

DEN SVENSKA SKULDEN

KONJUNKTURRÅDETS RAPPORT 2015

DEN SVENSKA SKULDEN

Peter Englund (ordförande)

Bo Becker

Torbjörn Becker

Marieke Bos

Pehr Wissén

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon: 08-507 025 00
info@sns.se
www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle är en oberoende ideell förening som genom forskning, möten och utbildning bidrar till att ledande beslutsfattare i näringsliv, politik och offentlig förvaltning kan fatta välgrundade beslut baserade på vetenskap och saklig analys.

250 ledande företag, myndigheter och organisationer är medlemmar i SNS. Föreningen har verksamhet i Stockholm och på ett tiotal orter i Sverige och internationellt.

Konjunkturrådets rapport 2015

Den svenska skulden

Peter Englund, Bo Becker, Torbjörn Becker, Marieke Bos och Pehr Wissén

Första upplagan

Första tryckningen

© SNS Förlag och författarna 2015

Översättning av kapitel 6: Christina Lönnblad

Omslag och grafisk form: Patrik Sundström

Tryck: TMG Sthlm, Stockholm 2015

ISSN 1652-8050

ISBN 978-91-86949-65-5

INNEHÅLL

Utgivarens förord 7

Sammanfattning 9

- 1 Bakgrund 17
- 2 Staten och kapitalet 35
- 3 Företagen 47
- 4 Hushållen 72
- 5 Låneavtalet 112
- 6 Behöver låntagarna skyddas? 136
- 7 Slutsatser 150

Referenser 155

Utgivarens förord

Finanskrisen har lagt fokus på problemen med skuldsättning. Höga skulder kan göra oss sårbara och hota den finansiella stabiliteten. Ett prisfall på fastigheter kan radera ut ett skuldsatt hushålls förmögenhet, sviktande efterfrågan kan betyda konkurs för ett högt skuldsatt företag, ökade kreditförluster kan medföra att en bank hamnar under kravet på kapitaltäckning och en högt skuldsatt stat kan vara oförmögen att garantera banksystemets stabilitet. Det är därför inte förvånande att finansiella kriser ofta föregås av ökad skuldsättning.

Men stora skulder kan också vara tecken på väl fungerande finansiella marknader. Det är dessa marknader som gör det möjligt att omfördela konsumtion och investeringar över tiden, hantera risker och producera tjänster som underlättar ekonomiska transaktioner.

I Sverige är det framför allt hushållens skuldsättning som under senare år stått i fokus för den ekonomiska och ekonomisk-politiska debatten. Men även om företagens skulder inte uppfattas som ett problem framförs i debatten förslag om hur till exempel marknaden för företagsobligationer och hanteringen av insolvens kan förbättras. Statens överskottsmål har, tillsammans med ett antal andra faktorer, bidragit till att den svenska offentliga skuldsättningen nu är nere på en låg nivå. Internationellt ser vi dock stora problem för den finansiella stabiliteten eftersom redan höga statliga skulder försvårar hanteringen av brister i banksystemet.

Skuldsättning, och särskilt hushållens situation, är temat för 2015 års rapport från SNS Konjunkturråd. Det finns många aspekter att belysa och det är SNS förhoppning att rapporten ska bidra till en fördjupad diskussion om hur man ska se på olika dagsaktuella problem och bättre förbereda sig inför framtida kriser.

I Konjunkturrådet 2015 medverkar *Peter Englund* (ordförande) och *Bo Becker*, båda professorer i finansiell ekonomi vid Handels-

UTGIVARENS FÖRORD

högskolan i Stockholm, *Torbjörn Becker*, ekon.dr i nationalekonomi vid SITE, Handelshögskolan i Stockholm, *Marieke Bos*, fil.dr i nationalekonomi vid SOFI, Stockholms universitet, samt *Pehr Wissén*, adj. professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm och SIFR. För analys, slutsatser och förslag svarar rapportens författare. SNS som organisation tar inte ställning till dessa. SNS uppdrag är att initiera och presentera forskningsbaserade analyser av viktiga samhällsfrågor.

SNS tackar fil.dr *Roine Vestman*, Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet, för värdefulla synpunkter på ett utkast till rapport. Ett tack också till Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse för finansiellt stöd.

Stockholm i januari 2015

MIA HORN AF RANTZIEN

vd SNS

Sammanfattning

Skulder skapar möjligheter: en entreprenör kan realisera sina idéer och ett ungt hushåll kan köpa sin första bostad. Men skulder kan också begränsa möjligheter: entreprenörens projekt kan misslyckas och det unga hushållet kan drabbas av arbetslöshet. Då blir skulden en börda för låntagaren som för att klara av sina åtaganden tvingas dra ned på andra utgifter, något som kan vara plågsamt i en utsatt situation. Då kan skulden också bli en börda för andra. Om många låntagare drar ned på sina utgifter samtidigt minskar efterfrågan i hela ekonomin. Och om många låntagare får svårt att betala sina skulder drabbas bankerna av kreditförluster. Skulderna kan då skapa problem både för den makroekonomiska och den finansiella stabiliteten. Det är ingen tillfällighet att finansiella kriser i allmänhet föregåtts av snabbt växande skulder.

Välfungerande lånemarknader ger förutsättningar för långsiktiga investeringar som skapar tillväxt. De bidrar till ökad välfärd för hushållen som bättre kan planera sin konsumtion. Stora och växande skulder är därför i sig inget tecken på problem i ekonomin eller på att banker och andra långivare betar sig ansvarslost. Samtidigt vet vi att ekonomiska kriser under flera hundra år och i olika länder, inte minst Sverige, har varit förknippade med alltför höga skulder – kriser som har varit mycket kostsamma.

Från mitten av 1990-talet har de svenska hushållens skulder ökat från 90 procent av de disponibla inkomsterna till 175 procent i dag, samtidigt som deras nettoförmögenhet ökat från 2 till 5 gånger inkomsterna. Mot den bakgrunden försöker SNS Konjunkturråd 2015 besvara dessa frågor:

- ¶ Hur väl fungerar de svenska lånemarknaderna för hushåll och företag? Hur skulle de kunna fungera bättre?
- ¶ Är hushållens skulder så pass höga att det krävs speciella åtgärder i dag?

Bakgrund

Rapportens första kapitel tecknar den makroekonomiska bakgrunden. Vi konstaterar att det visserligen finns ett starkt samband sett i backspeglarna: de allra flesta kriser har föregåtts av en snabb skulduppbyggnad. Men av det följer inte att skulder är en lika tillförlitlig vägvisare när vi ser framåt. Det har visat sig svårt att hitta indikatorer som med hög precision kan förutsäga kriser. Trots att skulder och bostadspriser i åtskilliga fall varit kopplade till kriser finns det ingen enighet om exakt när skulder är för höga eller när bostadspriser stigit alltför länge.

- ☞ Hushållens belåning är i dag inte primärt ett finansiellt stabilitetsproblem. Om hushållen skulle få ekonomiska problem kommer de inte att sluta betala på sina bolån utan i stället dra ned på sin konsumtion.
- ☞ Om många hushåll tvingas sanera sina skulder samtidigt kan det skapa problem som blir svåra att lösa med penning- och finanspolitik.
- ☞ Det gäller att minska risken för att en eventuell skuldsanering leder till en finanskris, utan att samtidigt strypa marknader som i goda tider bidrar positivt till den ekonomiska utvecklingen.
- ☞ Det är därför viktigt att redan i dag se över det institutionella ramverket, som påverkar hur hushåll och företag kan avveckla sina skulder i ett krisläge.

Staten och kapitalet

Rapporten behandlar främst hushållens och företagens skulder, men i kapitel 2 diskuterar vi kortfattat också statens och bankernas skuldsättning. Den pågående krisen i Europa har visat hur snabbt en finanskris kan utvecklas till en statsfinansiell kris. Statens exponering mot den finansiella sektorn är en riskkälla för statens finanser. Detta är ett skäl att begränsa statsskulden i goda tider för att ha tillräcklig kapacitet att hantera en finanskris. Statens förmåga att

motstå finansiellt tryck stärker också den finansiella sektorns trovärdighet och minskar risken för kriser.

- ¶ Starka statsfinanser är särskilt viktiga i ett land med en så stor banksektor som Sverige.

Företagen

Kapitel 3 behandlar företagens skuldsättning. Jämfört med många andra länder är svenska företag relativt lågt skuldsatta. Det beror bland annat på att marknaden för företagsobligationer är relativt outvecklad. Obligationer erbjuder det enda egentliga alternativet till banklån. En bättre utvecklad obligationsmarknad är ett av få medel för att minska ekonomins och företagens beroende av bankerna och exponering mot bankkriser. Marknadens utveckling begränsas i dag av systemet för att hantera insolventa företag, vilket gör det svårt att samordna ett stort antal borgenärer och upprätthålla företagets värde under en rekonstruktionsprocess. En offentlig utredning från 2010 pekade på dessa brister och föreslog en ny lagstiftning. Viktiga lärdomar kan också dras från USA och Norge. Reformen på detta område är angelägna.

- ¶ Ett bättre fungerande insolvenssystem kan rädda företag och arbetstillfällena, stödja investeringar och underlätta rekonstruktioner.
- ¶ Ett bättre insolvenssystem skulle ha särskilt stor betydelse när det gäller att utveckla marknaden för företagsobligationer.

Hushållen

De svenska hushållens skulder har ökat snabbt, men samtidigt har hushållens tillgångar vuxit i värde. Det gäller inte bara bostäder utan också aktier och andra finansiella tillgångar liksom pensionssparande. Denna utveckling diskuteras i kapitel 4. De ökade skulderna hänger nära samman med utvecklingen på bostadsmarknaden med ökat ägande och stigande priser. Starka drivkrafter har varit ett snedvridande skattesystem som gynnar belåning och ägande

av den egna bostaden och en sönderreglerad marknad för hyresbostäder. Det behövs reformer på båda dessa områden för att begränsa hushållens incitament till belåning.

- ¶ Skattesystemet måste göras mer neutralt antingen genom en höjd beskattning på bostäder, exempelvis genom återinförande av en fastighetsskatt som är proportionell mot bostadens värde, eller genom en begränsning av avdragsrätten för räntor.
- ¶ Bostadsmarknaden måste reformeras så att hyresbostäder blir tillgängliga utan långa kötider. Dessa grundläggande reformer kan inte genomföras över en natt. Frågan är då om hushållens skulder är ett så stort problem i dag att det behövs snabbare åtgärder. Svaret på den frågan beror på hur skulderna är fördelade. Hur stor andel av hushållen har otillräckliga marginaler för att möta ekonomiska störningar? Tyvärr är det svårt att ge något riktigt bra svar på den frågan, eftersom statistiken över hushållens tillgångar lades ned 2007.
- ¶ Det är angeläget att data över enskilda hushålls tillgångar och skulder åter samlas in och görs tillgängliga för forskning och policyanalys. Sådan information är särskilt viktig för att bedöma om hushållens skulder utgör ett problem för den finansiella stabiliteten.

De uppgifter om skulder och inkomster som finns tillgängliga tyder inte på att hushåll med små marginaler bär en oproportionerlig andel av skulderna. Olika stresstester indikerar också att det stora flertalet hushåll har god motståndskraft mot fallande inkomster och stigande räntor. Vi har svårt att se att hushållens förmåga att fullgöra sina förpliktelser mot bankerna är hotad.

- ¶ Hushållens skulder utgör inget akut hot mot den finansiella stabiliteten.

Däremot påverkar den höga skuldsättningen hur hushållen reagerar på ekonomiska störningar. Här spelar bostadspriserna en viktig roll. Dagens höga bostadspriser kan i huvudsak förklaras av tre faktorer: låga realräntor, otillräckligt nybyggande och ett snedvridan-

de skattesystem. Vi finner därför att priserna på småhus och bostadsrätter i allt väsentligt är motiverade av fundamentala faktorer, men att det finns en betydande fallhöjd den dag som dessa faktorer ändras. Vi diskuterar tre sådana störningar: ett isolerat fall i bostadspriser, exempelvis till följd av ökat byggande, ökad arbetslöshet som leder till fallande bostadspriser samt stigande räntor som leder till fallande bostadspriser.

- ¶ Vi bedömer det som osannolikt att ett isolerat bostadsprisfall skulle få dramatiska konsekvenser för den makroekonomiska stabiliteten.

Anledningen är att lägre bostadspriser, allt annat lika, samtidigt innebär lägre boendekostnader. De påverkar i sig inte ägarens kostnader för att bo kvar i sin bostad. Däremot kan ett prisfall leda till inlåsnings effekter för de hushåll som får se sitt eget kapital mer eller mindre uttraderat, men de effekterna motverkas av att kravet på kontantinsats sjunker för förstagångsköpare. Dock kan kombinationen av fallande bostadspriser och höjda räntor eller stigande arbetslöshet tvinga fram en mer dramatisk anpassning med fallande konsumtion och ökat sparande.

Bolånetak, amorteringskrav och andra åtgärder kan direkt begränsa hushållens skulder. Effekten kommer dock till priset av att kreditvärdiga hushåll riskerar att utestängas från att äga sin bostad, eller i vart fall att deras första bostadsköp måste senareläggas. Dagens höga priser – till följd av hyresreglering och illa fungerande byggprocess – stänger redan ute hushåll med små resurser från ägarboende, och därmed ofta från en hygglig bostad över huvud taget. Den effekten förstärks på ett olyckligt sätt av direkta lånerestriktioner. I stället vill vi att fokus läggs på att göra systemet robust mot störningar.

- ¶ Det är angeläget att i dag förbereda regelverk och diskutera nya kontraktsformer i syfte att minimera skadeverkningarna när en kris väl inträffar.

Låneavtalet

I kapitel 5 diskuteras låneavtalets utformning och mekanismerna för skuldnedskrivning. Under 1990-talskrisen var det vanligt med frivilliga förhandlingar som ledde till ränteeftergifter. Eftersom de var gynnsamma för båda parter och troligtvis inte till skada för någon tredje part var de rimligtvis bra för samhället. Frågan är hur dagens lagar och regleringar påverkar möjligheterna till skuldombförhandlingar.

Regelverken för banker inom Basel 3, redovisningsregler med mera är så mycket mer omfattande nu än 1990, och de skräddarsydda lösningar för bankkunder i trångmål som då var möjliga kan vara svårare att åstadkomma i dag. Exempelvis redovisades ränteeftergifter på 1990-talet med det årliga beloppet för räntenedsättning som förlust. Enligt det nya regelverk som träder i kraft om något år kommer i stället det diskonterade nuvärdet av framtida ränteeftergifter att föras till resultatet omedelbart.

☞ De nya regelverkens konsekvenser för bankernas benägenhet att göra ränteeftergifter bör utredas.

Vi tror också att det vore bra med mer transparens om hur långivarna hanterar problemkrediter. Det är svårt att från 1990-talets årsredovisningar förstå hur bankernas avtal om ränteeftergifter var utformade.

I stället för skuldombförhandlingar och ränteeftergifter i ett krisläge kan fördelningen av betalningsansvar vara preciserat i låneavtalet.

☞ Bolån med delat ansvar kan koppla räntebetalningarna till mätbara faktorer som arbetslöshet och fastighetspriser. Förutsättningarna för att teckna sådana låneavtal bör utredas.

Om bolån med delat ansvar blev allmänna skulle banker eller försäkringsbolag få bära makrorisk kopplad till bostadspriser och arbetslöshet. Det finns skäl att fundera över möjligheter för banker-

na eller försäkringsbolagen att avhända sig denna risk, till exempel genom marknader för derivat kopplade till fastighetsprisindex.

Behöver låntagarna skyddas?

Genom att skulder blivit en normal del av ekonomin för allt bredare grupper av hushåll, har det också blivit viktigare att diskutera behovet av konsumentskydd i olika former. På senare år har det vuxit fram beteendevetenskaplig forskning om hur hushåll fattar finansiella beslut (*behavioral finance*). I kapitel 6 diskuterar vi några insikter från den litteraturen som pekar på behovet av särskilda åtgärder för att stödja hushållen.

För det första har det visats att många kan ha svårt att följa sina föresatser, till exempel om sparande. Man kan planera i dag att spara eller amortera av sina skulder i framtiden, men faller sedan när morgondagen kommer för frestelsen att skjuta sparandet ännu längre framåt i tiden. Av det skälet förespråkar vi olika former av kontraktbundet sparande.

- ¶ Det standardkontrakt som bankerna erbjuder sina låntagare bör ha en betalningsplan som innebär att lånet amorteras av på rimlig tid. Amorteringsfria perioder ska vara resultat av ett aktivt, medvetet och välinformerat beslut av låntagaren.

För det andra har många svårt att fullt ut bedöma konsekvenserna av ofta komplicerade finansiella kontrakt, till exempel att inse styrkan i ränta-på-ränta-effekter. Detta i kombination med bristande självdisciplin kan bidra till att hushåll dras in i situationer där de tvingas betala höga straffräntor och till slut tappar kontrollen över sina skulder.

- ¶ Det kan behövas ett mer generöst regelverk för skuldsanering och slutlig preskription av skulder.

Många lån, särskilt snabba konsumtionslån, har stora dolda avgifter av olika slag, inte minst straffräntor och avgifter vid försenade betalningar. Forskning har visat att de som tar snabbblån tenderar att över-

SAMMANFATTNING

skatta sin egen framtida betalningsförmåga och därför underskatta betydelsen av straffavgifter. Konsumenter kan behöva ökat stöd för att undvika sådana kostnader. Det räcker inte med krav på tydligare information.

- Det är rimligt att begränsa de straffavgifter som långivare och inkassoföretag har rätt att ta ut.

1234567

Bakgrund

»Den som är satt i skuld är inte fri«, sa Göran Persson. Inget kunde vara mera fel. Det är den som inte har någonstans att bo – den som inte kan ta sig till jobbet när tågen inte går som är ofri. Kostnaderna för satsningarna måste delas av dagens generation och de framtida som också kommer utnyttja dem. Så gick det till när Sverige byggde sina järnvägar på 1800-talet på lånade pengar. Så måste det bli igen. Sverige måste våga växa.

Irene Wennemo i *Aftonbladet* 7 juli 2014

Finanskrisen har bidragit till att lägga fokus på problemen med skuldsättning, men i debatten glöms ofta nyttan med väl fungerande finansiella marknader. Det är ju dessa som gör det möjligt att omfördela konsumtion och investeringar över tiden, hantera risker på ett effektivt sätt och producera tjänster som underlättar en lång rad ekonomiska transaktioner.

De flesta transaktioner som involverar framtiden är skulder: kontrakt som specificerar en återbetalning med ett fast, förutbestämt belopp vid en given, framtida tidpunkt. Skuldkontrakt finns dokumenterade så långt tillbaka i tiden som skrivna källor existerar.¹ Det finns flera goda skäl till att just detta kontrakt kommit att

*Skuld-
kontraktet ...*

1. Graeber (2011).

... har dominerat det finansiella systemet historien igenom

dominera mänsklighetens finansiella system historien igenom.²

För det första är skuldkontraktet det enklast möjliga: ett bestämt belopp vid en bestämd tidpunkt. Denna egenskap minimerar behovet av information och intervention för långgivaren. För det andra utgör skulder en »hård« fordran, eftersom skuldens storlek inte beror på andra förhållanden. Det underlättar värdering och gör fordringens värde mindre beroende av information om låntagaren. Slutligen ger skuldkontraktet låntagaren maximala incitament, eftersom ingen eventuell vinst behöver delas med långgivaren.

Hushåll kan utjämna konsumtion och göra större investeringar

Att hushåll, företag och offentlig sektor kan låna och spara är centralt för en väl fungerande ekonomi. För hushållen handlar det om att kunna ha ett någorlunda jämnt konsumtionsmönster trots att inkomsterna varierar över tiden och att en viss konsumtion, exempelvis boende och transporter, kräver stora investeringar, såsom hus och bil, som inte kan finansieras med löpande inkomster.

Företag kan låna till investeringar och insatssvaror

För företag handlar det om alltifrån att låna till investeringar som genererar intäkter långt fram i tiden, till att kunna köpa insatssvaror i dag för att ha något att sälja i morgon och till att hitta rätt balans mellan eget och främmande kapital. För den offentliga sektorn kan det i stället handla om såväl konjunkturpolitik som långsiktiga strukturinvesteringar eller utjämning av skatter över tiden. Listan kan göras lång med exempel på hur tillgång till skuldfinansiering möjliggör beslut som på ett positivt sätt bidrar till ekonomisk aktivitet och välfärd.

Positiva kopplingar mellan finansiell utveckling och välstånd

Den ekonomiska forskningen belägger också att finansiell utveckling leder till ökat välstånd.³ Lån till den privata sektorn, och i synnerhet till företag, är starkt kopplade till ekonomisk tillväxt.⁴ Regleringar och avregleringar har spelat en avgörande roll för finanssektorns storlek och struktur och härigenom påverkat både förutsättningarna för ekonomisk tillväxt och riskerna för finansiella kriser.

Sammantaget tyder forskningen på att fördelarna med avregler-

2. Townsend (1979).

3. King och Levine (1993a).

4. Levine (1997), (2005) och Beck (2012).

ing av finansiella marknader i allmänhet har varit större än kostnaderna.⁵ En brasklapp är dock att dessa studier gjordes före den globala finanskrisen.

Skuld och kriser

Trots skuldkontraktets uppenbara ekonomiska fördelar medför skulder också risker för samhället i stort. Alltför höga skulder kan snedvrída låntagarnas incitament och göra det lockande att ta stora risker. En alltför skuldsatt ekonomi riskerar också att vara mindre stabil. Likviditetskriser, där sparare och finansiärer tävlar om att få säkra sitt kapital, kan få förödande spridningseffekter på hela det finansiella systemet och i slutändan den reala ekonomin.

I Irving Fishers klassiska teori om skulddeflation skapar försöken att ta sig ur en situation med höga skulder en ond spiral: skuldyngda företag och hushåll tvingas minska investeringar och konsumtion, vilket skapar lågkonjunktur och deflation och i sin tur gör skuldbördan ännu större i reala termer.⁶ Med andra ord: även om hög skuldsättning ofta är privat optimal kan den vara socialt riskabel.

Sambanden mellan skuldsättning och finansiella kriser har analyserats ur ett långt historiskt perspektiv av många forskare. Alan Taylor med olika kollegor har utnyttjat 200 år av data från många länder. I en studie visas att snabb kreditillväxt är en robust varningsindikator på framtida kriser.⁷ Något dramatiskt hävdas att beslutsfattare som ignorerar skulder får skylla sig själva. Frågan är också hur djup den depression blir som oftast följer efter en finanskris. I en annan studie blir slutsatsen att depressionen blir djupare ju snabbare skuldsättningen har ökat före krisen.⁸

Skuldkontraktet kan också leda till högre risktagande ...

... och om riktigt illa skapas en ond spiral med deflation

Snabb kreditillväxt varnar för framtida kriser

5. Ranciere, Tornell och Westermann (2006) och Bekaert, Harvey och Lundblad (2005).

6. Fisher (1933).

7. Schularick och Taylor (2012).

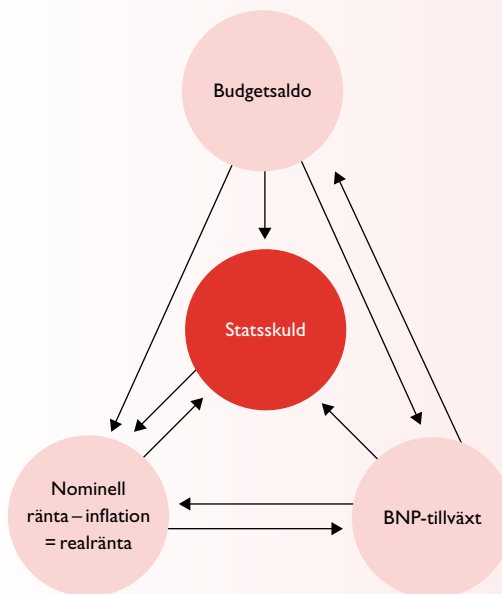
8. Jordà, Schularick och Taylor (2013).

SKULDDYNAMIK

Ekvationen som beskriver hur statsskulden utvecklas över tiden kan i ord skrivas:

$$\begin{aligned} \text{förändring av statsskulden som andel av BNP} = & \\ (\text{nominell ränta på statsskulden} - \text{inflation} - \text{BNP-tillväxt}) \times & \\ \text{ursprunglig statsskuld som andel av BNP} - (\text{statens intäkter} - & \\ \text{statens utgifter exklusive ränta på statsskulden}) & \end{aligned}$$

Det som först kan se ut som en enkel ekvation är dock ett samband med många endogena variabler vars kopplingar kan beskrivas i följande figur:



Alltför höga skulder riskerar att skapa en obalanserad utveckling. Detta kan gälla likaväl för ett enskilt hushåll som för samhället i stort. Ett verktyg som kan användas för att analysera när skulder blir ohållbara är den enkla ekvation som beskriver hur kvoten mellan skuld och inkomst utvecklas över tiden som en funktion av ränta, inflation, tillväxt och sparande (se rutan »Skulddynamik«).

Tillämpad på nationer ligger denna ekvation till grund för bland annat de simuleringar som Internationella valutafonden (IMF) gör för alla sina låneprogram. Figuren i rutan visar på sambanden mellan flera svårprognostiserade variabler, som i hög grad är kopplade till marknadens förväntningar om framtida politik. Detta blir tydligt när man ser att ett land som Japan kan ha en statskuld på över 200 procent av BNP utan att marknadsröntorna skenar och leder till en statsfinansiell kris, samtidigt som Grekland fick allvarliga problem på betydligt lägre skuldnivåer.

Räntan spelar en nyckelroll för dynamiken: i mer osäkra tider kan svängningar i marknadens riskaptit och riskbedömning påverka räntorna så att det som sett ut som en stabil skuldkvot i stället börjar skena. Motsvarande kalkyler kan göras för både företag och hushåll, men inte heller här går det att identifiera nivåer på skuldkvoten som garanterar finansiell stabilitet.

Avregleringar av internationella kapitalrörelser har, särskilt i utvecklingsländer, tenderat att medföra stora kapitalinflöden, vilka dock inte sällan snabbt stoppats eller plötsligt vänts till utflöden.⁹ Eftersom inflödena ofta har lett till en kraftig inhemsk kreditexpansion som genererat hög tillväxt, blir följden av snabba skiften att länder drabbas av realekonomiska kriser. Detta har varit den mest kostsamma typ av chock som drabbat tillväxtländerna sedan 1970-talet, med en genomsnittlig kostnad som motsvarar cirka 1 procent av BNP per år.¹⁰

Det finns olika mekanismer som kan leda till plötsliga omsvingningar i kapitalflöden. I många fall handlar det om att investerare

Marknadens förväntningar är viktiga för skulddynamiken

Avreglering av internationella kapitalrörelser har tenderat ...

9. Se Calvo (1998) för en analys av fenomenet.

10. Se Becker och Mauro (2006).

... att skapa kriser i tillväxtländerna ...

försöker få ut sina pengar medan det fortfarande finns pengar i landet, vilket skapar en kris när alla gör det samtidigt. Snabba kast i kapitalflöden kan vara rationella i ljuset av reviderade tillväxtprognoser eller avkastningskrav, men kan också framkallas av faktorer som inte är kopplade till fundamentala förhållanden. Den här typen av kriser har ofta drabbat flera länder samtidigt, till exempel kriserna i Latinamerika och Asien. Historiskt har fattigare länder drabbats oftare och hårdare, men i den globala finanskrisen 2008–2009 var det i stället höginkomstländerna som i störst utsträckning fick se sin BNP falla.¹¹ Krisen i euroområdet har också visat hur problem i ett land snabbt sprider sig till grannländerna på mer eller mindre goda grunder.

Dessa smittoeffekter kan ha olika orsaker. Många länder är direkt sammankopplade genom handel och finansiella flöden, men de är också indirekt kopplade via internationella banker eller investerare som – när dessa drabbas av en chock i ett land – också drar ned sin verksamhet i andra länder för att begränsa sina förluster och minska sin riskexponering. Det kan därför bli särskilt svårt att förutse var en finansiell kris kommer att uppstå, eftersom den inte behöver ha en direkt koppling till landets inhemska ekonomiska utveckling eller politik.

... men vid finanskrisen drabbades de utvecklade länderna hårdast

I den globala finanskrisen minskade internationella kapitalflöden generellt, vilket bidrog till att krisen fick ovanligt stor geografisk spridning och drabbade de mest utvecklade länderna hårdare än tillväxtländerna. I ett alltmer globaliserat finansiellt system måste inte minst små, öppna ekonomier bli varse vilka risker och utmaningar detta leder till.

Kriser är kostsamma. Den globala ekonomiska krisen 2008–2009 är den värsta sedan depressionen på 1930-talet, sett till hur många länder som fick minskad BNP. Den var speciell i så måtto att de mer utvecklade länderna drabbades hårdare än tillväxt- och utvecklingsländerna. Krisen var också djupare, med större nedgångar i produktion, utrikeshandel och sysselsättning än vi sett i andra ekonomiska kriser i modern tid.

11. Becker (2013).

Kostnaderna för ekonomiska kriser kan mätas på många olika sätt: lägre tillväxt, större statsskuld, högre arbetslöshet, minskade tillgångsvärden eller förlorad inkomst. Torbjörn Becker och Paulo Mauro (2006) dokumenterar ett århundrade av ekonomiska kriser från 1900–2001 för alla länder med tillgängliga BNP-data. De definierar kriser som perioder när BNP faller och mäter kriskostnaden som den sammanlagda BNP som förlorats under den tid det tar innan landet är tillbaka på samma inkomstnivå som före krisen. Trots att det är ett relativt konservativt mått är de förlorade inkomsterna i samband med kriser betydande. Sedan 1970-talet har realekonomiska kriser i ett höginkomstland kostat motsvarande 15 procent av ett års BNP och det har tagit cirka fyra år innan inkomstnivån i ekonomi kommit tillbaka på samma nivå som före krisen. Becker (2013) använder samma metod för att skatta kostnaderna för den globala finanskrisen som startade 2008 och beräknar att höginkomstländerna i genomsnitt förlorade 8 procent av BNP och att det också nu tog fyra år att komma tillbaka till inkomstnivån före krisen.

Finanskrisens kostnader cirka 8 procent av BNP

Ett annat sätt att skatta produktionsförlusten är att jämföra utvecklingen av BNP med trenden före krisen, vilket leder till högre skattningar av kostnaderna. Med denna typ av beräkning landar kostnaderna för den globala finanskrisen för EU och USA på 40–90 procent av ett års BNP.¹²

Beroende på perspektivet kan det också vara relevant att undersöka hur arbetslöshet, hushållsförmögenhet och statsfinanser utvecklas i kriser.¹³ Oavsett vilket mått som används är det tydligt att stora ekonomiska och sociala värden står på spel i de kriser som är förknippade med finansiell instabilitet och ohållbar skuldsättning i privat och offentlig sektor.

En effekt av den globala finanskrisen är att mycket av den påföljande debatten har handlat om riskerna för finansiell instabilitet. Samtidigt vet vi att höga skulder ibland leder till makroekonomiska problem utan att först skapa finansiell instabilitet genom skuld-

12. Laeven och Valencia (2013), ESRB (2014) och Luttrell, Atkinson och Rosenblum (2013).

13. Better Markets (2012) och IMF (2009).

Från uppställning till fokus på att förutse och förhindra kriser

minskning och ökat sparande i lägen där efterfrågan redan är nedtryckt, vilket leder till arbetslöshet och minskade inkomster.

Före den globala finanskrisen var synen i höginkomstländer att det räckte med att städa upp efter kriser. När krisen drabbade med full kraft och ledde till enorma kostnader svängde pendeln och fokus kom att hamna på att förutse och förhindra kriser snarare än att hantera dem när de uppstår. För att minska kostnaderna för framtida kriser behövs självklart strategier både för att förebygga och hantera kriser. Samtidigt har vi ovan diskuterat hur avregleringar och finansiell utveckling bidragit till ekonomisk tillväxt. Om nya regler ska införas för att förhindra kriser måste dessa också värderas utifrån hur de påverkar tillväxt i normala tider. Det gäller alltså för politiker och myndigheter att hitta en balans mellan hög tillväxt och sannolikheten för kriser när finansmarknaden omstöps.

Sammanfattningsvis: skulder kan leda till finansiella eller real-ekonomiska kriser och man kan försöka minska kostnaderna för dessa kriser genom att antingen förutse och förebygga dem eller hantera dem så effektivt som möjligt när de uppstår. I de närmast följande avsnitten diskuterar vi kortfattat olika försök att förutse kriser och att förebygga dem med makrotillsyn samt institutionella faktorer som är kopplade till att hantera kriser.

Att förutse kriser

Hur hitta krisindikatorer?

Hur kan vi identifiera faktorer som påverkar sannolikheten för att en kris ska inträffa? Snabbt stigande skuldsättning och tillgångspriser föregick den senaste krisen i flera av de hårdast drabbade länderna och har också figurerat i tidigare kriser. Men skapar dessa faktorer alltid problem, och i så fall vid vilka nivåer eller tillväxttakter? Hur stort värde har det att titta på de faktorer som spelat en roll i tidigare kriser? Hjälper backspegeln oss när vi ska titta framåt? Forskare, beslutsfattare och marknadsaktörer försöker att svara mer systematiskt på sådana frågor genom att utveckla modeller för krisindikatorer (*early warning systems*).

