den ursprungliga långivaren, kom att göra betydande förluster i en brant nedåtgående marknad. Förlusterna spreds sedan snabbt i det finansiella systemet genom den rika floran av derivatprodukter kopplade till de ursprungliga bostadsobligationerna. Grunden var lagd till den världsomspännande finanskris som har satt så djupa spår, inte bara i arbetslöshet och fallande inkomster världen över utan också i finansiell lagstiftning och reglering.

Mycket i historien bakom den amerikanska bank-

krisen hänger dock samman med specifikt amerikanska institutioner och kontraktsformer. Det gäller inte minst utformningen av amerikanska bostadslån, som i många delstater inte ger långivaren några ytterligare rättigheter gentemot låntagaren utöver att kräva in panten; lånen saknar regressrätt (*non recourse*).<sup>29</sup> Genom att sluta betala på lånet och låta banken ta över huset kan amerikanska låntagare därför ofta gå ur ett belånat husinnehav skuldfria. I Sverige och andra europeiska länder är däremot låntagarna fullt betalningsskyldiga för lånet (*full recourse*). Även om pantvärdet skulle understiga lånebeloppet är svenska banker i sin fulla rätt att utöver panten för lånet också begära utmätning av andra tillgångar och driva in resterande skuldbelopp från låntagarens framtida inkomster. Därigenom bryts den direkta kopplingen från fallande huspriser till kreditförluster för bankerna.

Frånvaron av en sådan direkt koppling kan förklara att de svenska bankernas kreditförluster på utlåning till hushållen var mycket små även under den djupa 1990-talskrisen trots att många hushåll var högbelånade och småhuspriserna föll brant, med 28 procent i nominella termer från 1991 till 1993. Hushållen var tvingade att i det längsta skapa utrymme för sina lånebetalningar genom att dra ned på konsumtionen, och

---

29 Se vidare Harris och Meir (2015) och Ghent och Kudlyak (2011) för beskrivningar och analys av lån med och utan regressrätt i olika länder och amerikanska delstater.

endast i undantagsfall stöttades hushåll med särskilt allvarliga likviditetsproblem genom tillfällig amorteringsfrihet och ränteeftergifter.<sup>30</sup> På så sätt slog fallet i huspriser i första hand mot efterfrågan och sysselsättning i ekonomin och först i andra hand mot bankernas resultat. När bortfallet av efterfrågan förstärkte konjunktturnedgången blev resultatet kreditförluster på utlåningen till företag snarare än till hushåll. Därigenom fanns det ett indirekt orsakssamband mellan hushållens skulder, bostadspriser och bankernas kreditförluster.

Utvecklingen i länder som Irland och Spanien under den globala finanskrisen är tydliga exempel på att kopplingen från en högbelånad bostadsmarknad till kreditförluster för bankerna kan vara stark även i länder där låntagarna är personligen fullt betalningsskyldiga för sina lån. När krisen i dessa länder djupnade kom allt fler hushåll under press att klara de löpande lånebetalningarna, i takt med att räntorna steg och hushållens inkomster föll. Krisen blev så djup att bankernas formella rätt till hushållens tillgångar och inkomster inte var mycket värd. Till skillnad från Sverige 1992 kunde Spanien och Irland heller inte använda växelkursen för att stimulera ekonomin. Länderna var därför fastlåsta i en destruktiv kombination

---

30 Annorlunda var det med kommersiella fastigheter, där ägaren typiskt sett var en juridisk person som kunde gå i konkurs. Av bankernas kreditförluster under krisen härrörde 40–50 procent från kommersiella fastigheter; Wallander (1994) tabell 4 och 5.

av höga räntor, till följd av en statsfinansiell kris, och makroekonomisk nedgång, tvärtemot vad som skulle vara fallet om länderna haft starka statsfinanser och nedgången i ekonomin kunnat mötas med en expansiv penningpolitik och en flexibel växelkurs.

Sammantaget härrör kopplingarna från bostadsmarknaden till makroekonomin i grunden från det faktum att bostadskapitalet är en stor andel av det samlade kapitalet i samhället och att detta kapital i stor utsträckning ägs av enskilda, oftast skuldsatta, hushåll. Särskilt hushåll som är skuldsatta på gränsen för vad bankers kreditvärdering eller myndigheters regleringar medger är därför känsliga för olika störningar, och deras reaktioner riskerar att få återverkningar på aggregerad efterfrågan i ekonomin. Normalt borde dessa återverkningar kunna motverkas genom normal stabiliseringspolitik, inte minst därför att en hög privat skuldsättning stärker genomslaget för ränteförändringar. Men erfarenheter från olika länder ger exempel på att bostadsskulder spelat en central roll i många finansiella kriser. Det är därför naturligt att de aktualiserat behovet av makrotillsynsåtgärder i form av krav riktade mot finansiella institutioner och deras låntagare.

## Kapitel 5

# Institutioner och kontrakt

**Vi har nu** identifierat olika risker kopplade till bostadsmarknaden och hur de påverkar hushållen och samhället i stort. Ett genomgående tema har varit att känsligheten för störningar varierar mellan olika hushåll framför allt beroende på i vilken fas av bostadskarriären de befinner sig och vilka finansieringsmöjligheter de har. Dessutom är individer olika benägna att ta risker. Det kan också finnas olika politiska uppfattningar om hur riskerna bör fördelas mellan olika grupper i samhället. Den fördelningen kan till viss del påverkas genom den ekonomiska politiken och härnäst diskuterar vi hur riskfördelningen påverkas av skatter, penningpolitik och makrotillsyn. I följande delavsnitt diskuterar vi betydelsen av olika kontraktsformer knutna till förhållanden på bostads- och kreditmarknaden: hyres- och ägandekontrakt, lånekontrakt, sparformer och olika finansiella instrument.

## Skatter

En traditionell uppgift för staten är att försäkra medborgarna mot risker. Detta är ett syfte bakom försörjningsstödet, socialförsäkringarna och den progressiva skatteskalan. Även enskildheter i skattesystemet bidrar till att omfördela risk mellan den enskilde och kollektivet av skattebetalare. Ett tydligt exempel gäller kapitalbeskattningen, som medför att den enskilde inte behöver ta de fulla konsekvenserna av fluktuationer i priser och räntor. Genom att realiserade kapitalvinster vid försäljning av värdepapper och fastigheter beskattas och att ränteutgifter är avdragsgilla förs en del av riskerna kopplade till pris- och ränteutvecklingen över från investerare, bostadsägare och låntagare till kollektivet av skattebetalare. På så sätt fullgör staten sin funktion som försäkringsgivare till medborgarna. Dessa skatter har dock utsatts för kritik.

Kapitalvinstskatten på fastigheter har kritiserats för att den – särskilt i dess nuvarande utformning med räntebelagt uppskov – leder till inlåsnings effekter och hämmar rörligheten på bostadsmarknaden.<sup>31</sup> Av det skälet ingår det som en punkt i januariöverenskommelsen mellan samarbetspartierna att räntan på uppskavsbeloppet ska slopas. Avdragsrätten för räntor kritiserar ibland för att den stimulerar låntagande och

---

31 Inlåsnings effekternas storlek är omdiskuterad; se Finanspolitiska Rådet (2018).

gör låntagarna mindre känsliga för räntevariationer. Den kritiken är i princip missriktad, eftersom avdragsrätten i grunden är en del av en neutral beskattning av kapitalinkomster, där ränteavdragen ska motsvaras av en skatt på kapitalinkomster. Men kritiken har ändå visst fog i praktiken eftersom många kapitalinkomster – inte minst på bostäder – inte beskattas fullt. Exempelvis är skatten på kapitalvinster bara 22 procent och tas ut först när vinsten realiserats, medan ränteutgifter är avdragsgilla mot 30 procents skatt.

Beskattningen av hushållens boende är således inte neutral idag. Det råder en asymmetri mellan en relativt låg skatt på inkomsten från ägda bostäder, särskilt bostadsrätter, och avdragsrätten för räntor. Om den asymmetrin lämpligen elimineras genom att reducera ränteavdragen eller skärpa beskattningen av småhus och bostadsrätter, kan dock vara en öppen fråga. Även om reglerna för kapitalvinstskatten och avdragsrätten för räntor kan komma att modifieras i framtiden kvarstår att staten, och därmed skattebetalarna i gemen, genom dessa skatter är med och delar risken med de enskilda bostadsägarna och låntagarna.

Ett radikalt sätt att helt undvika inlåsnings effekter skapade av skattesystemet är att inte alls beskatta verkliga kapitalvinster utan i stället basera skatten på en schablonmässig beräkning av förväntad eller

”normal” kapitalinkomst. För finansiella tillgångar på investeringssparkonto (ISK) beskattas således inte den realiserade avkastningen, vare sig utdelning eller kapitalvinst. I stället läggs skatten på en schablonintäkt, beräknad som en ränta (idag statslåneränta plus en procent) multiplicerad med värdet av tillgångarna på kontot. På motsvarande sätt skulle man kunna utforma en fastighetsskatt i proportion till taxeringsvärde och beräkna schabloninkomsten så att den fångade både boendevärde och normal värdestegring.<sup>32</sup> Den så kallade box-modellen (Lodin och Englund, 2017) generaliserar denna ansats genom att integrera fastigheter och skulder och basera skatten på nettovärdet av tillgångarna i boxen.

Med en avskaffad skatt på realiserade kapitalvinster på bostäder skulle man helt slippa inlåsnings effekter och samtidigt förenkla hanteringen både för den enskilde och för skatteadministrationen, men det skulle ske till priset av att den enskilde fick bära den fulla risken av prisvariationer som avviker från det normala. Ett alternativ, som dock inte skulle medföra några administrativa förenklingar, vore att ta ut kapitalvinstskatt, och medge förlustavdrag, enbart på avvikelser från de normala kapitalvinster som redan är

---

32 Den svenska fastighetsskatten, som fram till 2007 var direkt proportionell mot taxeringsvärdet, kunde uppfattas som en skatt på enbart boendevärdet, eftersom den kompletterades med en skatt på kapitalvinster. För den fastighetsavgift med tak som gäller idag är det svårt att finna någon principiell grund överhuvudtaget.

beskattade genom en schabloniserad fastighetsskatt. På så vis skulle inlåsnings effekterna minskas radikalt jämfört med dagens system, men med bibehållen riskdelning mellan stat och fastighetsägare.

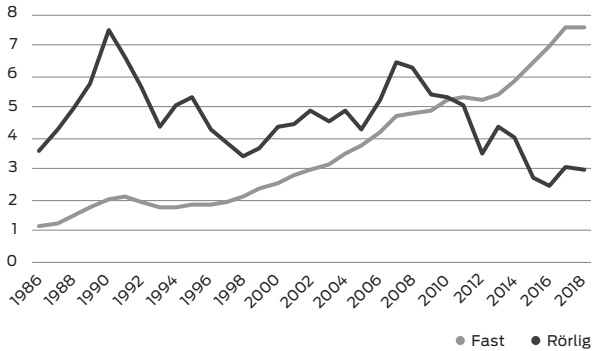
Skattesystemet kan således bidra till att dela risk mellan bostadsägare och skattebetalare. Men skatter kan också skapa extra risk för bostadsägarna. En fastighetsskatt i fast proportion till taxeringsvärdet, som i Sverige före 2007, innehåller två osäkerhetsmoment för fastighetsägaren. För det första slår variationer i marknadspris direkt igenom på skatten i kronor och öre på ett sätt som kan vara svåröversägligt. För det andra är själva taxeringsvärdet oundvikligen en osäker uppskattning av det "sanna" marknadsvärdet. Dessa båda källor till risk, särskilt när bostadspriserna och därmed taxeringsvärdena drog iväg efter 2000, förklarar mycket av kritiken mot den gamla fastighetsskatten och att den ersattes av en beloppsbegränsad fastighetsavgift 2007.

Den viktigaste förklaringen till tillgångsprisvariationer i allmänhet, och till stigande bostadspriser på 2000-talet i synnerhet, är sannolikt variationer i ränteläge och därmed i kapitalkostnaden för att äga olika tillgångar. Detta samband fångas inte upp av en skatt som är en konstant andel av marknadsvärdet, och det vore därför rimligare att beräkningen av schablonin-

täkten följde det allmänna ränteläget, exempelvis liksom för ISK representerat av statslåneräntan. Effekten av en sådan alternativ beräkning av schablonintäkten illustreras i *diagram 18*. Den ena grafen visar hur fastighetsskatten skulle ha utvecklats om den utgått med konstanta 1,5 procent av taxeringsvärdet, i enlighet med 1991 års skattereform.

Med den gamla fastighetsskatten skulle skattebetalningarna ha accelererat på ett för hushållen svår-förutsägbart sätt efter millennieskiftet. I stället valde man då att frysa taxeringsvärdena i omgångar och slutligen att genom fastighetsavgiften införa ett tak som är så lågt satt att ungefär hälften av alla småhus betalar samma skatt oberoende av fastighetens värde. Om fastighetsbeskattningen i stället hade följt statslåneräntan plus en procent, på samma sätt som ISK, hade skattebetalningarna utvecklats enligt den andra grafen. Den är visserligen hackigare, det vill säga att de kortsiktiga svängningarna är större, men den saknar en stark trend. I stället för att stiga skulle skatten ha halverats under 1990-talet för att sedan öka endast måttligt fram till 2007 och sedan åter falla tillbaka. Skillnaden i utveckling beror naturligtvis just på att den sjunkande räntan är den främsta förklaringsfaktorn bakom prisutvecklingen, samtidigt som samma sjunkande ränta motsvaras av en sjunkande statslåneränta.

Diagram 18. Fastighetsskatten med fast och rörlig skattesats



Anm: Graferna visar fastighetsskatten i procent av 1986 års fastighetspris (SCB:s prisindex för småhus) för två hypotetiska system. "Fast" avser en skatt som utgör 1,5 procent av taxeringsvärdet. "Rörlig" avser en skatt som är 30 procent av statslåneräntan plus en procent multiplicerat med taxeringsvärdet. Taxeringsvärdet antas utgöra 75 procent av marknadsvärdet.

Det är rimligt att skattesystemet bör bidra till att minska risken för skattebetalarna. Från den utgångspunkten är det lämpligt att beskatta faktiska snarare än schablonberäknade kapitalvinster, medan hänsyn till enkelhet och inlåsnings effekter kan tala i motsatt riktning. Det är vidare önskvärt att skattetrycket i sig är förutsägbart. En fastighetsskatt med en rörlig skattesats som följer ränteläget skulle bidra till detta. Förutsägbarheten skulle kunna förbättras ytterligare om skattesatsen beräknades som ett glidande medelvärde av ränta och taxeringsvärde under ett antal föregående år.

## Penningpolitik och makrotillsyn

Den ekonomiska politiken har efter finanskrisen kommit att fästa allt större avseende vid utvecklingen på bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning. Det gäller både penningpolitiken och mer direkta regleringar riktade mot bankernas utlåning till hushållen. Argument har framförts för att penningpolitiken bör ”luta sig mot vinden” genom att i vissa lägen hålla uppe räntan i syfte att motverka stigande priser på bostäder och andra tillgångar och därigenom minska hushållens efterfrågan på lån. I Sverige kom en sådan syn att leda till en stramare penningpolitik under åren 2010–2013 än som annars varit motiverad av konjunkturläget. Riksbanken övergav sedermera denna politik, och på senare tid, när det visat sig svårt att nå inflationsmålet ens med negativa styrräntor, har det inte funnits utrymme för räntehöjningar i syfte att hålla skulderna nere. Kvantitativa modellberäkningar tyder också på att de samhällsekonomiska kostnaderna av en sådan politik ofta överväger de eventuella vinsterna.<sup>33</sup>

På senare år har makrotillsyn (*macroprudential supervision*) i många länder framträtt som en ny gren av den ekonomiska politiken; se Braconier och Palmqvist (2017). Det handlar om regleringar som påverkar

---

33 Se Smets (2014) för en översikt av den empiriska litteraturen och Svensson (2017) för en explicit kalkyl av kostnader och intäkter av en sådan politik.

såväl banker som enskilda hushåll i syfte att stärka den finansiella stabiliteten och minska risken för framtida finanskriser. I Sverige ligger ansvaret för att hantera makrotillsynsverktygen från 2014 på Finansinspektionen. Kraven på bankerna att hålla kapital i förhållande till sin utlåning och andra tillgångar har skärpts i flera omgångar. Hushållens bolån har reglerats i tre steg: ett tak för nya bolån på 85 procent av bostadens värde samt två krav på att nya bolån ska amorteras.<sup>34</sup>

Amorteringskrav för nya lån har införts i två omgångar: från juni 2016 med 2 procents amortering per år för belåningsgrader över 70 procent och med 1 procent per år för belåningsgrader över 50 procent, samt från mars 2018 med ytterligare 1 procent per år för hushåll med en skuldkvot, beräknad mellan lån och inkomst före skatt, på över 450 procent. Det innebär att vissa låntagare, framför allt hushåll i storstäderna med goda inkomstutsikter men utan egen förmögenhet, kommer att amortera 3 procent. Detta är alltså en sorts tvångssparande, som innebär att utgifterna för bostaden kommer att kraftigt överstiga boendekostnaden så som den är definierad i uttryck (1), sid. 17. En amortering på 3 procent är ju mer än dubbelt så mycket som dagens ränteutgifter efter skatt; se Svens-

---

34 I andra länder har besläktade regleringar lagts på bankernas bolåneportföljer. Exempelvis gäller i Storbritannien att högst 15 procent av bolånestocken får bestå av lån där skuldkvoten (lån i förhållande till inkomst) överstiger 450 procent.

son (2019, 2020) för detaljerade beräkningar av olika typfall.<sup>35</sup>

För de låntagare som ändå planerat att spara i takt med amorteringskravet eller har andra tillgångar att realisera behöver amorteringskravet inte ha någon större betydelse. Det påverkar ju inte boendekostnaden enligt uttryck (1), det bara omfördelar betalningar över lånets livstid. För hushåll som kanske målsparat till en viss kontantinsats, och som därför definitionsmässigt är likviditetsbegränsade, kan amorteringskravet däremot innebära en stor extra börda. För hushåll i en sådan situation får det ungefär samma effekt på bostadsefterfrågan som högre bostadspriser. Vissa hushåll efterfrågar billigare bostäder och tar mindre lån, andra ökar sitt sparande och senarelägger sina bostadsköp, och ytterligare andra tvingas söka bostad på hyresmarknaden. Eftersom amorteringskraven utgör ett önskat sparande kan de leda till att hushållen kommer att möta även tillfälliga inkomstbortfall med minskad konsumtion; den marginella konsumtionsbenägenheten närmar sig ett.<sup>36</sup> Följden

---

35 Se Olsén Ingefäldt och Thell (2019) för en studie av hur amorteringskraven tillsammans med stigande bostadspriser har påverkat trösklarna för unga hushålls inträde på bostadsmarknaden. Självfallet amorterar långt ifrån alla 3 procent. Medianen bland samtliga unga bolånetagare har ökat från 1,2 procent 2012 till 2,0 procent 2018.

36 Regelverket reser dock inga hinder mot tilläggs lån. Sådana lån omfattas visserligen också av amorteringskrav, men genom återkommande tilläggs lån är det i princip möjligt att simulera ett amorteringsfritt lån: Man kan så att säga låna till amorteringarna. Om denna möjlighet kan komma att utnyttjas i en framtida lågkonjunktur är ännu oprövat. Hittills har tilläggs lånen i själva verket minskat efter amorteringskravens införande enligt en studie av Aranki och Larsson (2019).

blir att effekten på aggregerad efterfrågan av tillfälliga inkomstbortfall förstärks och en framtida lågkonjunktur riskerar att fördjupas.

Genom att ett amorteringskrav ökar hushållens fasta utgifter under ett antal år minskar det deras betalningsmarginaler och ökar därmed deras sårbarhet för framtida störningar, exempelvis kopplade till inkomster och arbetslöshet. Följden riskerar i så fall att bli en större neddragning av konsumtion i en framtida lågkonjunktur än som hade varit fallet med lägre amorteringar. Det är ännu oprövat hur dagens amorteringskrav kommer att verka i en framtid när hushållens ekonomi sätts under press. Det finns som påpekats inga formella hinder mot att ta upp tilläggs-lån för att lätta på en eventuell likviditetsbegränsning, och regleringen ger dessutom bankerna rätt att medge lättnader från kravet i särskilda fall.

Det är också oklart om, och i så fall hur, lånetak och amorteringskrav eventuellt kan komma att varieras i ett annorlunda konjunkturläge eller en framtida finansiell kris. På så sätt har de nya regleringarna av bostadslånen aktualiserat ett riskmoment för hushållen, en regleringsrisk, alldeles oavsett om de bidrar till att stärka den finansiella eller makroekonomiska stabiliteten. Redan ett konstant lånetak medför, som illustreras av *diagram 16*, en risk kopplad till prisut-

vecklingen. Nu behöver den som målsparar till en kontantinsats inte bara ta höjd för bostadsprisernas utveckling utan också för möjligheten att lånetak och amorteringskrav eventuellt kan komma att ändras.

## Upplåtelseformer

Bostäder upplåts normalt med antingen ägande- eller hyresrätt. I Sverige utgör bostadsrätt en mellanform.<sup>37</sup> I många fall är ägande den mest effektiva upplåtelseformen. För småhus dominerar den mer eller mindre fullständigt. En fundamental fördel med äganderätt är att ägaren, till skillnad från hyresgästen, själv skördar frukterna av skötsel och underhåll, eftersom (brist på) sådana åtgärder får konsekvenser för bostadens värde. Extra slitage straffar sig i form av ett lägre pris den dag bostaden ska säljas, medan förbättringsåtgärder höjer husets värde. Med ett hyresförhållande är det annorlunda. Här spiller hyresgästens agerande över på kostnader för hyresvärden. Effekten blir att sköttsamma hyresgäster som bor länge i samma lägenhet subventioner dem som bor kortare tid eller som åsamkar hyresvärden kostnader i övrigt.

---

<sup>37</sup> En ytterligare mellanform är så kallad kooperativ hyresrätt, där medlemmarna betalar en insats och fattar gemensamma beslut om underhåll. Andelarna handlas dock inte på en marknad och fördelas efter kötid.

Hyreskontrakt måste därför reglera värdens och hyresgästens rättigheter och skyldigheter. Den vägen går det normalt hyggligt att förhindra uppenbar misskötsel. Moderna hyreskontrakt ger också ofta utrymme för värdehöjande tillval av olika slag, där kostnaden delas mellan hyresgäst och fastighetsägare. Icke desto mindre framstår ägande för de flesta som den mest attraktiva upplåtelseformen.<sup>38</sup> Det gäller i all synnerhet för enfamiljshus, där det normalt saknas gemensamma anläggningar och en enskild ägare kan fatta alla beslut. I flerfamiljshus krävs gemensamma beslut om själva fastigheten, och hyresrätten kan då vara ett smidigt och effektivt sätt att delegera sådana beslut till en professionell förvaltare.