Sedan 1990-talet har IMF med blandad framgång utvecklat och använt metoder för att förutse kriser. Utvärderingar av modeller för betalningsbalanskriser (som är IMF:s uppgift att hantera) tyder på en viss förmåga att förutsäga kriser med en rimlig framförhållning, men också att varningssystemen gör två typer av fel.¹⁴ Ganska ofta varnar de för kriser som aldrig inträffar och ibland missar de att varna för kriser som faktiskt blir verklighet.

Precisionen i modellernas förutsägelser har inte alltid varit tillräckligt bra för att varningarna skulle tas på allvar. Dessa system hade därför fått minskad uppmärksamhet under ett antal år före krisen 2008. I spåren av den krisen kom dock förnyade krav från bland andra G20 att IMF tillsammans med Financial Stability Board (FSB) och Bank for International Settlements (BIS) skulle utveckla nya metoder att identifiera riskfaktorer i tid för att minska risken för framtida kriser. Detta har lett till en gemensam övning mellan IMF och FSB där syftet är att identifiera vilka länder som har en förhöjd risk att drabbas av en kris.

Att utveckla system för krisvarning är förknippat med en rad metodologiska utmaningar. Dels saknas vedertagna teoretiska modeller som ger tydliga empiriska förutsägelser. Dels har kriser lyckligtvis inte inträffat så ofta, vilket gör att den empiriska forskningen har en ganska begränsad datamängd att basera skattningar på jämfört med annan makroekonomisk forskning. De modeller som IMF och andra vanligen använde före krisen var därför relativt enkla med endast ett fåtal variabler som skulle signalera risken för kriser.¹⁵ Senare försök att förbättra modellerna har också lidit av det grundläggande problemet att precisionen i varningarna inte varit tillräckligt hög för att de ska förtjäna uppmärksamhet.¹⁶

Även enkla modeller stöter dock på begränsningar i data, och i många fall utgår analysen från att en indikator i taget studeras för att ge en första signal om huruvida det finns en förhöjd risk att en kris är nära förestående. I en genomgång av några vanliga krisindikatorers

Dålig precision gör att varningar inte tas på allvar

Ofta studeras en krisindikator i taget

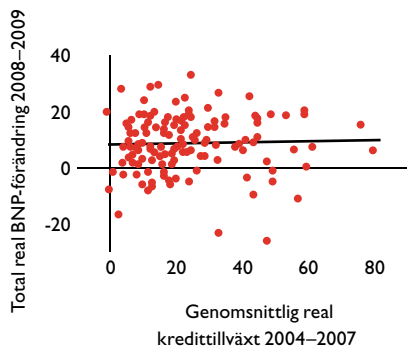
14. Berg, Borensztein och Pattillo (2005).

15. Kaminsky, Lizondo och Reinhart (1998).

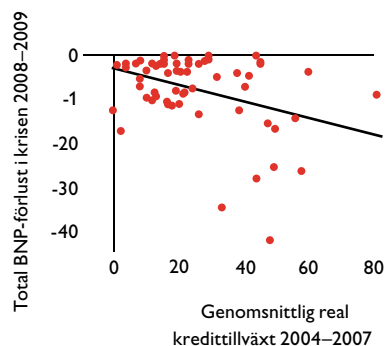
16. Abiad (2003) och Rose och Spiegel (2009).

korrelation med ekonomisk utveckling i den globala finanskrisen fann Becker (2013) relativt få starka samband. De indikatorer som studerades var den privata sektorns kreditstillväxt, bytesbalanssaldo,

Alla länder 136 observationer



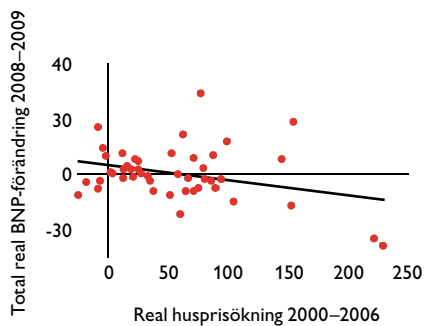
Krisländer 61 observationer



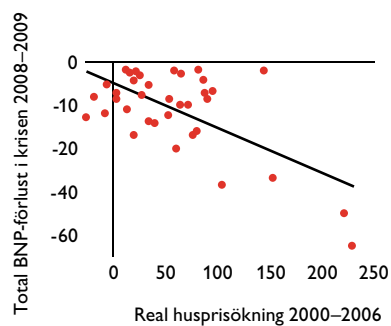
Figur 1.1 Kreditstillväxt som krisindikator.

Källa: Becker (2013).

Alla länder 46 observationer



Krisländer 37 observationer



Figur 1.2 Huspristillväxt som krisindikator.

Källa: Becker (2013).

huspriser, aktieindex, extern skuldsättning, inflation, växelkurs och BNP-tillväxt. Indikatorerna mättes före krisen för att se om de fungerade som prognos för vilka länder som drabbades av kris, definierad som ett fall i BNP. Kriskostnaden mäts sedan som den ackumulerade BNP-förlusten innan landet kommit tillbaka till samma BNP-nivå som före krisen.

Om man ser till dagens svenska debatt är två krisindikatorer särskilt intressanta: kreditstillväxten och husprisernas ökning.¹⁷ När samtliga länder i studien inkluderas och kreditstillväxten före krisen visas tillsammans med BNP-utvecklingen under 2008–2009 ser vi inget tydligt samband (figur 1.1, vänstra panelen, korrelationskoefficient 0,03). Om vi i stället bara ser till de länder som såg sin BNP falla och mäter hur mycket BNP som gick förlorad under krisen är bilden en annan (figur 1.1, högra panelen, korrelationskoefficient 0,37). Länder med en snabb kreditstillväxt före krisen förlorade också mest under krisen. Kreditstillväxt tycks således inte vara en bra indikator på att länder kommer att hamna i en krissituation. Men när ett land väl hamnat i en kris har hög kreditstillväxt före krisen visat sig vara en belastning. Detta mönster kan ha flera förklaringar. En är att den finansiella sektorn kan behöva omfattande stöd i en kris och att det i länder med en stor skuldbörda kan vara särskilt svårt att stimulera efterfrågan när krisen väl slagit till.

Uppgången i huspriser (figur 1.2) är den enda av de åtta indikatorerna i studien som uppvisar en statistiskt signifikant korrelation med både BNP 2008–2009 (korrelationskoefficient 0,32) och kostnaden för länder i kris (korrelationskoefficient 0,64). Dessa tämligen starka korrelationer säger naturligtvis inget om orsakssamband och huspriser är långt ifrån en perfekt indikator för att identifiera krisländer. Sambanden är dock tillräckligt intressanta för att motivera att forskare och beslutsfattare funderar vidare på riskerna med snabbt stigande huspriser.

I Sverige fokus på kreditstillväxt och husprisökning

17. Notera att urvalet av länder skiljer sig åt i figurerna då färre länder har tillgängliga data på huspriser jämfört med kreditstillväxt.

Att förhindra kriser

En insikt från den globala finanskrisen var att de traditionella varningssystemen inte fungerat tillfredställande, samtidigt som det var tydligt att det finansiella systemet snarare än enskilda institutioner var kärnan i problemet. Det utvecklades också en bild av att det behövdes speciella regler och instrument för att hantera den här typen av risker. Penningpolitiken är ett alltför trubbigt instrument för att hantera en del av de problem som uppstår inom den finansiella sektorn och kan leda till kriser. Samtidigt har den traditionella regleringen av banker och finansiella institutioner begränsningar genom att den inte har ett systemperspektiv utan hanterar en institution i taget. Slutsatsen blev ett (förnyat) krav på åtgärder på området mellan penningpolitik och traditionell tillsyn av finansiella institutioner, vad som kommit att kallas makrotillsyn (*macroprudential supervision*).¹⁸ I och med att det nya området kallas makrotillsyn har också traditionell reglering som är inriktad på en institution i taget börjat kallas mikrotillsyn.

Penningpolitiken alltför trubbig

Makrotillsyn växte fram som politikområde

Makrotillsyn handlar alltså om att övervaka och reglera ett helt finansiellt system och inte bara en institution i taget med syfte att minska risken för finansiella kriser. En rapport från IMF ger en bild av hur makrotillsyn fyller ett tomrum mellan penningpolitik och mikrotillsyn.¹⁹ Eftersom gränsdragningen mellan de olika politikområdena är långt ifrån tydlig leder det till återkommande diskussioner om vilka institutioner som ska ansvara för makrotillsyn: centralbanker som ansvarar för penningpolitiken eller de myndigheter som reglerar de finansiella institutionerna.

Finansinspektionen har fått ansvaret för makrotillsynen

I Sverige har det gjorts klart att huvudansvaret vilar på Finansinspektionen. Därtill har ett finansiellt stabilitetsråd inrättats som också inkluderar Riksbanken, Riksgälden och regeringen. Storbritannien har i stället valt att skapa en oberoende kommitté inom

18. Begreppet härrör visserligen från sent 1970-tal (Clement, 2010), men hamnade inte på allvar i fokus förrän efter den globala finanskrisen 2008.

19. IMF (2013a, figur 1, s. 6).

Bank of England med ett makrotillsynsmandat.²⁰ Dessutom tillkommer regler och ramverk som sätts upp av olika internationella institutioner som Sverige är medlem av (BIS, ESRB²¹ och IMF), vilket påverkar hur makrotillsyn och regleringar utformas i praktiken.

Makrotillsynen syftar således till att minska risken för finansiella kriser. Eftersom detta inte är operationellt behöver tillsynen inriktas mot ett eller flera intermediära mål. Rimligen borde dessa vara kopplade till goda krisindikatorer, men som vi konstaterat är det inte så lätt att finna sådana. ESRB har ändå kommit fram till fyra intermediära mål, nämligen att undvika: 1) snabb kreditexpansion i kombination med höga skuldkvoter; 2) omfattande skillnader i löptider mellan skulder och tillgångar; 3) koncentrerade exponeringar samt 4) felaktiga incitament för stora institutioner kopplade till samhällets implicita eller explicita garantier.²²

Tanken är att dessa intermediära mål ska uppnås genom att olika instrument används. Med flera intermediära mål kan listan av potentiella makrotillsynsinstrument bli mycket omfattande, långt ifrån penningpolitikens enda styrränta. Tabell 1.1 ger bara några exempel på instrument inom varje delmålområde enligt ESRB.²³

Enligt ESRB:s motivering för de olika instrumenten ska det inte råda några motsättningar mellan att se till att en enskild institution klarar sig och att systemet är stabilt. Frågorna som kvarstår är vilka kostnader som är förknippade med användandet av olika instrument och om de kan motiveras från ett makro- eller mikroperspektiv samt om det är tillräckligt att uppnå de intermediära målen för att undvika finansiella kriser.

I föregående avsnitt beskrev vi de problem och begränsningar som är förknippade med olika typer av krisvarningssystem. En slutsats av detta måste vara att utan en klar bild av vad som leder till kriser är det svårt att veta vilka indikatorer och instrument som ska an-

*Makrotillsyn
kräver interme-
diära mål ...*

*... och ett
antal instru-
ment*

20. IMF (2013b) redogör för frågan mer allmänt.

21. Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board).

22. ESRB (2014).

23. För mer omfattande sammanställningar av instrument och indikatorer, se också BIS (2012) och IMF (2013b).

Tabell 1.1 ESRB:s delmål för makrotillsyn och deras instrument.

Målområde	Instrument	Motivering
1. Kredit tillväxt och skuldkvoter	a) Kontracyklisk kapitalbuffert	Ökad möjlighet att hantera förluster
	b) Lånetak	Lägre kredit tillväxt
2. Löptidsskillnader	a) NSFR	Skapa mer stabil finansieringsbas
	b) Likviditets-täckningskrav	Öka likvida tillgångar för att hantera utflöden
3. Koncentrerad exponering	a) Restriktioner på stora exponeringar	Minskad motpartsrisk och spridningsrisk
	b) Buffert för systemrisk	Ökad förmåga att absorbera förluster
4. Incitamentsproblem	a) Buffert för system viktiga institutioner	Ökad förmåga att absorbera förluster
	b) Buffert för eget kapital	

Källa: ESRB (2014).

vändas för att uppnå finansiell stabilitet, eller mer exakt på vilka nivåer av skuldsättning eller dylikt som olika instrument ska aktiveras. Det har på senare tid kommit ett antal studier som sammanfattar erfarenheter från de länder som använt sig av olika typer av instrument.²⁴ Det har också utvecklats olika teoretiska och kvantitativa modeller för att simulera effekterna av olika regleringar och studera hur dessa samverkar med traditionell penningpolitik.

Givet att olika regleringar riktar in sig på olika aktörer, har olika mål och implementeras i olika verkliga miljöer och modellsammanhang är det inte konstigt att de specifika slutsatserna varierar. I flera modeller fungerar makrotillsyn som ett värdefullt komplement till traditionell penningpolitik. Än så länge är det dock oklart hur mycket risken för kriser faktiskt minskar och om de kostnader regleringarna kan ge upphov till på så sätt är motiverade. Skilda fördelningspolitiska aspekter av den här typen av regleringar samt

Oklart om instrumenten minskar riskerna och vilka kostnaderna är

24. Se till exempel Claessens, Ghosh och Mihet (2014).

eventuella bieffekter som kan uppstå när olika aktörer försöker undvika regleringarna är heller inte klarlagda. Onekligen finns en del kvar att göra i analyserna av hur ytterligare regleringar av finansmarknaderna påverkar välfärden.

En slutsats är att det i första hand är makrotillsynsinstrument som ska användas för att förhindra finansiell instabilitet medan penningpolitiken ska fokusera på ett inflationsmål (och eventuellt sysselsättning eller ekonomisk aktivitet).²⁵ Samtidigt hänger de båda områdena samman. Således kan det finnas lägen när de instrument som används som följd av makrotillsyn har så stora effekter på kreditgivningen att penningpolitiken blir mer eller mindre verkningslös. Med högt belånade hushåll och stigande huspriser kan stabiliteten gagnas av att belåningsgraden för bostadslån begränsas. Men om bostadslån är det enda område där krediter efterfrågas och om företagen samtidigt har en låg investeringsvilja till följd av en global lågkonjunktur, är det inte klart hur en sänkt styrrenta skulle leda till ökad efterfrågan i ekonomin.

Omvänt så påverkar styrrentan riskerna i det finansiella systemet genom att påverka skuldsättningsgraden i ekonomin och genom att (oförväntade) ränteändringar ändrar värdet på skulder och tillgångar för de aktörer som kan vara föremål för makrotillsynens regleringar. Om bostadslån exempelvis inte får överstiga 80 procent av bostadens värde och en räntehöjning leder till att huspriserna faller så att gränsen passeras, vem ansvarar för de finansiella problem som drabbar låntagare som inte kan omfinansiera sina förfallande lån?

Makrotillsyn mot finansiell instabilitet och penningpolitik för inflationsmålet ...

... men makrotillsyn kan göra penningpolitiken verkningslös ...

... och penningpolitiken kan öka riskerna i det finansiella systemet

25. Se till exempel Billi och Vredin (2014) för en diskussion om penningpolitik och finansiell stabilitet.

Att hantera kriser

*Nya kriser
kommer*

Oavsett om forskning och politik lär sig av historien och förbättrar förmågan att förutse och förebygga kriser, kan vi vara säkra på att det kommer nya perioder av finansiell och makroekonomisk instabilitet. När det väl händer gäller det att vi har bästa möjliga institutionella ramverk för att minimera kostnaderna för kriserna.

Efter krisen på 1990-talet kan man kanske säga att den svenska ekonomin kom ganska lindrigt undan, med tanke på krisens djup. Detta var förvisso inte på grund av ett väldefinierat institutionellt ramverk, utan snarare en följd av olika gynnsamma omständigheter: beslutsfärliga politiker och tjänstemän, hyggligt statsfinansiellt utrymme, rörlig växelkurs, draghjälp från världsekonomin och en portion tur.

Statlig trovärdighet av vikt vid kriser

En viktig lärdom var betydelsen av att staten på ett trovärdigt sätt kunde hantera skulder i den privata sektorn och samtidigt ha utrymme att stimulera efterfrågan utan att försätta sig i en ohållbar sits. Här balanserade den svenska staten på slak lina på 1990-talet. Insikten om detta lade grunden för ett nytt finanspolitiskt regelverk. Att skapa finanspolitiskt handlingsutrymme i goda tider har också blivit en del av det makroekonomiska ramverk som vuxit fram globalt efter den senaste finanskrisen.²⁶

Den utdragna lågkonjunkturen i världen efter den globala finanskrisen har satt fingret på en annan del av det institutionella ramverket: hur den privata sektorns skuldbörda kan avvecklas för att minska risken för en utdragen skulddeflation med stora kostnader för samhället. Detta styrs av hur låneavtal och andra finansiella kontrakt fördelar risker och av de lagar och institutioner som reglerar konkurser och skuldsanering.

26. Se till exempel Blanchard, Dell’Ariccia och Mauro (2010).

Svenska prioriteringar

I Sverige föll BNP med drygt 5 procent 2009, vilket var det djupaste fallet i BNP under efterkrigstiden. Sedan 1950 har svensk BNP minskat sju gånger, tre år under vår inhemska finanskris 1991–1993, två år i samband med oljepriscocker (1977, 1981) och nu senast under den globala finanskrisen. Vad kan vi göra för att undvika att framtida kriser blir så djupa?

Vi kan se två potentiella risker för Sverige i dag. Den första är att en finanskris skulle uppstå eftersom vårt finansiella system är så intimt sammankopplat med det globala och därför utsatt för externa chocker. Den andra är att hushållens skuldsättning gör deras efterfrågan särskilt känslig för makroekonomiska störningar. Minskad efterfrågan kan leda till fallande tillgångspriser och ytterligare minskad efterfrågan i en spiral som skulle kunna bli svårhanterlig och i slutändan eventuellt utvecklas till en finanskris.

Mot denna bakgrund fokuserar vår rapport på dels hur skuldsättningen i olika delar av ekonomin påverkar de makroekonomiska riskerna, dels hur institutionella faktorer knutna till den privata sektorns skuldsättning påverkar Sveriges möjligheter att hantera en kris om den väl uppstår.

Rapporten diskuterar skulder i samtliga sektorer av ekonomin, men koncentrerar sig på den privata sektorn, framför allt hushållen. Efter krisen på 1990-talet framstod statens skuld, som stigit till över 70 procent av BNP, som det stora problemet. Sedan dess har statsskulden halverats som andel av BNP, samtidigt som hushållens skulder har gått i rakt motsatt riktning och mer än fördubblats som andel av BNP från drygt 40 procent i mitten av 1990-talet till cirka 85 procent i dag.

Staten och finanssektorn diskuteras kortfattat i kapitel 2, dock utan att gå in på bankernas skuldsättning (något som skulle ha krävt en bok i sig). Därefter, i kapitel 3, diskuteras företagets skulder, särskilt regelverket kring konkurser. Följande tre kapitel behandlar hushållen. Kapitel 4 ger en översikt över utvecklingen av hushållens skulder och dess koppling till utvecklingen på bostadsmark-

*BNP föll
5 procent i
Sverige 2009*

*Två risker:
externa
chocker på det
finansiella
systemet...*

*... och makroekonomiska
störningar på
hushållens
skuldsättning*

*Statens skuld
har halverats,
medan hushållens har
fördubblats*

naden. I kapitel 5 diskuteras sedan lånekontraktets utformning, hur det fördelar risker mellan långivare och låntagare och hur reformer skulle kunna göra hushållen mer motståndskraftiga mot störningar. Kapitel 6 utgår från beteendevetenskaplig forskning om hur hushåll fattar finansiella beslut och diskuterar mot den bakgrunden behovet av olika former av konsumentskydd.

1234567

Staten och kapitalet¹

I denna rapport har vi valt att fokusera på skuldsättningen inom den privata reala sektorn, det vill säga hushållen och företagen. Skiljelinjen mellan skulder i privat och offentlig sektor är dock inte alltid beständig. Historien har många exempel där privata skulder växer för fort och leder till obestånd som i sin tur leder till problem i banksektorn, vilka slutligen måste hanteras av den offentliga sektorn. På så sätt blir gårdagens privata skuld morgondagens statsskuld.

*Gårdagens
privata skuld
kan bli mor-
gondagens
statsskuld*

Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff (2010) studerar denna process i ett långt historiskt perspektiv (1800–2009). De delar in den i tre faser: Först ökar privata skulder genom både lån från inhemska banker och lån från utlandet. Detta leder till en inhemsk bankkras, som i sin tur leder till en statsskuldskris.

Kriser sprider sig också ofta geografiskt från finansiella centrum till andra länder, inte olikt vad som hände 2008. I många fall ökar också statsskulden före bankkrisen, och när de samlade skulderna har ökat under en period leder det till hög inflation och till att skulden får en allt kortare löptid. Trots att studien täcker flera hundra

1. De offentliga skulderna och den finansiella sektorns skulder.

år ser författarna inga tecken på att förhållandena ändrats nämnvärt över tiden.

Hög statsskuld ses ofta som ett tillväxtproblem

En alltför hög statsskuld har sedan länge utmålats som ett tillväxtproblem. Carmen Reinhart, Vincent Reinhart och Kenneth Rogoff (2012) går igenom perioder med »överskuldssättning« (definerat som statsskuld över 90 procent av BNP) sedan tidigt 1800-tal och finner att tillväxten har varit 1 procent lägre i genomsnitt under dessa perioder, som i genomsnitt varat i 23 år.² Den totala BNP-förlusten kan således vara mycket stor. Kanalerna för detta är flera.

Redan på 1800-talet påpekade David Ricardo att en ökande statsskuld av skattebetalarna uppfattas medföra framtida skatteuttag, vilket de måste avsätta resurser för.³ Då leder underskott i statsfinanserna (som används för exempelvis offentlig konsumtion) inte till ökad konsumtion utan till sparande och investeringar. Andra påpekar att denna mekanism inte nödvändigtvis leder till att hushållen helt kompenserar statens underskott med privat sparande, bland annat på grund av generationsskiften.⁴ Då kan statliga underskott leda till sänkta privata investeringar (hushållen uppfattar att statsobligationer är en nettotillgång, trots framtida skatteuttag).

Hög statsskuld begränsar finanspolitikens handlingsutrymme

Ett ytterligare problem med hög statsskuld är att finanspolitikens handlingsutrymme begränsas. Torbjörn Becker (2006) finner att förmågan att stimulera aggregerad efterfrågan genom finanspolitik minskar när nivån på statsskulden passerar 70 procent av BNP. Vid högre skuldnivåer kan expansiv finanspolitik till och med få negativa effekter på aggregerad efterfrågan eftersom hushållen då minskar sin konsumtion mer än den offentliga konsumtionen ökar. En liten och mycket öppen ekonomi som Sveriges har också svårt att skydda sin konjunktur från internationella kriser med efterfrågestimulans eftersom denna kan »läcka« utomlands. Statsfinansiella

2. Andra forskare menar dock att det inte är den höga skuldnivån som medför lägre tillväxt utan att det är låg tillväxt som leder till höga skuldkvoter (Panizza och Presbitero, 2014, och Herndon, Ash och Pollin, 2013). Pescatori, Sandri och Simon (2014) undersöker hur statsskulden påverkar tillväxt på lite längre sikt utan att hitta någon »magisk tröskel« över vilken högre statsskuld leder till lägre tillväxt.

3. Ricardo (1951).

4. Se till exempel Feldstein (1976).

marginaler i goda tider kan då vara nödvändiga.

Statliga skulder, eller mer generellt den offentliga sektorns skulder, har spelat en central roll i de senaste årens ekonomiska kris i Europa. Staterna i Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien – de så kallade GIPS-länderna – har haft betydande betalningssvårigheter och sett sina lånekostnader skjuta i höjden. Grekland har tvingats omstrukturera skulder. Resten av euroområdet har också haft fallande tillväxt, låga investeringar och stigande arbetslöshet. Eftersom många stater hade höga skulder vid början av krisen har det varit svårt att öka de offentliga utgifterna. Detta begränsade utrymmet för ytterligare underskott och för att skydda hushållens konsumtion.

De offentliga skulderna är intimt förknippade med det finansiella systemets skulder. En svag finansiell sektor, som har problem att hantera sina skulder, leder ofta till statliga hjälpinsatser, vilket försämrar statens finansiella position. Ett exempel är den irländska staten som övertog bankskulder värda över halva landets BNP åren 2008–2011, och hade ett underskott i statsbudgeten motsvarande 32 procent av BNP under 2010.

Problem kan också flöda i andra riktningen. Svaga statsfinanser leder till att det finansiella systemets stabilitet kan ifrågasättas, vilket ökar dess finansieringskostnader och sänker lönsamheten. Svaga statsfinanser leder också ofta till politiskt tryck på banker att finansiera statens underskott, på bekostnad av deras lönsamhet och stabilitet.⁵

Detta kapitel analyserar hur de offentliga skulderna och den finansiella sektorns åtaganden (skulder) samverkar.

Redan höga skulder hindrade offentliga utgiftsökningar

Finanssektor med skuldproblem medför ofta statliga hjälpinsatser

Svaga statsfinanser kan leda till problem i det finansiella systemet

5. Se Acharya, Drechsler och Schnabl (2014) för en diskussion av denna feedback-mekanism i Europa. Se Reinhart och Rogoff (2010) och Becker och Ivashina (2014a) för mer detaljer om hur stater med dåliga finanser använder den finansiella sektorn.

Offentliga sektorns skulder

*EU-länder-
nas statsskuld
88 procent av
BNP*

De senaste åren har kännetecknats av snabbt stigande offentliga skulder i Europa. Euroområdetets samlade statsskuld uppgår nu till 94 procent av BNP, och de 28 EU-ländernas sammanlagda statsskuld motsvarar 88 procent av BNP.⁶ Eftersom de stora och snabbt växande skulderna sammanfallit med dålig tillväxt har perioden kunnat beskrivas som en statsfinansiell kris. En viktig läxa av denna kris har, i mångas ögon, varit att de offentliga skulderna bör hållas låga i goda tider. Detta av två skäl: i första hand för att minska risken för statsfinansiella svårigheter, i andra hand för att behålla ett statsfinansiellt utrymme att öka de offentliga utgifterna om någon ny kris inträffar.

*1990-talskrisen
ledde till kon-
servativ stats-
finansiell håll-
ning*

De svenska erfarenheterna från den djupa nordiska krisen i 1990-talets början ledde också till liknande slutsatser om värdet av en konservativ statsfinansiell hållning. En bred politisk konsensus uppstod i Sverige kring denna lärdom. Skuldfrågans centrala betydelse exemplifieras av att Göran Persson, statsminister 1996–2006, skrev en bok med titeln *Den som är satt i skuld är icke fri*. Idéerna om stabila statsfinanser implementerades med en rad reformer. Således introducerades ett överskottsmål för de offentliga finanserna, vilket innebär att statsskulden kontinuerligt ska krympa.⁷ Dessutom infördes ett utlåningstak, som innebär att utgifter på sakområden underordnas den övergripande finanspolitiken, vilket syftar till att öka trovärdigheten och långsiktigheten.

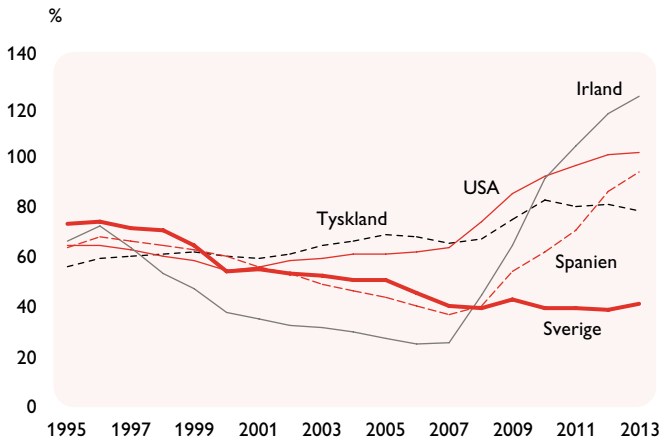
*Statsskulden
från 73 procent
av BNP 1996
till under 40
procent 2013*

Kombinationen av politisk enighet och en ny budgetprocess har lett till att Sverige åstadkommit en dramatisk minskning av statsskulden, från 73 procent av BNP som mest 1996 till under 40 procent av BNP 2013.

Den svenska statens skuld har fortsatt att minska under de fem åren sedan finanskrisen, i stark kontrast till de flesta andra rika länder (se figur 2.1). I dag är därför den offentliga sektorns skulder

6. Eurostat newsrelease 115/2014, 22 juli 2014.

7. Om statsfinanserna går med ett nettoöverskott om 2 procent av BNP och nominell BNP tillväxt är 3 procent, krymper statsskuldskvoten (statsskuld över BNP) med 5 procent per år.



Figur 2.1 Statsskuld, 1995–2013, procent av BNP, utvalda länder.

Källa: Eurostat (Europa), Federal Reserve Bank of St. Louis (USA).

mycket låga i internationell jämförelse. Bland utvecklade länder återfinns liknande låga skulder endast i länder med betydande naturresurser (Australien och Norge, 11,1 respektive 29,5 procent av BNP år 2012) och i Östeuropa.

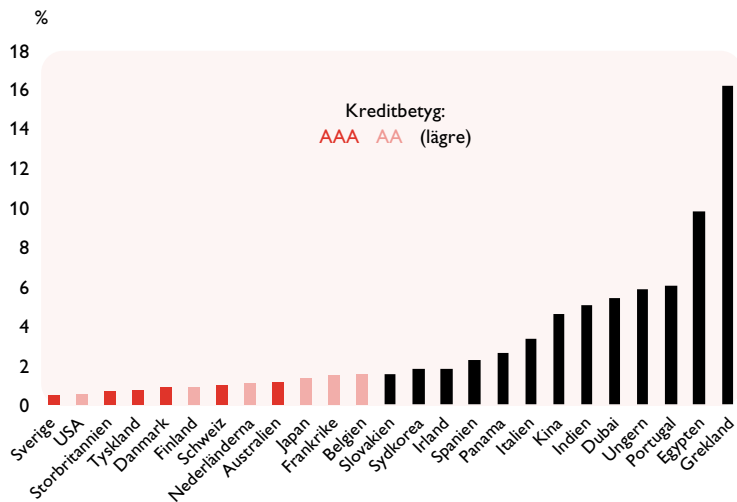
Tack vare de stabila statsfinanserna uppfattar internationella investerare svenska statsobligationer som exceptionellt säkra. Sverige har det högsta kreditbetyget – AAA (S&P) och Aaa (Moody's) – från ratinginstituten, tillsammans med en liten grupp länder vilka kännetecknas av låga skulder och en lång, obruten historia av uppfyllda finansiella åtaganden: Australien, Danmark, Kanada, Liechtenstein, Luxemburg, Norge, Schweiz, Storbritannien och Tyskland. Även inom denna grupp av säkra låntagare anses Sverige vara en väldigt god risk: i augusti 2014 handlades svenska CDS (*credit default swaps*)-kontrakt, som försäkrar mot framtida förluster, till 14,43, det vill säga det kostade 14 kronor att garantera sig mot upp till 10 000 kronor i förluster för nästa femårsperiod. Figur 2.2 visar vilken långsiktig sannolikhet för betalningsinställelse som CDS-kon-

Sverige har högsta kreditbetyg från ratinginstituten

traktens prissättning i augusti 2014 motsvarar. Sverige ligger till och med lägre än USA.

Faran för statsfinanserna är att tvingas överta finanssektorns skulder ...

Det utmärkta läget i den svenska statens finanser ska ses i ljuset av riskerna för åtaganden som kan öka skulden snabbt. Den mest uppenbara mekanismen för detta är den som drabbade Irland och Spanien under 2008–2010, nämligen att staten tvingas överta privata skulder i det finansiella systemet. En lång rad statsfinansiella kriser har inletts av att ett lands banker förlorat så mycket pengar att de varit insolventa och behövt hjälp från staten för att överleva (se kapitel 1).



Figur 2.2 Sannolikhet för förlust, statsobligationer, 5 år, baserat på CDS-spreads, augusti 2014.

Anm.: Bygger på antagandet att förlusten vid betalningsförsummelse blir 30 procent av nominellt värde.

Källa: S&P Capital IQ.

Den finansiella sektorn

Såväl internationella som svenska erfarenheter pekar på att det finansiella systemets skulder i en kris kan komma att delvis övertas av skattebetalarna. Skattebetalarna har följaktligen en potentiellt mycket större skuldbörda än dagens statsskuld och den ökningen kan utlösas i en krissituation. Detta är oavhängigt politisk ideologi (regeringar av alla politiska kulörer finner det nödvändigt att hindra det finansiella systemet från att ta stor skada).