En ytterligare faktor som påverkar valet att äga eller hyra är möjligheten till finansiering. Ägande kräver för de allra flesta tillgång till lån, något som i sin tur förutsätter någorlunda stabil anställning och hyggliga inkomster. Även för den som beviljas lån ställer banken krav på en kontantinsats, på åtminstone 15 procent enligt dagens svenska lånetak, något som kan tvinga fram ett forcerat sparande tidigt i livet. Ju högre belåningen är desto mer besvärande blir samtidigt prisrisken. Risken för att det egna kapitalet ska bli mer eller mindre uttraderat vid ett prisfall är särskilt

---

<sup>38</sup> Ägande är dessutom skattemässigt gynnat; se exempelvis Bengtsson och Kopsch (2019) och Finanspolitiska rådet (2019).

olämplig att bäras av unga hushåll med oklara framtidsplaner. På en väl fungerande hyresmarknad skulle därför hyresrätten för många unga och nyanlända vara den mest attraktiva upplåtelseformen, ofta mer eller mindre den enda möjliga. Det är därför särskilt problematiskt att hyresmarknaden fungerar så illa idag. Följden är att många unga tvingas ta på sig onödigt stora risker som ägare. Om bostadspriserna vänder nedåt en dag kan unga högbelånade hushåll riskera att få svårt att komma vidare i bostadskarriären från sin första bostad.

Ur risksynpunkt kan kanske äganderätten tyckas ha uppenbara nackdelar. Medan hyran är mer eller mindre fixerad i det korta perspektivet kan den allmänna bostadsprisnivån ofta stiga eller falla med kanske 10 procent inom loppet av något år. Därtill kommer osäkerheten om transaktionspriset för en enskild bostad som gör att den samlade prisrisken är betydande vid korta innehav. Över längre horisonter förskjuts dock de relativa riskerna som vi diskuterade i kapitel 3. Bostadspriserna är relativt sett mindre variabla på längre sikt, medan osäkerheten om hyresutvecklingen ökar med horisontens längd. Den som äger sin bostad har också låst in sina boendegifter oberoende av prisutvecklingen, och ägande kan därför ses som en sorts försäkring mot osäkerhet om framtida boende-

kostnader (Sinai och Souleles, 2005). Hyresrätten passar därför bäst för hushåll med kort perspektiv, medan äganderätten blir alltmer attraktiv ju längre hushållet planerar att stanna i samma bostad, eller åtminstone på samma bostadsmarknad.

Det är således naturligt att variera upplåtelseform över bostadskarriären. På en väl fungerande bostadsmarknad skulle en normal sekvens, med individuella avvikelser, kunna vara: hyra-äga-hyra. Det är fördelaktigt att hyra som ung när framtidsplanerna är osäkra och som gammal när horisonten blir allt kortare. Om det är rationellt att äga eller hyra sent i livet beror till stor del på vilken vikt individen lägger på utrymmet för egen konsumtion i förhållande till möjligheten att kunna lämna efter sig medel som kan säkra barnens boende.

På en oreglerad marknad slår obalanser mellan utbud och efterfrågan igenom i priser. Om prissättningen regleras manifesteras obalanserna i stället i köer och vakanser. På en sökmarknad för heterogena objekt som bostäder är denna dikotomi visserligen inte fullt så skarp. Även i frånvaron av regleringar kommer tillgängligheten att variera mellan perioder med få objekt på marknaden och snabb omsättning ("säljarens marknad") och perioder med många objekt och utdragna försäljningsprocesser ("köparens mark-

nad”). Med denna reservation är det dock en väsensskillnad mellan dagens svenska ägarmarknad med ett rikt utbud av bostäder av skiftande läge och kvalitet och hyresmarknaden där mångårigt köande är regel för den som inte vill ge sig ut på den svarta marknaden. Riskfördelningen är helt annorlunda med reglerade eller förhandlade hyror<sup>39</sup> jämfört med en aktiv sökmaknad med decentraliserad prisbildning.

Uppenbarligen reducerar dagens svenska hyresförhandlingssystem osäkerheten om den egna hyrans framtida utveckling för sittande hyresgäster med förstahandskontrakt. Detta gäller särskilt på kort sikt, medan systemet tillåter ganska kraftiga och svårförutsedda hyreshöjningar över längre horisonter (*diagram 17*). Den andra sidan av myntet är att ett system med reglerade hyror även för sittande hyresgäster skapar stor osäkerhet om möjligheten att anpassa det framtida boendet efter egna önskemål. Framför allt ökar systemet osäkerheten för alla dem som ännu inte kommit in på hyresmarknaden – unga, invandrare och andra som vill flytta till en viss bostadsmarknad.

På dagens svenska hyresmarknad har osäkerheten således förflyttats från marknadens *insiders* – de som

---

39 Det görs ibland en poäng av att vi inte har reglerade hyror i Sverige, sedan lagen om hyresreglering från andra världskriget avskaffades 1968. Sedan 1978 är *systemet* för hyressättning reglerat genom hyresförhandlingslagen (Kopsch, 2019b). Därmed kan inte själva *hyrorna* sägas vara direkt reglerade eftersom de bestäms i lokala förhandlingar mellan Fastighetsägarförbundet och Hyresgästföreningen.

redan har ett förstahandskontrakt och som dessutom kan göra sin röst hörd i hyresförhandlingarna – till marknadsens *outsiders* – de som kanske fått ett erbjudande om ett jobb i en attraktiv region eller drömer om att få lämna föräldrahemmet. Kösystemet gör också att de verkligt attraktiva erbjudandena om hyreslägenheter tenderar att komma relativt sent i livet, där det ofta fortfarande skulle vara attraktivt att äga, men där det erbjudna hyreskontraktet har en så låg hyra att den fördelen kan överväga.

Det är ingen naturlag att hyror ska vara så okänsliga för balansen mellan utbud och efterfrågan som de är i Sverige idag. I själva verket har de allra flesta länder i vår närhet kontraktsfrihet i stora delar av hyresbeståndet; se Kopsch (2019a). Kontraktsfrihet skulle innebära att hyresgästens situation i ett viktigt avseende skulle påminna om ägarens. Ägaren avtalar ju med sin bank om räntebindningstid för sitt bolån och kan välja mellan fast ränta, som ger förutsägbara utgifter, och rörlig ränta som varierar med konjunkturen och i genomsnitt ger lägre boendekostnader. På motsvarande sätt skulle en hyresgäst på en marknad med kontraktsfrihet kunna välja mellan kontrakt med olika löptider och koppling av hyran till olika index. På så vis behöver inte en friare hyresmarknad medföra en mer riskfylld situation än idag för den som har ett hyres-

kontrakt. Kopsch (2019b) diskuterar närmare hur en friare hyresmarknad skulle kunna utformas.

Distinktionen mellan insiders och outsiders har också relevans för ägarmarknaden. För den som redan köpt sitt första hus och har ett långsiktigt perspektiv på sitt ägande utgör, som vi diskuterat, osäkerhet om den framtida prisutvecklingen ingen allvarlig risk. Fastighetspriser varierar förhållandevis mindre på lång sikt, räknat i årstakt, och framför allt kompenseras en kapitalförlust på en bostad för de flesta av att nästa bostad blir i motsvarande mån billigare. För insiders innebär således ägande en sorts försäkring mot osäkerheten om framtida boendekostnader.

För den som ännu inte köpt sin första bostad är situationen annorlunda. Priset på den första bostaden är ju inträdesbiljetten till bostadskarriären, och stigande priser kan i praktiken försena inträdet på marknaden. Denna osäkerhet kan vara särskilt allvarlig för ungdomar med begränsade möjligheter att spara ihop till den kontantinsats som krävs (*diagram 16*). De åtstramningar av villkoren för bolån som genomförts på senare år – i form av lånetak och amorteringskrav och bankernas skärpning av kvar-att-leva-på-kalkylerna – har bidragit till att öka riskerna för denna grupp som framför allt torde bestå av ungdomar utan egen förmögenhet men med goda inkomster och inkomstutsikter.

*Bostadsrätten* utgör ett slags mellanting mellan att äga och hyra. Bostadsrättsföreningen äger själva fastigheten och föreningens kostnader för drift och underhåll förs vidare till medlemmarna genom månadsavgifterna. Härtill kommer kapitalkostnader vilka hanteras olika från förening till förening. Det är nämligen vanligt, särskilt bland nybildade föreningar eller efter en större renovering, att föreningen blir liggande med stora skulder. Detta är knappast kostnadseffektivt med tanke på att föreningen inte har avdragsrätt för räntor, men kan vara ett sätt att lätta på kreditrestriktioner för medlemmarna. Enligt en studie från Riksbanken, Lidberg (2018), hade den genomsnittliga bostadsrättsföreningen skulder på drygt 6 000 kronor per kvadratmeter bostadsyta. Det kan jämföras med ett genomsnittligt kvadratmeterpris för bostadsrätter på 39 000 kronor (Mäklarstatistik, augusti 2019). Uttryckt som andel av bostadsrättens värde motsvarar det alltså en belåningsgrad i föreningen på drygt 15 procent. I många nybildade föreningar är den del av belåningen som ligger i föreningen väsentligt större.

Den senaste bolåneundersökningen, Finansinspektionen (2019a), som avser nya bolånetagare, finner att den genomsnittliga belåningen i nybildade föreningar var 13 900 kronor per kvadratmeter, alltså ungefär dubbelt så mycket som bland samtliga föreningar.

För bolånetagare i nya föreningar motsvarade deras personliga skuld cirka 350 procent av deras inkomst medan den totala skulden, inklusive föreningens skuld, var drygt 500 procent av inkomsten. För dessa hushåll var alltså deras totala skuld nästan 50 procent större än deras personliga skuld. Den extra känslighet för den framtida ränteutvecklingen som detta medför kan vara särskilt problematisk eftersom många medlemmar sannolikt är illa informerade om föreningens skulder. Denna förmodan stöds av att föreningarnas skuldsättning inte tycks vara fullt kapitaliserad i bostadsrättspriserna.<sup>40</sup>

Skuldsatta bostadsrättsföreningar kan få särskilda problem i en fallande marknad, där priset på själva bostadsrätten riskerar att falla till noll. En sådan situation skulle vara helt osannolik för en skuldfri förening, likaväl som för ett småhus, men kan mycket väl inträffa i en förening med stora skulder om marknaden på orten är tillräckligt svag. Problemen om priset närmar sig noll förvärras av att en bostadsrättsinnehavare har rätt att återlämna sin bostadsrätt till föreningen och därmed slippa betala månadsavgiften. Följden blir då att betalningsansvaret för föreningens lån kommer att fördelas på allt färre kvarvarande medlemmar, och för-

---

40 En studie av Meyer och Ulmgren (2018) på data från 2012 till 2018 beräknar att endast 32 procent av föreningarnas skulder är kapitaliserade i transaktionspriserna.

eningen hamnar därför mer eller mindre automatiskt på obestånd. Under den svenska finansiella krisen i början på 1990-talet fick praktiskt taget alla nybildade föreningar i hus byggda efter 1985 betalningsproblem och omstrukturerades; se Rönnerberg (2002).

För en skuldfri förening är det egentligen missvisande att se bostadsrätten som en mellanform mellan ägande- och hyresrätt, åtminstone ur ett riskperspektiv. Priserisker, som hänger samman med den allmänna marknadsutvecklingen, bärs ju till fullo av den boende på i princip samma sätt som vid äganderätt. För många hushåll skulle det dock vara attraktivt att kunna avhända sig risk genom någon form av riktigt samägande. Det gäller i all synnerhet hushåll med liten egen förmögenhet som annars skulle få en mycket hög belåningsgrad, om de överhuvudtaget fick låna. Genom samägande skulle de kunna dela pris- och ränterisker, till exempel med en anhörig eller en utomstående investerare. Det är dock endast makar, registrerade partners och sambor som har laglig rätt att äga en bostadsrätt gemensamt, och en föreningsstyrelse kan således neka medlemskap om till exempel föräldrar och barn tillsammans skulle vilja köpa en bostadsrätt.