... så skattebetalarna har potentiellt större börda än dagens statsskuld

Ju större det finansiella systemet är, desto större är *storleken* på den potentiella skuld skattebetalarna bör beakta. Ju mer stabilt och välkapitaliserat det finansiella systemet är, desto mindre är *riskan* för att ett övertagande av den finansiella sektorns skulder ska bli nödvändigt.

Vad är situationen i Sverige i detta avseende? I kontrast till den sjunkande statsskulden har den svenska finansiella sektorn vuxit i omfattning, och dess storlek uppgår nu till flera gånger BNP (se rutan, s. 40). Den svenska banksektorn är stor i internationell jämförelse. Den är koncentrerad och beroende av utländska investerare för sin finansiering. Det innebär att de implicita åtagandena nu är mycket stora.

Den svenska banksektorn är stor i internationell jämförelse ...

Vad kan hända i en kris?

De svenska bankerna är stora och internationaliserade både när det gäller tillgångar och skulder. Deras finansiering kan innebära valutaexponering – vid kronfall blir finansieringen dyrare. En del av finansieringen har också en relativt kort löptid och behöver därför omfinansieras löpande. Om betalningsförmågan hos en av dessa banker uppfattades som tveksam, skulle den sannolikt mycket snabbt få problem att finansiera sig, särskilt internationellt. Likviditetsproblem för en bank leder lätt till solvensproblem:⁸ allteftersom skulder löper ut och kräver omfinansiering, tvingas banken likvide-

... och har finansiering som löpande behöver omfinansieras ...

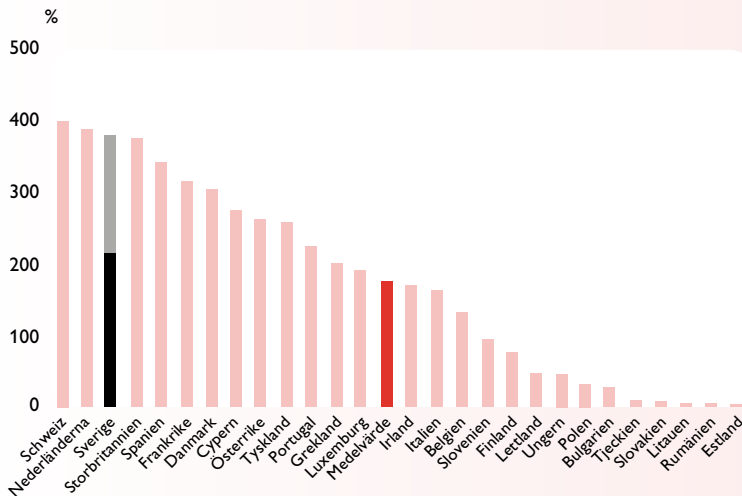
8. Diamond och Dybvig (1983).

DEN SVENSKA BANKSEKTORN

Den svenska banksektorn är stor i internationell jämförelse. Som andel av BNP uppgår bankernas tillgångar nu till nästan fyra gånger BNP (se figur 2.3). Bara Schweiz och Nederländerna har lika stor banksektor. En stor del av tillgångarna (huvudsakligen utlåning) är utan-

för Sverige (den ljusa delen av Sveriges stapel i figuren).

Det svenska banksystemet är också koncentrerat. Fyra stora banker står för en betydande del av tillgångar, inlåning och utlåning. De fyra stora bankerna är var och en stora i förhållande till BNP (se figur 2.4).



Figur 2.3 Bankernas tillgångar i förhållande till BNP, december 2013.

Anm.: I banktillgångar inkluderas landets bankkoncerners samtliga tillgångar inom och utom landet. Den ljusa delen av stapeln för Sverige visar de fyra storbankernas (Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank) tillgångar utomlands i förhållan-

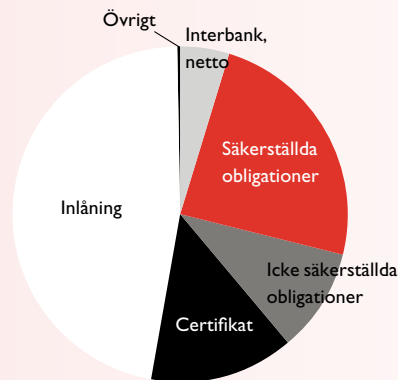
de till Sveriges BNP. Data för Schweiz avser december 2012.

Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2014:1, diagram 1:7.

Tabell 2.1 De stora nordiska bankernas totala tillgångar i förhållande till BNP, 2012, miljarder euro.

	Inregistrerat i	Totala tillgångar	Andel (%)	Totala tillgångar/ BNP i hemlandet
Danske Bank	Danmark	482,8	21	2,0
DNB	Norge	321,8	14	0,8
Handelsbanken	Sverige	297,7	13	0,7
Nordea	Sverige	677,4	30	1,6
SEB	Sverige	285,7	13	0,7
Swedbank	Sverige	215,0	9	0,5
Summa		2 280,4	100	

Källa: IMF.



Figur 2.4 De svenska storbankernas finansiering, mars 2014, procent.

Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2014:1, diagram 1:9.

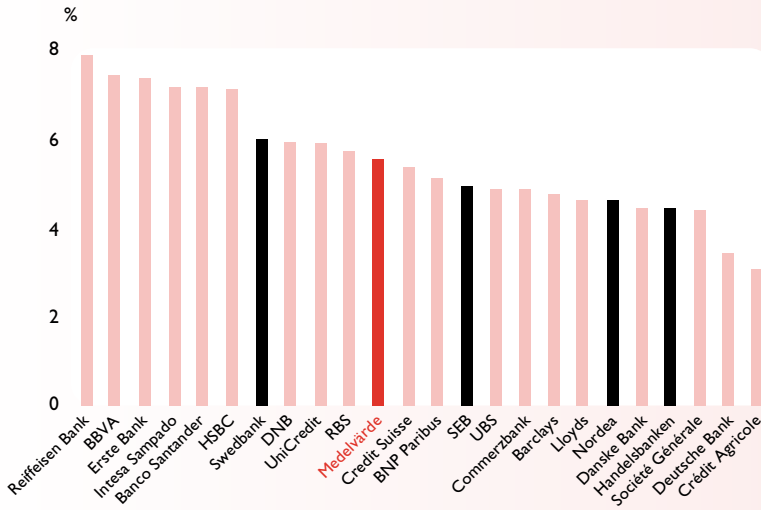
Bankernas finansiering sker huvudsakligen via insättningar (47 procent) och bostadsobligationer (24 procent). Insättningarna garanteras i stor utsträckning via insättningsgarantin. Den näst största finansieringskällan, bostadsobligationer, ägs i stor utsträckning av utländska investerare och har bostadslån, framför allt till hushåll, som säkerhet.

Bankerna har även stora tillgångar utanför Sveriges gränser. EU:s regler innebär att finansiella problem i en internationell bank ska hanteras gemensamt av alla länder i vilka banken har verksamhet, men i praktiken kan

Sverige förmodas bära huvudbördan vid problem i en av de banker som har huvudkontor i Sverige, särskilt om beslutssituationen präglas av tidsbrist.

Hur stora är riskerna för problem i en svensk storbank? Figur 2.5 jämför de svenska bankernas finansiering

med andra europeiska storbankers. De svenska bankerna har, liksom andra banker, en mycket liten andel eget kapital, det vill säga relativt små förluster vore tillräckligt för att eliminera ägarnas riskbärande investering och göra en bank insolvent.



Figur 2.5 Bankers eget kapital i förhållande till deras totala tillgångar, december 2013.

Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2014:1, diagram 1:13.

ra tillgångar till låga priser, vilket leder till förluster som i värsta fall är så stora att de resulterar i insolvens.

Erfarenheterna har visat att de stora kostnader som är förknippade med finansiell kollaps gör att det är svårt för en stat att inte hjälpa banker som befinner sig i en svår finansiell situation. En bankkris får genast effekter på finansiella priser, tillväxt och investeringar. Dessa effekter är politiskt svårhanterade och inträffar snabbt.⁹ De statliga åtgärderna för att rädda det finansiella systemet innebär normalt antingen (1) en garanti av stora delar av bankernas skulder, såsom skedde i exempelvis Irland, eller (2) betydande tillskott av eget kapital, såsom skedde i Sverige 1991, USA 2008 och i flera andra fall. Den första, och ibland den andra, reaktionen kallas ofta *bail-out*. Att inte bistå skulle omedelbart riskera panik och finansiell turbulens, i likhet med den USA upplevde efter att investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs 2008.¹⁰ De totala kostnaderna för en bailout är ofta enorma. Enligt en studie har de offentliga skulderna i genomsnitt stigit med 186 procent efter en bankkris.¹¹

För att minska risken för att statsfinanserna ska behöva tas i anspråk på det vis som skett de senaste åren är ett nytt ramverk under uppbyggnad i EU.¹² Att minska skattebetalarnas exponering är svårt av flera skäl. För det första är insättningar – en betydande del av bankernas finansiering – explicit garanterade. Andra skulder, som icke säkerställda obligationer, skulle i princip kunna utstå förluster, men det är svårt att påtvinga dessa gäldenärer tillräckligt stora förluster snabbt nog för att vidmakthålla det finansiella systemets integritet.

Huruvida de nya regler som utarbetas i Sverige och utomlands för hantering av krisbanker lyckas skydda skattebetalarna helt är alltså tveksamt. Det innebär att exponering mot den finansiella sek-

9. Se till exempel Reinhart och Rogoff (2010).

10. Se till exempel Sorkin (2010) för en lättillgänglig beskrivning av händelserna i USA under finanskrisen och Lane (2012) för en sammanfattning av de senare händelserna i Europa.

11. Reinhart och Rogoff (2010).

12. Se SOU 2014:52 om hantering av krisbanker. Utredningen lämnade sitt slutbetänkande i juli 2014.

... vilket vid kris kan leda till likviditetsproblem ...

... och i slutändan statlig bailout

Nytt EU-ramverk under uppbyggnad

...

*... men räcker
knappast,
varför det
finns skäl att
begränsa stats-
skulden*

torn är en källa till risk för statens finanser. Detta är ett skäl för att begränsa statsskulden så att tillräcklig kapacitet att hantera finansiell instabilitet erhålls.¹³ Statens förmåga att motstå finansiellt tryck kan också i sin tur öka den finansiella sektorns trovärdighet och minska risken för framtida finanskriser.

13. Becker (1999).

1234567

Företagen

De icke-finansiella företagen representerar en betydande del av svensk ekonomi. Näringslivet består av runt en miljon företag med totalt 2,6 miljoner anställda, 58 procent av Sveriges förvärvsarbetande.¹ Dessa verksamheter omsatte 7 200 miljarder kronor år 2012, och producerade 57 procent av Sveriges BNP.²

En stor del av företagets investeringar finansieras internt, ur löpande vinster.³ Av flera skäl är den interna finansieringen av investeringar otillräcklig. För det första varierar investeringar över tiden, så att vissa års investeringar kanske måste finansieras externt även för lönsamma företag. För det andra varierar investeringsbehov mellan olika företag på ett sätt som inte överensstämmer med tillgången på resurser. Nya företag och växande branscher representerar en större del av investeringsmöjligheterna än av vinsterna,

Intern finansiering av företagets investeringar är otillräcklig

1. Data gäller 2012. Se SCB, »Företagens ekonomi 2012: Näringslivet bromsade in år 2012«, Statistiknyhet 7 maj 2014.

2. Statistik från SCB, diverse tabeller.

3. Med investering menas här alla resurser (tid, pengar, material) som spenderas i syfte att generera framtida avkastning. Investeringar generar kapital. Exempel på investeringar är nyinköp av fysiskt kapital såsom fastigheter och maskiner, men också forskning och utveckling, marknadsföring och (till exempel) allt arbete en entreprenör lägger ner för att starta en ny verksamhet.

och behöver tillföras kapital. En effektiv och välfungerande finansieringsmarknad är central för företagens utveckling, investeringar och tillväxt.⁴

Företags externa finansieringsbehov täcks till övervägande del av skulder. De svenska företagens balansräkning bestod i slutet av första kvartalet 2014 till 62 procent av skulder och 38 procent av eget kapital.⁵ Eftersom skuldfinansiering är av begränsad löptid medan eget kapital normalt är permanent, är skulder betydligt mer dominerande i företagens löpande finansiering. Enligt statistik från Eurostat är efterfrågan på skuldfinansiering ungefär sex gånger så stor som efterfrågan på eget kapital bland europeiska företag.⁶

Detta kapitel diskuterar kreditmarknaden för svenska företag.

*Skulder
dominerar den
löpande finan-
sieringen*

Varför skulder?

*Kapitalstruk-
turen skulle
kunna vara
oviktig ...*

Sedan Franco Modigliani och Merton Miller (1958) har en vetenskaplig utgångspunkt varit att företagens kapitalstruktur är oviktig om inte någon särskild kraft (vad de kallade en finansiell friktion) gynnar vissa finansieringsformer före andra. Modigliani och Miller påpekade att en viktig friktion är skatter och att dessa gynnar skulder framför eget kapital. Eftersom företagets vinster beskattas *efter* att avdrag har gjorts för räntekostnader, är de totala skatteutgifterna lägre för företag med större räntebetalningar. I princip skulle ett företag helt kunna eliminera sina skattekostnader genom att ha tillräckligt höga skulder. En lång rad studier stödjer uppfattningen att skatter påverkar den totala skuldsättningen i ett land.⁷

*... men skatter
gynnar skulder
framför eget
kapital*

I Sverige har Företagsskattekommittén föreslagit ändringar på

4. Se till exempel King och Levine (1993a, b) och Rajan och Zingales (1998) för empiriskt stöd för kopplingen mellan finansmarknader och tillväxt och ekonomisk utveckling.

5. SCB-statistik över Sveriges icke-finansiella företag.

6. Data från Eurostats »Access to finance statistics« som innehåller enkätsvar från små och medelstora företag.

7. Se till exempel Heider och Ljungqvist (2014) och Panier, Perez-Gonzalez och Villanueva (2014).

detta område.⁸ Kommittén »föreslår att företagens räntekostnader och andra finansiella kostnader bara ska få dras av mot ränteutgifter och andra finansiella intäkter. Avdragsrätten för ytterligare räntekostnader och andra finansiella kostnader slopas.«⁹ Kommittén avser inte att öka det totala skatteuttaget, utan föreslår minskad beskattning av vinster så att reformen blir intäktsneutral. Det nya förslaget skulle minska utrymmet för att med hjälp av företagens kapitalstruktur reducera skattebetalningarna. Förslaget, vars införande inte är avgjort, ska förstås i kontexten av en stark, långsiktig och global trend mot lägre skattesatser och mindre intäkter från bolagskatt. Denna trend drivs av flera faktorer, däribland (1) att företagens vinster är en mycket flyktig skattebas som lätt flyttar till fördelaktiga jurisdiktioner (inklusive skatteparadis) och (2) att effektivitetsskäl anses tala för beskattning av inkomst och konsumtion snarare än av företag. Den globala trenden leder till att skatter blir mindre betydande för beslut om kapitalstruktur.

Även i avsaknad av skattefördelar har skuldfinansiering fördelar för företag framför eget kapital. En fördel med skulder är att de kräver mindre information än andra finansiella avtal. En investerare som givit ett lån får samma återbetalning så länge låntagaren är solvent, oavsett lönsamhet och tillväxt. En investerare som äger aktier, däremot, har en avkastning som beror på företagets värdeutveckling. Därmed är aktier (eget kapital) mer informationskänsligt än skulder. Flera teoretiska modeller bygger på detta faktum.

Robert Townsend (1979) påpekar att skuldavtalet ofta är optimalt i den bemärkelsen att det är det avtal som kräver minst inblandning från investeraren. Hans utgångspunkt är att utomstående investerare har mindre information om vad som händer i ett företag än företagsledningen, och att det är dyrt och komplicerat för dem att ta reda på denna information. Detta genererar ett incitament för ledning (eller en kontrollerande ägare) att undanhålla positiv information och förhandla ner hur mycket vinst som finns

Företagsskattekommitténs förslag om ränteavdrag

...

... är del av trend att skatters roll för kapitalstrukturen minskar

Skulder kräver mindre information än andra finansiella avtal

8. SOU 2014:40.

9. Företagsskattekommittén FI 2011-01, Pressmeddelande 12 juni 2014.

att betala ut. Investeringarna tvingas att sätta sig in i företagets situation i detalj vid de tillfällen då de inte blivit fullt återbetalda. Skuldavtalet är det avtal som minimerar antalet situationer då investeringarna tvingas sätta av resurser till verifiering. Eget kapital, där investeringen har obegränsad rätt till förtjänst, är det sämsta av alla avtal i denna analys, eftersom investeringen alltid tvingas sätta sig in i bolagets situation. Townsends analys kan appliceras mest naturligt på små företag om vilka det finns liten extern kännedom, men principen om att skulder är »enkla« finansiella avtal för att de kräver mindre kunskap och information om företaget är generell.

Det finns ytterligare fördelar med skuldfinansiering. En av riskerna med stora moderna företag vars ägare saknar inflytande över den dagliga verksamheten är att företagsledningen kan ha incitament att fatta beslut som inte är i ägarnas (eller företagets andra intressenters) intresse. Ledningen kan ta för små eller för stora risker, eller inte anstränga sig tillräckligt. Dessa problem påverkas av företagets finansiering. Att använda skuldfinansiering kan hjälpa mot så kallat imperiebyggande, nämligen att ledningen gärna väljer att investera för mycket. Michael Jensen (1986) menar att skulder minskar de tillgängliga resurserna i och med att de till skillnad från eget kapital ställer ett »hårt« krav om återkommande utbetalning av företagets vinster till investerare.

Jämfört med finansiering via eget kapital har skulder också nackdelar. Stewart Myers (1977) påpekar att företag som har höga skulder kan avstå från lönsamma investeringar. Värdet av nya investeringar som görs i ett företag var skulder överstiger värdet på tillgångarna tillfaller gäldenärerna. Detta minskar naturligtvis ägarnas intresse av att finansiera investeringar. Därmed blir verksamheten i företag med betalningsproblem lidande. Men företag kan undvika detta genom att ha mindre skulder: då är de finansiella åtagandena mindre, och risken för betalningsproblem och värdeförstörrelse sjunker.

Michael Jensen och William Meckling (1976) påpekar att företag med höga skulder kan ha intresse av att öka sitt risktagande. Mekanismen för detta är att ägarna får hela förtjänsten av nya risker,

Skulder kan hindra ledningen från att bygga imperier

Men höga skulder kan göra att företag avstår från lönsamma investeringar ...

... att risktagandet ökar ...

medan eventuella förluster kommer att bäras av gäldenärerna (man kan lika gärna missa sin skuld med en miljon kronor som med tusen kronor). I viss mån kan dessa problem avhjälpas via avtal mellan gäldenär och företag. Clifford Smith och Jerold Warner (1978) menar att kovenanter,¹⁰ som begränsar en låntagares handlingsfrihet, är ett sätt att hantera dessa konflikter. Slutligen kan skulder också begränsa ett företags förmåga att dra nytta av investeringsmöjligheter som uppkommer. Ett företag som redan har hög skuldsättning kanske inte får ytterligare finansiering från vare sig kreditmarknad eller ägare och kan då tvingas avstå från expansion och investering. För detta problem är insolvenssystemet viktigt, det vill säga summan av alla de system och regelverk som finns tillgängliga för att hantera företag som har alltför höga skulder.

... och att det kan vara svårt att få mer finansiering

Olika typer av skulder

Skuldsättning för företag består av två huvudsakliga kategorier: lån från banker eller andra kreditinstitut och obligationer. Till detta tillkommer olika mindre betydande kategorier som leasing, leverantörsskulder och skatteskulder. Lån ges med relativt kort löptid (sällan över fem år), ger långivaren stor kontroll över låntagaren vid betalningsinställelse eller försämrat resultat och amorteras ofta under löptiden. Obligationer är finansiella instrument som kan handlas på en andrahandsmarknad. De har generellt längre löptid, amorteras inte förrän löptiden är slut och har normalt rörlig ränta. Ägarna är oftast många och små, är dåligt insatta i låntagarens finansiella status och har begränsade resurser att hantera problemkrediter.

Skulder består i huvudsak av lån och obligationer

Obligationsavtal är normalt skrivna så att ägarna har begränsade möjligheter att ingripa om utgivaren har finansiella problem. Obligationers ägarnas intressen skyddas på två sätt. För det första sker viss

Obligationsägarna skyddas ...

10. En kovenant är ett avtalsvillkor som kräver att gäldenären uppfyller vissa mått på finansiell kapacitet (exempelvis maximal skuldsättning) eller avstår från vissa handlingar (exempelvis företagsköp) om dessa skulle försämra företagets finansiella situation.

... av varningar från ratinginstitut och hög prioritet vid konkurs

Bankernas utlåning tenderar att vara cyklisk

bevakning av ratinginstituten, som kan sänka kreditbetyget om utgivaren möter problem. Detta kan ge en varning till obligationsägare om ökad risk och vara en signal att sälja för de investerare som ogillar positioner med högre risk. Förmågan att sälja kan också fungera som ett skydd för den enskilda obligationsinnehavaren (dock inte för investerarna i stort). För det andra har obligationer relativt hög prioritet vid konkurs. Ofta har obligationen säkerhet i utgivarens fasta tillgångar. Detta betyder att obligationsägarna kan räkna med bättre utdelning än osäkrade borgenärer, exempelvis leverantörer.

Kreditmarknaden tenderar liksom andra finansiella marknader att vara cyklisk. I en studie påpekas att tillgången på nya företagslån varierar mer än marknadens villighet att köpa nyutgivna företagsobligationer.¹¹ I en annan rapporteras att den amerikanska stocken av företagsobligationer aldrig har krympt under efterkrigstiden, medan tillgången på nya banklån ofta varit så dålig att den utestående stocken krympt i takt med företagets amortering.¹² Liknande resultat håller för europeiska företag.¹³ Det finns flera potentiella skäl till att bankernas utlåning varierar så mycket. Dels kan banker i dåliga tider oroa sig över sin egen finansiella situation och sin förmåga att möta reglerarens krav på kapitaltäckning.¹⁴ Dels kan de riskmodeller som banker använder vara cykliska för att de »glömmer« äldre erfarenheter och förstärker svängningar. Psykologiska, organisatoriska och kulturella faktorer kan också ha betydelse för banklårens cykliska egenskaper.¹⁵

11. Kashyap, Stein och Wilcox (1993).

12. Becker och Ivashina (2014a).

13. Becker och Ivashina (2014b).

14. Holmström och Tirole (1997).

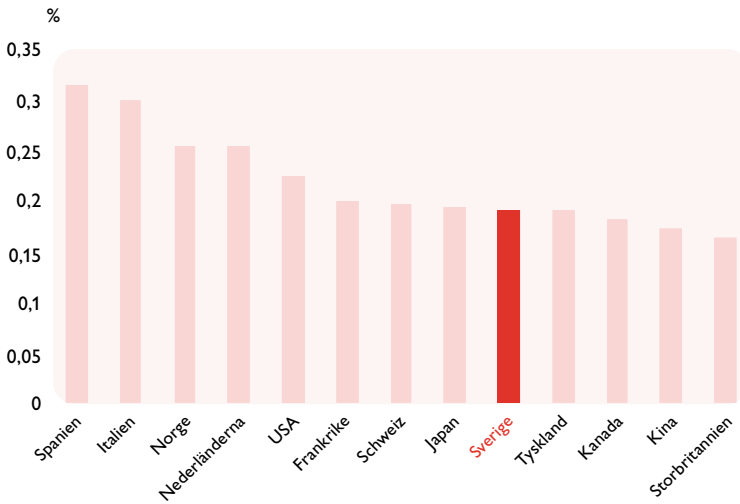
15. Gorton och He (2008).

De svenska företagens skuldsättning

Figur 3.1 jämför svenska storföretags skuldsättning med liknande företag utomlands. Svenska företag har relativt låg skuldsättning, i likhet med Japan, Tyskland och Storbritannien, men lägre än företag i till exempel Italien, Norge och Nederländerna. En förklaring kan vara att den svenska företagsskatten är relativt låg.¹⁶

Svenska företag har relativt låg skuldsättning ...

Mönstret i figur 3.1 har varit relativt stabilt över tiden. Noterbart är att de stora, börsnoterade företag som ingår i figuren är väl-



Figur 3.1 Icke-finansiella börsnoterade företags skuldsättningsgrad, 2011, andel av de bokförda tillgångarna.

Anm.: Justering har gjorts för att ta hänsyn till att företagens fördelning över olika branscher varierar mellan länderna.

Källa: Baserat på Becker och Josephson (2013).

16. Enligt KPMG hade länderna i figur 3.1 följande skattesats 2011: Spanien 30 procent, Italien 31 procent, Norge 28 procent, Nederländerna 25 procent, USA 40 procent, Frankrike 33 procent, Schweiz 18 procent, Japan 38 procent, Sverige 26 procent, Tyskland 30 procent, Kanada 26 procent, Kina 25 procent och Storbritannien 24 procent. Snittet för gruppen är 29 procent. Korrelationen mellan skattesats och skulder är positiv, men liten.

... vilket kan vara ett tecken på en utvecklad obligationsmarknad

Lånetillgången i Sverige bättre än euroområdets

Andelen obligationer av skulderna är internationellt sett låg

kända och noga studerade på finansmarknaderna. De publicerar årsredovisningar och kvartalsrapporter, de analyseras kontinuerligt av erfarna analytiker och de bevakas av medierna. För dessa bolag är skulderna mindre viktiga, och det egna kapitalet mer betydelsefullt, än för mindre företag. I den mån de har skulder kan dessa företag använda sig av obligationsmarknaden i stället för banker (se nedan). Att Sverige hamnar relativt lågt kan därmed uppfattas som ett tecken på att obligationsmarknaden är relativt utvecklad.

De senaste årens problem med dålig kredittillgång i euroområdet¹⁷ har inte drabbat Sverige i samma utsträckning. Detta beror framför allt på att de svenska bankerna klarade krisen ganska väl. De banker som gjorde förluster, till exempel i Baltikum, kunde snabbt återkapitalisera sig. Den totala utlåningen till företag illustrerar detta. Den utestående stocken av företagskrediter steg med 28 procent från augusti 2008 till augusti 2014.¹⁸ Euroområdet har under denna period sett lånestocken krympa med 10 procent. Den bättre svenska utvecklingen är inget bevis på att kredittillgången för företag inte stramats åt¹⁹ (se figur 3.3), men tyder dock på att den svenska lånetillgången varit betydligt bättre än inom euroområdet.

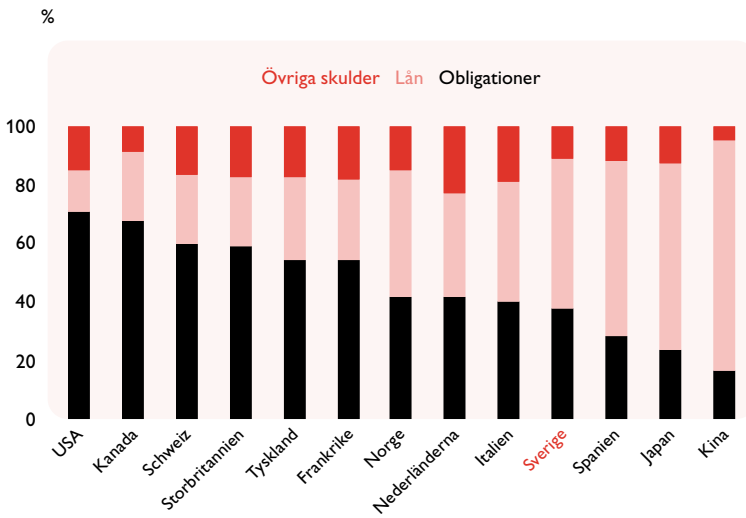
Den svenska företagsobligationsmarknaden

Jämfört med många länder domineras den svenska företagskreditmarknaden av banker. Figur 3.2 jämför hur företagens skulder i 13 länder fördelas på lån, obligationer och övrigt. För svenska företag utgör obligationer 28 procent av skulderna, vilket är mindre än för de flesta utvecklade länder. I USA är andelen obligationer i de stora företagens skulder 71 procent. Den svenska obligationsmarknaden är även mindre än i mer jämförbara länder såsom Norge, Nederländerna och Frankrike. Till och med i traditionellt bankdominerade

17. Becker och Ivashina (2014b).

18. Statistik från SCB.

19. Becker och Ivashina (2014b).



Figur 3.2 Icke-finansiella företags skulder, 2011, andel av totala skulder.

Källa: Baserat på Becker och Josephson (2013).

länder som Tyskland och Schweiz har företag större andel obligationer av sina skulder än de svenska företagen.²⁰

Från den typiska investerarens utgångspunkt ska företagsobligationer inte jämföras med banklån utan med andra obligationer, till exempel de som utgivits av stater, banker eller resten av den finansiella sektorn. Även sett ur den bredare svenska obligationsmarknadens perspektiv är stocken av företagsobligationer liten. Enligt SCB:s finansmarknadsstatistik utgör obligationer utgivna av icke-finansiella företag endast 10 procent av alla utestående obligationer (se figur 3.3) eller cirka 8 procent av Sveriges BNP. Detta kan jämföras med USA, där företagsobligationer utgör 25 procent av obliga-

Icke-finansiella företag har mycket liten andel av obligationsstocken

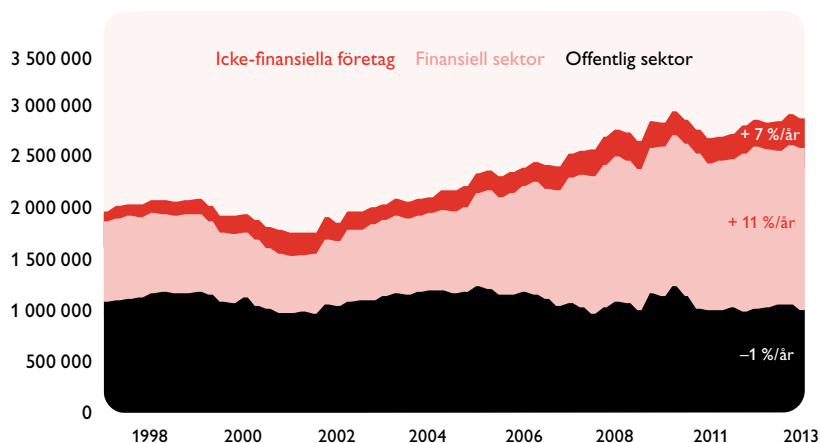
20. Barr (2012) rapporterar att obligationer 2010 utgjorde 9 procent av de svenska företagens totala skulder. Enligt motsvarande mått, baserat på data från Eurostat, är Sverige ungefär i mitten bland EU-länderna. Dessa data omfattar ekonomiska föreningar och mycket små företag samt typer av skulder som bör nettas ut, till exempel koncernlån. Det är inte säkert att dessa data är jämförbara.

tionsstocken eller cirka 60 procent av USA:s BNP.

Finansiella obligationer, framför allt bankernas bostadsobligationer, vilka är säkerställda med bostadslån, utgör en majoritet av de utestående obligationerna, efter att ha vuxit snabbt och länge: i nominella termer 11 procent per år sedan 1997. Företagsobligationsmarknaden har vuxit med 7 procent per år mellan 1997 och 2012, vilket alltså är 4 procentenheter mindre än de finansiella obligationerna. Det betyder att de typer av investerare som naturligt vill investera i obligationer, såsom försäkringsbolag och pensionsfonder, har mindre att välja bland vid sidan om bostadsobligationer och statspapper (vars stock också krymper på grund av de goda statsfinanserna).

*Långsam
tillväxt av
företags-
obligations-
marknaden*

Den relativt långsamma ökningen av icke-finansiella obligationer kan också jämföras med annan skuldfinansiering. Banklån till svenska företag steg med 5 procent under denna period. Obligationer växte därför snabbare, men endast med knapp marginal. Eftersom den svenska företagsobligationsmarknaden är liten, har en-



Figur 3.3 Utestående svenska obligationer, 1997–2012, miljoner kronor.

Källa: Data från SCB:s Finansmarknadsstatistik.

dast ett fåtal svenska företag någon annan än banker att vända sig till för sin löpande finansiering. För många företag är därmed de fem stora bankerna den enda källan till extern finansiering. Kanske är även detta en överskattning. Många bankkunder upplever att de bara kan vända sig till den bank eller de banker de redan har en relation till, vilket ytterligare minskar konkurrensen om möjlig finansiering.²¹ Även för relativt stora företag kan en enda bank ha betydande makt.²²

Många företag har bara en enda bank att vända sig till

Vad är effekterna av en mindre utvecklad obligationsmarknad?

Vad är effekterna av att den svenska företagsobligationsmarknaden är relativt outvecklad?

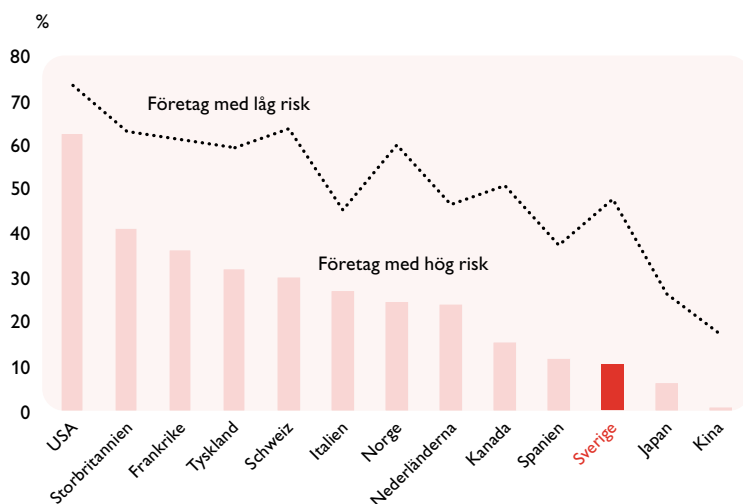
En begränsad företagsobligationsmarknad får negativa effekter på olika aktörer. För investerare är möjligheterna begränsade att diversifiera sina investeringar bortom statsobligationer och bostadsobligationer utan att vända sig utanför Sverige och den svenska valutan. Indirekt försämras då pensionssparares möjligheter till god riskjusterad avkastning.

För de större företag med god kreditvärdering som kan välja att ge ut obligationer blir skuldfinansieringen dyrare, och till sämre villkor (exempelvis kortare löptid). För en annan grupp företag som är lite mindre eller har lite sämre kreditvärdering blir resultatet att de förlitar sig på banker. Skillnaderna mellan lån och obligationer inkluderar, som nämnts ovan, exempelvis löptid och kovenanter. Dessa företag får också en mindre diversifierad finansieringsstruktur, mer dominerad av banklån. Svagare företag, framför allt de som inte är »Investment Grade«, det vill säga har kreditbetyg BB+ eller lägre, står för en mycket liten del av obligationsutgivningen i

Outvecklad obligationsmarknad fördyrar finansiering

21. Se till exempel Rajan (1992). Enligt Eurostats »Access to finance statistics« anger hälften av alla tillfrågade europeiska företag att de lånar från samma bank flera gånger i rad.

22. En växande andel av stora företagslån arrangeras av en bank, men medfinansieras av andra banker eller institutionella investerare. Dessa lån kallas syndikerade.



Figur 3.4 Utestående obligationer, 2011, andel av totala skulder.

Anm.: Hög risk har kreditvärderingsbetyg BB+ och lägre, eller motsvarande, låg risk BBB- och bättre.

Källa: Baserat på Becker och Josephson (2013).

Sverige. Sådana företag har i USA en relativt god tillgång till obligationsmarknaden. Sverige uppvisar i själva verket en ovanligt låg obligationsfinansiering bland dessa företag. Av figur 3.4 framgår att bland företag med hög risk har endast Kina och Japan företag med en lägre andel obligationer än Sverige.

Tillgången på obligationer mindre cyklisk än tillgången på banklån

En tredje effekt, potentiellt av större makroekonomisk betydelse, gäller hur kreditillgängligheten varierar över konjunkturcykeln, och framför allt då bankerna har stabilitetsproblem.²³ Eftersom tillgången på lån varierar mer över kreditykeln än tillgången på obligationer är ett system som förlitar sig mer på obligationsmarknaden normalt mindre cykliskt. Beroende på hur stora stabilitetsriskerna är för de nordiska banker som dominerar svensk utlåning (se kapitel 2) kan detta vara av stor betydelse.

23. Se Becker och Ivashina (2014a).

Varför har den svenska marknaden för företagsobligationer varit begränsad och hur skulle den kunna utvecklas?

Vad är orsakerna till att den svenska obligationsmarknaden varit relativt utvecklad, och vilka reformer och ändringar kan tänkas stödja en djupare, bredare marknad som erbjuder fler företag stabil finansiering över konjunkturcykeln?

Varför är obligationsmarknaden utvecklad?

Valuta. Ett skäl som ofta anges till den begränsade utgivningen av företagsobligationer i Sverige är valutan. På obligationsmarknaden möts köpare och säljare från olika länder. Mycket av utgivningen sker i stora valutor som euro, dollar, schweizerfranc, pund och yen. Obligationer i dessa valutor kan vara mer likvida (lättare att köpa och sälja) och lättare att prissätta (till exempel finns fler jämförbara obligationer med liknande löptid och villkor). Endast cirka en tredjedel av svensk utgivning sker i kronor. En typisk svensk obligationsutgivare som ger ut obligationer i utländsk valuta väljer att avtala med en bank om framtida växelkurser för att undvika växelkursrisk.²⁴ Det betyder att exempelvis euroområdet företag sedan den gemensamma valutans införande har fördelar framför liknande svenska företag.²⁵ Detta är naturligtvis kostsamt och gör obligationsutgivning mindre attraktiv. Kostnaden borde inte vara alltför stor.

Svenska kronan är en liten valuta

Likviditet. En annan faktor som begränsar efterfrågan på obligationer är att andrahandsmarknaden är svagt utvecklad. Den som köper en position vid utgivningen kan därför ha svårt att sälja den och tvingas behålla sin investering till dess obligationen löper ut.

Andrahandsmarknaden för företagsobligationer brister i likviditet och transparens. Information om priser och transaktionsvolymer är dålig, vilket ökar osäkerheten om vilket pris en obligation kan säljas (eller köpas) till. Bättre rapportering och översyn kan

Brister i likviditet och transparens

24. Se Barr (2012).

25. Galati och Tsatsaronis (2003).

stärka förtroendet för andrahandsmarknaden och därmed öka likviditeten. Detta kan också medföra bättre prissättning, eftersom likviditet är av stor betydelse för den riskpremie som krävs av en obligation.²⁶

Flera reformförslag med avsikt att förbättra likviditeten på obligationsmarknaden har rests de senaste åren. Daniel Barr (2012) framförde en rad rekommendationer för att underlätta handel på andrahandsmarknaden, bland annat ökade krav på transparens i emissionsavtalen och ökad tillgänglighet online av pris- och volymdata. En anledning till den begränsade rapporteringen är att Finansinspektionen hittills medgivit ett undantag från de generella krav på rapportering av handel som gäller för obligationer (som statspapper och bostadsobligationer). Finansinspektionen har nu föreslagit att reglerna ska ändras (det vill säga undantaget ska tas bort) från och med 2015.²⁷ Globalt sker en utveckling mot elektronisk handel i företagsobligationer. Nya initiativ både i USA och Sverige kan leda till bättre prisinformation; en liknande ökad transparens i USA ledde till bättre likviditet.²⁸

Bättre likviditet i obligationshandeln kan även påverka andra aspekter av marknaden. Investerare som vet att de kan sälja vid behov kan vara villiga att köpa instrument med längre löptid. Därmed möjliggör god likviditet längre löptider.

Institutionell efterfrågan. Finansiella institutioners efterfrågan på företagsobligationer är beroende av de kapitalkrav som de åläggs.²⁹ Detta är i stort sett en fråga om internationella regler: Basel-regler för banker och Solvens II för försäkringsbolag. Dessa system har reformerats betydligt sedan den finansiella krisen 2008–2009, men detta har inte primärt påverkat företagsobligationer.

Likviditet på obligationsmarknaden kan påverka den institutio-

26. Se till exempel Bao, Pan och Wang (2011) och Dick-Nielsen, Feldhütter och Lando (2012).

27. Se Finansinspektionen (2014a).

28. Goldstein, Hotchkiss och Sirri (2007)

29. Becker och Ivashina (under utgivning) och Becker och Opp (2014).

Finansinspektionen har medgivit undantag i rapportering

nella efterfrågan. Vissa obligationsinvestorare, såsom försäkringsbolag, har lång investeringshorisont och god översikt över framtida kapitalbehov, och äger typiskt sett obligationer till dess de förfaller. Fonder som vänder sig till hushåll har i allmänhet större behov av att kunna lämna (eller öka) en position, till exempel på grund av in- och utflöden i fonden, och föredrar därför likvida obligationer.³⁰

Många institutioner mäter sin avkastning mot index. Existensen av ett index som går att investera i till rimlig kostnad kan vara avgörande för till exempel fonder. Barr (2012) föreslog att bättre benchmark för prissättning kunde vara till nytta.

Givet Sveriges relativt sofistikerade finansiella sektor finns det förmodligen stor potential att öka hushållens sparande i företagsobligationer via fonder och pensionssparande. En gissning är därför att institutionell efterfrågan inte är en viktig begränsande faktor på sikt.

Det svenska insolvenssystemet. Ytterligare en faktor bakom den svenska obligationsmarknadens ringa storlek, framför allt för de mer riskabla utgivarna, är det svenska insolvenssystemet. Vad som inträffar i insolvens, det vill säga när ett företag har problem att möta sina finansiella åtaganden, är en viktig faktor för kreditmarknaden. Exempelvis beror värdet av utestående obligationer i ett företag som är i eller nära insolvens på obligationsägarnas inflytande.³¹

Insolvens innebär inte att företag behöver läggas ner eller att dess verksamhet behöver avslutas. Ett företag med livskraftig verksamhet kan ha tagit på sig för stora skulder. En verksamhet kan vara livskraftig om den minskas i omfattning eller på annat sätt omstruktureras. Insolvens föregås normalt av problem i verksamheten och många insolventa företag behöver banta eller omstrukturera verksamheten. Andra fall av insolvens löses framför allt genom skuldminskning. Vissa företag behöver både finansiell och verksamhetsmässig förändring.

30. Becker och Ivashina (under utgivning).

31. Feldhütter, Hotchkiss och Karakaş (2014).

*Brist på index
att investera
i till rimlig
kostnad*

*Insolvens-
systemet ...*

*... fungerar
relativt dåligt
i domstol ...*

I många länder är det svårt att hantera insolvens i domstol, till exempel därför att företag läggs ner, tillgångar likvideras eller processen tar mycket lång tid under vilken verksamheten negligeras. Det totala värdet i en konkurs tenderar då att var lågt.³² I länder med väl fungerande insolvensrättsliga system sköts insolvens oftast i domstol. Företag i länder med sämre fungerande insolvensrättsliga system tenderar i stället att söka lösningar på insolvens utanför domstol för att undvika sådana problem.³³

I Sverige, liksom i stora delar av Europa, fungerar system i domstol relativt dåligt. Följande lista, baserad på en uppdelning av David Smith och Per Strömberg (2005), summerar vad ett fungerande insolvenssystem behöver göra:

1. kontrollera företagets tillgångar och skulder
2. åstadkomma samordning mellan borgenärer
3. skydda (samtliga) borgenärens rättmätiga intressen
4. upprätthålla företagets värde under förfarandet
5. minska individuella borgenärens avkastning, med syfte att maximera det totala värdet.

Dagens svenska insolvenssystem, inklusive både konkurs och företagsrekonstruktion, brister framför allt i punkt 2 till 5. En offentlig utredning, »Ett samlat insolvensförfarande – förslag till ny lag«, påpekar många av dessa brister och föreslår en ny lagstiftning på området men har inte följts av några betydande reformer.³⁴

*... och har en
tendens att
snabbt likvi-
dera tillgångar*

Konkursförvaltare (eller domstolar, beroende på hur besluten organiseras) i länder med sämre fungerande insolvenssystem tenderar att likvidera tillgångar i hög hastighet. Detta kan leda till att stora värden går förlorade. Kanske säljs tillgångar separat som egentligen har större värde tillsammans.³⁵ Ju större verksamhet ett kon-

32. Djankov, Hart, McLiesh och Shleifer (2008).

33. Becker och Josephson (2013).

34. SOU 2010:2.

35. Strömberg (1999) dokumenterar att svenska konkurser på 1990-talet ofta sålde ett företags samtliga tillgångar gemensamt, förmodligen av detta skäl. Att sälja ett helt företag i en auktion är endast realistiskt för små konkursbon, där det finns många potentiella köpare.

kursbo har, ju fler och ju mer immateriella, illikvida tillgångar ett företag har, desto större är den väntade värd förstörelsen vid snabb likvidation. Process i domstol tar ofta alltför lång tid, speciellt om företaget är stort, har tillgångar i olika länder och en komplex kapitalstruktur. Föga förvånande innebär detta att konkurser är mycket ovanliga för stora företag i Europa. De fåtaliga exemplen rör ofta korruption och brottslighet (till exempel Parmalat i Italien 2003). I stället för att använda de lagreglerade insolvensförfarandena löser stora företag normalt betalningsproblem och insolvens utanför domstol, i direkt förhandling med ägare och gäldenärer. Dessa förhandlingar missgynnar små och utspridda investerare, det vill säga obligationsinvestorer, och gynnar stora, informerade investerare, vanligtvis banker och ägare. Det innebär en strukturell nackdel för obligationsinvestorer, som leder till att banker naturligt dominerar kreditmarknaden, speciellt för svagare företag. Detta mönster visar sig förklara en stor del av vilka länder som har en välutvecklad obligationsmarknad.³⁶

Stora företag löser normalt insolvens utanför domstol

Lärdomar från USA och Norge

Obligationsmarknader skiljer sig på en rad sätt länder emellan. Framför allt två länder, USA och Norge erbjuder lärdomar om hur utvecklingen av en bred och effektiv obligationsmarknad i Sverige skulle kunna påskyndas. Dessa länder har löst frågan om hantering av insolventa företag (eller företag med lättare kreditproblem) på helt olika sätt.

USA

Den största och äldsta marknaden för företagsobligationer är den amerikanska. Finanskrisen följdes i USA av flera stora rekonstruktioner (till exempel General Motors, Chrysler, American Airlines, Lyondell Chemical), som inte i något fall resulterade i nedläggning

Den amerikanska obligationsmarknaden är den största ...

36. Becker och Josephson (2013).

eller likvidation. I Europa, där den djupa lågkonjunkturen utan tvevel genererat insolvens, har företagsrekonstruktörer inte så ofta hanterat stora företag. I stället hanteras insolvens i många fall utanför det lagreglerade förfarandet, potentiellt med betydande kostnader, inklusive för så kallade zombieföretag som hålls under armarna av banker som vill undvika domstolsförfaranden. Varför hanterar det amerikanska systemet problem så väl? USA skiljer sig betydligt från andra länder när det gäller både institutionella arrangemang, specialisering och stordrift samt hantering av insolvens. Framför allt skyddas obligationsägares intressen i samband med insolvens och betalningsproblem hos utgivare. Detta sker på tre sätt: genom konkurslag, genom andra lagar och regler samt genom marknadens organisation, där specialiserade investerare fyller en viktig roll.

... och har bra skydd för obligationsinnehavare

Ledningens ansvar utsträcks till borgenärer då insolvens är nära

Företagets ledning. För det första utvidgas, för amerikanska företag som är i närheten av insolvens, styrelsens och ledningens juridiska ansvar till att gälla inte bara gentemot ägare utan även gentemot borgenärer.³⁷ Företag som har så lågt värde i förhållande till sina skulder att borgenärerna bär en stor del av risken ska alltså skötas med både aktieägares och fordringsägares intressen i åtanke. Att bygga in juridiskt ansvar för borgenärer kan i princip vara en möjlig reform i Sverige, även om det svenska lagsystemet traditionellt lägger mindre vikt vid generella abstrakta skyldigheter som det är fråga om.

Obligationsägares intressen är lagstadgade (Chapter 11)

Insolvenslagstiftningen. För det andra skyddas amerikanska obligationsägares intressen direkt i lagen. Det moderna rekonstruktionsinstrumentet, kapitel 11 i den amerikanska konkursbalken (*United States Bankruptcy Code*), infördes 1978. De nya reglerna tillkom för att insolventa företag, bland annat inom järnvägstransport, hade likviderats (under tidigare konkursregler) med stora förluster för investerarna och med stor förlust av arbetstillfällen (se rutan för en sammanfattning av *Chapter 11*).

Generellt är den amerikanska lagstiftningen mer villig att ingri-

37. Se Becker och Strömberg (2012).

» CHAPTER 11 «

Amerikansk insolvenslagstiftning (*U.S. Bankruptcy Code*) inkluderar en rad separata förfaranden, inklusive för kommuner och delstater, för finansiella företag och för hushåll. Aktiebolag hanteras antingen genom *Chapter 7* (likvidation) eller *Chapter 11* (rekonstruktion).

Några huvudsakliga särdrag i *Chapter 11*:

- ¶ Företagets överlevnad är den övergripande målsättningen för förfarandet. Först i andra hand kommer borgenärernas intresse av snabb och full återbetalning. Exempel på regler som gynnar överlevnad:
 - *Stay on assets*: tillgångar som använts som säkerhet för lån kan inte utkrävas av insolvensboet, som behåller kontrollen.
 - Ingen ränta betalas under förfarandet.
 - Företag kan erhålla så kallad DIP-finansiering (*debtor-in-possession*), som är mer senior än till och med säkerställda skulder (utan denna senioritet anses det omöjligt att få ny finansiering).
- ¶ Specialiserade domstolar för att underlätta specialisering och uppbyggnad av djup kompetens samt för att undvika intressekonflikter (tidigare hade konkursförvaltare, *referees*, både administrativt ansvar för företaget och juridiskt ansvar för processen).
- ¶ Grupper av borgenärer får gemensamt fatta beslut via organiserade samarbeten (*creditors' committees*) och erhåller juridisk representation på insolvensboets bekostnad. Detta skyddar individuellt svaga investerargrupper, som obligationsägare.
- ¶ De borgenärer för vilka företagets tillgångar inte är tillräckligt stora för att betala av samtliga mer seniora skulder, har inte rättighet att hindra en omstrukturering. Detta innebär att aktieägare saknar inflytande över de dagliga besluten (vd rapporterar till domstolen) och inte har veto över en eventuell omorganisation av företaget. I princip flyttar beslutsrätten till den mest juniora borgenären med rätt till ett positivt värde.
- ¶ Om ett företag har en livskraftig verksamhet ska det lämna *Chapter 11* med tillräckligt låga skulder. Det innebär att borgenärer ofta får sina krav tillfredsställda med aktier i den nya kapitalstrukturen. Värdet på deras krav ska bevaras om möjligt, men formen på betalningen avgörs av verksamhetens behov.

För mer detaljerade beskrivningar av hur *Chapter 11* fungerar, se Douglas Baird (2010) och Stuart Gilson (2012).

pa i kapitalstrukturen för att skydda företagets, det vill säga verksamhetens, framtid. Detta har visat sig mycket framgångsrikt, såtillvida att företag lyckats använda Chapter 11 som ett verktyg för att hantera alltför höga skulder och kommit ut med stor framgång. Ägare till obligationer i företag i Chapter 11 får regelmässigt samma behandling som banker, och mer aktiva obligationsägare (se figur 3.5) tar ofta aktiv del i rekonstruktionsprocessen.³⁸

Många specialister verkar på obligationsmarknaden

Specialiserade investerare. För det tredje finns i USA ett ekosystem av specialiserade investerare, omstruktureringskonsulter (*turn-around professionals*) och advokater, som specialiserar sig på svagare kreditrisker. Obligationsinvesterare i USA kan schematiskt delas in i tre kategorier, illustrerade i figur 3.5.

Investment Grade-obligationer

På den enklaste delen av obligationsmarknaden, *Investment Grade*, har obligationerna låg risk. Ägandet domineras av fonder och institutioner med relativt passiv förvaltning. Dessa investerare har ofta en begränsad tidshorisont och föredrar likvida tillgångar (för att kunna hantera in- och utflöden). De äger vanligen små positioner i ett stort antal olika obligationer och konkurrerar med låga kostnader och avgifter. De använder sig av statistisk analys för att uppnå en lämplig portföljexponering mot branscher, löptider, valutor och finansiella riskfaktorer, men studerar sällan de individuella obligationerna eller deras utgivare i detalj.

High Yield-obligationer

Inom *High Yield*-segmentet äger investerarna typiskt sett färre positioner och föredrar att inte handla ofta eftersom dessa obligationer normalt är mindre likvida. Eftersom man tvingas behålla positionerna längre gör investerarna mer medvetna val, ofta baserade på kreditanalys av individuella utgivare. Dessa investerare interagerar dock normalt inte med företagets ledning och har inte detaljerade synpunkter på företagets skötsel.

Distressed-obligationer

De mest riskabla obligationerna, kategorin *Distressed*, har också de största möjliga förtjänsterna. Investerarna måste vara väl in-

³⁸. Chapter 11 har reformerats sedan införandet 1978, och domstolar och advokater har förfinat sin tolkning av lagen.

Kreditkvalitet	Investment Grade	High Yield	Distressed (spread >10 %)
Antal positioner för en typisk investerare	100+ obligationer	20–100 obligationer	5–50 obligationer, aktier m.m.
Investeringsprinciper för en typisk investerare	Exponering mot branscher, löptider. Diversifiering	Analys av individuella obligationer	Aktiv involvering med individuella utgivare
Källa till »alfa«	Makroexponeringar, låg kostnadsbas	Kreditanalys	Kreditanalys, stöd till rekonstruktion

Figur 3.5 Schema över amerikanska obligationsinvesterare.

Anm.: Med »alfa« menas överavkastning efter riskjustering.

förstådda med företagets situation och behov och kan vara involverade vid insolvens och rekonstruktion. I vissa fall kan de medge senareläggning av räntebetalningar, ändrade avtalsvillkor eller sänkt kupong. I allvarigare situationer kan de skjuta till nya medel, byta sina obligationer mot nyutgivna aktier eller delta i en likvidation. De beslut en investerare behöver fatta i sådana situationer är komplexa och kräver tid, resurser, juridisk expertis och god förståelse för utgivarens verksamhet och finanser. Investerare i dessa obligationer koncentrerar sig vanligen på ett fåtal positioner där man tror på god värdeutveckling.

Att olika typer av investerare specialiserar sig på olika segment av obligationsmarknaden är av stor vikt. Om en utgivare stöter på problem och ser sin kreditkvalitet ändras kan en ny grupp ägare ta över via andrahandsmarknaden för företagsobligationer. De investerare som vill fokusera på positioner med lägre risk kan köpa obligationer med långa löptider i förvissning om att det finns villiga köpare om utgivaren skulle få problem i framtiden.

Nya specialiserade ägare tar över vid försämrad kreditkvalitet

Norge

Den norska obligationsmarknaden domineras av låg kreditkvalitet ...

Den norska obligationsmarknaden är bland de mer utvecklade i Europa, framför allt för utgivare av låg kreditkvalitet. Norge har flera stora branscher, såsom petrokemisk industri och shipping, som vanligtvis har stor lönsamhetsvariation. Dessa branscher har betydande fasta tillgångar som lämpar sig som säkerhet för krediter, men verksamhetens risker gör att krediterna i stor utsträckning är riskabla. Den norska marknaden för företagsobligationer är överlag mindre än den svenska, men mycket större för svagare utgivare (High Yield-segmentet). Många obligationer noteras på Nordic Alternative Bond Market (Nordic ABM), med enklare listningsprocess och lägre rapporteringskrav än för ordinarie börs.³⁹

... där insolvens till stor del sköts utanför domstol ...

Givet den varierande kreditkvaliteten har den norska obligationsmarknaden ett stort behov av ett väl utvecklat insolvenssystem. Detta har i stor utsträckning skötts utanför domstol och ofta med hjälp av en agent. Agenten är den som administrerar delar av processen runt en obligation på uppdrag av dess utgivare och som representerar obligationsägarna gentemot utgivaren. Detta arbete kan till exempel innefatta hantering av kuponger, kontroll av att avtalsvillkor är uppfyllda och administration av kommunikation från utgivaren till obligationsägarna: agenten kan organisera möten med obligationsägarna för att fatta beslut i gemensamma frågor. Agenttjänster utförs i Sverige av CorpNordic och Nordic Trustee. Det senare är dotterbolag till den norska agenten Nordic Trustee, tidigare Norsk Tillitsmann A/s, vilken startades 1993.

... med hjälp av agenter ...

Efter krisen på 1990-talet fanns det i Norge ett behov av att kunna tillvarata obligationsägarnas gemensamma intressen vid utgivning både under normala förhållanden och i samband med insolvens eller andra problem. Vid utgivning kan agenten kontrollera att obligationens villkor är normala och rimliga. I detta utför den norska agenten en uppgift som delvis sköts av ratingbolagen (eftersom

39. I september 2014 noterades 634 obligationer på Oslobörsen, 1 064 på Nordic ABM. Volymer av nyemissioner av obligationer är högre på Nordic ABM (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2012).

kreditbetyg beror på avtalsvillkoren, skyddar instituten indirekt investerarnas intressen) och av banker (som arbetar med försäljningen) i andra marknader. En betydande norsk innovation är att låta agenten representera obligationsägarnas gemensamma intressen visavi utgivaren, inte bara som samordnare utan även som representant. Agentens rätt att göra detta har prövats i Høyesterett, vilken funnit att det är lagligt korrekt med långtgående delegering av rätt att förhandla om eftergifter och nedskrivningar till agent. Exempelvis kan agenten stämma för obligationsägarnas räkning i samband med insolvens.⁴⁰ Eftersom svensk och norsk rätt har många likheter förefaller det rimligt att den modell som fungerar i Norge också skulle kunna implementeras i Sverige med relativt små förändringar.

... som samordnar och representerar obligationsägarna

Tänkbara reformer för att förbättra obligationsägarnas situation vid utgivares insolvens eller betalningsproblem

En fundamental begränsning för att kunna utveckla en livskraftig obligationsmarknad är att det finns finansiella och juridiska system som kan hantera utgivare med solvensproblem. I USA sköts detta i domstol med stöd av Chapter 11 i landets konkursbalk. I Norge kan vissa fall skötas utanför domstol med hjälp av en agent med kontraktsbaserad rätt att samordna och organisera obligationsägarna, och i vissa situationer agera för deras räkning. Hur hanteras då insolvens i Sverige?

I Sverige har förfarandet »företagsrekonstruktion« kommit till för att uppnå resultat liknande Chapter 11, men med begränsad framgång. Biltillverkaren Saab genomförde en misslyckad rekon-

Svensk företagsrekonstruktion ...

40. Høyesteretten dömde 5 juni 2014 i fall 2013/23030 (dom HR-2014-01161-A). Thule Drilling A/S, som 2008 inställde betalningarna på tre obligationer för vilka Nordic Trustee var agent, likviderades 2011. Thule menade att agenten inte hade rätt att stämma företaget och dess ledning för att återvinna värde åt obligationernas ägare, men fick inte rätt.

... saknar centrala delarna i Chapter 11

struktion, i bemärkelsen att verksamheten inte räddades. Företaget tvingades i konkurs och borgenärerna erfor betydande förluster. Oavsett vilken långsiktig livskraft verksamheten i Saab hade, visar rekonstruktionen att Sveriges insolvenssystem med fördel kunde reformeras.⁴¹ Flera komponenter som visat sig centrala för Chapter 11 saknas också i det svenska förfarandet.

En agenda för insolvensreform i Sverige

Mest kritiska reformbehoven:

Målet för en reform skulle vara förbättrad hantering av insolvens och bättre resultat för företag med finansiella problem. Dessutom skulle systemet kunna hantera fler fall av insolvens inom ramen för ett domstolsförfarande, vilket skulle skydda små borgenärs intresen. Detta skulle möjliggöra en bredare och mer aktiv obligationsmarknad. Bland de reformer som skulle närma det svenska systemet till Chapter 11 framstår följande som mest kritiska med tanke på obligationsmarknaden och även för att förbättra resultaten vid insolvens generellt:

Kunna hantera moderbolag och dotterbolag i samma process

¶ *Substantive consolidation.* Företag med dotterbolag (stora företag har utan undantag många dotterbolag, med och utan verksamhet) kan i Chapter 11 hantera samtliga delar av sin balansräkning gemensamt, det vill säga en gemensam process hanterar helheten. Utan detta kan stora företag, särskilt de med internationell verksamhet, inte hantera en rekonstruktion till rimlig kostnad (för företaget och dess investerare).

Prioritet för finansiering under rekonstruktion

¶ *DIP-finansiering.* Livskraftiga företag med alltför höga skulder behöver finansiering under sin rekonstruktionsprocess. För att en finansör ska vilja bidra med nya pengar till ett företag under rekonstruktion krävs att den kan få en mycket senior position relativt existerande skulder, även om dessa är säkerställda banklån. Detta är inte möjligt i dag. Utan senioritet, ingen DIP-finansiering. Utan DIP, ingen framgångsrik rekonstruktion.

41. Se till exempel Karlsson-Tuula (2012).

- ¶ *Ägares inflytande.* Om ett företags tillgångar är värda mindre än dess skulder, måste aktieägarna anses uttraderade. Ägare kan inte ges vetorätt över något steg av rekonstruktionsprocessen. Till dess företaget är klart att lämna rekonstruktionsförfarandet är dess värde inte bestämt. Vem som är marginell investerare, och alltså rättmätig ägare i ekonomisk mening, är därmed inte klart. Ingen investerare kan anses ha rimlig rätt att kontrollera bolaget och ledningen får därför rapportera till domstolen eller rekonstruktören. Denna kan låta investerare (eller grupper av investerare) komma till tals angående viktiga beslut i företaget.
- ¶ *Specialiserade domstolar.* Ett mer invecklat förfarande i domstol kräver djupare kompetens hos parterna, parternas representanter och domstolens personal. Chapter 11 administreras i USA av ett fåtal federala domstolar med djup expertis på området. Ett sätt att uppnå detta är att ha specialiserade domare och domstolar som kan bygga upp en djupare förståelse för den typen av rättsfall och de affärsmässiga frågeställningar som är vanliga.
- ¶ *Underlätta koordination mellan obligationsägare.* De norska erfarenheterna pekar på att en stor del av den samordning och bevakning som konkurssystemet och ratinginstitutet utför i USA till delar kan skötas av agenter, som verkar utan speciellt lagrum och med bas i avtalsrelationer mellan utgivare och obligationsägare. Att underlätta denna koordination kan vara ett komplement till modernisering av insolvenslagen.

Ingen investerare kan anses ha rimlig rätt att kontrollera bolaget

Specialiserade domstolar

Agenter kan underlätta koordination mellan obligationsägare

Ettsystem som kan hantera insolvens utan onödiga förluster för investerare och anställda kan naturligtvis ha stora fördelar bortom en mer utvecklad obligationsmarknad. En sådan erbjuder det enda egentliga substitutet för banklån och är ett av få medel med vilka man kan minska ekonomins och företagens beroende av bankerna och exponering mot bankkriser. Ett fungerande insolvenssystem kan rädda företag och arbetstillfällen, stödja investeringar och underlätta rekonstruktioner. Allt detta är naturligtvis allra viktigast i lågkonjunktur och kris när fler företag har problem. Sammantaget finns alltså starka motiv att reformera insolvenssystemet för svenska företag.

1 2 3 4 5 6 7

Hushållen

*Att låna och
spara är en
naturlig del av
livscykeln*

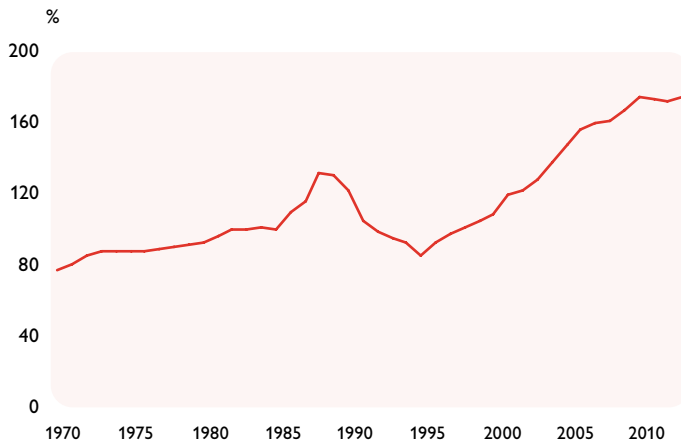
Hushåll lånar och sparar därför att deras inkomster och konsumtionsbehov inte sammanfaller i tiden. En stor del av konsumtionen härrör från investeringar i bostäder och varaktiga kapitalvaror som naturligen görs tidigt i livet. Men framtiden är osäker. Arbetslöshet, sjukdom, stigande räntor och andra händelser kan ändra förutsättningarna för konsumtion och sparande. Skulden kan bli en börda och tvinga låntagaren till en plågsam anpassning.

Det är inte bara låntagaren som tar risker i samband med ett lån. Det gör även långgivaren om låntagaren hamnar på obestånd. Hur riskerna fördelas mellan långgivare och låntagare beror på låneavtalets utformning och andra institutionella förhållanden, vilket diskuteras närmare i kapitel 5. I slutändan vältras också en del av riskerna över på staten och skattebetalarna, både genom försörjningsstöd direkt till enskilda hushåll och genom stöd till banker och andra kreditgivare i en krissituation. Som vi diskuterat i kapitel 1 är det särskilt två typer av risker som kan få makroekonomiska följder. Dels kan kreditförluster för bankerna riskera stabiliteten i det finansiella systemet. Dels kan den samlade efterfrågan i ekonomin falla när hushåll med stor skuldbörda samtidigt försöker betala av sina skulder.