*Samägande* med utomstående investerare är ovanligt i praktiken. För att det ska kunna fungera skulle det behövas ett kontrakt som specificerade rättighe-

ter och skyldigheter för de olika delägarna. Rimligen måste den boende ges någon form av ”besittningsskydd”, vilket i praktiken innebär rätt att bestämma om drift och skötsel och om tidpunkt för försäljning av bostaden, medan man kan tänka sig olika lösningar beträffande större underhållsåtgärder. De utomstående ägarna blir då en sorts minoritetsaktieägare med begränsat inflytande, en situation som medför välkända incitamentsproblem för beslut om underhåll eller försäljningsprocess. Möjligheter och problem med samägande har diskuterats av bland andra Caplin m fl (1997) och Shiller och Weiss (2000). Deras bedömning, baserad på statistiska prismönster, är att incitamentsproblemen är små så länge den externa ägarandelen understiger 20 procent.

I Sverige har särskilt de ungas situation på dagens bostadsmarknad lett till försök med nya former för samägande. Exempelvis erbjuder Riksbyggen så kallade hyrköp för vissa lägenheter i nybildade föreningar. Det innebär att till ett vanligt hyreskontrakt med besittningsrätt kopplas en option att köpa bostadsrätten inom fem år. Överlåtelsepriset för bostadsrätten motsvarar som högst ursprunglig insats vid föreningens bildande uppräknad med konsumentprisindex. Systemet har än så länge prövats i mindre skala i tre föreningar.

HSB har nyligen lanserat en form för samägande särskilt riktat till unga under 29 år, HSB dela.<sup>41</sup> Upplägget bygger på att HSB och den boende äger hälften var av bostadsrätten. Den boende får exklusiv nyttjanderätt till lägenheten och står för löpande kostnader inklusive avgift till föreningen. Avtalet löper på tio år och kan ses som förmånligt för den boende genom att HSB inte tar betalt för sin del av finansieringen. Under avtalsperioden har den boende, men inte HSB, rätt att påfordra försäljning, som ska ske under marknadsmässiga former genom en oberoende mäklare. Efter fem år, och senast när avtalet löper ut efter tio år, har den boende rätt att förvärva HSB:s andel till ett marknadsmässigt pris.

Det handlar i dessa båda fall alltså inte om varaktigt samägande utan om hyreskontrakt respektive delägande med option om fullt ägande inom en viss period. Om villkoren upplevs som attraktiva för båda parter borde de kunna fylla en funktion på svensk bostadsmarknad, och det finns all anledning att följa dessa intressanta mellanformer mellan ägande- och hyresrätt. De är dock enbart riktade till nyinträdande på bostadsmarknaden. Former för varaktigt samägande saknas ännu på dagens bostadsmarknad, men risker kan också delas genom lämpligt utformade lånekontrakt.

---

41 Pilotprojektet avser ett tjugotal lägenheter i ett nybygge i Göteborgs hamn, brf Blanka.

## Lånekontrakt

Flertalet ägare är belånade, särskilt under början av bostadskarriären, och lånevillkoren har därför central betydelse. De risker som låntagaren möter och som lånekontraktet behöver hantera kan grovt indelas i tre kategorier: ränterisk, likviditetsrisk och prISRISK. Lånekostnaden är osäker, eftersom räntan kan variera. Låntagarens betalningsförmåga är osäker, eftersom inkomst och likviditet kan variera. Låntagarens förmögenhet och säkerhetens värde är osäkra, eftersom priset på bostaden kan variera.

Låneavtal är typiskt sett standardiserade dokument där låntagaren har vissa, men i praktiken ganska begränsade, möjligheter att välja mellan olika villkor. Det finns i de flesta länder någon form av standardkontrakt med ett fåtal parametrar – såsom löptid, amorteringsprofil och räntebindningstid – som låntagaren kan välja. Detta standardkontrakt kan dock skilja sig avsevärt från land till land.<sup>42</sup> Exempelvis får amerikanska och danska bolånetagare som väljer ett fasträntelån (ofta på 30 år) samtidigt optionen att lösa lånet till pari under hela löptiden, utan att betala ränteskillnadsersättning till banken som i Sverige. En del av skillnaderna mellan länder hänger samman med olikheter i lagar (främst obeståndslagstiftningen),

---

42 Se Lee (2011) och Campbell (2012) för översikter över bolån i andra länder.

medan andra skillnader mer tycks bero på tradition och historiska tillfälligheter.

Det kan finnas goda skäl till att valmöjligheterna i bolånekontrakt är begränsade. För det första riskerar oinformerade kunder att hamna i underläge gentemot bankerna och i praktiken välja mindre fördelaktiga lånekontrakt.<sup>43</sup> Ett visst mått av påbjudet lirkande (*nudge*) i syfte att förhindra dåliga val kan därför vara befogat som en sorts konsumentskydd. För det andra kommer hela prisbilden för bostadslån att påverkas om valfriheten ökar. Låntagarna kommer naturligen att tendera att välja det mest fördelaktiga kontraktet med kännedom om sina egna framtidsplaner. Häri- genom kan sammansättningen av låntagare påverkas (*adverse selection*), och därmed riskbilden för långgiva- ren som måste ta höjd för detta i sin prissättning av lånet. I slutändan kan en långt driven valfrihet riskera att missgynna svaga grupper på lånemarknaden. Med detta i åtanke låt oss nu gå igenom det typiska svenska lånekontraktet och diskutera vilka valmöjligheter och rättigheter det innehåller – och inte innehåller – och hur det skulle kunna utvecklas.

Lånekontraktet specificerar en betalningsprofil. Normalt utbetalas lånet som ett engångsbelopp vid kontraktets början följt av en serie framtida betal-

---

43 Den gruppen kan vara betydande; se exempelvis Almenberg (2011).

ningar från låntagaren till banken. Betalningsprofilen består väsentligen av tre komponenter: löptiden som anger den framtida tidpunkt då lånet ska vara helt återbetalt, amorteringsprofilen som anger hur stor andel av lånet som ska återbetalas vid varje tidpunkt, samt räntan som anger betalningar utöver amortering som andel av skulden. Vid så kallade omvända lån (*reverse mortgages*) kan amorteringarna vara negativa och framtida betalningar gå från banken till låntagaren.

Den egentliga kostnaden för ett lån är ju räntan, medan amorteringen inte är en kostnad utan ett sparande. De totala betalningarna på ett lån, inklusive amorteringar, har dock stor betydelse för många låntagare eftersom lån tas just i syfte att omfördela betalningar över tiden. Flertalet låntagare är i någon mån likviditetsbegränsade, och amorteringsfria kontrakt är därför attraktiva.<sup>44</sup> Sådana kontrakt kom också att bli standard för bostadslån i Sverige under 2000-talet, och 2012 var 45 procent av alla nytecknade bolån amorteringsfria. Man kan uppfatta det främsta syftet med åtminstone det första amorteringskravet som att se till att standardkontraktet ska löpa med vissa amor-

---

44 Enligt en survey bland medlemmarna i European Mortgage Federation är amorteringsfria lån vanliga i Danmark (omkring hälften av alla nya bolån) och Nederländerna (en tredjedel av alla nya bolån). Fram till finanskrisen var de också vanliga i Storbritannien, men där har deras andel sjunkit till några få procent. Utanför dessa länder tycks de förekomma i mycket liten skala; se European Mortgage Federation (2019) för närmare detaljer.

teringar.<sup>45</sup> Efter amorteringskravens införande har andelen amorteringsfria lån sjunkit ned till 12 procent 2018.<sup>46</sup>

Dagens svenska lånekontrakt har vanligen en löptid på 30–50 år. Amorteringstakten är dock vanligen endast specificerad för en kortare period på några få år, varefter det står banken fritt att ändra den. Sedan amorteringskrav införts på nya lån över 50 procents belåningsgrad har amorteringarna ökat och av de nya låntagarna 2018 amorterade 87 procent på sina lån.<sup>47</sup> Den genomsnittliga amorteringen var 2,1 procent av lånets värde, vilket alltså motsvarar en rak amortering över knappt 50 års löptid.

En typ av lånekontrakt som fokuserar på betalningsprofilen är så kallade annuitetslån, där betalningarna är konstanta över lånets löptid. Det innebär att amorteringarna är små och räntebetalningarna stora under början av lånets löptid, medan det omvända gäller när lånet närmar sig förfall. Annuitetslån var vanliga för de statligt subventionerade lån som gavs till nybyggda bostäder på 1970- och 80-talet.

---

45 Före det första amorteringskravet fanns planer på att Bankföreningen skulle rekommendera sina medlemmar att lån borde löpa med amorteringar. En sådan rekommendation ansågs dock stå i strid med konkurrenslagstiftningen.

46 Finansinspektionen (2019a), diagram 21.

47 Finansinspektionen (2019a).

## Ränterisk

En låntagare kan hantera sin känslighet för räntevariationer genom val av räntebindningstid, idag normalt mellan tre månader och tio år. Svenska låntagare har sedan länge valt att ta en dominerande andel av sina lån med rörlig ränta; se *diagram 19*. Detta har också visat sig fördelaktigt eftersom den rörliga räntan nästan genomgående varit lägre än de bundna räntorna; se *diagram 14*. Andelen rörliga lån har varierat över tiden. Som ett resultat av osäkerheten i samband med den globala finanskrisen, då samtliga räntor steg, valde allt fler under hösten 2008 att ta lån till rörlig ränta. Visserligen var det i ett läge där tremånadersräntan för en gångs skull var aningen högre än tioårs-räntan, men när de korta räntorna föll kraftigt under kommande år visade sig detta ha varit en lönsam strategi.

Genom att hushållen valt att vara exponerade mot kortsiktiga räntevariationer kommer de att träffas direkt om Riksbanken skulle höja sin styrränta. Majoriteten av hushållen tycks alltså inte vara villiga att betala den högre räntan för bundna lån, vilket skulle kunna tolkas som att de inte upplever denna ränterisk som så allvarlig. Premien för att försäkra sig mot räntehöjningar framstår som alltför hög. En annan förklaring, utöver allmänt lättsinne och bristande erfarenhet av perioder med stigande räntor, är att

**Diagram 19. Andel lån med rörlig ränta, nya lån från bostadsinstitut**



Anm: Med rörlig ränta avses lån med räntebindning på upp till tre månader.  
Källa: Penningpolitisk rapport juli 2019, Sveriges Riksbank.

penningpolitiken strävar efter att vara kontracyklisk och att räntorna därför normalt stiger i goda tider och faller när konjunkturen viker. De rörliga räntorna är alltså positivt korrelerade med hushållens betalningsförmåga, och ger på så sätt en sorts försäkring mot inkomstosäkerhet. Detta gäller dock bara mot variationer på makronivå och inte mot den enskilde låntagarens egen inkomstutveckling i den mån den avviker från genomsnittet. Bunden ränta minskar risken för en låntagare vars betalningsförmåga i hög grad varierar oberoende av konjunkturläget, medan rörlig ränta kan minska risken för den vars betalningsförmåga nära följer den allmänna inkomstutvecklingen.

En speciell förklaring till att hushåll väljer rörlig ränta är att det är kostsamt att förtidslösa ett lån med fast ränta. Om ränteläget har sjunkit när lånet ska lösas utgår nämligen så kallad ränteskillnadsersättning, vilken är tänkt att täcka bankens ränteförlust över lånets återstående räntebindningstid. I annat fall skulle det kunna löna sig för en låntagare att lösa sitt lån så fort räntan på nya lån understiger det gamla lånets bundna ränta för att sedan teckna ett nytt lån, eventuellt i en annan bank. Men på grund av ränteskillnadsersättningen är detta inte lönsamt. Det finns även andra anledningar än räntebesparing till att förtidslösa lån, exempelvis försäljning av bostaden. Eftersom ränteskillnadsersättning utgår även då, utgör den i praktiken en extra flyttkostnad som riskerar att hämma rörligheten på bostadsmarknaden. I vissa fall tillåter visserligen bankerna att kunden tar med sig villkoren på existerande lån om det bara innebär byte av säkerhet från en bostad till en annan. Men vid flytt till en hyreslägenhet är detta förstås inte aktuellt.

Tidigare hade bankerna stor frihet att själva välja beräkningsmodell för ersättningen. Från 2014 är dessa dock preciserade av Finansinspektionen som stipulerar att ersättningen ska baseras på räntan på statsobligationer plus en genomsnittlig marginal i förhållande till räntan på bostadsobligationer med samma löptid

plus ett tillägg på 1 procentenhet.<sup>48</sup> Eftersom bolåne-marginalen vanligen är större än så kan även denna regel sägas gynna bankerna.

Systemet för ränteskillnadsersättning är således asymmetriskt och ger inte låntagaren rätt till ersättning om räntorna skulle ha gått upp. Detta skapar en inlåsnings effekt om ränteläget har stigit och lånet vid en flytt skulle behöva sättas om till en högre ränta. Det har därför förespråkats att systemet borde göras symmetriskt.<sup>49</sup> Låntagaren skulle då ha rätt till kompensation från banken om räntan var högre då lånet sades upp än då det tecknades.

Ett annat alternativ är att helt avskaffa ränteskillnadsersättningen. Så fungerar till exempel amerikanska och danska bostadslån, som vanligen löper på 30 år och kan sägas upp i stort sett kostnadsfritt vid valfri tidpunkt.<sup>50</sup> Låntagaren har så att säga en option att lösa sitt lån i förtid och på det viset dra fördel av räntevariationer. Därmed flyttas en del av ränterisken till långivaren, vilket påverkar räntesättningen. Nyligen har denna modell importerats från Danmark till Sverige av Danske Bank, som från november 2019 erbjuder sina

---

48 Ränteskillnadsersättningen är reglerad i konsumentkreditlagen (2010:1846). Hur den beräknas preciseras i FI:s allmänna råd (FFFS 2014:11).

49 Se Engström och Lind (2017).

50 Amorteringsfrihet under hela lånets löptid kan medges på belåningsgrader upp till 60 procent. Se *Vejledende udtalelse om § 21, stk. 4, i bekendtgørelse om god skik for boligkredit*, Finanstilsynet, 8 december 2017.

kunder en ny typ av lån på den svenska marknaden. Bolån Stabil är 30-åriga bostadslån till fast ränta med en option att lösa lånet i förtid utan kostnad. Räntesatsen var i februari 2020 2,89 procent, att jämföra med 2,45 procent på ett konventionellt bolån från Danske Bank med 10 års räntebindning. Det är också värt att notera att banken då bygger sin kvar-att-leva-på-kalkyl, som ligger till grund för kreditgivningsbeslutet, på denna i sammanhanget låga ränta, snarare än de 6 eller 7 procent som annars gäller.

Sammantaget ger dagens svenska bolånemarknad goda möjligheter att hantera ränterisker genom val av räntebindningstid. För många passar rörlig ränta utmärkt. Problem uppstår för dem som vill gardera sig mot räntesvängningar eftersom det hittills endast har kunnat göras till priset av ränteskillnadsersättning, vilket skapar inlåsnings effekter och hämmar rörligheten på bostadsmarknaden. Långa lån med kostnadsfri option att förtidslösa efter dansk och amerikansk förebild skulle vara ett välkommet tillskott till svensk bolånemarknad.

## Likviditetsrisk

Bostadslån tas i grund och botten i syfte att omfördela konsumtionsutrymme över livscykeln, från yngre år då husköp och andra utgifter överstiger inkomsterna till

längre fram i livet när inkomsterna förväntas bli högre och investeringsbehoven lägre. Den som köper och lånefinansierar sin bostad är därför normalt mer eller mindre likviditetsbegränsad och således extra känslig för störningar till den egna ekonomin i form av lägre inkomster eller större utgifter än förväntat. De flesta låntagare är därför intresserade av lån som dels har en baktung profil med betalningarna på lånet koncentrerade längre fram i livet, dels medger viss flexibilitet som en försäkring mot en negativ utveckling av låntagarens ekonomiska situation. Långgivaren å sin sida vill ogärna ta på sig extra risk kopplad till låntagarens betalningsförmåga och kan därför föredra framtunga betalningar och lånekontrakt med få frihetsgrader för låntagaren. Samtidigt kan bostadslån vara en lönsam affär där långgivaren ogärna förlorar volym genom forcerade amorteringar. De lånekontrakt vi observerar kan ses som kompromisser mellan dessa motstridiga intressen.

Rörlig ränta innebär som konstaterat en viss försäkring mot likviditetsproblem i en lågkonjunktur, eftersom räntan kan förväntas vara lägre då. Denna flexibilitet är dock till begränsad glädje för det enskilda hushållet vars betalningsförmåga inte alltid följer den allmänna konjunkturen. Vid exempelvis arbetslöshet kan knappast en lägre rörlig ränta kompensera för hela

inkomstbortfallet. Uppenbarligen ligger det i låntagarens intresse att ha möjlighet till betalningslättnad som är närmare kopplad till utvecklingen av den egna ekonomin. Lättnaden kan ta formen av amorteringsfrihet eller annat som gör lånets betalningsprofil mer baktung, men det skulle också, i djupare krislägen, kunna handla om möjlighet till nedskrivning av skulden.

Normalt är sådan flexibilitet inte inskriven i lånekontraktet utan förutsätter ett särskilt beslut av banken. Viss flexibilitet kan dock ibland ligga i bankens egenintresse. När låntagaren inte längre klarar sina betalningar skulle banken annars få lov att säga upp lånet till omedelbar betalning, något som skulle riskera att tvinga fram en försäljning och eventuellt att banken skulle få ta över fastigheten. Detta skulle i slutändan riskera att bli mer kostsamt för banken än att medge viss betalningslättnad. Tvångsmässiga övertaganden leder normalt till stora värdeförluster till följd av bristande underhåll och extra försäljningskostnader.

Möjligheten till betalningslättnad är särskilt viktig i en mer allmän krissituation, inte bara för den enskilde låntagaren utan också för den allmänna ekonomiska utvecklingen. I annat fall uppstår spridningseffekter till ekonomin i övrigt. Vissa hushåll kommer att kämpa

emot och i det längsta dra ned på sin konsumtion med negativa effekter på efterfrågan i ekonomin. Andra kommer att lösa situationen genom att sälja sina hus, och ytterligare andra kommer att sluta betala på lånet och låta banken ta över panten. I båda dessa senare fall ökar utbudet av hus på marknaden i ett läge med svag efterfrågan, vilket får till följd att priserna pressas ytterligare nedåt och krisen i ekonomin fördjupas.

En bidragande orsak till att de svenska bankerna gjorde så små kreditförluster på hushållslån under 1990-talskrisen var sannolikt att tillfälliga betalnings-eftergifter i många fall hjälpte låntagarna att överleva krisen. I hanteringen av den amerikanska finanskrisen efter 2008 anses ett av de stora misstagen ha varit att skuldnedskrivningar medgavs i så liten skala. Följden blev att sex miljoner amerikaner fick lämna sina hem. Bakgrunden var dels att nedskrivningar ofta stred mot kontraktsklausuler för de lånepooler som var koplade till vissa bostadsobligationer, dels att de statliga låneinstituten Freddie Mac och Fannie Mae motsatte sig skuldnedskrivningar; se Mian och Sufi (2014), kapitel 10.

Det finns flera anledningar till att möjligheten till betalningslättnad sällan är inskriven i lånekontraktet. Dels kan det vara svårt att i förväg specificera objektiva kriterier. Dels skulle kontrakt med sådana klausuler

riskera att dra till sig ett selektivt urval av låntagare med särskild benägenhet att utnyttja möjligheten till lättnad, vilket skulle påverka lånens prissättning. Innovativa lånekontrakt som möjliggjorde temporära lättnader blev dock relativt vanliga i USA under början av 2000-talet. I allmänhet gav de låntagaren möjlighet att skjuta på betalningarna eller till och med öka skulden, dock ofta till priset av en högre räntesats. I princip handlar det som ett vanligt lån kombinerat med en kreditlina med stigande marginell ränta i förhållande till kreditbeloppet. Sådana lånekonstruktioner, som i allmänhet riktades till låntagare med låg kreditvärdighet, kom i visst vanrykte efter krisen när skulderna ofta växte över husens värde och låntagarna i slutändan gick miste om sina hem.

I ljuset av erfarenheterna från krisen har forskare intresserat sig för flexibla lånekontrakt som stabiliserar snarare än destabiliserar makroekonomin och bostadsmarknaden. Exempelvis visar Campbell, Clara och Cocco (2019) att ett lån med rörlig ränta och en option att sluta amortera och förlänga lånets löptid under lågkonjunktur har flera önskvärda egenskaper. Låntagarna behöver inte dra ned sin konsumtion lika mycket i dåliga tider och klarar i större utsträckning av sina låneförpliktelser utan att gå miste om sin bostad.<sup>51</sup>

---

51 Se också Piskorski och Tchisty (2010), Piskorski och Seru (2018) och Guren, Krishnamurthy och McQuade (2019) för relaterade studier.

Ett intressant exempel som medger viss sådan flexibilitet finns i Australien. Där kan låntagaren koppla ett särskilt sparkonto (*offset account*) till sitt bostadslån. Räntan beräknas på nettot av lånet och behållningen på kontot. Låntagaren kan således göra extra amorteringar genom insättning på kontot eller öka sin nettoskuld genom uttag från kontot.<sup>52</sup>

En speciell typ av likviditetsrisk löper pensionärer med lågt belånade bostäder som de vill belåna för att skapa konsumtionsutrymme sedan de slutat arbeta. Med en låg pension kan särskilt en ensamstående pensionär ofta ha svårt att få ett vanligt bolån i bank trots en betryggande säkerhet i bostaden.<sup>53</sup> Bankernas negativa syn grundar sig i en schablonmässig kreditprövning byggd på en kvar-att-leva-på-kalkyl, vilken tycks bortse från pensionärens möjlighet att betala räntorna genom att gradvis öka lånebeloppet.

Ett sätt att ändå kunna använda bostaden som säkerhet skulle kunna vara att tidigare i livet avstå från att amortera av bolånen och i stället investera i någon form av pensionssparande. En mer direkt lösning på pensionärers likviditetsproblem är ett omvänt lån, där negativ amortering är en del av lånekontraktet. Olika varianter av sådana lån förekommer bland annat i våra nordiska grannländer. I Sverige finns idag ett företag,

---

52 Se Price, Beckers och La Cava (2019), appendix B.

53 Se illustrativa exempel i Pensionsmyndigheten (2017).

Svensk hypotekspension, som erbjuder så kallade kapitalfrigöringskrediter med rörlig ränta och livslång löptid, där räntan läggs till skulden. Det maximala lånebeloppet varierar beroende på låntagarens ålder från 25 procent av bostadens värde för en 60-åring till 54 procent för en 86-åring. Räntan är dock (i februari 2020) så hög som 4,5 procent, det vill säga cirka 3 procentenheter över en vanlig bolåneränta. För den 60-åring som lånar 25 procent innebär det att skulden skulle uppgå till 52 procent av bostadens värde efter 30 år på låntagarens 90-årsdag (förutsatt att räntan förblir 4,5 procent och huset stiger i värde med 2 procent per år).<sup>54</sup>

Till likviditetsriskerna för den som behöver ta ett nytt lån bidrar också de amorteringskrav som införts i Sverige. För vissa högbelånade hushåll med små marginaler innebär de krav på tre procents årlig amortering, vilket med dagens låga räntor utgör mer än hälften av lånebetalningarna. Kraven infördes under en högkonjunktur med en överhettad bostadsmarknad, och det är oklart huruvida de kommer att vara bestående den dag konjunkturen vänder. I analogi med lån med en option om amorteringsfrihet under lågkonjunktur är det värt att fundera på om amorteringskravet kan

---

54 Se [https://hypotekspension.se/sa-fungerar-det/ranta-och-villkor/?gclid=EA1a1QobChMIpriZw4b85wIVlo4YCh3VZwzgEAAAYASABEgJsQvD\\_BwE](https://hypotekspension.se/sa-fungerar-det/ranta-och-villkor/?gclid=EA1a1QobChMIpriZw4b85wIVlo4YCh3VZwzgEAAAYASABEgJsQvD_BwE).

behöva lättas, även för utestående lån, vid en konjunkturnedgång.