Den aggregerade skuldutvecklingen

De svenska hushållens skulder har växt snabbt sedan mitten av 1990-talet, även om ökningen planat ut efter 2010. I augusti 2013 uppgick skulderna till 173 procent av hushållens disponibla inkomst eller 90 procent av BNP (se figur 4.1). Ökningen kan synas anmärkningsvärd, men vid en internationell jämförelse framstår skuldkvotens nivå fortfarande som ganska normal. Mätt som andel av BNP ligger de svenska hushållens skuldkvot i själva verket precis på genomsnittet i ett urval av länder,¹ medan den ligger en bit över mätt som andel av de disponibla inkomsterna (se figur 4.2).² Såväl utvecklingen över tid som skillnaden mellan olika länder kan delvis förklaras av institutionella faktorer.

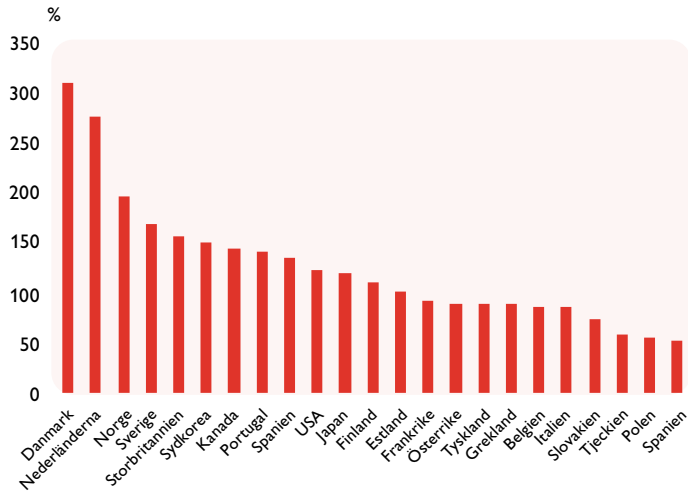
Skulderna har växt sedan 1990-talet, men planat ut sedan 2010



Figur 4.1 Hushållens skulder i procent av disponibel inkomst, 1970–2013.

Källa: SCB.

1. Cecchetti, Mohanty och Zampolli (2011).
2. Anledningen till att den svenska skuldkvoten blir relativt lägre när den mäts som andel av BNP är att det svenska skattetrycket är högre. Men en stor del av det höga skattetrycket motsvaras av en större social trygghet, varför det kan vara mer rättvisande att normera med BNP.



Figur 4.2 Hushållens skulder i procent av disponibel inkomst, 2010.

Källa: OECD.

I Sverige ökade hushållens skulder snabbt efter avregleringen av kreditmarknaden 1985, då skuldkvoten växte från 100 till 130 procent på bara fyra år. Under krisen på 1990-talet sjönk sedan kvoten snabbt tillbaka till 80 procent 1995, en skuldsanering som underlättades av den snabba inflationen; mellan 1990 och 1995 minskade skulderna med 7 procent nominellt, samtidigt som de disponibla inkomsterna ökade med 32 procent. Från bottenläget 1995 ökade skuldkvoten i stort sett kontinuerligt fram till 2010, i takt med att fastighetspriserna steg och bankerna blev finansiellt starkare.

Positivt samband mellan skuldkvot och ekonomisk utveckling

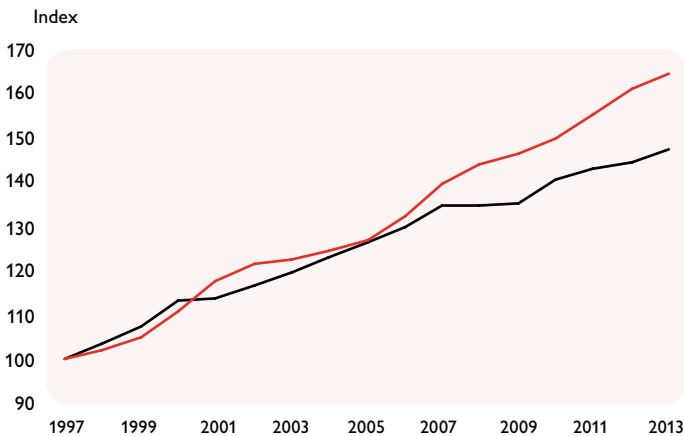
Skillnaderna mellan olika länder är mycket stora. Skuldkvoten är positivt korrelerad med ekonomisk utveckling i allmänhet. Lägst är skulderna i ett antal öst- och sydeuropeiska länder. En viktig förklaring är skillnader i juridiskt system. Om exempelvis processen för pantövertagande är komplicerad och utdragen, som i Italien, har en fastighet självklart mindre värde som säkerhet, vilket gör det svårare för hushåll att låna. Det är också värt att notera att de båda

länderna med allra högst skuldkvot – Danmark och Nederländerna – har gått igenom kriser med fallande fastighetspriser.

Hushållens skulder bör ses i ljuset av deras samlade resurser. Skuldutvecklingen är en konsekvens av hushållens konsumtions- och investeringsbeslut. Ökade skulder kan rent bokföringsmässigt hänföras till tre komponenter: 1) ökad konsumtion (utan motsvarande inkomstökning), 2) minskade inkomster (utan motsvarande anpassning av konsumtionen) och 3) ökad investering i tillgångar.

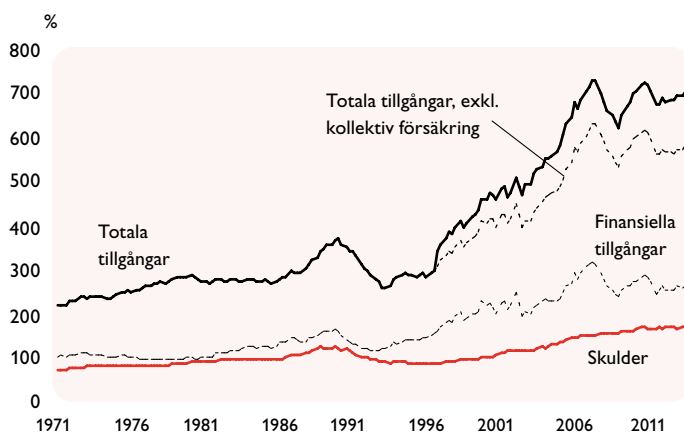
Låt oss nu titta närmare på dessa tre komponenter. Utvecklingen av hushållens konsumtion och disponibelinkomster framgår av figur 4.3. Inte förvånande följer de varandra nära. Efter den finansiella krisen 2008 har dock konsumtionen utvecklats svagare än inkomsterna. Sparandet har således ökat. Det ligger nära till hands att tolka denna avvikelse som att hushållen reviderat ned sina framtidsförväntningar. Trots att de disponibla inkomsterna hållits uppe – i stor utsträckning till följd av den ekonomiska politiken med nega-

Konsumtionen har utvecklats svagare än inkomsterna efter finanskrisen



Figur 4.3 Hushållens reala konsumtion och disponibelinkomst, 1997–2013, index 1997 = 100.

Källa: Riksbanken, *Penningpolitisk rapport*, Februari 2014, diagram 1:14.



Figur 4.4 Hushållens tillgångar (inklusive bostäder, men exklusive kollektiva försäkringar) och skulder i procent av disponibel inkomst, 1971–2013.

Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2014:1, Diagram 3:8, och SCB, Sparbarometern.

tivt finansiellt sparande i offentlig sektor – tycks inte hushållen ha litat på att inkomstökningen ska bli bestående. Det är också så att inkomstökningen har varit störst för medel- och höginkomsttagare med sannolikt lägre marginell konsumtionsbenägenhet. I nästa avsnitt bryter vi därför ned den aggregerade bilden och särstuderar hushåll i olika åldrar och med olika inkomst och förmögenhet. Så länge som vi tittar på aggregerade data är det dock klart att hushållens ökade skulder inte har gått till att finansiera högre konsumtion.

I stället motsvaras de ökade skulderna av högre tillgångsvärden. Till de tillgångar som ökat i värde hör framför allt två poster, nämligen hushållens pensions- och bostadskapital. Figur 4.4 visar utvecklingen av hushållens balansräkningar inklusive bostäder och avtalsbundna pensionsförsäkringar. Mätt i förhållande till disponibla inkomster har hushållens balansräkningar blåsts upp i stort sett kontinuerligt under de senaste fyra decennierna, bortsett från svackan under 1990-talskrisen, med en i stort sett parallell utveckling av skulder och tillgångar.

Hushållens ökade skulder har totalt sett inte gått till ökad konsumtion ...

... utan motsvaras av ökat värde på reala tillgångar ...

Det är värt att notera att även om reala tillgångar, framför allt bostäder, svarar för huvuddelen av förmögenheten har också finansiella tillgångar ökat snabbt i värde. De samlade tillgångarnas värde har ökat från omkring två till sju gånger den disponibla inkomsten, samtidigt som nettoförmögenheten har vuxit från en och en halv till fem och en halv gånger inkomsten. Annorlunda uttryckt har hushållens soliditet (definierad som kvoten mellan eget kapital och tillgångar) varit i stort sett oförändrad. Kvoten mellan skulder och tillgångar (skuldsättningsgraden)³ har hållit sig på en konstant nivå omkring 25 procent under hela perioden. Även sett i relation till finansiella tillgångar har skulderna hållit sig relativt konstanta, omkring 60 procent. Inte ens efter börsfallet hösten 2008 steg den kvoten till mer än 65 procent. Även då hade det genomsnittliga hushållet alltså utrymme att betala tillbaka sina skulder enbart genom att sälja finansiella tillgångar.

... och på finansiella tillgångar

Skuldernas fördelning

Vi kan inte nöja oss med att titta på aggregerade data. Den intressanta frågan är snarare hur många hushåll som är så högt skuldsatta att deras välfärd och beteende riskerar att påverkas särskilt kraftigt om de skulle utsättas för ekonomiska påfrestningar i framtiden. Det är andelen mycket högt skuldsatta, och vilka resurser de har i övrigt, som är avgörande för riskerna för det finansiella systemets stabilitet.

Viktigt att särskilt granska de högt skuldsatta hushållen

Hushållens resurser består dels av deras förväntade livsinkomster (humankapitalet), dels av deras förmögenhet i form av fastigheter och finansiella tillgångar. Tyvärr saknar vi goda och aktuella mått på dessa storheter på individnivå. För humankapitalet är svårigheten fundamental, eftersom det av naturliga skäl saknas en marknadsvärdering; i praktiken är vi hänvisade till att använda årsinkomster och eventuellt göra prognoser om livsinkomster. För till-

Svårt att värdera individers tillgångar

3. Vi använder genomgående denna term för kvoten mellan skulder och tillgångar och termen skuldkvot för kvoten mellan skulder och disponibel inkomst.

Däremot finns data över skulderna

gångar och skulder finns utmärkta data fram till 2007, insamlade som grund för förmögenhetsskatten och tillgängliga för forskare bland annat genom SCB:s paneldatabas Linda. När förmögenhetsskatten avskaffades slutade man tyvärr samtidigt att samla in uppgifter om tillgångar och skulder, trots att dessa lätt skulle kunna hämtas från banker och värdepapperscentralen med flera. Även efter 2007 finns dock data över hushållens skulder, men inte tillgångar, tillgängliga genom Upplysningscentralen (UC). Dessutom har Finansinspektionen och Riksbanken tillgång till skulduppgifter som rapporteras direkt från bankerna. I Finansinspektionens bolånerapporter analyseras särskilt nytecknade bolånekontrakt. Vi ska försöka skaffa oss en bild av mönstret på hushållsnivå genom att kombinera de olika källorna.

En första fråga är hur skuldsättningen varierar mellan olika *inkomstgrupper*. Här kan vi titta på tre ögonblicksbilder: 1) fördelningen 2011 enligt Utredningen om överskuldssättning⁴ baserad på UC-data inkluderande alla hushåll, 2) fördelningen 2013 enligt en studie från Riksbanken⁵ baserad på bankdata och begränsad till skuldsatta hushåll och 3) fördelningen 2007 enligt Linda-databasen.

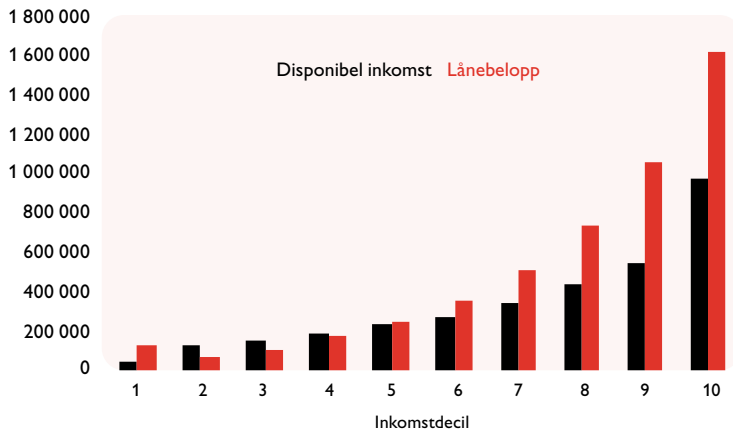
Figur 4.5 – grundad på uppgifter från UC och Centrala studie-stödsnämnden från 2011 – visar hur skuldsättningen varierar med hushållens inkomster.⁶ I figuren redovisas medelvärden för skulder och tillgångar när hushållen sorterats i deciler efter sin disponibla årsinkomst. Som vi ser har hushåll med högre inkomster relativt sett större skulder. Kvoten mellan skuld och disponibel inkomst ökar från 0,6 för decil 2 till 1,9 respektive 1,7 för decilerna 9 och 10. I denna breda mening är höginkomsttagarna mer skuldsatta. Decil 1 bryter mot mönstret, med en högre skuldkvot på 2,7. Denna siffra måste dock tolkas försiktigt, eftersom den lägsta decilen (med en

Hushåll med högre inkomster har relativt sett högre skulder

4. SOU 2013:78.

5. Winstrand och Ölcer (2014).

6. Siffrorna avser summan av studienskulder och skulder registrerade hos UC.



Figur 4.5 Genomsnittlig disponibel hushållsinkomst och lånebelopp per inkomstdecil, 2011.

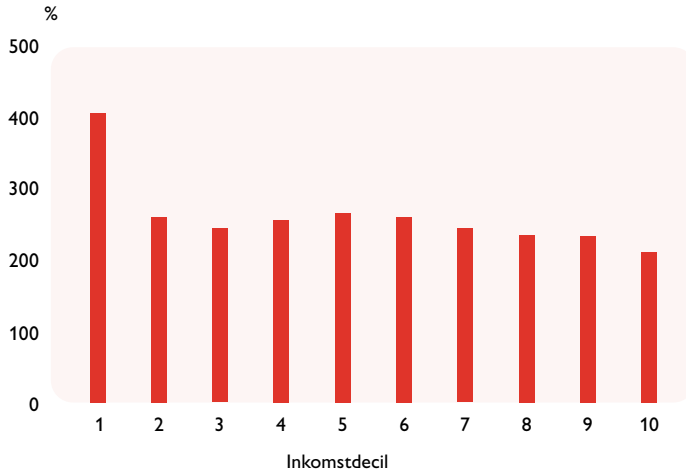
Källa: SOU 2013:78, tabellbilaga, tabell 5.

genomsnittlig inkomst på 45 000 kronor) också innehåller hushåll med noll eller negativ uppmätt inkomst.⁷

Genomsnittssiffror kan dock dölja en stor spridning inom varje grupp. För det första är många hushåll helt skuldfria. I den lägsta inkomstdecilen var det mindre än hälften (43 procent) som hade några lån över huvud taget, medan fyra av fem hushåll i de tre högsta decilerna var skuldsatta. Om vi tar bort icke skuldsatta hushåll och beräknar skuldkvoten *enbart för de skuldsatta hushållen* får vi förstås högre tal. Fortfarande växer dock skulderna med inkomsten: den genomsnittliga skuldkvoten går nu från 1,3 i decil 2 till 2,4 i de-

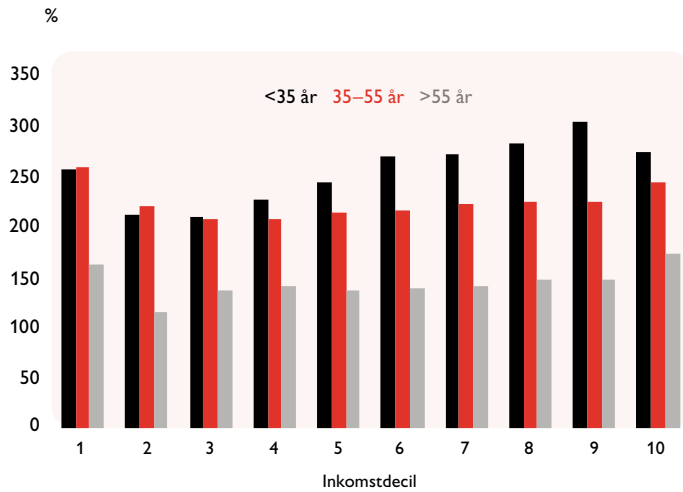
Fler skuldsatta bland höginkomsttagarna

7. I en kommentar till tabellen anges att »Anledningen till att decil 1 har relativt stor skuld är att gruppen med negativa inkomster (kan till exempel uppstå på grund av kapitalförluster, negativ näringsinkomst) har relativt stora skulder. Om man exkluderar de med negativa inkomster har dock fortfarande decil 1 något större medelskuld än decilgrupp 2. Medelskulden i minskar då med cirka 30 000 kronor i decilgrupp 1.»



Figur 4.6 Skuldkvoter i olika inkomstgrupper, juli 2013.

Källa: Winstrand och Ölcer (2014), diagram 5.



Figur 4.7 Skuldkvot för hushåll med två vuxna i olika åldersgrupper indelade i inkomstdeciler inom respektive åldersgrupp.

Källa: Linda-data från 2007.

cil 9.⁸ Studien från Riksbanken grundas på uppgifter om låntagare från de största bankerna och gäller enbart skuldsatta hushåll. I dessa data, som inte innehåller studielån eller skatteskulder, är mönstret något annorlunda. Skillnaderna i skuldkvot är här, som framgår av figur 4.6, ganska små mellan olika inkomstgrupper bortsett från den svårtolkade första decilen.⁹ Medelinkomsttagarna ligger något högre än de allra högsta decilerna.

Små skillnader i genomsnittlig skuldkvot

Disponibel årsinkomst ger dock en ofullständig bild av hushållens resurser. Inkomsterna kan ju vara tillfälligt låga, till exempel beroende på studier och sjukdom eller ålder och fas i livsrytmen. Inte minst skulle vi vänta oss att unga har väsentligt större skulder än äldre. Detta bekräftas också av figur 4.7, som grundas på Linda-data från 2007 för hushåll med två vuxna uppdelade efter hushållsföreståndarens ålder.¹⁰ Vi ser att äldre hushåll i alla inkomstgrupper är mycket mindre skuldsatta än yngre och medelålders. Inom varje ålderskategori tenderar skuldkvoten att stiga med inkomsten, bortsett från den första decilen, även om skillnaderna är små.

Äldre hushåll mindre skuldsatta än yngre och medelålders

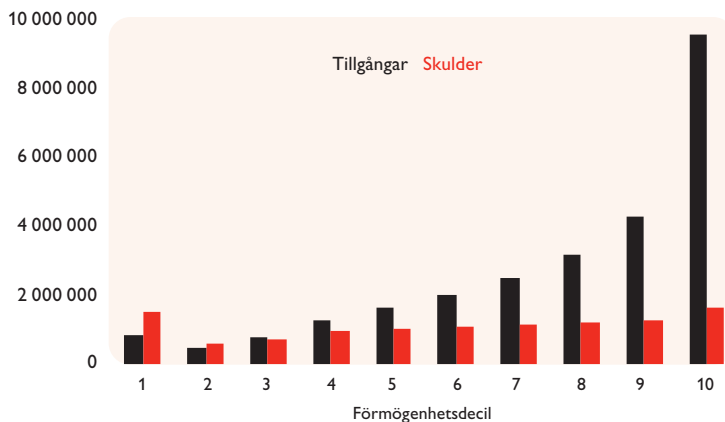
Ett hushålls utsatthet för störningar hänger inte bara samman med skuldens och lånebetalningarnas storlek utan också med vad skulden använts till. Det är en stor skillnad mellan att låna till konsumtion och att låna för att investera i finansiella tillgångar som lätt går att omsätta om hushållets ekonomi skulle utsättas för påfrest-

8. Kalkylen bygger på antagandet att den genomsnittliga inkomsten inom varje decil är densamma för skuldsatta och icke skuldsatta hushåll. Data från Linda-databasen för 2007 tyder på att detta är ett rimligt antagande.

9. Skuldkvoten är dock lägre i Riksbanksstudien, 4 jämfört med 6 i Utredningen om överskuldssättning. Skillnaden beror antagligen på att Riksbanksstudien exkluderat hushåll med negativa inkomster. Det gör att genomsnittsinkomsten i decil 1 är 107 000 jämfört med 45 000 i Utredningen om överskuldssättning. Winstrand och Ölcer (2014) redovisar också skuldkvoter enbart för den grupp av hushåll som har bostadsskulder. För denna grupp tenderar skuldkvoten att falla med ökande inkomster.

10. Allmänt ligger skuldkvoterna något lägre än i Riksbankens undersökning, vilket kan bero på skillnaden i tid. Mellan december 2007, som Linda-data hänför sig till, och juni 2013, som Riksbankens data avser, ökade den aggregerade skuldkvoten från 160 till 172 procent. En annan skillnad är att vi redovisar Linda-data för hushåll med två vuxna.

1274567



Figur 4.8 Medelvärden för tillgångar och skulder, hushåll med två vuxna 35–55 år sorterade efter nettoförmögenhet.

Källa: Linda-data från 2007.

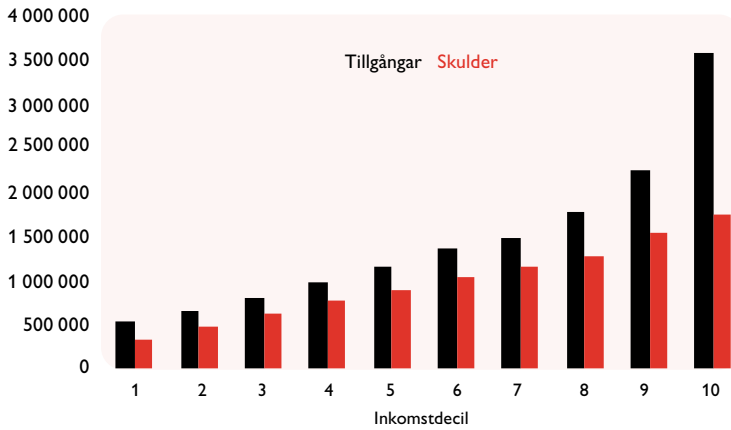
ningar. Vi har sett att förhållandet mellan totala skulder och tillgångar (såväl finansiella som reala) varit relativt stabilt över tiden (figur 4.4).

Nära hälften av hushållen har negativ nettoförmögenhet

Frågan är hur motsvarande skuldsättningsgrader ser ut på hushållsnivå. Här är vi åter hänvisade till uppgifter från 2007. Tillgångsdata på hushållsnivå måste tas med en nypasalt eftersom värderingen av reala tillgångar är osäker: fastigheter utgår från taxeringsvärden, bostadsrätter från försäljningspris inom föreningen och mycket annat (bilar, segelbåtar, konst med mera) tas inte upp alls. Med den reservationen kan vi titta på figur 4.8 där hushållen sorterats efter sin nettoförmögenhet. Vi ser att nära hälften av alla hushåll har en negativ uppmätt nettoförmögenhet och att hushållen i den lägsta decilen har skulder på i genomsnitt 1,8 miljoner kronor, ungefär dubbla tillgångsvärdet. När vi tolkar dessa siffror ska vi samtidigt ha i minnet att de utelämnar den viktigaste tillgången, nämligen humankapitalet – hushållets förmåga till intjäning. Nettoförmögenheten säger därför inte så mycket om hushållets betalningsförmåga.

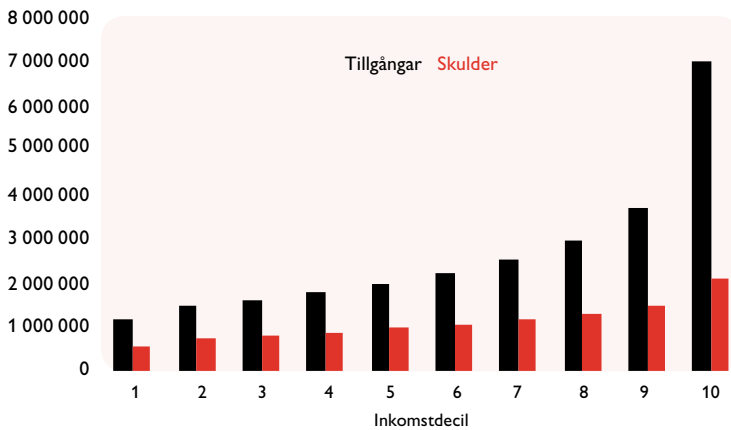
Human-kapitalet – hushållets intjäningsförmåga – är inte medräknat

Att sortera efter nettoförmögenhet är dock nästan liktydigt med



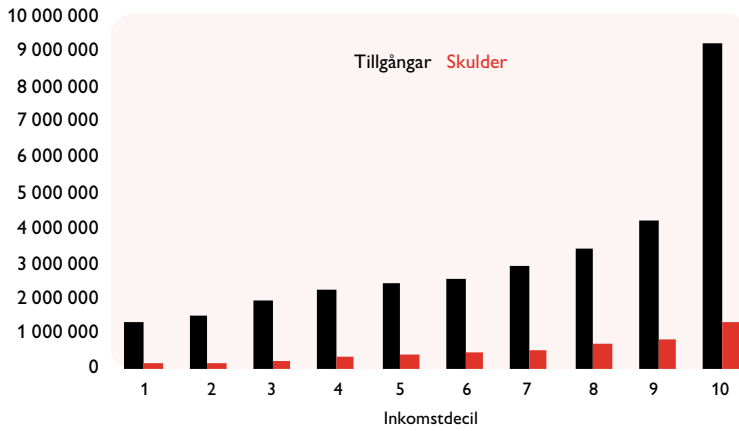
Figur 4.9a Medelvärden för tillgångar och skulder, hushåll med två vuxna under 35 år sorterade efter inkomst.

Källa: Linda-data från 2007.



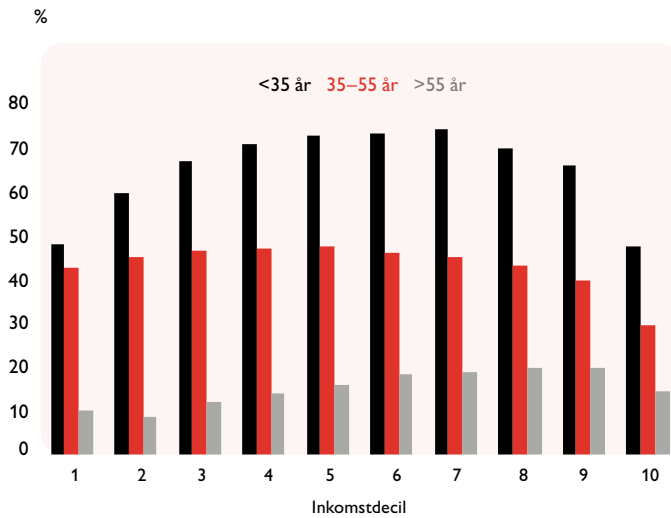
Figur 4.9b Medelvärden för tillgångar och skulder, hushåll med två vuxna 35–55 år sorterade efter inkomst.

Källa: Linda-data från 2007.



Figur 4.9c Medelvärden för tillgångar och skulder, hushåll med två vuxna över 55 år sorterade efter inkomst.

Källa: Linda-data från 2007.



Figur 4.10 Skuldsättningsgrad för bostadsägare i olika åldersgrupper indelade i inkomstdeciler inom respektive åldersgrupp, hushåll med två vuxna.

Källa: Linda-data från 2007.

att sortera efter mätfel, eftersom tillgångar är ofullständigt rapporterade och skuldsatta hushåll med orapporterade tillgångar hamnar alltför långt ned i fördelningen. Det kan därför vara mer informativt att, liksom i de tidigare figurerna, sortera hushållen efter inkomst. Figureerna 4.9 a–c visar att inom varje åldersgrupp ökar såväl skulder som tillgångar kontinuerligt med stigande inkomster. Kvoten mellan skulder och tillgångar, skuldsättningsgraden, är i stort sett konstant mellan decil 2 och 8, och något lägre i de båda högsta decilerna.

Eftersom bostadsvalet är den främsta anledningen till att man tar på sig stora skulder, tittar vi i figur 4.10 enbart på de hushåll som äger sin bostad. Vi ser då en mycket tydlig åldersskillnad. Bland alla unga bostadsägare är den genomsnittliga skuldsättningsgraden så hög som 65 procent, och för dem med medelinkomster ligger snittet en bit över 70 procent. Det är alltså här, föga förvånande, som vi hittar de högbelånade. Om vi i stället enbart tittar på skuldsatta hushåll, oavsett om de äger sin bostad eller ej, är mönstret likartat. Den genomsnittliga skuldsättningsgraden för unga skuldsatta hushåll är nu 72 procent med en topp i medelinkomstlägen på 79 procent. Dessa siffror är konsistenta med den bild man får från Finansinspektionens bolånerapporter som visar att den genomsnittliga belåningsgraden för nya bostadslån sedan 2007 har legat omkring 70 procent.¹¹ De visar också att skuldsättningsgraden är högst i medelinkomstlägen.¹²

Man bör förstås ha i minnet att figurerna 4.7–4.10 bygger på sju år gamla uppgifter. Med tanke på att hushållens samlade skuldkvot

*Unga bostads-
ägares skuld-
sättningsgrad
är 65 procent*

*Skuldsätt-
ningsgraden
som högst i
medelinkomst-
lägen*

11. Kvoten är där beräknad som ett vägt genomsnitt, där hushållens belåningsgrad vägts med lånets värde som andel av den totala lånestocken:

$$\sum_i \frac{D_i}{\sum_j D_j} \cdot \frac{D_i}{V_i}$$

där D är skuldbeloppet och V är pantvärdet. Detta leder till ett högre beräknat värde på den genomsnittliga skuldkvoten än den mer naturliga definitionen

$$\sum_i \frac{V_i}{\sum_j V_j} \cdot \frac{D_i}{V_i} = \frac{\sum_j D_j}{\sum_j V_j}$$

12. Finansinspektionen (2014b), diagram 2 och 5.

De med små marginaler bär inte opropor­tionerlig andel av skulderna

ökat endast måttligt efter 2007, finns det dock inga uppenbara skäl att tro att fördelningsmönstren ändrats. Sammantaget finns det inte mycket som tyder på att hushåll med små marginaler bär en opropor­tionerlig andel av skulderna. Utan tillgång till aktuella uppgifter om både inkomster, tillgångar och skulder går det dock inte att uttala sig med full säkerhet.

Bostadsval och belåning

Ökad andel av hushållen äger sin bostad

Merparten av hushållens skulder är inteckningslån med säkerhet i den egna bostaden. Det är naturligt eftersom husköp oftast sker tidigt i livet och fastigheter är bra säkerheter som handlas på en aktiv marknad. I Sverige har den andel av hushållen som äger sin bostad gradvis ökat under senare decennier, framför allt genom omvandling av hyresrätter till bostadsrätter. Mellan 1990 och 2012 ökade bostadsrätternas andel av bostadsbeståndet från 16,9 till 22,5 procent.¹³ Även om andelen ägda småhus samtidigt minskade något – från 42,3 till 41,1 procent – så ökade den samlade ägarandelen från 59,2 till 63,7 procent. Uppenbarligen är detta en viktig delförklaring till att hushållens kreditefterfrågan ökade under denna period, allrahelst som bostadsrätter ofta är startbostäder som köps av unga hushåll. I praktiken innebär denna utveckling att skulder flyttats över från kommersiella fastighetsägare till bostadsrättsföreningar och enskilda hushåll. En grov kalkyl visar att denna överflyttning kan »förklara« en ökning av hushållens skuldkvot med 15 procentenheter, att jämföra med en observerad ökning på drygt 50 procentenheter mellan 1990 och 2012.¹⁴

13. Från 2013 baseras SCB:s statistik på det nya lägenhetsregistret. Enligt detta skulle andelarna vara 34,2 procent hyresrätt, 23,3 procent bostadsrätt och 42,4 procent äganderätt.

14. År 2012 var snittmarknadspriset på en bostadsrätt 1,4 miljoner kronor och den genomsnittliga disponibla inkomsten 283 000 kronor. Med en belåningsgrad på 0,7 och ett tillskott på 4,5 procentenheter nya ägare, skulle detta addera 15,6 procentenheter till skuldsättningsgraden.

Det finns två huvudsakliga faktorer som ligger bakom denna utveckling. För det första är ägande skattemässigt gynnat jämfört med hyresboende, eftersom ägaren av en hyresfastighet beskattas fullt ut för sina hyresintäkter medan den som äger sin egen bostad endast betalar skatt på en mindre del av avkastningen. För det andra är hyressättningen reglerad så att hyreskontrakt är svåråtkomliga, särskilt i storstäderna. Omvandlingen till bostadsrätt är dock en gradvis process, bland annat därför att existerande hyresgäster samtidigt ger upp förmånen att hyra till lägre boendekostnader än som gäller när deras lägenhet omvandlats till bostadsrätt.