## Prisrisk

Bostadspriser fluktuerar, och i vissa lägen är det förknippat med stora risker för låntagaren och i förlängningen kanske också för långivaren. Ändå är det ovanligt med lån som ger skydd mot prisvariationer.<sup>55</sup> Den mest uppenbara risken med fluktuerande priser är att bostadens värde sjunker under lånebeloppet och att det egna kapitalet i bostaden då blir negativt. Detta behöver ofta inte vara så problematiskt. Prisfallet kanske bara är tillfälligt, och eftersom lånet är nominellt sker det ju en real amortering så länge penningvärdet minskar. Det räcker således med reall oförändrade priser för att det egna kapitalet ska återhämta sig efter en tid. Dessutom ska man inte stirra sig blind på det egna kapitalet i själva bostaden. Hushållet har kanske andra tillgångar och då är den samlade nettoförmögenheten mer relevant.<sup>56</sup> Icke desto mindre finns det många situationer där prisriskerna är högst reella, beroende på var låntagaren befinner sig i bostadskarriären. Den som planerar att flytta till en större och dyrare bostad

---

55 Detta marknadsmisslyckande har påtalats av många ekonomer, mest värtaligt kanske av Shiller (2003).

56 För lån utan regressrätt är det egna kapitalet i bostaden direkt relevant eftersom låntagaren då har optionen att bli skuldfri och låta banken överta bostaden.

ser helst priserna falla, medan den som vill kunna ta ut pengar ur sitt boende gynnas av stigande priser.

Prisriskens betydelse hänger också samman med hur nära huspriserna är kopplade till den allmänna ekonomiska utvecklingen. Med stigande inkomster och ökad sysselsättning ökar efterfrågetrycket på bostadsmarknaden och därmed prisnivån, medan priserna faller i kristider. Huspriser är positivt korrelerade med humankapitalet (de förväntade livstidsinkomsterna).

Särskilt utsatt om priserna skulle falla är den som äger sin bostad på en bruksort eller annan plats med en dominerande arbetsgivare, där en kris för bruket samtidigt leder till arbetslöshet och fallande huspriser. En högbelånad ägare med ett vanligt lån riskerar att få sitt eget kapital mer eller mindre uttraderat och skulle då få det svårt att flytta och ta ett jobb och etablera sig på en annan ort. En lösning för att slippa hamna i en sådan situation är att hyra i stället för att äga bostaden. På bruksorter har också bruket historiskt ofta tillhållit bostäder för sina anställda. Så är det knappast längre, och för den som äger sin bostad på en ort med en dominerande arbetsgivare skulle möjligheten att gardera sig mot prisnedgångar och därigenom skydda det egna kapitalet vara särskilt värdefull.

Även i andra situationer kan låntagare vara intres-

serade av att skydda sig mot prisfall. För många är den egna bostaden en sorts pensionsförsäkring. Ur ett livscykelperspektiv är det normalt rationellt att växla över pensionssparandet från hög risk (aktier) till lägre risk (obligationer) i takt med att tiden för pensionering närmar sig. Bostaden blir då en sorts inlåst ”tvångsplacering”, driven främst av behovet av boende, vars riskprofil varierar över tiden och där ägaren med stigande ålder kan vilja minska sin exponering mot huspriser.

Det finns alltså flera olika situationer där låntagarna har intresse av att lånebetalningarna var knutna till bostadsprisernas utveckling. Räntan eller lånebeloppet skulle kunna följa utvecklingen av ett relevant fastighetsprisindex, det vill säga lånet skulle bli ett sorts realräntelån. En svaghet med ett sådant lån är att det följer fastighetspriser i allmänhet, medan låntagaren bryr sig om värdet på den egna bostaden.<sup>57</sup> Värdet på en enskild fastighet går dock inte att observera med någon grad av säkerhet förrän bostaden säljs.

Det finns ett antal praktiska exempel på lånekontrakt som dämpar prISRISKEN för låntagaren. Det mest beprövade är det amerikanska standardlånekontraktet utan regressrätt. Det innebär ju att låntagaren kan bli fri från förpliktelser mot banken genom att upphöra att betala på bolånet och låta banken ta över huset.

---

57 I Sverige publicerar SCB idag kvalitetsjusterade prisindex för småhus i elva olika regioner. Valueguard publicerar prisindex för bostadsrätter i de tre storstadsområdena.

Låntagaren har så att säga en option på att sälja huset till banken för värdet på skulden. Det är väl belagt att den optionen används i stor utsträckning.<sup>58</sup> På så vis kunde många amerikanska låntagare begränsa sina förluster när bostadspriserna störtök från 2006 och framåt. I stället hamnade förlusterna hos bankerna.

Ett stort problem med lån utan regressrätt är att de kan fördjupa en kris på bostadsmarknaden och i förlängningen bidra till en mer allmän finansiell kris. Den bank som tvingas ta över ett pantsatt hus står inför valet att antingen försöka sälja huset så snabbt som möjligt eller att behålla huset, och eventuellt försöka hyra ut det, i förhoppningen att bostadsmarknaden ska återhämta sig. Om huset säljs leder det till en ytterligare press nedåt på huspriserna och i förlängningen till att fler låntagare hamnar ”under vattnet” och slutar betala på sina lån. Om banken behåller huset slår det direkt på dess intjäning. I båda fallen blir det således spridningseffekter på den finansiella stabiliteten. Lån utan regressrätt försäkrar den enskilde låntagaren mot viss prisrisk men bidrar samtidigt till att öka den allmänna prisrisken på bostadsmarknaden. Som erfarenheterna från USA 2008 visar kan detta också i förlängningen bidra till att skapa eller fördjupa en mer allmän finansiell kris.

---

58 Se exempelvis Ghent och Kudlyak (2011).

Om vi utgår från bibehållen regressrätt blir frågan hur lånekontrakt kan utformas så att de ändå ger ett visst prisskydd. En låneprodukt som testats med blandad framgång är lån där långivaren har rätt till en del av kapitalvinsten när huset säljs. I gengäld löper lånet med en lägre ränta. Det ger således ett visst, men asymmetriskt, skydd mot prisvariationer samtidigt som betalningsprofilen blir mer baktung, vilket och lindrar eventuella likviditetsproblem under innehavstiden. Sådana så kallade *shared-appreciation mortgages* (SAM) lanserades i England av Royal Bank of Scotland på 1990-talet. De blev först populära, men i takt med att priserna hade stigit när många hus med sådana lån såldes på 2000-talet före krisen kunde låntagarna med facit i hand konstatera att de betalat mycket höga effektiva räntor och SAM-lånen förlorade snabbt i popularitet.<sup>59</sup>

Genom att SAM-lånen är knutna till faktiska försäljningspriser påminner de om deläggande, även om låntagaren behåller det formella ägandet inklusive full beslutanderätt. Man kan beteckna sådana kontrakt som ägarlån (*participating mortgage*). Ett annat exempel på ägarlån är det så kallade *help-to-buy*-programmet som lanserades i Storbritannien 2013.<sup>60</sup> Det ger

59 Se Sanders och Slawson (2005).

60 Programmet innehåller också en viss subventionering, framför allt fem räntefria år, vilket bidragit till dess popularitet. För detaljer, se Homes England (2018). En aktuell studie av Carozzi, Hilber och Yu (2019) tyder på att programmet huvudsakligen bidragit till att driva upp bostadspriserna och således främst gynnat sittande bostadsägare.

en låntagare som köper ett nybyggt hus tillgång till ett topplån från staten motsvarande 20 procent av husets värde. När huset säljs amorteras lånet genom att låntagaren betalar 20 procent av försäljningspriset. Staten och låntagaren delar således på prisrisken.

I USA finns liknande exempel på ägarlån med marknadsmässiga villkor. Exempelvis erbjuder det San Francisco-baserade företaget Unison lånekontrakt där både nya och existerande husägare kan låna upp till 17,5 procent av husets värde. Lånet löper utan ränta, men Unison tar 40 procent av värdeförändringen när huset säljs. Hur förmånligt ett sådant kontrakt är beror förstås på förväntad prisutveckling. Om huspriset skulle stiga med 2 respektive 3 procent om året motsvarar kontraktet en ränta på 4,6 respektive 6,9 procent.<sup>61</sup>

Ägarlån i stil med *help-to-buy* är symmetriska och delar prisrisken lika, medan ett lån av SAM-typ bara delar på uppsidan. I allmänhet kan man förstås tänka sig alla möjliga asymmetriska kombinationer, där långivaren tar en större eller mindre andel av upp- och nedgång i huspris.<sup>62</sup>

Olika former av ägarlån har det gemensamt att de är kopplade till husets försäljningspris. Ett problem

---

61 I USA finns också ett antal subventionerade program för samägande; se Theodos m fl (2017).

62 Miles (2015) presenterar illustrativa beräkningar.

är att detta minskar ägarens incitament att sköta och underhålla huset liksom att sälja det till högsta möjliga pris. Incitamenten kan begränsas genom klausuler som ger långgivaren viss kontroll över underhållsbeslut och försäljningsprocessen. Sådana kontrakt skulle dock med nödvändighet bli mer komplexa men likväl ofullständiga. Ett alternativ är att i stället knyta lånevillkoren till den allmänna prisutvecklingen, mätt med något fastighetsprisindex. Sådana kontrakt förespråkades tidigt av Robert Shiller (först i Case, Shiller och Weiss, 1993). De förutsätter tillgången till aktuella och tillförlitliga prisindex. I USA utvecklade Shiller själv sådana index, och i Sverige tar firman Valueguard fram index, även på relativt disaggregerad nivå, som är tillgängliga väsentligt snabbare än Statistiska centralbyråns motsvarande index.

Det finns således många situationer där låntagare skulle vara betjänta av möjligheten att gardera sig mot svängningar i bostadspriserna. Det finns flera samverkande anledningar till att sådana kontrakt inte är vanligt förekommande. Kontrakt kopplade till index, å ena sidan, har svagheten att priset på den egna fastigheten kan avvika ganska mycket från index, särskilt om index bara finns tillgängliga för ett fåtal stora regioner. Med kontrakt kopplade till försäljningspriset på en individuell fastighet, å andra sidan, uppstår incita-

mentsproblem kopplade till skötsel och underhåll av fastigheten. Dessutom är frågan hur risken påverkas för den institution som ställer ut ett lån med priskoppling. En långgivare kan behöva avhända sig en del av prisrisken. Vi återkommer till den frågan längre ned.

## Sparprodukter och garantier

Den som ännu inte är inne på bostadsmarknaden behöver spara ihop till sin första bostad. I Sverige finns idag bostadsföretag som erbjuder olika typer av vad som betecknas som bosparande. Exempelvis kan HSB:s medlemmar välja mellan två typer av bosparkonton: ett räntebärande konto med idag 0,65 procents ränta (februari 2020) och ett konto knutet till en aktiefond. Sparandet genererar också poäng som ger förtur i HSB:s interna kö till nya lägenheter. Genom Handelsbanken har man också tidigare kunnat bospara på liknande sätt med förtur till nya lägenheter genom organisationen Bostadsrätterna. Detta sparande är numera nedlagt.

Men denna form av bosparande möter inte bospararens största risk, prisutvecklingen. Som vi sett (*diagram 16*) riskerar den som lägger upp en sparplan baserad på dagens prisnivå att jaga ett bortflyende mål; med stigande bostadspriser kräver den nödvän-

diga kontantinsatsen allt fler år av sparande. Visserligen kan sparande i aktier hjälpa till att hålla jämna steg med bostadspriserna eftersom aktiekurser och bostadspriser samvarierar positivt. Men den korrelationen är långt ifrån perfekt, och riskerna med aktier är stora särskilt i det relativt korta perspektiv på, säg, 5–10 år som kan vara aktuellt för den som målsparar till sin första bostad.

Intressantare för en bosparare vore ett sparkonto kopplat till ett bostadsprisindex. Men att erbjuda en avkastning som följer bostadspriserna skulle naturligtvis vara riskfyllt för banken, och det är därför kanske inte förvånande att vi inte ser några sådana sparformer. Ändå borde det inte behöva vara finansiell science fiction. Som vi diskuterade i föregående avsnitt är det ju många som skulle vara intresserade av att vara på andra sidan av marknaden och ta lån kopplade till bostadspriserna. En bank som samtidigt erbjöd sådana lånekontrakt skulle ju härigenom balansera sin exponering mot prisvariationer. En mer perfekt gardering vore möjlig om det fanns likvida finansiella instrument direkt kopplade till fastighetsprisindex i form av terminer eller optioner. Lika väl som banker regelmässigt använder derivat för att matcha räntebindningen på sina lån med motsvarande finansiering borde de kunna matcha bosparkonton

och bolån indexerade mot bostadspriser på liknande sätt.

Skydd mot prisrisker behöver inte kopplas till lån eller sparprodukter utan kan också erbjudas i form av direkta försäkringar eller garantier. I kapitel 3 berörde vi de speciella problemen på marknaden för nyproducerade bostäder, särskilt nya bostadsrätter sålda genom bostadsutvecklare. Här finns ett gap på åtminstone ett par år från att ett byggprojekt startar till att bostäderna är klara för inflyttning. Under den tiden kan bostadspriserna mycket väl stiga eller falla med kanske 20 procent. Bostadsutvecklarna har i stor utsträckning försökt avhända sig den risken genom mer eller mindre bindande avtal, där köparna tecknat sig för en bostadsrätt upp till ett par år före tillträde.<sup>63</sup> Ett sådant terminskontrakt kan i vissa situationer tjäna båda parter väl. Köparen säkrar sina bostadskostnader och kan planera därefter och bostadsutvecklaren låser in sin vinst på projektet.

Men ett terminskontrakt har en avigsida för de köpare som samtidigt äger en annan bostad som de behöver sälja, eftersom motsvarande terminskontrakt är svåra att sluta på andrahandsmarknaden för bostäder. Genom att köpa men inte sälja på termin har

---

63 Ett ytterligare problem är att tillträdesdatum kan vara osäkert, och att det kan vara oklart vilka rättigheter och skyldigheter en köpare har om bygget inte blir klart i tid.

hushållet så att säga tagit en öppen position i husprisernas utveckling. Man löper då en risk att ha köpt dyrt och tvingas sälja billigt om prisnivån skulle ha fallit när det är dags att sälja den gamla bostaden och erlägga betalning för den nya. Den risken är särskilt allvarlig om hushållets gamla bostad är högbelånad. Ett prisfall på den gamla bostaden kan då tvinga fram en extra hög belåning på den nya bostaden, i värsta fall bortom gränsen för hushållets kreditvärdighet.

Det vore därför attraktivt för ett hushåll i en sådan situation att kunna försäkra sig mot en ofördelaktig prisutveckling. Sådana garantier förekommer, men bara i mycket begränsad omfattning. Exempelvis erbjuder Aros Bostad en garanti som täcker hundra procent av ett fall i prisindex i intervallet mellan 5 och 10 procent för tiden mellan kontrakts- och tillträdesdatum.<sup>64</sup> Frågan blir då vilken förmåga bostadsutvecklaren har att bära en sådan garanti och vilka möjligheter till återförsäkring som kan finnas.

## Finansiella instrument

Vi har identifierat behov av kontrakt som gör det möjligt för individer att variera sin exponering mot bostadspriserna. I praktiken är sådana kontrakt säll-

---

64 <https://arosbostad.se/trygghetspaket/>

synta, i Sverige likaväl som i andra länder. En anledning till detta kan vara att de som ligger närmast till hands att ställa ut sådana kontrakt – banker eller byggherrar – är obenägna att ta på sig motsvarande prISRISK. För en bank är det i och för sig inte säkert att risKEN netto behöver bli så stor eftersom positiva och negativa exponeringar mot bostadspriser (lån och sparkonton) till viss del skulle kunna balansera varandra. Det finns också möjlighet till gardering via direkta investeringar i fastigheter i form av bostadsfonder, fastighetsbolag med mera, även om dessa är långt ifrån perfekt korrelerade med priserna på småhus och bostadsrätter. Bostadsfonder är investerade i hyresfastigheter med stabila kassaflöden och avkastning som mest beror på hyresförhandlingarnas utfall, och börsnoterade fastighetsbolag äger normalt huvudsakligen kontors- och affärsfastigheter.

Möjligheten att välja exponering mot bostadspriser skulle öka om det funnes likvida finansiella instrument direkt kopplade till index i form av terminer eller optioner. Sådana kontrakt kopplade till bostadsprisindex för ett dussintal amerikanska storstäder finns sedan ett par decennier noterade på Chicago Mercantile Exchange (CME). Handeln är dock mycket tunn, och indexterminerna tycks inte ha gett upphov till prisindexerade spar- eller lånekontrakt i någon

större utsträckning. I Europa förekommer viss handel på den europeiska aktiebörsen Euronext i terminer på ett index över bostadspriser i Paris.

Man kan spekulera över varför det hittills visat sig så svårt att få igång handel i indexkontrakt. Det kan finnas åtminstone fyra förklaringar. En är att kvaliteten på index är för låg. Med tanke på att index är konstruerade utifrån goda data och efter vedertagna metoder – upprepade köp (*repeat sales*) för USA och hedoniska metoder för Sverige och Paris – ter sig den förklaringen mindre sannolik. Dock skulle man kunna hävda att tillgängliga index är på en alltför aggregerad nivå för att vara relevanta för enskilda aktörer. En annan möjlig förklaring är att det alltid är svårt att etablera nya marknader därför att likviditeten definitionsmässigt är svag från början och att en bredare kategori av investerare först är intresserad när marknaden väl blivit likvid. Intresse för handel förutsätter en likvid marknad, men marknaden är likvid först när många handlar på den. Det är därför alltid svårt att lyfta en marknad från en illikvid jämvikt utan handel till en likvid jämvikt med intensiv handel. Det ligger en del i denna förklaring.

En tredje tänkbar förklaring är att det skulle saknas naturliga slutplacerare. Husprisrisken kan inte diversifieras bort utan måste bäras av någon i slutändan.

Men här framstår livförsäkringsbolag och pensionsfonder, som ju har ett långt och reallt perspektiv, som naturliga slutplacerare. Särskilt i dagens situation med låga realräntor söker de ju med ljus och lykta efter alternativa placeringar och det är svårt att se att inte lite ägarbostadsrisk skulle kunna vara ett välkommet tillskott. Det borde i själva verket bidra till att ytterligare diversifiera bolagens portföljer. En fjärde förklaring är att likvida derivatmarknader normalt får mycket av sin likviditet från arbitrageaffärer med den underliggande tillgången, vilken normalt handlas på en likvid marknad. För bostadsderivat skulle den underliggande tillgången i princip bestå av en stor portfölj av småhus och bostadsrätter, tillgångar som det i princip inte kan förekomma någon handel i.<sup>65</sup> Detta är sannolikt ett betydande hinder för uppkomsten av en mer aktiv terminsmarknad.

Slutsatsen av detta kan knappast vara att hindren för att etablera marknader i bostadspriserisker är oöverstigliga. Snarare är slutsatsen att flera saker behöver finnas på plats samtidigt: mer disaggregerade index, låne- och sparkontrakt kopplade till index samt marknader i indexderivat. Hur svårt det kan vara att

---

65 Med utvecklingen av ny avancerad teknik baserad på blockkedjor skulle det kanske kunna bli tekniskt möjligt att investera i mindre delar av enskilda fastigheter (så kallade tokens). Utvecklingen är ännu i ett mycket tidigt skede; <https://www.forbes.com/sites/ilkerkoxsal/2019/06/21/blockchain-real-estate-startups-shaking-up-property-investment/#127d23a76fa6>

realisera detta beror bland annat på balansen mellan allmänhetens intresse för indexerade bolån och bosparkonton. Med en god matchning blir behovet av en likvid derivatmarknad inte lika stort. Vem blir först att erbjuda både prisindexerade bolån och bosparkonton?

## Kapitel 6

# Vad kan göras?

**Val av bostad** är några av de största, mest långsiktiga och riskfyllda beslut som vi fattar i livet. I denna skrift har vi tittat på data från svensk bostadsmarknad i ett historiskt perspektiv och försökt kvantifiera de olika riskerna. Ett genomgående tema är att riskerna är stora, men att de varierar från individ till individ beroende på fas i bostadskarriären. På en rad områden skulle dagens institutioner och kontraktsformer behöva utvecklas för att erbjuda bättre möjligheter till riskhantering. Det handlar om såväl politiska reformer som innovationer på de finansiella marknaderna.

- Det behövs bättre fungerande marknader för *olika upplåtelseformer*, med en reell valmöjlighet mellan ägande- och hyresrätt. Ägande minskar ofta riskerna på lång sikt, medan den kortsiktiga risken är mindre med ett hyreskontrakt. Båda upplåtelseformerna behövs.

- Dagens system för *hyressättning* skapar stor osäkerhet om tillgänglighet för outsiders, liksom om framtida valmöjligheter för dem som redan sitter på ett hyreskontrakt. Det behövs en friare hyressättning byggd på kontraktsfrihet där ett reellt besittningsskydd garanteras genom möjlighet till långa indexerade hyreskontrakt.
- Nya former av *samägande* skulle kunna göra ägt boende tillgängligt för större grupper och samtidigt minska riskerna för de boende.
- *Fastighetsbeskattningen* behöver reformeras. Skatten bör utgå från en schablonintäkt beräknad utifrån fastighetens marknadsvärde multiplicerad med en ränta. Genom att räntan varierar över tiden blir skatten mer förutsägbar än en fastighetsskatt med fast skattesats.
- *Kapitalvinstskatten* bör bara utgå på avvikelser från normal värdestegring. Härigenom tar staten genom skatten över en del av prisrisken från bostadsägaren.
- Gällande *amorteringskrav* ökar känsligheten för framtida inkomststörningar för de

hushåll som påverkas. Amorteringskraven behöver hanteras flexibelt i ett annorlunda konjunkturläge eller en framtida finansiell kris.

- Nya former av *lånekontrakt* behövs för att möjliggöra bättre riskdelning, exempelvis i form av lån med explicit option om betalningslätnader, lån indexerade till huspriser och olika former av omvända lån (kapitalfrigöringskrediter).
- Reglerna för *ränteskillnadsersättning* behöver ses över för att gör det mer gynnsamt att binda räntan på längre tid. Lån med option att kostnadsfritt förtidslösa lånet skulle fylla en viktig funktion.
- *Bosparande* indexerat till huspriser skulle kunna minska osäkerheten om villkoren för tillträde till ägarmarknaden.
- Nya *finansiella instrument*, exempelvis terminskontrakt eller optioner knutna till fastighetsprisindex, skulle underlätta för banker att erbjuda lån och sparande kopplade till index samtidigt som de skulle kunna vara attraktiva för pensionsfonder och andra slutplaceringar.