Även med en mer neutral beskattning och en friare hyressättning skulle dock många, troligen flertalet, hushåll föredra att äga sin bostad. En grundläggande skillnad mellan ägande och hyresrätt är att ägaren får ta konsekvenserna av (uteblivna) åtgärder som påverkar värdet på bostaden. Ägaren har således ekonomiska incitament till skötsel och underhåll, vilket hyresgästen inte har i samma grad. Om ägaren och den boende inte är en och samma person behöver skyldigheter och rättigheter regleras i avtal. I praktiken är detta dock bara möjligt i begränsad utsträckning. Hyresavtalet är inkomplett och det finns därför en risk att hyresgästen förorsakar ägaren extra kostnader. Samtidigt kan hyresgästens möjligheter att anpassa bostaden efter eget tycke och smak vara begränsade. Att hyresavtalet med nödvändighet är inkomplett är en grundläggande faktor som gör ägande till en för många hushåll mer effektiv form av bostadskonsumtion.

Valet av boendeform påverkas också av osäkerheten om framtiden. På en fungerande bostadsmarknad fluktuerar såväl fastighetspriser (på småhus och bostadsrätter) som hyror. Eftersom fastighetspriserna avspeglar nuvarande och framtida boendekostnader (hyror), tenderar den som äger sin bostad att ta en prisrisk, men riskerna är av olika karaktär. Hyresgästen är osäker om framtida hyror, om priset på en konsumtionsvara. Bostadsägarens osäkerhet avser framtida priser på hus, en tillgång vars pris normalt är positivt korrelerat med framtida pris på konsumtionsvaran boendetjänster. Enkelt uttryckt: om priset på en bostad går ned i dag, har priset på den bostad där ägaren vill bo i morgon sannolikt också gått ned; kapi-

Ägande skattemässigt gynnat och hyressättningen reglerad ...

... men flertalet skulle nog ändå föredra att äga sin bostad

Ägande kan ses som en försäkring mot osäkra boendekostnader ...

taförlusten kompenseras av en nedgång i kostnaden för att konsumera boende. Ägande kan således ses som en försäkring mot osäkerheten om framtida boendekostnader, en risk som hyresgästen inte är garderad mot.¹⁵ Detta samband är tydligast om hyrorna varierar fritt. På dagens reglerade marknad kan man på motsvarande sätt se ägande som en försäkring mot osäkerheten att över huvud taget komma över en lämplig bostad i framtiden. Ägande blir en garanti för valfrihet.

Försäkringsargumentet kan dock inte drivas för långt och har inte samma bäring för alla hushåll eller i alla skeden i livet. För ett hushåll som avser att flytta till en annan bostadsmarknad kan en kapitalförlust bli högst reell om den inte motsvaras av en lika mycket lägre prisnivå på den nya bostadsmarknaden. På mindre orter med ett fåtal dominerande arbetsgivare kan ägande vara särskilt riskabelt; vid en företagsnedläggelse med arbetslöshet och fallande huspriser kan det egna kapitalet lätt raderas ut samtidigt som en flytt till annan ort kan vara enda vägen att skaffa arbete. En annan grupp som förlorar när priset faller är äldre hushåll som avser att byta till en mindre och billigare bostad för att ta ut mellanskillnaden i egen konsumtion. Den avgörande faktorn är alltså korrelationen mellan kostnaden för nuvarande och framtida boende.

... men kan vara särskilt riskabelt om man ska flytta

Slutsatsen är att det för många hushåll finns starka fundamentala skäl till att föredra äganderätt framför hyresrätt, men inte för alla. Hushåll som räknar med att flytta inom en nära framtid – särskilt till en annan bostadsmarknad – har i stället anledning att föredra hyresrätt, i alla fall om hyresmarknaden fungerade väl. Till de fundamentala skälen för ägande tillkommer specifika faktorer i Sverige i dag som att ägande är skattemässigt gynnat och att den svenska hyresmarknaden fungerar dåligt. Under det senaste decenniet har asymmetrin i beskattningen ökat samtidigt som bostadsköerna blivit längre. Båda dessa faktorer fortsätter att bidra till att allt fler hushåll väljer att äga sin bostad. Konsekvensen är att bostadspriserna har fått allt större betydelse för hushållens förmögenhet och efterfrågan på lån.

15. Detta utvecklas närmare av Sinai och Souleles (2005).

Bostadspriserna

Den ökade andelen ägda bostäder kan bara förklara en del av skuld-
uppgången. Rent mekaniskt är den viktigaste faktorn de stigande
bostadspriserna. Mellan 1995 och 2014 steg småhuspriserna med
drygt 212 procent, samtidigt som disponibelinkomsten ökade med
103 procent. Under samma period var kvoten mellan hushållens
skulder och värdet av deras bostadskapital förhållandevis stabil:
den föll gradvis från 0,68 år 1993 till 0,50 år 2007 för att sedan stiga
till 0,55 år 2013.

Frågan är om orsakssambandet entydigt går från stigande hus-
priser till ökad efterfrågan på lån, eller om det också är så att ett
mer generöst utbud av krediter, särskilt till låginkomsthushåll, kan
ha bidragit till att driva upp priserna. Det senare tycks ha varit fal-
let i USA under åren före finanskrisen.¹⁶ Kreditutbudets betydelse
belyses också av att genomsnittliga belåningsgrader (*loan-to-value
ratios*) för amerikanska förstagångsköpare visar sig ha statistiskt sig-
nifikant betydelse för att förklara huspriser inom ramen för en i öv-
rigt konventionell ekonometrisk husprismodell.¹⁷ För Sverige har
vi inte information om förstagångsköpare, men enligt Finansin-
spektionens statistik baserad på uppgifter från bankerna, ökade den
genomsnittliga belåningsgraden för nya bolån från 59 procent 2002
till 71 procent 2013.¹⁸ Det går dock inte att tolka denna ökning som
en utbudseffekt, eftersom den också avspeglar ökad efterfrågan i
takt med att många förstagångsköparens egen förmögenhet minskat
i förhållande till bostadspriserna.

Ett sätt att ändå närma sig frågan om huspriserna påverkats av va-
riationer i utbudet av lån är att undersöka hur väl en fundamental
modell – där kapitalkostnaden modelleras på samma sätt över hela
perioden och där variationer i kredittillgång inte spelar någon roll
– förmår att förklara bostadsprisernas utveckling under de senaste

*Har utbudet
av krediter
drivit upp
bostadspri-
serna?*

*Belåningsgra-
den för nya lån
ökat kraftigt*

16. Mian och Sufi (2014) visar övertygande att så var fallet.

17. Duca, Muellbauer och Murphy (2011).

18. Hansen (2013) och Finansinspektionen (2014b). Siffrorna avser den volymvik-
tade belåningsgraden.

*Husprisernas
variation för-
klaras ganska
väl av funda-
mentala
faktorer*

decennierna. En enkel sådan modell, baserad på en kalkylekvation där det fundamentala huspriset bestäms av det diskonterade nuvärdet av värdet av framtida boendetjänster (en implicit hyra), presenteras i ett appendix till kapitlet. Modellkalkylen (se figuren i appendix) visar att husprisernas variation sedan mitten av 1980-talet låter sig förklaras ganska väl av fundamentala faktorer. Den kraftiga prisökningen sedan 1995 beror framför allt på fallande realräntor, sänkt fastighetsskatt samt det faktum att värdet av boendetjänster stigit kraftigt. Hyror, bestämda enligt bruksvärdesprincipen, har stigit väsentligt snabbare än priser i allmänhet. Härtill kommer att bostadsköerna i våra storstäder blivit allt längre, vilket indikerar att gapet mellan bruksvärdeshyror och marknadens värdering av boendetjänster har ökat. Detta har framför allt orsakats av att bostadsbyggandet inte hållit jämna steg med folkökningen i våra storstäder.

På basis av modellen skulle vi alltså kunna säga att dagens huspriser ter sig rimligt välmotiverade. Innan vi gör det finns det dock skäl att diskutera ett par aspekter på modellen. För det första kan själva ränteantagandet ifrågasättas. Visserligen använder modellen den reala tioårsräntan efter skatt, den längsta ränta som vi har data för. Men priset ska ju diskontera framtida hyror över en fastighets hela återstående livslängd, vilken kanske kan vara ett sekel eller ännu längre. Tioårsräntan var 1,78 procent fjärde kvartalet 2013, vilket förvisso är mycket lågt i ett historiskt perspektiv. Men med tanke på att räntan på 30-åriga amerikanska realobligationer har fluktuerat mellan 0 och 1,5 procent under de senaste åren är den svenska tioårsräntan inte uppenbart missvisande även för en mycket lång horisont. Många bedömare talar ju också om en lång period av negativa realräntor framöver.¹⁹

För det andra bygger modellen på att värdet av boendetjänster (hyresnivån) förväntas följa konsumentprisernas allmänna utveckling i framtiden. Om bostadsbyggandet skulle komma igång, som det börjar finnas svaga tecken på,²⁰ kommer värdet av boende-

19. Exempelvis Summers (2013).

20. Se Boverket (2014).

tjänster att sjunka på kort sikt. På längre sikt borde dock boendetjänsternas värde komma att fortsätta stiga Realt så länge som en allt större andel av befolkningen bor i storstäder där centralt belägen mark är en knapp resurs. Som ett genomsnitt över en lång horisont är därför en Realt oförändrad värdering av boendetjänster knappast ett orimligt antagande. Mot den bakgrunden är det ett memento att en stor majoritet av hushållen enligt SEB:s boprisindikator för november 2014 uppger att de förväntar sig en fortsatt prisuppgång.

Modellkalkylen säger ingenting direkt om huruvida prisbildningen påverkas av att vissa hushåll är kreditransonerade, och att deras betalningsvilja för en bostad bestäms av hur mycket de kan få låna snarare än av boendekostnaderna. Den bygger bara på antagandet att det inflytande sådana hushåll har på prisnivån kan fångas av ett pålägg på diskonteringsräntan och att detta pålägg har varit konstant. Om utbudet av krediter blivit mer generöst över tiden, vilket möjligen antyds av den stigande belåningsgraden för nya bolån, skulle det i modellens termer översättas i ett kraftigare fall i diskonteringsräntan än av bolåneräntan. Eftersom modellen ganska väl fångar prisutvecklingen ger den dock inget stöd för en sådan tolkning.

Sammantaget är vår slutsats att bostäder är rimligt värderade mot bakgrund av dagens ganska speciella kombination av fundamentala faktorer. Vår enkla brukarkostnadsmodell fångar upp husprisernas utveckling under de senaste tre decennierna ganska väl. Baskalkylen indikerar visserligen en övervärdering på cirka 20 procent 2014, men den avvikelsen är egentligen ganska liten i ljuset av att brukarkostnaden halverats sedan mitten av 1990-talet. Om 20 procent är mycket eller lite finns det dock olika uppfattningar om. I sin senaste World Economic Outlook pekar IMF på Sverige och Norge som exempel på länder med övervärderade bostäder och säger om Sverige, att standardindikatorer tyder på att småhuspriserna ligger 20 procent över vad de skulle vara enligt fundamenta.²¹ Den beräkningen är baserad på en regressionsmodell där prisnivån på lång sikt bestäms av ungefär de variabler som ingår i vår brukarkostnadsmodell.

Slutsatsen är att bostäder är rimligt värderade ...

... men andra bedömningar finns

21. IMF (2014), s. 37.

Ökad andel ägarhushåll och högre priser huvudförklaringar till ökade skulder

Hur kan skuldutvecklingen förklaras?

Utvecklingen på bostadsmarknaden, med en ökad andel ägarhushåll och högre priser, framstår alltså som en huvudförklaring till hushållens ökade skuldsättning. Men andra faktorer kan också ha spelat in. Den starkaste drivkraften bakom skuldsättning är ju möjligheten att bryta kopplingen i tid mellan inkomst och konsumtion och anpassa konsumtionen efter förväntade livsinkomster. En förklaring till ökande skulder skulle därför kunna vara att andelen unga har ökat. Så har dock inte varit fallet. Sedan mitten av 1990-talet har andelen individer mellan 20 och 35 år tvärtom först minskat från 20,7 procent 1995 ned till 18,6 procent 2006 för att därefter vända upp till 19,7 procent 2013.

Vidare borde förväntningar om högre framtida inkomster – en brantare inkomstprofil – leda till ett minskat sparande. Individer i karriäryrken tenderar att låna mer tidigt i livet än de som är verkamma i branscher där skillnaden mellan ingångslön och slutlön är liten. I tider med förväntningar om snabb tillväxt borde också skuldsättningen öka. Även om framtidsförväntningarna i den svenska ekonomin ljusnat sedan vi kom ur 1990-talskrisen, kan den långsiktiga skuldökningen sedan dess knappast helt tolkas i sådana termer. I vart fall gäller det inte den fortsatta uppgången efter 2008, där vi ju sett att konsumtionen inte hållit jämna steg med inkomstökningen. Under denna period har framtidsförväntningarna knappast blivit mer optimistiska. Däremot har den typiska inkomstprofilen blivit brantare under denna period. Allt fler har akademisk utbildning, inträdet på arbetsmarknaden sker allt senare²² och toplönerna i karriäryrken blir allt högre.

Den största utjämnningen av konsumtionsmöjligheter över livscykeln sker via pensionssystemet. Här har stora förändringar skett under de senaste decennierna. Hushållens pensionsförmögenhet beskrivs ibland pedagogiskt som en pyramid med den statliga

22. Enligt en studie från SCB, citerad av Hansen (2013), ökade den genomsnittliga etableringsåldern för män från 21 år 1990 till 26 år 2000 och för kvinnor från 20 till 27 år.

inkomstpensionen i botten, tjänstepensionen ovanpå och det individuella pensionssparandet på toppen. Värdet av den statliga pensionen, som ju inte är ett fonderat system, går dock inte att beräkna utan antaganden om framtida tillväxt i ekonomin. Det faktum att avtalspensionskapitalet har ökat så mycket avspeglar bland annat att den statliga grundpensionen kommit att bli mindre betydelsefull för allt större grupper av medel- och höginkomsttagare.

Hushållens val av belåning kan ses som en del av ett bredare portföljbeslut grundat på en avvägning mellan risk och förväntad avkastning. En viktig faktor är här beskattningen. 1991 års skattereform utgick från principen att alla kapitalinkomster ska beskattas lika med full avdragsrätt för räntor med samma skattesats på 30 procent. I praktiken har den principen aldrig följts fullt ut och på senare år har avvikelserna blivit större. För aktier och liknande värdepapper beskattas direktavkastning (utdelningar) med full skattesats, medan värdestegring beskattas först när den realiserats och därigenom med en lägre effektiv skattesats. För pensionssparande har olika skattelättnader utgått.

Den viktigaste avvikelserna gäller bostäder. Från 1992 beskattades de med 1,5 procent av taxeringsvärdet, vilket i genomsnitt utgjorde 75 procent av marknadsvärdet vid senaste taxering (ofta flera år tillbaka i tiden). Kombinerat med en begränsad skatt på realisationsvinster kom detta någorlunda nära full beskattning. Genom sänkning av skattesatsen och frysning av taxeringsvärdena i omgångar kom dock fastighetsskatten att urholkas gradvis, innan kopplingen till marknadsvärdet upphävdes för flertalet fastigheter i och med 2007 års övergång till så kallad fastighetsavgift. Sammantaget kan vi alltså konstatera att bostäder är skattemässigt gynnade i förhållande till nästan alla investeringsformer och att de blivit alltmer gynnade över tiden. Detta är särskilt viktigt eftersom det, som vi diskuterade i förra avsnittet, påverkar hushållens bostadsval och därigenom får en indirekt effekt på deras skuldsättning.

För hushållens portföljval är de tyngsta posterna mer eller mindre givna. Det gäller för det första värdet av framtida inkomster, inklusive det kollektiva pensionssparandet (stat och avtal). Vi-

*Belåning
är en del av
ett bredare
portföljbeslut*

*Beskattning
gynnar ägande*

dare är bostadsinvesteringen främst resultatet av ett konsumtionsbeslut. Övriga tillgångar – banksparande, aktier, fonder och privat pensionssparande – kan dock väljas fritt liksom skuldsättning utöver vad som följer av boendevalet. Vi kan tala om saldot av dessa poster som hushållens disponibla förmögenhet. Den svänger kraftigt från år till år, även för hushållssektorn som helhet, men sett över en längre period har den fluktuerat kring en ganska konstant nivå. Vid utgången av 2013 var den 84 procent av den samlade disponibelinkomsten, att jämföra med ett genomsnitt under perioden 1996–2013 på 88 procent.

Hur mycket av den disponibla förmögenheten som sätts på bankkonto beror framför allt på behoven att ha pengar lätt tillgängliga för transaktionsändamål. Till följd av ökad likviditet hos många finansiella tillgångar, enklare tillgång till kortkrediter och allt lägre kostnader för att föra över medel mellan olika konton har bankinlåningen gradvis minskat i förhållande till hushållens inkomster och konsumtion. Även det privata pensionssparandet har minskat relativt sett, samtidigt som värdet av avtalspensionerna har ökat. Det kan tolkas som att hushållen i allmänhet anser att värdet av de avtalade pensionerna har ökat så mycket att behovet att skapa utrymme för ytterligare konsumtion under pensionsåren har minskat. Värdet av det samlade pensionssparandet har ökat från 80 procent av den disponibla årsinkomsten 1997 till 170 procent i dag. Under samma period har värdet av hushållens sparande i aktier och fonder också ökat.

Hushållen har på marginalen skuldfinansierat aktier

Det har varit optimalt med hög belåning

Sammantaget får man alltså bilden av en hushållssektor som på marginalen skuldfinansierat investeringar i aktier och andra finansiella tillgångar. En sådan strategi har inte varit onaturlig i en värld av låga lånekostnader och god avkastning på aktier. Under perioden 1997–2012 var den genomsnittliga reala lånekostnaden efter skatt 1,6 procent, att jämföra med en avkastning på 4,5 procent för aktiefonder och 2,2 procent för räntefonder. Thomas Jansson (2013) har utifrån dessa siffror (och historiska varianser och kovarianser) beräknat optimal belåning för ett visst givet fastighetsinnehav. Det visar sig genomgående vara optimalt med hög belåning (över lånetaket

på 85 procent av bostadens värde), i stort sett oberoende av riskattityd och av bostadens storlek i förhållande till hushållets förmögenhet. Dessa resultat är särskilt intressanta eftersom de bygger på ett ganska försiktigt antagande om avkastningen på aktier; en premie på drygt 2 procent i förhållande till räntefonder är låg i ett längre historiskt perspektiv. En förklaring är att belåning och en större andel aktier gör tillgångsportföljen mer diversifierad. Sett mot denna bakgrund ter sig alltså hushållens skuldsättning ganska måttlig.

*Hushållens
skuldsättning
ter sig måttlig*

Hur utsatta är hushållen och hur kan de komma att anpassa sig?

Hur sårbara är de skuldsatta svenska hushållen och hur kommer de att kunna möta framtida ekonomiska påfrestningar? Som vi tidigare diskuterat ser vi två sorters risker kopplade till hög skuldsättning. Den ena risken är att många hushåll kan få svårigheter att sköta sina skuldbetalningar och att det kommer att gå så långt att bankerna får så stora kreditförluster att det hotar den finansiella stabiliteten. Den andra risken är att skuldsatta hushåll i ett kritiskt läge, även om de fortsätter att betala på sina lån, drar ned på sin konsumtion med minskad efterfrågan och svåra utmaningar för penning- och finanspolitik som följd.

*Sårbarhet och
anpassning?*

Hur stora riskerna är för endera av dessa scenarier beror inte bara på hur skuldsatta hushållen är utan också på vilken typ av påfrestning som de utsätts för. När det gäller risken för kreditförluster och finansiell instabilitet är det främst störningar som påverkar hushållens *förmåga att betala* på sina lån som har betydelse. När det, å andra sidan, gäller risken för minskad konsumtionsefterfrågan och makroekonomisk obalans kan också störningar som påverkar hushållens förmögenhet och dess sammansättning ha en mer direkt betydelse, även om de inte skulle leda till kreditförluster för bankerna. Fallande tillgångspriser kan påverka hushållens *vilja att konsumera* och få dem att söka återställa sina balansräkningar genom att öka sitt sparande eller sälja av sina tillgångar. Detta får makroekonomiska

*Betalnings-
förmåga?*

*Konsumtions-
vilja?*

Hot mot finansiell stabilitet?

följdverkningar genom att ökat sparande leder till minskad aggregerad efterfrågan och arbetslöshet. Fortsatt försäljning av tillgångar späder dessutom på processen genom ytterligare prisfall. Det skapas en negativ spiral som kan vara svår att stoppa med konventionell ekonomisk politik. Härigenom kan processen, om den får fortgå alltför långt, också leda till ett hot mot den finansiella stabiliteten.

För att bedöma riskerna för finansiella och makroekonomiska obalanser är det viktigt att tänka igenom vilka chocker som skulle kunna störa utvecklingen. Vi föreställer oss tre möjliga riskscenarier: 1) ett isolerat fall i huspriser, till exempel utlöst av ökat bostadsbyggande, 2) ökad arbetslöshet i kombination med fallande huspriser och 3) höjda räntor åtföljda av fallande huspriser. I alla tre fallen spelar alltså huspriserna en viktig roll.

Plötsligt och oväntat husprisfall

Bostäder utgör 60 procent av hushållens samlade tillgångar (exklusive pensionssparande) och över 80 procent om vi begränsar oss till ägarhushållen. Om huspriserna plötsligt och oväntat skulle falla med, säg, 30 procent – under krisen i början på 1990-talet sjönk priserna på ett par år med 20 procent för riket som helhet och med 30 procent i Storstockholm – skulle hushållssektorns skuldsättningsgrad öka från 23 till 27 procent (eller från 31 till 37 procent om vi exkluderar pensionsförmögenheten), alltså ingen särskilt dramatisk förändring. Men känsligheten för prisfall beror naturligtvis på hur belåningen är fördelad. Med belåningsgrader på över 70 procent, som är genomsnittet bland yngre ägarhushåll, skulle ett prisfall på 30 procent radera ut hela nettoförmögenheten (exklusive human kapital). Även om vi bedömer prisfall av den storleksordningen som relativt osannolika kan de inte uteslutas. Frågan är hur känsliga de svenska hushållen skulle vara för en sådan prischock och vilka anpassningsmekanismer som skulle utlösas.

Hög belåning och stort prisfall raderar ut nettoförmögenhet

Erfarenheter från USA tyder på att fallande huspriser under den senaste finanskrisen hade stora effekter på kraftigt skuldsatta låg-

inkomsttagares konsumtion.²³ Flera studier på aggregerade data finner också att hushållens konsumtion generellt är särskilt känslig för variationer i huspriser, mer känslig än för variationer i aktiepriser.²⁴ När IT-bubblan sprack 2001 gick det ganska spårlöst förbi, medan fallande huspriser i USA redan före finanskrisen fick stort genomslag på hushållens konsumtion.

Att bostadspriserna visat sig vara så viktiga kan tyckas paradoxalt, eftersom den egna bostaden samtidigt är en konsumtionsvara; om priset på den egna bostaden stiger ger det ju inte i sig utrymme för mer konsumtion av andra varor, med mindre än att hushållet säljer sitt hus och drar ned på sitt boende. Att man ändå har funnit stora konsumtionseffekter beror därför sannolikt på att många husägare, till skillnad från flertalet aktieägare, är högt belånade (i förhållande till sin kreditvärdighet) och ofta begränsade på kreditmarknaden. Stigande huspriser lättar på den begränsningen genom att skapa ytterligare låneutrymme, medan fallande huspriser tvingar hushållen att strama åt. Den marginella benägenheten att konsumera när huspriserna ändras är med andra ord större ju högre belånat hushållet är, och konsumtionsbenägenheten är särskilt hög för hushåll som slagit i taket för att få ytterligare lån.²⁵ Konsekvensen är att fallande huspriser och uttraderade förmögenheter riskerar att leda till stora efterfrågebortfall, när högt skuldsatta hushåll försöker att återställa sitt eget kapital.

Vilka effekter skulle då ett isolerat och varaktigt prisfall på bostäder kunna få på konsumtion och sparande? Prisfallet skulle kunna bero på att byggandet äntligen kom igång i större skala och att detta påverkade förväntningarna om framtida prisutveckling. Ett sådant prisfall skulle förvisso minska alla ägarhushålls nominella förmögenheter. Men det skulle samtidigt minska deras boendekostnader; brukarkostnaden, som ju främst består av kapitalkostnader, är ju

Ju högre belåning, desto högre marginell konsumtionsbenägenhet

Effekter av ett isolerat och varaktigt prisfall?

23. Detta är väl dokumenterat i Mian och Sufi (2014).

24. Se exempelvis Case, Quigley och Shiller (2010).

25. Enligt Mian och Sufi (2014), figur 3,3, är den marginella benägenheten att spendera pengar på bilköp fyra gånger så stor för ett hushåll med över 90 procents belåningsgrad som för ett hushåll med mindre än 30 procents belåning.

proportionell mot bostadens pris. För genomsnittshushållet borde effekterna på förmögenhet och brukarkostnader i stort sett ta ut varandra. Lite hårdraget kan man säga att bostadsförmögenheten för genomsnittshushållet inte är en real förmögenhet.²⁶ Däremot skulle prisfallet slå olika för olika grupper av hushåll, något som kan få makroekonomiska konsekvenser.

*Olika effekter
på olika hushåll ...*

Man kan särskilja åtminstone tre grupper som påverkas olika mycket av ändrade bostadspriser. En grupp är unga hushåll som ännu inte köpt sin första bostad. För dem är fallande priser en ren vinst: såväl deras framtida boendekostnader som kraven på kontantinsats minskar (även om värdet av ett eventuellt framtida arv eller möjligheten att belåna föräldrarnas bostad också kan minska). Bland de hushåll som redan äger sin bostad måste vi skilja mellan dem som är på väg »uppåt« och dem som är på väg »nedåt« i boendekarriären. Om priserna på alla bostäder faller proportionellt, går hushållen på plus om nästa planerade bostad är större än dagens. Den vinsten motverkas dock av att det egna kapitalet har minskat eller raderats ut och att det därför kan bli svårt eller omöjligt att finansiera ett köp av en dyrare bostad, även om den långsiktigt skulle rymmas inom hushållets budgetram. Slutligen har vi de hushåll som är på väg »nedåt« i boendekarriären. Deras konsumtionsutrymme minskar och de förlorar därför entydigt på ett prisfall.

... men förmögenhets-effekterna på konsumtion tar nog ut varandra ...

Eftersom olika grupper påverkas i olika riktning, är det sannolikt att de rena *förmögenhetseffekterna* på konsumtion av bostäder och andra varor i stort sett tar ut varandra: förstagångsköpare får råd med en större bostad eller mer övrig konsumtion, medan äldre hushåll får mindre utrymme för annan konsumtion genom att dra ned på sitt boende. Även de effekter som verkar via *kreditrestriktioner* drar åt olika håll: förstagångsköpare möter sänkta krav på kontantinsats, medan andra hushåll kommer att få svårare att öka sitt boende eller att belåna sin bostad för konsumtion. Atif Mian och Amir Sufi (2014) finner att skillnaderna i konsumtionsbenägenhet kan vara mycket stora mellan hushåll beroende på deras belåningsgrad – sär-

... och inte heller effekter via kreditrestriktioner

...

26. Se Buiters (2010) för en närmare analys.

skilt bland hushåll med låga inkomster – och drar slutsatsen att ett prisfall kan få stor negativ effekt på den samlade konsumtionen om många hushåll med låga inkomster också är högt belånade.²⁷ Såvitt vi kan bedöma är dock svenska hushåll med låga inkomster inte alls lika högt belånade i dag som många amerikanska hushåll före krisen. Mians och Sufis analys tar heller inte hänsyn till de positiva effekter ett prisfall har på ännu icke skuldsatta förstagångsköpare.

I samband med finanskrisen i USA slutade många hushåll med negativt eget bostadskapital helt enkelt att betala på sina bolån och överlät huset åt banken, något som ledde till stora kreditförluster och påfrestningar på den finansiella stabiliteten. Följden blev också att huspriserna pressades ytterligare nedåt när utbudet av hus ökade. Eftersom svenska bolånetagare har personligt betalningsansvar för sina lån finns det ingen anledning tro att något liknande skulle inträffa i Sverige, i varje fall inte vid ett isolerat husprisfall. Erfarenheten från 1990-talskrisen är också att kreditförlusterna på hushållslån var små. Sammantaget är det därför svårt att se att ett isolerat prisfall på bostäder vare sig skulle vara ett hot mot finansiell stabilitet eller skulle få starka negativa effekter på konsumtion eller på den ekonomiska utvecklingen i stort. Situationen i Sverige i dag skiljer sig ifrån den i USA 2005–2006.

... pekar på att isolerat prisfall skulle ha starka negativa effekter

Stagnerande inkomster och ökande arbetslöshet

Mer bekymmersamt kan det bli om vi får en allmänt negativ ekonomisk utveckling med stagnerande inkomster och ökande arbetslöshet, vilket också kommer att leda till sänkta bostadspriser. Hur stort genomslag detta kan få på konsumtionen beror på inkomstbortfallets varaktighet och på hur det är fördelat bland hushållen. För djupt skuldsatta hushåll som är på gränsen för sina lånemöjligheter och utan finansiella tillgångar som kan fungera som buffert kan

Effekter av minskande inkomst och ökande arbetslöshet?

27. Se också Andersen, Duus och Lærkholm Jensen (2014) som finner ett starkt samband mellan danska hushålls belåningsgrad 2007 och neddragning i konsumtion under krisåren 2007–2011.

den marginella konsumtionsbenägenheten ligga nära ett; konsumtionen minskar lika mycket som årsinkomsten faller.

De stresstester som Finansinspektionen rapporterar i sina bolånerapporter utnyttjar information om hushållens sammansättning och undersöker utrymmet för konsumtion utöver en schablonberäknad hushållsbudget av det slag som bankerna använder vid sina lånebeslut. I den senaste rapporten²⁸ visas att om 10 procent av hushåll med nya lån skulle bli arbetslösa, skulle 6–8 procent av hushållen (beroende på om de är anslutna till A-kassa eller ej) inte klara av att hålla den kalkylerade konsumtionsnivån.²⁹ Dessa kalkyler ger en fingervisning om hur många hushåll som skulle tvingas till smärtsamma anpassningar för att klara sina åtaganden mot bankerna. De tyder därför på att de direkta riskerna för den finansiella stabiliteten är ganska små, även vid mycket hög arbetslöshet. Däremot säger de ganska lite om de samlade effekterna på hushållens sparande och konsumtion. För att säga något mer bestämt om detta behöver man också veta hur budgetschablonen förhåller sig till hushållens normala konsumtionsnivå, hur stort sparande hushållen har i utgångsläget och vilka möjligheter hushållen har att finansiera ett negativt sparande genom att ta ytterligare lån eller realisera tillgångar.

Stresstest tyder inte på större risker för den finansiella stabiliteten

Tyvär saknas breda databaser med data över enskilda hushålls konsumtion. En studie har kopplat samman SCB:s urvalsundersökning av hushållens utgifter (HUT) med data från Linda från 2007.³⁰ Den finner liksom andra undersökningar att skuldkvoten är i stort sett densamma i alla inkomstgrupper. När hushållen sorteras efter skuldkvot visar det sig att deras sparande är lägre ju högre skuldsatta hushållen är. För den högsta tiondelen, som har en skuldkvot på över 600 procent, är sparandet till och med negativt: utgifter-

28. Finansinspektionen (2014b), diagram 18.

29. Det är oklart hur detta ska översättas till tal för aggregerad arbetslöshet. Eftersom den förväntade arbetslösheten bland nya låntagare rimligen är lägre än i befolkningen som helhet, svarar ett utfall på 10 procent mot en mycket hög total arbetslöshet.

30. Kilström, Sigurdsson och Vestman (2014).

na överstiger inkomsterna. Det tycks således finnas en ganska stor grupp av högt belånade hushåll som redan i utgångsläget (det vill säga 2007) har svårt att få budgeten att gå ihop och som därför kan vara mycket känsliga för ett oväntat inkomstbortfall. Det bör dock betonas att det handlar om preliminära resultat baserade på ett urval av drygt 2 000 hushåll. Situationen för dessa hushåll skulle förstås förvärras av att fallande inkomster och stigande arbetslöshet också leder till fallande huspriser.