# Referenser

- 120  
—
- Almenberg, J.** (2011). Räknefärdighet och finansiell förmåga, *Ekonomisk Debatt* 39(5), 17-32.
- Andersen, A.L., C. Duus och T. Lærkholm Jensen** (2016). Household debt and spending during the financial crisis: Evidence from Danish micro data, *European Economic Review* 89, 96-115.
- Andersen, H.Y. och S. Leth-Pedersen** (2019). Housing wealth or collateral: How home value shocks drive home equity extraction and spending, *Journal of the European Economic Association*, preprint 16 december 2019.
- Aranki, T. och H. Larsson** (2019). *Tillägsslånen minskar efter amorteringskrav*, FI-analys nr. 20.
- Baker, S.** (2018). Debt and the response to household income shocks: Validation and application of linked financial account data, *Journal of Political Economy* 126 (4), 1504-1557.
- Banks, J., R. Blundell, Z. Oldfield och J. Smith** (2017). House price volatility and the housing ladder, i D. Wise (red.), *Insights in the Economics of Aging*, University of Chicago Press.
- Bengtsson, I. och F. Kopsch** (2019). Missgynnans hyresrätten av skattesystemet?, *Ekonomisk debatt* 47 (4), 57-69.
- Berg, J. och H. Lind** (2019). Det finns nyproduktion som även hushåll med låga inkomster har råd med!, *Fores Policy Brief* 2019:04.

- Berger, D., V. Guerrieri, G. Lorenzoni och J. Vavra** (2018). House prices and consumer spending, *The Review of Economic Studies* 85, 1502–1542.
- Blom, K., N. Frykström och G. Kalinic** (2019). Bostadsutvecklare – hur fungerar affärsmodellen och intäktsredovisningen?, *Ekonomiska kommentarer* nr 4 2019, Sveriges Riksbank.
- Braconier, H. och S. Palmqvist** (2017). Makrotillsynens roll i Sverige, *Ekonomisk Debatt* 45 (4), 56–68.
- Buiter, W.** (2010). Housing wealth isn't net wealth, *Economics, The Open Access Open Assessment E-Journal*, Vol. 4, 2010–22, <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2010-22>.
- Campbell, J.** (2012). Mortgage market design, *Review of Finance* 17, 1–33.
- Campbell, J., N. Clara och J. Cocco** (2019). Structuring mortgages for macroeconomic stability, working paper, Harvard University.
- Campbell, J. och J. Cocco** (2007). How do house prices affect consumption? Evidence from micro data, *Journal of Monetary Economics* 54, 591–621.
- Caplin, A., S. Chan, C. Freeman och J. Tracy** (1997). *Housing Partnerships*, MIT Press.
- Carozzi, F., C. Hilber och X. Yu** (2019). On the economic impact of credit expansion policies: Evidence from help to buy, discussion paper, London School of Economics.
- Case, K., J. Quigley och R. Shiller** (2005). Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market, *B.E. Journal of Macroeconomics* 5:1.

- Case, K., R. Shiller och A. Weiss** (1993). Index-based futures and option markets in real estate, *Journal of Portfolio Management* 19.
- Emanuelsson, R.** (2015). Utbudet av bostäder i Sverige, *Penning- och valutapolitik* 2015:2, Sveriges Riksbank.
- Englund, P.** (2015). The Swedish banking crisis. A revisit in light of recent experience, uppsats presenterad vid Riksbankens Macroprudential Conference, <http://archive.riksbank.se/Documents/Avdelningar/AFS/2015/Session%201%20-%20Englund.pdf>
- Englund, P, M. Hwang och J. Quigley** (2002). Hedging housing risk, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 24 (1-2), 167-200.
- Engström, R. och H. Lind** (2017). Ränteskillnadsersättning – vad är ett rationellt system?, *Ekonomisk Debatt* 45:7, 56-64.
- European Mortgage Federation** (2019). *Interest Only Loans*, [https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/05/EMF-Study-2019\\_Interest-only-loans-web.pdf](https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/05/EMF-Study-2019_Interest-only-loans-web.pdf)
- Finansinspektionen** (2019a). *Den svenska bolånemarknaden*.
- Finansinspektionen** (2019b). *Stabiliteten i det finansiella systemet* (2019-2).
- Finanspolitiska rådet** (2018). *Svensk finanspolitik* 2018.
- Finanspolitiska rådet** (2019). *Friare hyressättning och likformig fastighetsbeskattning. Hur påverkas hushållen?*
- Ghent, A.C. och M. Kudlyak** (2011). Recourse and residential mortgage default: Evidence from US states, *Review of Financial Studies* 24 (9), 3139-86.
- Glaeser, E.** (2011). *Triumph of the Cities*, Pan MacMillan, London.

- Glaeser, E. och E. Luttmer** (2003). The misallocation of housing under rent control, *American Economic Review* 93, 1027-1046.
- Glaeser, E. och C. Nathanson** (2017). An extrapolative model of house prices, *Journal of Financial Economics* 126, 147-170.
- Guren, A., A. Krishnamurthy och T. McQuade** (2019). Mortgage design in an equilibrium model of the housing market, working paper, Stanford University.
- Harris, R. och A. Meir** (2015). Recourse structure of mortgages: A comparison between the US and Europe, CESifo DICE Report 4, 15-22.
- Homes England** (2018). *Help to Buy. User's Guide*, <https://www.helptobuy.gov.uk/wp-content/uploads/Help-to-Buy-Buyers-Guide-Feb-2018-FINAL.pdf>.
- Hyresgästföreningen** (2019). *Unga vuxnas boende i Sverige 2019*.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor** (2013). When credit bites back, *Journal of Money, Credit, and Banking* 45, 3-28.
- Kessel, D., B. Tyrefors och R. Vestman** (2019). The housing wealth effect: Quasi-experimental evidence, *Swedish House of Finance Research Paper No. 19-5*.
- Knoll, K., M. Schularick och T. Steger** (2017). No price like home: Global house prices, 1870-2012, *American Economic Review* 107, 331-353.
- Konjunkturinstitutet** (2019). *Konjunkturläget oktober 2019*.
- Kopsch, F.** (2019a). *Reglering av hyresmarknader*, underlagsrapport, Finanspolitiska rådet.
- Kopsch, F.** (2019b). *En hyresmarknad i kris*, SNS Förlag.

- Lee, M.** (2011). Alternative forms of mortgage finance: what can we learn from other countries?, i N. Retsinas och E. Belsky (red.), *Moving Forward: the Future of Consumer Credit and Housing Finance*, Joint Center for Housing Studies, Harvard University.
- Lidberg, A.** (2018). Bostadsrättsföreningars ekonomi och finansiell stabilitet, *Ekonomiska kommentarer* 2018:4, Sveriges Riksbank.
- Lodin, S-O. och P. Englund** (2017). *Yes box! En ESO-rapport om ny modell för kapital- och bostadsbeskattning*. ESO-rapport 2017:4.
- Meyer, W. och M. Ulmgren** (2018). A ticking bomb? Leverage in Swedish housing cooperatives, kandidatuppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Mian, A., K. Rao och A. Sufi** (2013). Household balance sheets, consumption, and the economic slump, *The Quarterly Journal of Economics* 128, 1687–1726.
- Mian, A. och A. Sufi** (2014). *House of Debt*, University of Chicago Press.
- Miles, D.** (2015). Housing, leverage, and stability in the wider economy, *Journal of Money, Credit, and Banking* 47, 19–36.
- Olsén Ingefældt, N. och V. Thell** (2019). *Unga vuxnas ställning på bostadsmarknaden*, FI-analys nr. 19.
- Peng, L. och T. Thibodeau** (2017). Idiosyncratic risk of house prices: Evidence from 26 million home sales, *Real Estate Economics*. 45, 340–375.
- Pensionsmyndigheten** (2017). *Marknaden för seniorlån*.
- Piskorski, T. och A. Seru** (2018). Mortgage market design: Lessons from the great recession *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2018, 429–499.

- Piskorski, T. och A. Tchisty** (2010). Optimal mortgage design, *Review of Financial Studies* 23, 3098–3140.
- Price, F., B. Beckers och G. La Cava** (2019). The effect of mortgage debt on consumer spending: Evidence from household-level data, *Research Discussion Paper* 2019:6, Reserve Bank of Australia.
- Rönnerberg, M.** (2002). *Staten fick Svarte Petter. En ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985-1993*, Ds 2002:9.
- Sandelin, B. och B. Södersten** (1978). *Betalt för att bo*, Stockholm, Rabén och Sjögren.
- Sanders, A. och C. Slawson Jr.** (2005). Shared appreciation mortgages: Lessons from the U.K., *Journal of Housing Economics* 14, 178-193.
- Shiller, R.J.** (2003). *The New Financial Order: Risk in the 21<sup>st</sup> Century*, Princeton University Press.
- Shiller, R.J. och A.N. Weiss** (2000). Moral hazard in home equity conversion, *Real Estate Economics* 28, 1-31.
- Sinai, T. och N. Souleles** (2005). Owner-occupied housing as a hedge against rent risk, *The Quarterly Journal of Economics* 120, 763-789.
- Smets, F.** (2014). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?, *International Journal of Central Banking* 10, 263-300.
- Stenkula, M.** (2015). Taxation of real estate in Sweden (1862-2013) i M. Henrekson och M. Stenkula (red.), *Swedish Taxation: Developments since 1862*. New York: Palgrave Macmillan.
- Svensson, L. E. O.** (2017). Cost-benefit analysis of leaning against the wind, *Journal of Monetary Economics* 90 193-213.
- Svensson, L. E. O.** (2019). Amortization requirements,

distortions, and household resilience: Problems of macroprudential policy II, working paper, Stockholm School of Economics.

**Svensson, L. E. O.** (2020). Macroprudential policy and household debt: What is wrong with Swedish macroprudential policy?, *Nordic Economic Policy Review*, under publicering.

**Theodos, B., R. Pitingolo, S. Latham, C. Stacy, R. Daniels och B. Braga** (2017). *Affordable Homeownership. An Evaluation of Shared Equity Programs*, Research Report, Urban Institute, Washington D.C.

**Wallander, J.** (1994). Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar, i *Bankerna under krisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet.

Peter Englund

## Bostadsmarknadens risker

Val av bostad är några av de största, mest långsiktiga och riskfyllda besluten som vi fattar i livet. Risker är stora för den enskilde, och kan även påverka samhällsekonomin som helhet. Frågan är då hur institutioner och kontraktsformer kan utformas så att riskerna inte blir alltför besvärande för enskilda hushåll och att de bärs av de aktörer som har bäst förutsättningar.

Hur väl fungerar spelreglerna på ägar- och hyresmarknaden? Kan man tänka sig nya mellanformer mellan ägande- och hyresrätt? Hur kan staten påverka riskfördelningen? Vilken roll spelar beskattningen av bostäder, penningpolitiken och makrotillsynen? Det är sådana frågor som denna skrift försöker besvara. På vägen får läsaren en bred bild av dagens bostadsmarknader och reformförslag om allt från fastighetsskatt till amorteringskrav.

Peter Englund är professor emeritus i bank- och försäkringsekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm och nationalekonomi vid Uppsala universitet.

Rapporten är en del av Fores projekt Hitta hem - en ny social bostadspolitik. Projektet finansieras delvis av en referensgrupp med representanter från Byggföretagen, Einar Mattsson, Fastighetsägarna, Mäklarsamfundet, Rikshem, Slättö och Trä- och möbelföretagen.