De högst belånade är mycket känsliga för inkomstbortfall

Stigande räntor

En annan faktor som skulle kunna utlösa ett prisfall på bostäder är stigande räntor. I dag ser visserligen de flesta bedömare framför sig en lång period där centralbankerna ligger kvar med mycket låga nominalräntor i syfte att hålla inflation och sysselsättning uppe. Men det är möjligt att den situationen kan ändras på sikt, även om det är svårt att se några sådana tecken i dag. Stigande nominalräntor kan i sig leda till fallande bostadspriser, eftersom räntebetalningarna direkt påverkar kassaflödet för den majoritet av hushåll (cirka två tredjedelar våren 2014) som har lån med rörlig ränta. I den mån dessa hushåll också är kreditransonerade påverkas dessutom deras betalningsförmåga och därmed huspriserna. Kombinationen högre räntor och sänkta huspriser kan bli särskilt besvärande för yngre högbelånade hushåll på väg uppåt i boendekarriären. Frågan är dock hur stor denna grupp är. Det som har störst betydelse för huspriserna är dock den långsiktiga realräntan, inte den kortsiktiga nominalräntan. Visserligen påverkas den knappast av centralbankernas penningpolitik, men förr eller senare får vi ändå räkna med en återgång till mer normala realräntor, även om den tiden av allt att döma är ganska avlägsen. En högre realränta skulle leda till att bostadspriserna faller med 10 procent per procentenhets ränteändring, enligt den enkla kalkylekvationen i kapitlets appendix.

Effekter av räntepågång?

Särskilt besvärande för hushåll på väg uppåt i boendekarriären

En procent högre realränta ger tio procents fall i bostadspriserna

Stigande räntor får en direkt effekt på hushållens budgetar, oavsett om bostadspriserna påverkas. En räntehöjning innebär en omfördelning från skuldsatta hushåll till deras fordringsägare. Med en

*Rörlig ränta
ger snabbt
genomslag på
konsumtionen*

övervägande andel lån till rörlig ränta skulle höjda räntor slå rakt in i hushållsbudgeten. Med en genomsnittlig skuldkvot för skuldsatta hushåll på omkring 250 procent kommer 1 procentenhets ränteeökning (0,7 efter skatt) att motsvara en omedelbar minskning av disponibel inkomst för låntagarkollektivet med 1,1 procent. Hur stort genomslag detta kan få på konsumtionen beror dels på räntehöjningens varaktighet, dels på hur skulderna är fördelade bland hushållen. Om räntehöjningen skulle uppfattas som permanent och real skulle den även för den genomsnittliga låntagaren kunna sänka konsumtionen med ungefär lika mycket. Genomslaget beror också på hur skulderna är fördelade. För hushåll som ligger på gränsen för sina lånemöjligheter kan den marginella konsumtionsbenägenheten ligga nära ett, även om räntehöjningen uppfattas som temporär. Det är svårt att bedöma hur stor denna andel är.

*Stresstest tyder
på små föränd-
ringar*

Finansinspektionen har i sina bolånerapporter redovisat stresstester även på räntehöjningar. Enligt den senaste rapporten³¹ skulle endast 3 procent av alla hushåll med nytecknade lån få ett underskott i förhållande till schablonbudgeten vid en enprocentig räntehöjning.³² Inte ens vid 3 procents räntehöjning skulle andelen med underskott bli större än 5 procent. De direkta riskerna för bankernas kreditförluster och den finansiella stabiliteten tycks alltså vara ganska små, även vid stora räntehöjningar. Frågan är vad de säger om effekterna på sparande, konsumtion och arbetsutbud. Å ena sidan kan somliga hushåll upprätthålla sin normala konsumtion genom att ta av sitt sparkapital. Å andra sidan är det naturligt att alla skuldsatta hushåll – inte bara de som får svårt att klara bankernas kvar-att-leva-på-kalkyler – anpassar sin konsumtion i den mån som räntehöjningen är real och permanent och därmed påverkar livsinkomsterna.

När man diskuterar effekterna av ökad arbetslöshet och höjda räntor måste man också ha i minnet att dessa störningar i praktiken

31. Finansinspektionen (2014b), diagram 17.

32. Kalkylen är baserad på hushållens låneutgifter snarare än kostnader, det vill säga amorteringar ingår som en negativ post. Den gör heller ingen åtskillnad mellan reala och nominella räntor.

inte är oberoende av varandra. Om störningen till ekonomin kommer från arbetsmarknaden, kommer tendenser till ökad arbetslöshet att mötas med sänkta räntor, vilket har en motverkande effekt på hushållens konsumtion och därmed på den finansiella stabiliteten. Av liknande skäl behöver lån till rörlig ränta inte utgöra en risk för låntagaren eller en fara för den finansiella stabiliteten. Räntorna höjs normalt i en högkonjunktur när betalningsförmågan är god och ett hushåll med bundna räntor får ingen glädje av sänkta räntor i en lågkonjunktur.

Inledningsvis identifierade vi två olika risker kopplade till hushållens skulder. Den ena var att deras förmåga att sköta sina skuldbetalningar skulle störas så att bankerna drabbades av så stora kreditförluster att det skulle kunna utlösa en finanskris. Vi bedömer den risken som liten. Den andra risken är att skuldsatta hushåll i en pressad situation kommer att dra ned på sin konsumtion och att detta tillsammans med fallande bostadspriser kan leda till en situation som är svår att hantera med vanlig penning- och finanspolitik. Här anser vi att risken är något större. Hur stor den är beror i hög grad på hur många hushåll som är starkt skuldsatta och vars konsumtion därför är särskilt känslig för kombinationen av inkomstbortfall och fallande huspriser. Ingenting tyder på att den här gruppen är särskilt omfattande, även om det är svårt att uttala sig med någon större säkerhet utifrån tillgängliga data på hushållsnivå.

Liten risk att skuldproblem leder till stora kreditförluster

Något större risk att konsumtionen dras ned

Slutsatser och möjliga åtgärder

De svenska hushållen har blivit allt förmögnare. Sedan mitten av 1990-talet har hushållens nettoförmögenhet ökat snabbare än de disponibla inkomsterna, vare sig man tittar enbart på finansiell förmögenhet, inkluderar fastigheter eller även tar med kollektivt pensionssparande. Under samma period har hushållens skulder ökat, både i absoluta tal och i förhållande till deras disponibla inkomster. Sedan 2010 har dock varken skulder eller förmögenheter ökat snab-

Problem att hushållen blivit rikare och mer skuldsatta?

bare än inkomsterna. Är det ett problem att hushållen totalt sett blivit rikare, men samtidigt mer skuldsatta?

Anledningen till att skulder kan skapa problem är att de är fasta åtaganden som måste fullgöras från löpande inkomster eller genom realisering av tillgångar. Låntagare kan hamna i svårigheter, antingen därför att balansen mellan lånebetalningar och löpande inkomster rubbas eller därför att tillgångarna är otillräckliga eller svåra att realisera. Beroende på hur hushållen möter sådana problem kan effekterna på samhällsekonomin bli mer eller mindre allvarliga. Vi har identifierat två slags effekter. Den första uppkommer därför att hushållen inte fullgör sina låneåtaganden och bankernas kreditförluster blir så stora att den finansiella stabiliteten hotas. Den andra effekten är att hushållen visserligen sköter sina lån mot banken, men i stället drar ned på sin konsumtion med följdverkningar på aggregerad efterfrågan – och i förlängningen på inkomstutvecklingen i samhället och eventuellt med konsekvenser också för den finansiella stabiliteten. Vi bedömer den andra effekten som en större riskfaktor i svensk ekonomi i dag.

Konsumtionseffekten en större riskfaktor än inställda betalningar ...

Detta innebär inte att vi utesluter risker för finansiell instabilitet. Men vi tror att sådana problem i så fall skulle uppstå som en följd av att problem inom hushållssektorn sprider sig till ekonomin i övrigt och då kan leda till kreditförluster i första hand på företagslån.

... då hushållen har personligt betalningsansvar för sina lån

Eftersom svenska låntagare har personligt betalningsansvar (*recourse*) för alla slags lån, så är risken liten att de ensidigt väljer att sluta betala på sina lån så länge de har rimliga ekonomiska möjligheter att fortsätta betala. Däremot kan deras läge bli så utsatt att bankerna väljer att ge ränteeftergifter eller omförhandla lån, så som i viss utsträckning skedde under 1990-talskrisen (se kapitel 5). Till en viss gräns kan en sådan uppmjukning av lånevillkoren vara fördelaktig för banken jämfört med alternativet att ta över en pantsatt fastighet och försöka sälja den i en nedåtgående marknad. Bankens incitament till att ge ränteeftergifter är dock begränsade; även efter en pantförsäljning med förlust har banken rätt att kräva in resten av lånet från låntagaren. Det finns därför skäl att tro att det stora flertalet låntagare kommer att sträva efter att sköta sina lånebetalningar i det

längsta och i stället dra ned på sin konsumtion.

Innan svensk ekonomi hamnar i ett läge med massarbetslöshet och omfattande pantförsäljningar, måste det därför ha gått mycket långt. Sannolikheten för en sådan utveckling beror inte så mycket på situationen för genomsnittshushållet utan snarare på hur stor andel av hushållen som är verkligen utsatta. Trots att vi har vridit och vänt på tillgänglig statistik har vi inte lyckats identifiera stora, djupt skuldsatta grupper bland hushåll med små ekonomiska marginaler. Läsning av Reinhart och Rogoff (2010) manar till försiktighet med att hävda att »denna gång (eller detta land) är annorlunda«. Vi vill ändå hävda att Sverige 2014 har få likheter med USA 2005.

Inga stora djupt skuldsatta grupper med små marginaler

Statistiken på hushållsnivå är dock osäker och delvis inaktuell. Men även om andelen överskuldsatta skulle vara större än tillgängliga siffror anger, bör eventuella problem inte i första hand mötas genom försök att bromsa skuldsättningen i allmänhet. Samtidigt är det viktigt att inse att ett system med personligt betalningsansvar för lånen, kombinerat med hög skuldsättning, skapar risker för en utveckling som kan bli svårhanterlig. Om Sverige skulle hamna i ett läge med hög arbetslöshet och fallande bostadspriser, har arbetslösa hushåll med större skulder än tillgångar inget annat val än att försöka spara sig ur sin situation, något som kommer att förstärka problemen i hela ekonomin. Frågan är om penningpolitiken, begränsad av ett nollräntegolv, och finanspolitiken, begränsad av kortsiktig omsorg om statsfinanserna, kommer att ha kraft nog att hantera en sådan situation. Det finns därför skäl att redan i dag fundera över institutionella reformer som skulle stärka bankernas incitament till skuldnedskrivning och ränteeftergifter. Sådana reformer diskuteras närmare i kapitel 5.

Problem ska inte mötas genom att bromsa skuldsättningen i allmänhet

På senare tid har ett antal åtgärder direkt riktade mot hushållens skuldsättning diskuterats, lånetak som infördes 2010 och amorteringskrav som nyligen har beslutats. För en ekonom ter det sig mer naturligt att i stället för kvantitativa regleringar först tänka på incitamenten på såväl efterfråge- som utbudssidan. Vi har nämligen den paradoxala situationen att man försöker möta de incitament till efterfrågan på lån som skattesystemet skapar genom att regle-

Stärka bankers incitament till skuldnedskrivningar och ränteeftergifter

ra utbudet. Bättre vore förstås att gå till roten och reformera skatterna. Dagens system för beskattning av hushållens kapitalinkomster är asymmetriskt på två sätt. För det första beskattas olika typer av inkomster olika hårt: avkastningen på finansiella investeringar beskattas förhållandevis högt, medan ägda bostäder endast beskattas till en mindre del och andra former av hushållskapital inte alls. För det andra är låneräntor fullt avdragsgilla, vilket gynnar finansiering med lån i förhållande till eget kapital. Effekten på hushållens efterfrågan på lån blir särskilt stor eftersom asymmetrin gynnar ägande av den egna bostaden framför hyresrätt och därmed tvingar flertalet hushåll att skuldsätta sig tidigt i livet. Med fler hushåll som äger sin bostad flyttar skulder över från fastighetsföretag, vars betalningsansvar begränsas av möjligheten till konkurs, till hushåll med obegränsat personligt betalningsansvar.

Sänkt avdragsrätt för räntor eller skärpt fastighetsskatt

Skattesystemet kan reformeras i två riktningar, antingen genom att minska avdragsrätten för räntor eller genom att skärpa fastighetsskatten. Vilken väg som bör väljas hänger samman med den övergripande principen för skattesystemet: ska kapitalinkomster beskattas? Om vi bibehåller skatt på kapitalinkomster – i linje med 1991 års skattereform – kräver konsekvensen att fastighetsskatten återinförs. Detta skulle också ha den positiva effekten att bostadspriserna blev mindre känsliga för variationer i andra prispåverkande faktorer (se uttryck (1) i appendix).

Bolånetak i relation till inkomsten stänger inte ute kreditvärda hushåll

I avvaktan på en skattereform har olika regleringar av bankernas kreditgivning diskuterats. En väg är att helt enkelt sätta ett tak på hur stort lån en bank får ge, normerat med något mått på hushållets kreditvärdighet. Ett sådant mått är fastighetens värde, vilket ligger till grund för det bolånetak på 85 procent som infördes 2010. Som ett alternativ eller komplement skulle man kunna tänka sig ett tak på lånet i relation till låntagarens inkomst. Ett sådant bolånetak har sedan länge funnits bland annat i Nederländerna. Bolånetak har rimligen en viss dämpande effekt på hushållens skuldsättning. I Sverige har belåningsgraden också stagnerat efter takets införande. Effekten kommer dock till priset av att hushåll som är kreditvärda, enligt bankernas bedömning, riskerar att utestängas från

att äga sin bostad, eller i vart fall att deras första bostadsköp måste senareläggas. Dagens höga priser – till följd av hyresreglering och illa fungerande byggprocess – stänger redan ute hushåll med små resurser från ägarboende, och därmed ofta från en hygglig bostad över huvud taget. Den effekten förstärks på ett olyckligt sätt av ett bolånetak.

En relaterad åtgärd, som beslutades av Finansinspektionen i november 2014, är amorteringskrav på nya bolån. Det kan ses som en annan form av lånetak. Det slår mot hushåll som precis klarar kravet på kontantinsats men som kan få svårigheter att spara ytterligare under de första åren av lånets löptid. Argumenten för och emot amorteringskrav är därför delvis desamma som argumenten för och emot lånetak. Här tillkommer emellertid en aspekt. Det är väl känt från psykologisk forskning (se kapitel 6) att många individer kan ha självkontrollproblem: i dag kan man göra upp en plan att börja spara i morgon, men när morgondagen väl kommer skjuter man gärna upp sparandet till i övermorgon. Kontraktsbundet sparande, till exempel genom ett lån som ska amorteras, kan då ses som ett stöd till låntagaren att få kontroll över sitt sparande. Frågan är dock om ett sådant stöd behöver ta formen av ett tvingande krav. Det är också väl känt från psykologisk forskning att individer ofta väljer vad de uppfattar som standardalternativet.³³ Det är därför troligt att en viss effekt skulle uppnås bara genom att krav ställs på bankerna att de ska erbjuda ett standardkontrakt med amorteringar, men att det skulle stå banken och låntagaren fritt att förhandla om andra lånevillkor.

Amorteringskrav ...

... ska vara del av standardkontraktet, men kunna förhandlas bort

33. Även mer professionella aktörer kan attraheras av standardkontrakt. Exempelvis löper det stora flertalet av alla hyreskontrakt för kontor med fasta villkor i tre år, trots att det är svårt att se varför just den perioden skulle vara optimal.

Appendix

Småhuspriser och fundamenta

I likhet med andra tillgångar kan priset på direktägda bostäder ses som det diskonterade nuvärdet av den avkastning som tillgången genererar, i pengar eller i form av nyttigheter. Tillämpat på ett småhus är avkastningen lika med värdet av boendet med avdrag för drift- och underhållskostnader och skatter. I den allra enklaste tillämpningen av detta synsätt kan man anta ett långsiktigt jämviktsläge där värdet av boendetjänster, R , liksom de olika kostnadsposterna växer i en konstant takt, g , över all framtid, att diskonteringsräntan är konstant och ges av låneräntan efter skatt, $i(1-\tau)$, samt att skatterna utgör en konstant andel, θ , och kostnaderna för drift och underhåll en konstant andel, m , av husets värde. Bostadens pris P i tidpunkt t kan då uttryckas som

$$P_t = \frac{R_t}{i(1-\tau) + \theta - g + m} \quad (1)$$

eller annorlunda uttryckt

$$\frac{R_t}{P_t} = i(1-\tau) + \theta - g + m \quad (2)$$

Innebörden är att direktavkastningen, vänsterledet i (2), överensstämmer med den så kallade brukarkostnaden, högerledet, som är summan av kapitalkostnad efter skatt, fastighetsskatt, drifts- och underhållskostnader minus förväntad värdestegring (som i långsiktig jämvikt måste vara densamma som ökningstakten i värdet av boendetjänsterna).

I verkligheten är naturligtvis inte de olika komponenterna i brukarkostnaden konstanta över tiden. Vi kan ändå göra antagandet att de vid varje tidpunkt förväntas vara konstanta på dagens nivå i all framtid och utifrån det antagandet beräkna en tidsserie över brukarkostnaden och jämföra den med motsvarande tidsserie för direktavkastningen. Den på det viset

beräknade brukarkostnaden bestämmer då den fundamentala direktavkastningen under dessa specifika förväntningsantaganden.

En baskalkyl har vi satt siffror på vänster- och högerledet i (2) baserat på följande källor och definitioner:

R = hyreskomponenten i KPI (källa: SCB).

P = fastighetsprisindex för småhus (källa: SCB).

i = 10-års bostadslåneränta. Till och med 1997 = 10-års bostadsobligationsränta (källa: Riksbanken) plus 1 procent. Efter 1997 = 5-års bostadslåneränta (källa: SBAB) plus skillnaden mellan 10- och 5-års statsobligationsränta (källa: Riksbanken).

τ = genomsnittlig marginalskatt för ränteavdrag.

θ = schablonintäktsskatt (till och med 1990) plus fastighetsskatt (fastighetsavgift efter 2007) som andel av marknadsvärde.

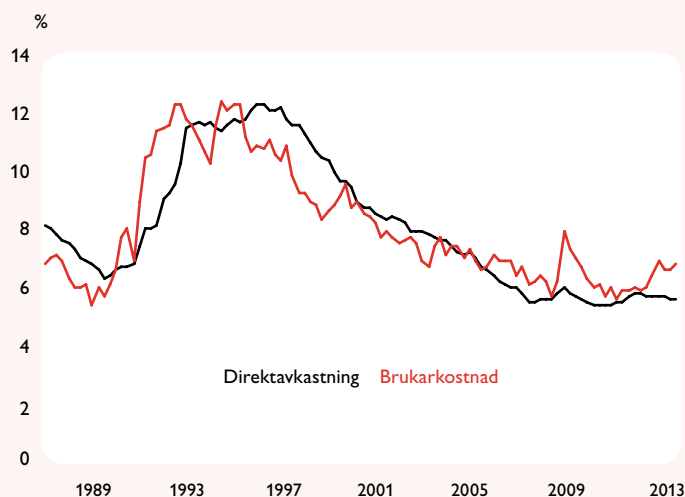
g = hushållens 1-års inflationsförväntningar (källa: Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer).

m = 5 procent.

Detta ger ett genomsnittligt värde på brukarkostnaden – högerledet i (2) – för perioden första kvartalet 1986–fjärde kvartalet 2013 på 8,75 procent. Vi kalibrerar serien för R/P (som ju är en kvot mellan två indexvärden) så att dess genomsnittsvärde också är 8,75, det vill säga vi antar att marknaden i genomsnitt varit rätt fundamentalt värderad under perioden eller att avvikelsen varit konstant. Exempelvis är det konsistent med en konstant relation mellan hyresindex och skuggvärde på boendetjänster eller mellan modellens diskonteringsränta baserad på låneräntan och en diskonteringsränta som tar hänsyn till att en konstant andel av hushållen är kreditransonerade.

Tolkningen av dessa serier är alltså att den röda kurvan för brukarkostnad anger den direktavkastning som skulle gälla om priserna satts enligt ekvation (2), medan den svarta kurvan anger den faktiskt observerade direktavkastningen. Vi jämför alltså med det pris som skulle råda om priset omedelbart anpassade sig till variationer i brukarkostnad och hyresnivå. Skillnaden mellan de båda kurvorna indikerar »felprissättning« i förhållande till en underliggande »fundamental« prisnivå. Det är påfallande att kurvorna följer varandra nära trots att det rör sig om en siffersatt teorimodell och inte en estimerad ekonometrisk modell.

Brukarkostnad och direktavkastning följs åt nedåt under 1980-tals-



Figur 4.11 Direktavkastning och brukarkostnad för småhus i procent, 1987–2013.

Källa: Egna beräkningar.

boomen, uppåt under 1990-talskrisen och nedåt därefter. De avviker dock något. Tolkningen är att hus är »övervärderade« om direktavkastningen (den svarta kurvan) ligger under brukarkostnaden (den röda kurvan). Hus skulle alltså ha varit undervärderade 1986–1990, övervärderade 1990–1993, i huvudsak undervärderade 1995–2004 och något övervärderade därefter. För fjärde kvartalet 2013 uppgår den beräknade övervärderingen till 21 procent. Det kan diskuteras hur stor precisionen är i en sådan siffra, och det finns därför skäl att undersöka hur känsliga beräkningarna är för de specifika antaganden vi gjort för att kvantifiera modellen. Eftersom modellen inte är ekonometriskt skattad går det inte att ange något statistiskt konfidensintervall. Däremot kan vi undersöka hur känslig kalkylen är för variationer i olika parametrar. Det är särskilt tre sådana som är värda att diskutera:

- ¶ *Värdet på boendetjänster.* Vårt mått på direktavkastning relaterar SCB:s hyresindex till fastighetsprisindex för småhus. Detta är problematiskt av två skäl. För det första representerar lägenheter och småhus

olika former av boende, om än förhållandevis nära substitut. Data för oreglerade hyresmarknader i USA tyder således på att boendekostnaderna på de båda delmarknaderna följer varandra ganska nära.³⁴ För det andra är den svenska marknaden reglerad, varför hyrorna underskattar värdet av boendetjänster, särskilt i de områden där priserna stigit mest. Analysekvationen skulle ändå hålla om relationen mellan hyresindex och marknadsvärde på boendetjänster varit konstant över tiden. Mycket tyder dock på att det gapet har ökat på senare år. Således har den genomsnittliga kötiden för en hyreslägenhet i Storstockholm ökat från fem år omkring 2000 till sju år 2013. I så fall skulle vårt mått på R/P underskatta direktavkastningen och den beräknade övervärderingen 2013 vara i motsvarande mån mindre.

- ¶ *Prisförväntningar.* Beräkningarna utgår från att bostadspriserna förväntas följa konsumentpriser i allmänhet. Detta kan vara en underskattning, eftersom bostadspriserna delvis beror på markpriser som ökar trendmässigt i växande storstadsregioner. Mellan 1970 och 2013 ökade huspriserna reallt med i genomsnitt drygt 2 procent per år. Om vi gör om kalkylen med detta antagande (men behåller förutsättningen att värderingen är korrekt i genomsnitt) finner vi att övervärderingen 2013 vänds till en svag undervärdering.
- ¶ *Ränta.* Bostäder har en livslängd på ett sekel eller mer. Kalkylekvationen antar oändligt liv, men använder en tioårsränta för värdering. Under senare år har den således beräknade realräntan efter skatt varierat mellan en halv och två procent (1,78 fjärde kvartalet 2013). Även om också 30-åriga realräntor i USA är mycket låga, skulle man kunna argumentera för en högre räntesats. En procent högre ränta – i all framtid från och med i dag – (0,7 procent efter skatt) motsvarar 10 procent lägre brukarkostnad, det vill säga en motsvarande större övervärdering.

34. Se exempelvis Himmelberg, Mayer och Sinai (2005).

1234567

Låneavtalet



Villkoren i en lånetransaktion regleras av låneavtalet. Så länge allting går som man hade tänkt sig när låneavtalet ingicks reglerar det triviala ting såsom när räntor ska betalas, hur räntesatsen bestäms och vid vilken tidpunkt lånet ska betalas tillbaka.

Om låntagaren av någon anledning inte längre kan betala räntor och/eller slutbelopp och säkerheten för lånet inte räcker till för att kompensera långivaren för uteblivna betalningar blir låneavtalets utformning viktig. Avtalet reglerar risken i lånetransaktionen. Avtalet kan utformas så att långivaren står för hela risken, att låntagaren tar hela risken eller att risken delas.

I en situation där låntagaren inte kan betala och säkerheterna inte räcker till är det inte endast själva avtalet som spelar en roll för utfallet. Även lagar och regler för exempelvis skuldsanering och hantering av panter har betydelse, liksom de institutioner som administrerar regelverken.

I detta kapitel ska vi titta på det svenska avtalet för den vanligaste typen av lån, ett lån från en bank eller ett fristående bolåneinstitut till ett hushåll med inteckning i en fastighet eller bostadsrätt som säkerhet. Sådana kontrakt är standardiserade. Räntevillkor och amor-

Låneavtalets utformning blir viktigt då låntagaren får problem

teringar förhandlas mellan långgivare och låntagare, medan andra delar av kontraktet sällan förhandlas på individuell basis.

Det svenska bolåneavtalet – liksom avtalen i många andra europeiska länder – lägger en stor del av risken på låntagaren.¹ Om låntagaren inte har råd att betala och om realisering av ställda säkerheter inte räcker till för att reglera hela långgivarens fordran har låntagaren kvar en restskuld. Mellanskillnaden skrivs inte av. Så är det inte överallt i världen. Exempelvis kan låntagaren i vissa delstater i USA bokstavligen skicka nycklarna till huset till banken och är därefter löst från sina lån.² Eventuella underskott blir bankens förluster.

Det har ibland hävdats – med svag bevisning – att fördelningen av risker mellan långgivare och låntagare är av väsentlig betydelse för hur snabbt ett land kan sanera skulderna efter en finanskris och därmed skapa förutsättningar för tillväxt igen. Följande citat från *The Economist* illustrerar resonemanget:

Unfortunately, the euro zone has made less headway than other places in reducing this private-debt burden. Thanks to mortgage write-downs and faster growth, America's households have unwound about two-thirds of the excess debt built up during the boom years. Most euro-zone countries have achieved far less private-sector »deleveraging«, for three reasons. First, the fiscal austerity imposed on Europe's peripheral economies deepened their recessions, which made it harder to reduce private debts. Second, weak banks have been reluctant to recognise, and hence make provisions for, non-performing loans. And third, European bankruptcy law is less debtor-friendly than America's, and so tends to be less conducive to restructuring debt. In America many mortgages are »non-recourse«, meaning a borrower can hand back the keys and walk away; Europeans typically remain liable for unpaid mortgage debt.³

1. Svensk rätt görs en skillnad mellan säkerheten och fordringen. Själva fordringen lever ett helt eget liv i förhållande till säkerheten. Av det skälet kan sägas att fordringen som långgivaren/borgenären har på gäldenären gäller utan begränsning som utgångspunkt. 100 procent ska alltså återbetalas av kapitalbeloppet.

2. Brevet som innehåller nycklarna kallas ett *jingle mail*.

3. *The Economist*, »Europe's other debt crisis«, 26 oktober 2013.

Stor del av risken läggs på låntagaren

Bolåneavtalets utformning kan påverka

...

Vilken betydelse har bolåneavtalets utformning för hur snabbt man kommer ur en finanskris? Den frågan har inte diskuterats i någon större utsträckning i Sverige. Däremot har det gjorts ett antal studier i USA. Där har olika delstater olika regelverk och det finns god tillgång till data. Forskare har därmed kunnat studera hur låneavtalets utformning påverkar bostadspriser, kreditförluster, hushållens inkomster och arbetsutbud.

Även om resultaten från dessa studier inte direkt kan tillämpas på Sverige, är de så intressanta att de kan ligga till grund för en diskussion av låneavtalets utformning.

... möjligheten att sanera hushållens skulder och lösa en finanskris

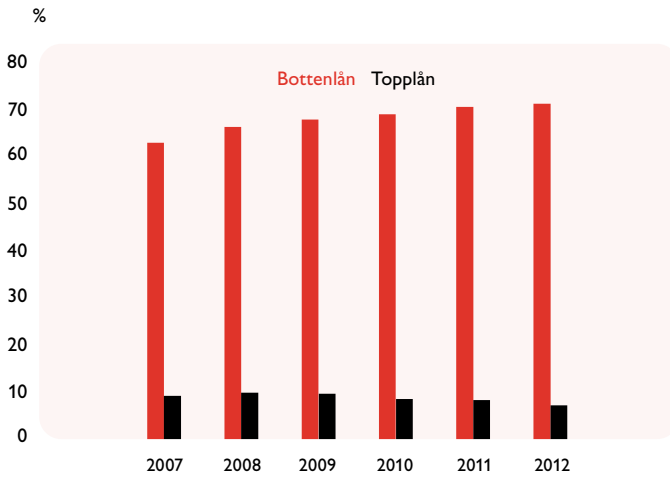
Låneavtalets utformning kan påverka förutsättningarna för att sanera hushållens skulder i en finanskris. Om låntagare inte längre har råd att betala sina räntor och/eller amorteringar kan de bara bo kvar i sina hus om de antingen får en nedskrivning av skulden eller eftergift med räntebetalningarna eller minskar konsumtionen så att de får råd att betala banken. Om många hushåll samtidigt befinner sig i en situation där de inte kan betala räntor och amorteringar kan det senare alternativet leda till stora makroekonomiska problem. Skuldnedskrivning eller ränteeftergifter kan då vara att föredra. Bolåneavtalets utformning kan således – i en finansiell kris – styra möjligheterna för hushållen att bo kvar i sina hus med en rimlig konsumtionsstandard.

Hur är ett bolåneavtal utformat i Sverige?

Standardiserade bolåneavtal

Låneavtalen i Sverige är standardiserade. Små avvikelser kan förekomma mellan olika banker, men likheterna är större än skillnaderna. Den typiska löptiden på ett lån är mellan 30 och 50 år.⁴ I avtalet anges hur ofta räntor och amorteringar betalas, exempelvis kvartalsvis. Förekomsten av amorteringar regleras också i avtalet. Under senare år har amorteringarna minskat, något som kommit att debatteras. Figur 5.1 visar hur amorteringarna utvecklats över tiden.

4. Riksbanken (2014).



Figur 5.1 Amorteringsfria bolån i Sverige, 2007–2012.

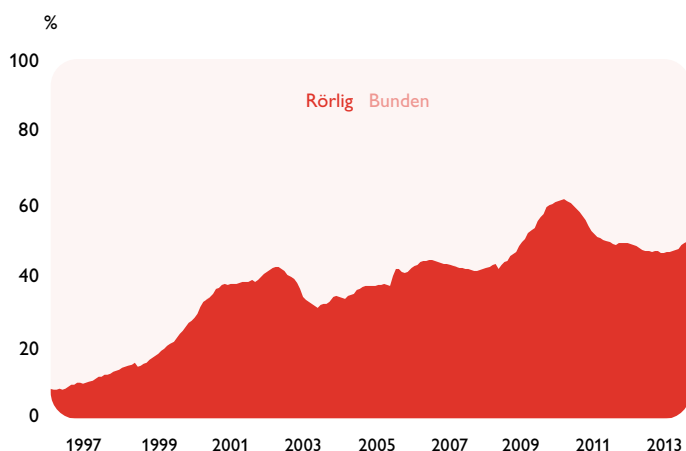
Anm.: Bottenlån avser bolån med en belåningsgrad under 75 procent. Amorteringstiden avser den del av lånevolymer som amorteras enligt låneavtalet.

Källa: Riksbanken (2014), diagram 1.5.

Vi ser av figuren att andelen amorteringsfria bottenlån ökat från strax över 60 procent 2007 till över 70 procent 2012, samtidigt som endast en mycket liten och något fallande andel av topplånen är amorteringsfria. Hur lånens amorteringsprofil ser ut över lånens livstid vet vi dock inte. Om lånen är amorteringsfria under hela låneperioden betyder det att de betalas av i sin helhet vid förfallotidpunkten. Debatten om amorteringar har handlat om huruvida det vore bra att ha en »amorteringskultur« där hushållen normalt ska amortera på sina lån i syfte att förhindra att skulderna växer och blir så stora att de hotar den finansiella stabiliteten.

Lånekontraktet anger utöver amorteringar även huruvida låntagaren ska betala rörlig eller fast ränta på lånet. Detta är en fråga som kunden beslutar om när lånet tas upp men även kan ompröva under lånets löptid. När exempelvis en femårig räntebindningsperiod tar slut kan låntagaren fritt välja en ny längd på räntebind-

Andelen amorteringsfria bottenlån har ökat



Figur 5.2 Fördelning av bolån med bunden respektive rörlig ränta, 1996–2013.

Källa: Riksbanken (2014), diagram 1.4.

ningen. Detta är även möjligt under en räntebindningsperiod men är då förknippat med en avgift för förtidslösen av lånet. Kostnaden för förtidslösen regleras av låneavtalet och beror på skillnaden mellan kontraktets ränta och räntan vid lösentillfället. Till skillnad från i USA kan inte svenska bolånetagare dra nytta av fallande räntor genom att lägga om sina lån.

Andelen lån med rörlig ränta har ökat kraftigt

Vi ser i figur 5.2 att andelen lån med rörlig ränta ökat från under 10 procent 1996 till en nivå mellan 40 och 60 procent 2009–2013.

Om låntagaren inte kan betala ränta och eller amortering kan långivaren efter en genomgång av låntagarens ekonomiska situation antingen skriva ned räntebetalningarna eller säga upp lånet till betalning.

Bolånen är till större delen med säkerhet i antingen en villa eller en bostadsrätt. Under senare år har andelen bostadsrätter vuxit. Om låntagaren inte kan betala tillbaka lånebeloppet och eventuell upplupen ränta har långivaren rätt att förfoga över panten, ett så kallat pantövertagande, och sälja den. Om det belopp långivaren får vid försäljning av panten inte räcker till för att täcka lånebelopp-

pet har långivaren rätt att ta ut resterande skuld ur låntagarens framtida inkomster eller ur låntagarens förmögenhet.

Vilken roll spelar låneavtalets utformning?

Det finns en ständig debatt om det är förmånligt med fast eller rörlig ränta och på senare tid har frågan om amorteringar är bra eller dåligt flitigt debatterats. Det finns dock andra aspekter på bolåneavtalet som är väsentliga, speciellt i en finanskris.

Vi ska titta närmare på tre aspekter på låneavtalets utformning:

1. Gäldenärens betalningsansvar. Har långivaren kvar en fordran på låntagaren om realisering av panten inte räcker för att täcka lånebeloppet?
2. Regler för pantövertagande.
3. Möjligheter till skuldnedskrivning och konkursskydd.

I syfte att göra diskussionen så enkel och lättöverskådlig som möjligt använder vi ett räkneexempel.

Antag att ett hushåll köper en villa för 2,4 miljoner kronor, vilket var det genomsnittliga försäljningspriset för en villa i Sverige under perioden september 2013–september 2014.⁵ Hushållet bestämmer sig för att låna 1,8 miljoner med huset som säkerhet och finansiera resten med sparade medel. De senare utgör hushållets eget kapital eller fastighetskapital. Kvoten mellan lånebeloppet och marknadsvärdet är således 75 procent. Det är den kvoten som kallas belåningsgrad och som har varit föremål för debatt.

Antag att husmarknaden efter det att hushållet förvärvat huset och tagit upp lånet drabbas av ett prisfall om 30 procent, så att marknadsvärdet faller till 1,68 miljoner. Vad blir effekten på låntagaren under olika antaganden om regelverket?

Efter prisfallet har låntagaren ett negativt eget kapital. Värdet av huset understiger nu lånebeloppet med 120 000 kronor. Detta be-

Kraftigt prisfall kan ge negativt eget kapital

5. Se Svensk Mäklarstatistik, 14 oktober 2014.

Banken tar över och säljer panten

höver inte vara ett stort problem så länge som låntagaren har en inkomst och kan betala sina räntor. Men om låntagaren blir arbetslös och inte längre har råd att betala räntor och eventuella amorteringar på lånet har banken rätt att ta över panten och sälja den. Eftersom lånet var på 1,8 miljoner kronor och marknadsvärdet på huset 1,68 miljoner får banken inte in hela värdet av lånet. Om försäljningen drar ut på tiden finns dessutom risken att underhållet eftersätts och att fastigheten faller ytterligare i värde. Om övertagandet av huset sker mitt i en finansiell kris finns också risken att en våg av försäljningar av hus som övertagits av banker driver ned fastighetspriserna under vad som vore ett marknadspris på en normal marknad.

Om priset inte täcker skulden kan banken kräva in resten från låntagaren

Om banken har rätt att kräva in de 120 000 kronorna från kunden efter det att panten har sålts kommer låntagaren att ha kvar en skuld till banken. Låntagaren har då ingenstans att bo och en skuld på 120 000 kronor.⁶ Ett hushåll som har en skuld till banken, ingen arbetsinkomst och ingenstans att bo är i en mycket utsatt situation. Det är svårt att ta nya lån och de löpande inkomsterna räcker inte till räntor och amorteringar. Skuldbördan hänger över hushållet och begränsar dess konsumtionsmöjligheter.

Skuldbördan kan också påverka låntagarens arbetsutbud. Om hushållet har stora skulder i relation till sina inkomstmöjligheter och till värdet av sina tillgångar, är vinsten av att söka extra arbetsinkomster liten, eftersom de extra inkomsterna i första hand skulle gå till att betala banken. Om hushållet hade fått behålla en andel av de extra inkomsterna skulle incitamenten att öka arbetsutbudet ha varit starkare.⁷

En situation som denna kan innebära en tragedi för de drabbade individerna, även om samhället har ett visst skyddsnät för att begränsa problemen. För samhället innebär det ytterligare problem

6. På engelska kallas detta att långgivaren har *recourse* till låntagarens tillgångar. Vi hittar ingen svensk översättning, så i brist på bättre kommer vi att använda den engelska termen.

7. Man kan tänka sig att även den omvända effekten finns där, nämligen att ett hushåll ökar sitt arbetsutbud för att komma ur den obehagliga situationen. Om bäge beteendena finns i aggregatet blir den samlade effekten på arbetsutbudet en fråga om vilken av de två som är störst.

om många hushåll i liknande läge försöker spara sig ur problemen efter ett stort husprisfall. Effekten blir att efterfrågan kommer att minska och det är stor risk för en recession som kan bli svår att möta med vanlig penning- eller finanspolitik. Då spelar utformningen av låneavtalet samt mekanismerna för att åstadkomma en skuldnedskrivning en stor roll.

Samhällsproblem kan uppstå om många hushåll ökar sitt sparande

Lån utan recourse

Som framgår av citatet från *The Economist* ovan finns det en föreställning att skuldnedskrivningar sker snabbare i ett system utan personligt betalningsansvar (*non-recourse*), där långgivaren efter att ha tagit över panten inte längre har några fordringar på låntagaren. Det finns en föreställning om att detta system gäller allmänt i USA.

Ett system utan personligt betalningsansvar ...

I många delstater i USA har långgivaren kvar möjligheten att ställa krav på låntagaren även efter ett pantövertagande. Det faktum att båda konstruktionerna existerar samtidigt i olika delstater för det goda med sig att forskare kan studera om det finns systematiska skillnader mellan delstater som har lån med recourse och delstater som inte har det.

... som i vissa delstater i USA, leder till ...

En omfattande studie visar att sannolikheten att en låntagare inte betalar på sitt lån, när lånebeloppet överstiger husets marknadsvärde, är 30 procent högre i delstater där långgivaren inte har recourse.⁸ Studien visar även att den andel av låntagarna som slutar betala när lånebeloppet överstiger marknadsvärdet är större ju högre värdet på huset var när låneavtalet ingicks. Många hushåll tänker således strategiskt på sina lånebetalningar och fortsätter bara att betala så länge de har något att förlora på att sluta. Det finns två grupper: de som av olika skäl inte har råd att betala sina räntor vare sig de vill eller inte och de som skulle ha råd att betala räntorna men som väljer att inte göra det och kommer ur sina skulder genom att låta

... att fler inte betalar när lånebeloppet överstiger husets marknadsvärde

8. Se Ghent och Kudlyak (2011).

banken ta över huset. Den senare strategin är uppenbarligen bara möjlig i stater utan recourse.

När marknadsvärdet av huset understiger lånebeloppet är det i en snäv bemärkelse en lönsam affär att låta banken ta över lånet – så länge banken inte har recourse till låntagarens övriga tillgångar. Så påståendet att lån utan recourse leder till en snabbare nedskrivning av hushållsskulder i en fastighetskris stämmer uppenbarligen. Det får dock flera problematiska konsekvenser.

Lånebeslut baseras på pantens marknadsvärdering...

För det första kommer bankernas lånebeslut att i större utsträckning baseras på en marknadsvärdering av panten. Särskilt i en framväxande fastighetsbubbla kan det vara svårt att göra en korrekt uppskattning av pantens värde. Om banken i stället skulle ha rätt till låntagarens tillgångar och/eller framtida inkomster kommer låntagarens betalningsförmåga att ha större betydelse för lånebeslutet. Efter den svenska bankkrisen i början av 1990-talet drog många långivare slutsatsen att det är förenat med avsevärt lägre risker att basera kreditbeslutet på låntagarens återbetalningsförmåga än på en uppskattning av en fastighets marknadsvärde. Många svenska banker kom att ångra att de inte hade tittat mer på återbetalningsförmågan under åren före krisen och tog den erfarenheten med sig efter krisen.

... och inte på låntagarens betalningsförmåga

Långivning baserad på kundens återbetalningsförmåga leder sannolikt till mindre framtida kreditförluster än lån som endast baseras på pantens marknadsvärde.

Banken riskerar att i en kris bli sittande med många fastigheter

För det andra riskerar banker som tar över stora mängder fastigheter i en fastighetskris att drabbas av en inte obetydlig kapitalförstöring om husen står tomma och förfaller. I USA efter finanskrisen 2007–2009, liksom exempelvis i Spanien och på Irland, finns det gott om exempel på hur enskilda fastigheter och ibland hela kvarter eller till och med städer står tomma och förfaller. Om solventa låntagare, som hade kunnat bo kvar i sina hus och ta hand om dem (pantvård i borgenärens ögon), i stället ställer in lånebetalningarna och lämnar över husen till bankerna, så har detta kostnader för samhället i form av kapitalförstöring och ytterligare fallande fastighetspriser.

För det tredje kommer husförsäljningar som förorsakats av fallande fastighetspriser att ytterligare driva ned prisnivån. Härigenom sprider sig problemen till andra låntagare med nya husförsäljningar och extra prisfall som följd. Det uppstår en negativ prisspiral som inte skulle uppstå om låntagarna hade personligt betalningsansvar.

Slutsatsen är således att ett system med lån utan personligt betalningsansvar (non-recourse) leder till en snabbare skuldnedskrivning och bidrar till att ekonomin återhämtar sig snabbare efter en finanskris. Men systemet har negativa sidoeffekter.

Snabbare återhämtning i system utan recourse, men risker finns

Pantövertagande

En viktig aspekt på hur regelverken som styr tillämpningen av låneavtalen handlar om hur pantövertagandet regleras (*foreclosure*).⁹ I USA har delstaterna olika regler även i detta avseende. I vissa delstater kan långivaren/banken ta över och sälja panten från en låntagare som inte betalar sina räntor endast genom ett reglerat domstolsförfarande, medan andra delstater tillämpar ett enklare icke-juridiskt förfarande.

Om det är lätt att realisera panten ...

Inte helt överraskande visar det sig att i delstater där det är lätt att realisera panten har det också realiserats signifikant mycket fler panten.¹⁰ Delstater med ett förenklat förfarande har dubbelt så hög sannolikhet att banken tar över och säljer en pant som delstater där övertagande kan ske först efter ett domstolsförfarande. Vidare är det högre utbudet av fastigheter i delstater med förenklat pantövertagande förenat med signifikant större fall i fastighetspriser, något som också ledde till lägre bostadsinvesteringar och konsumtions-efterfrågan.

... kan det leda till större utbud av fastigheter och större prisfall

Priset vid en pantförsäljning blir också väsentligt lägre än vid motsvarande »normala« försäljningar där ägaren själv säljer sitt

9. Mian, Sufi och Trebbi (2012).

10. A.a.

Pantförsäljningar ger lägre pris än normala försäljningar

hus. I en studie baserad på data från Massachusetts från 1980-talet fram till 2009 visas att priserna i genomsnitt blev 27 procent lägre när huset såldes efter ett pantövertagande.¹¹ Detta kan tolkas som att pantförsålda hus blivit sämre underhållna och därför betingar lägre pris.

I samma studie granskas värdeutvecklingen för närbelägna hus. Slutsatsen är att om ett hus säljs efter pantövertagande faller priserna på omkringliggande hus med omkring 1 procent och att effekten är större i områden där huspriserna är låga.

När det är lätt att ta över panter uppstår således två problem. Dels finns en risk att det skapas ett överutbud av fastigheter i en finanskris, vilket leder till att den allmänna prisnivån på hus faller extra djupt. Dels kan det ske en kapitalförstörelse genom att hus som övertagits som panter blir sämre underhållna.

Skuldnedskrivning och konkursskydd

Om extrainkomster går till banken kan arbetsutbudet påverkas negativt

Överskuldssatta hushåll med låga inkomster kan hamna i en svår situation där alla extrainkomster går direkt till banken och de därför saknar möjlighet att påverka sin egen ekonomiska situation. Avkastningen på en extra arbetsinsats blir i stort sett obefintlig. Många hushåll i denna situation är arbetslösa och riskerar att stå kvar utanför arbetsmarknaden. För sådana hushåll kan möjligheten till skuldnedskrivning göra en stor skillnad.

De lagar som reglerar konkurser och nedskrivning av skulder måste balansera två motsatta intressen. En konkurs är för låntagaren en form av konsumtionsförsäkring. Konsumenten drar nytta av att kunna låna för att jämna ut konsumtionen över livscykeln. För detta betalar konsumenten en premie i form av en högre låneränta, eftersom risken för konkurs bärs av långgivaren. Långgivarnas utbud av lån beror också på deras legala rättigheter om en betalningsinställelse inträffar. I USA kan låneavtalen innehålla klausuler som

11. Campbell, Giglio och Pathak (2011).

tillåter låntagaren att behålla en del av sin förmögenhet vid en konkurs, något som gör långivarens position svagare och minskar utbudet av krediter. Om låntagarens förmögenhet skyddas i en konkurs, helt eller delvis, ökar efterfrågan på krediter, eftersom nedsidan i en konkurs blir mindre. Således kommer undantag av förmögenhet från konkurs att leda till att utbudet av kredit minskar och efterfrågan ökar. Detta kan förväntas leda till att räntorna stiger medan volymen lån antingen kan öka eller minska.

En undersökning av effekten av att förmögenheter undantas från konkurs finner att det var 5,5 procentenheter mer sannolikt att ett hushåll skulle nekas en kredit i en stat med högre snarare än lägre undantag av förmögenhet vid en konkurs.¹² Det visar sig även att räntorna var högre i delstater där förmögenhet undantogs från konkurs och att storleken på ränteökningen till stor del berodde på storleken på hushållets förmögenhet.

I vissa delstater i USA kan hushållen vid konkurs få behålla en del av sin förmögenhet

Konkurslagstiftning och skuldsanering i Sverige

Obestånd definieras i den svenska konkurslagen (1987:672) som oförmåga att fullfölja sina åtaganden på ett rimligt sätt där en dylik oförmåga inte är tillfällig. En person som är insolvent kan förklaras i konkurs oavsett om det är en juridisk person eller en privatperson. Ett formellt konkursförfarande tillämpas dock sällan på privatpersoner.

Privatpersoner kan i stället ansöka om skuldsanering under skuldsaneringslagen (2006:548). Förutsättningarna för en sådan är inte tydligt definierade annat än att den som kan få skuldsanering ska vara bosatt i Sverige och vara så djupt skuldsatt att vederbörande inte kan förväntas betala sina skulder under en överblickbar framtid. Ett ytterligare krav är att det ska vara rimligt i förhållande till den sökandes personliga och finansiella omständigheter att en skuldsanering beviljas. Skuldsanering innebär att alla skulder

I Sverige är konkurs ovanligt för privatpersoner

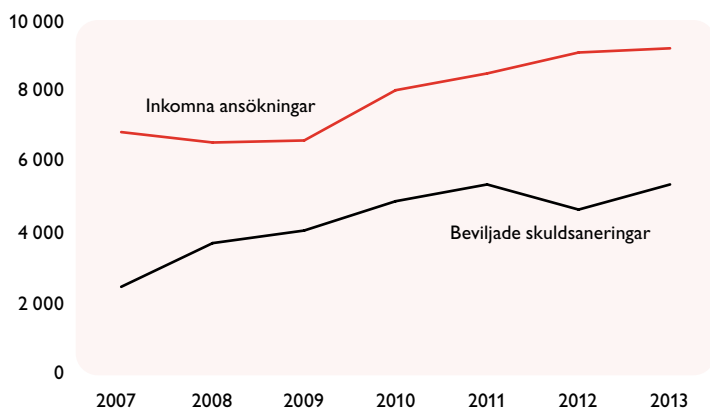
I stället ansöks om skuldsanering ...

12. Gropp, Scholz och White (1997).

... med avbetalningsplan på fem år

som täcks av förfarandet minskas eller tas bort helt och hållet. Ansökningar om skuldsanering behandlas och beslutas av Kronofogdemyndigheten. Ett beslut om skuldsanering anger hur stor del av skulden som låntagaren måste betala och innehåller en avbetalningsplan som vanligtvis löper över fem år. Alla långivare som berörs av ett beslut om skuldsanering ska få möjlighet att kommentera beslutet.

Under avbetalningsperioden förväntas låntagaren leva på existensminimum. Om inkomsterna inte överstiger existensminimum behöver låntagaren inte betala av något. Detta inträffar i ungefär en tredjedel av fallen.¹³ År 2012 tillsatte regeringen en utredning som skulle granska regelverken för personlig konkurs och skuldsanering.¹⁴ Utredningen motiverades bland annat av att antalet skuldsaneringar hade stagnerat. Utredningen som presentera-



Figur 5.3 Antal ansökningar om skuldsanering samt antalet beviljade ansökningar, 2007–2013.

Källa: Kronofogdemyndigheten.

13. Statistik från Kronofogdemyndigheten för 2013.

14. SOU 2013:72.

des 2013 föreslog förändringar för att fler ska genomgå skuldsanering.

Samma år presenterades en utredning ledd av Anna Hedborg med titeln *Överskuldsättning i creditsamhället*. I utredningen framfördes ett antal förslag: slutlig preskription för skulder som är 15 år eller äldre hos Kronofogdemyndigheten, förstärkt budget- och skuldrådgivning, ändrad ockerlagstiftning, förstärkta tillsynsresurser till Konsumentverket samt utveckling av den offentliga statistiken och forskningen om hushållens skuldsättning. Utredningen tog sikte på att lindra konsekvenserna av överskuldsättning för individen.¹⁵

Av figur 5.3 framgår att andelen accepterade skuldrekonstruktioner varit förhållandevis stabil runt 37 procent med en tillfällig nedgång 2012.

I USA regleras möjligheterna att få skuldnedskrivning och/eller konkursskydd för en privatperson av en särskild lagstiftning. Gälldenärer kan välja mellan att söka skydd under endera av två regelverk som kallas *Chapter 7* och *Chapter 13*. Under *Chapter 7* kan gälldenären få skuldnedskrivning och skydd mot utmätning i utbyte mot överlåtelse av vissa tillgångar. Under *Chapter 13* kan gälldenären få en nedskrivning av skulden samt skydd mot utmätning av såväl arbetsinkomster som tillgångar i utbyte mot att en del av skulden betalas under en viss tidsperiod, oftast 3–5 år.

I en omfattande studie på amerikanska data för en halv miljon ansökningar om skuldnedskrivning under *Chapter 13* visas att effekterna av skuldnedskrivning och konkursskydd kan vara mycket stora.¹⁶ I USA sökte 1,5 miljoner personer skuldnedskrivning 2010 på 450 miljarder dollar.

Skuldnedskrivning och skydd mot indrivning ger gälldenären starkare incitament att arbeta då han eller hon får behålla mer av lönen. I USA, där sjukförsäkringssystemet inte är lika omfattande som i Sverige, kan skydd mot indrivning också ha en effekt på individernas hälsa, eftersom uteblivna arbetsinkomster medför sämre

Utredningar har föreslagit ökade möjligheter till skuldsanering ...

... och andra åtgärder för att lindra konsekvenser av överskuldsättning

I USA kan Chapter 13 ge skydd mot utmätning ...

... vilket kan ge större incitament att arbeta

15. SOU 2013:78.

16. Dobbie och Song (2015).

tillgång till vård. Om skuldnedskrivning leder till högre inkomster kan det alltså leda till friskare medborgare – åtminstone i USA. Skyddet mot övertagande av fastighet vid oförmåga att betala skulder kan också förväntas leda till att gäldenärer inte flyttar i lika stor utsträckning utan bor kvar i sina hus och behåller sina arbeten längre.

Av studien framgår att de positiva effekterna varit starkare än vad man tidigare trott. Studien bygger på att den som söker skydd under Chapter 13 tilldelas en konkursdomare. Domarens beslut om den sökande ska få skuldnedskrivning och konkursskydd eller inte innehåller ett visst mått av subjektivt omdöme. Även domare är människor och det finns vänligt sinnade domare som är mer benägna att döma till den sökandes fördel, medan andra är mindre generösa. Utifrån statistik över tidigare domar kan domarna indelas i en grupp som är mer benägen att bevilja skuldnedskrivning och en annan som är mindre benägen.

*Slumpmässigt
hur domarna
beslutar om
skuldnedskrivning*

De sökande tilldelas en domare enligt ett helt slumpmässigt förfarande. Således kan två sökande som är identiska, sett till inkomst, kön och liknande, tilldelas domare som är olika benägna att bevilja skuldnedskrivning. Om man har tur får man en domare som beviljar ens ansökan och om man har otur får man, trots exakt samma förutsättningar, en domare som avslår ansökan.

Hur gick det då för dem som fick skuldnedskrivning jämfört med dem som trots likadana förutsättningar inte fick skuldnedskrivning därför att de tilldelats en domare från gruppen av mindre benägna? Slutsatserna är slående: skuldnedskrivning och konkursskydd har betydande långvariga positiva konsekvenser för låntagarna. De som fick sina ansökningar beviljade ökade sina årliga arbetsinkomster med 5 012 dollar jämfört med dem som fick avslag, vilket motsvarar en ökning med 21,7 procent. De arbetade i genomsnitt 3,5 procentenheter fler timmar än de som inte fick konkursskydd, en uppgång i deras arbetstid med 4,2 procent. Konkursskyddet till och med minskade den genomsnittliga dödligheten med 1,9 procentenheter under en femårsperiod, en minskning på 47,5 procent. Studien finner även tecken på att skuldnedskrivning och konkursskydd minskar låntagarnas ekonomiska instabilitet och ökar sanno-

Skuldnedskrivning gav långsiktiga positiva effekter på hushållen

likheten att de behåller samma arbete och bor kvar i samma geografiska område.

Detta är starka och intressanta resultat. Andra studier, som vi ska diskutera, har visat att överskuldssättning (*debt overhang*) bland amerikanska hushåll har hållit tillbaka deras konsumtion och sysselsättning efter finanskrisen och varit en viktig faktor bakom det faktum att återhämtningen varit långsam. Skuldnedskrivning, som också diskuterats flitigt när det gäller nationalstater och banker, är värt att diskutera även när det gäller hushåll i syfte att lindra konsekvenserna på samhällsekonomin av nästa finanskris.

Rimligen borde bolåneräntor vara högre om systemet för skuldnedskrivning och konkursskydd var mer generöst. Långgivarna/bankerna behöver ju kompensera sig för högre förväntade konkurskostnader, samtidigt som hushållen borde vara villiga att betala mer om deras risker minskar. Det är dock inte enkelt att veta hur den förändrade prissättningen skulle påverka låneefterfrågan. I studien på amerikanska skuldnedskrivningar, som refererades ovan, kunde man inte heller finna klara samband mellan regelverken för skuldnedskrivning och konkursskydd och prissättning och efterfrågan på lån.¹⁷

Överskuldssättning i USA gjorde återhämtningen långsam

Skuldnedskrivning under den svenska finanskrisen

Vi vet inte så mycket om hur nästa finanskris i Sverige kommer att se ut, men vi vet en del om den förra (1990-talskrisen). Har vi något att lära av den? Hur hanterades exempelvis nödlidande krediter?

Den svenska bankkrisen var i allt väsentligt en fastighetskris med övervärderade och överbelånade kommersiella fastigheter.¹⁸ Bolån till privatpersoner utgjorde endast en mindre del av bankernas kreditförluster. Figur 5.4 visar utvecklingen av resultat före kreditförluster samt kreditförluster i hela banksektorn. Vi ser att kredit-

Kommersiella fastigheter i centrum för den svenska 1990-talskrisen

17. Dobbie och Song (2015).

18. Se Englund (1999).

förlusterna var mer än dubbelt så höga som resultatet före kreditförluster 1993 då bankkrisen kulminerade.

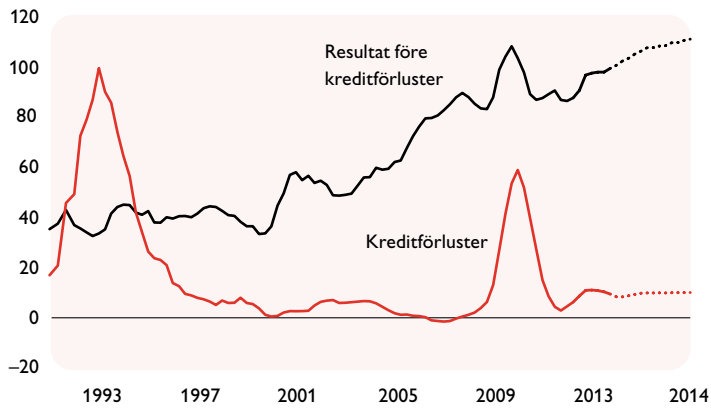
Konkurser ...

Kommersiella fastigheter ägdes ofta av fastighetsbolag som kunde gå i konkurs, och även gjorde det. I vissa fall kunde dock låntagaren – vare sig det var ett fastighetsbolag eller ett hushåll – undvika konkurs och behålla fastigheten efter en omförhandling av skulden.

... men även ränteeftergifter förekom

Sådana omförhandlingar regleras inte av något regelverk utan skedde därför att det låg i såväl långivarens som låntagarens ekonomiska intresse att låta den som bodde i eller använde fastigheten på annat sätt vara kvar men med reducerade räntebetalningar. De bortskrivna räntorna kallades för ränteeftergifter.

Ränteeftergifterna är inte, såvitt vi vet, dokumenterade annat än i bankernas årsredovisningar. De kunde utformas på olika sätt. Låntagaren kunde få räntesatsen nedsatt från till exempel 10 procent till 5 procent under en begränsad tidsperiod eller tills vidare. I vis-



Figur 5.4 Resultat före kreditförluster samt kreditförluster i de svenska storbankerna, rullande fyra kvartal, miljarder kronor, fasta priser, mars 2014.

Anm.: Streckade linjer avser Riksbankens huvudscenario.

Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2014:1, diagram 1:6.

Tabell 5.1 Ränteeftergifter i storbankerna, 1992–1995.

År	Ränteeftergifter/resultat	Ränteeftergifter/kreditförluster
1992	1,50	0,65
1993	0,41	0,33
1994	0,27	0,46
1995	0,25	0,58

Källa: Egna beräkningar från årsredovisningar.

sa fall sattes räntebetalningarna ned men skuldfördes, för att senare betalas tillbaka till banken när och om låntagaren fick råd. Exakt hur de olika uppläggen såg ut och vilka som var vanligast vet vi inte. Inte heller är det känt hur ränteeftergifterna fördelade sig på kommersiella fastigheter och bostäder.

Ränteeftergifterna var av icke obetydlig omfattning. Tabell 5.1 visar de redovisade eftergifterna som andel av resultat före kreditförluster samt som andel av totala kreditförluster årligen mellan 1992 och 1995. Siffrorna är ovägda genomsnitt av de belopp som redovisades i årsredovisningarna för Föreningsbanken, Handelsbanken, SE-Banken, Sparbanken samt Nordbanken.

Det faktum att det gjordes så pass stora ränteeftergifter måste rimligtvis ha påverkat krisförloppet. Att lånevillkoren kunde omförhandlas så att hushåll kunde bo kvar i sina bostäder och företag kunde behålla sina kommersiella fastigheter bidrog rimligtvis positivt till att den svenska finansiella krisen avvecklades så förhållandevis snabbt och smidigt som den ändå gjorde.

Ränteeftergifterna ganska stora

...

... vilket bör ha bidragit till snabbare avveckling av krisen

Fördelningen av risker

I ljuset av den utdragna skuldsaneringsprocessen i många länder och den långsamma ekonomiska återhämtningen i världen är det naturligt att diskutera hur låneavtalet fördelar risker mellan långi-

vare och låntagare. Atif Mian och Amir Sufi konstaterar att »Ekonomiska katastrofer föregås nästan alltid av en stor uppbyggnad av hushållsskulder. I själva verket är korrelationen så stark att det är så nära en naturlag man kan komma i makroekonomi. Dessutom är det så att kraftiga uppgångar i hushållens skulder och ekonomiska katastrofer förefaller vara kopplade till nedgångar i hushållens utgifter.«¹⁹

Med hjälp av en mycket stor databas över amerikanska hushåll har Mian och Sufi undersökt hur krisen och fallande huspriser påverkade välfärd och sysselsättning. Effekterna av fallande huspriser beror, som diskuterades i kapitel 4, på hur skulderna är fördelade. Om en stor del av den totala skuldsättningen finns hos fattiga hushåll när huspriserna rasar, skapar det uppenbarligen större problem än om skuldsättningen är koncentrerad till rikare hushåll med större ekonomiska marginaler. Att endast titta på aggregerade data på till exempel skulder som andel av BNP ger inte hela bilden. Det kan till och med ge en felaktig bild. En viss aggregerad skuldkvot kan vara ett stort eller litet problem för den finansiella stabiliteten beroende på hur skulderna är fördelade.

Mian och Sufi visar att skulderna var kraftigt snedfördelade. De fattigaste 20 procenten av de amerikanska hushållen hade en skuldsättningsgrad på strax under 80 procent i förhållande till tillgångar medan de rikaste 20 procenten hade en skuldsättningsgrad på mindre än 10 procent. Skuldsättningsgraden föll tämligen linjärt med växande förmögenhet.²⁰

En oproportionerlig andel av skulderna fanns alltså hos den del av befolkningen i USA som hade lägst inkomster, det vill säga just de grupper som har högst marginell konsumtionsbenägenhet. När huspriserna föll och alla grupper blev fattigare blev konsumtions-

19. Mian och Sufi (2014), s. 8 (vår översättning).

20. Med tanke på att den viktigaste förmögenhetskomponenten är den egna bostaden, vars värde endast kan uppskattas med osäkerhet, är det uppenbart att indelningen av hushåll i deciler delvis baseras på mätfel. Som framgår av motsvarande data för Sverige (figur 4.8) har de lägsta decilerna i Linda-databasen en negativ nettöförmögenhet, det vill säga en skuldsättningsgrad på över 100 procent.

Om stor del av skuldsättningen finns hos fattiga hushåll ...

nedgången mer dramatisk bland hushåll med låga inkomster, både därför att de var mycket högre belånade och för att deras konsumtion var mer inkomstkänslig. De kunde inte längre upprätthålla den konsumtionsnivå de haft när fastighetspriserna gick upp och de kunde belåna övervärdena i sina fastigheter. Detta gjorde att privat konsumtion och aggregerad efterfrågan gick ned, människor förlorade sina arbeten och fastighetspriserna föll ännu mer i en negativ spiral.

... kan konsumtionsnedgången bli mycket kraftig ...

En situation där hushållen har belånat sig kraftigt mot säkerhet i fastigheter och där värdet av fastigheterna faller kraftigt kan således bli svår att hantera, särskilt om skulderna är så snedfördelade som i USA före finanskrisen. Om hushållen kan skicka in nycklarna till banken blir de kvitt sina skulder snabbare och de negativa effekterna på konsumtion och välfärd begränsas. Samtidigt riskerar det att leda till ännu större husprisfall på grund av överutbud och bristande underhåll. Det är alltså inte uppenbart hur man på bästa sätt balanserar riskerna mellan långgivare och låntagare.

... men om recourse finns begränsas dessa effekter

I Sverige och andra europeiska länder lägger regelverket – utformningen av låneavtalet – en mycket stor del av risken på hushållet. Detta har blivit särskilt uppmärksammat i fastighetskrisens Spanien.²¹ Även om ett spanskt hushåll har ett undervärde i sitt hus och skickar in nycklarna till banken som tar över och säljer huset, så har låntagaren kvar hela den resterande skulden till banken. Skulden fortsätter att tynga ned hushållet och försvårar ekonomins återhämtning från finanskrisen.

Även i Spanien lägger regelverket således hela lånerisken på låntagaren. Exakt hur stor del av risken som till slut hamnar på hushållet beror också på vilka praktiska möjligheter banken har att komma åt låntagarens resurser utöver huset och hur benägen banken är till räntefertigheter och skuldnedskrivningar. Samtidigt såg vi att skuldsanering kan ha många positiva effekter. De hushåll som kunde utnyttja Chapter 13 i USA till att skriva ned sina skulder och skydda sina tillgångar mot åtkomst från långgivaren fick en bättre syssel-

21. Se Mian och Sufi (2014).

sättnings-, inkomst- och till och med hälsoutveckling än de hushåll som inte fick skulderna nedskrivna.

*Hur föra över
mer risk till
långivarna?*

Det spelar således roll hur risken fördelas mellan långgivare och låntagare, och det kan vara lättare att komma ur problemen med låg tillväxt till följd av en utdragen skuldsanering efter en finanskris om mer risk skiftas över till långgivaren. Detta kan göras på många sätt.

Bolån med delat ansvar

Reglerna för att skifta risk mellan långgivare och låntagare kan formuleras explicit i låneavtalet. Många utformningar är möjliga, och akademiker har länge kommit med olika förslag,²² men inget har hittills provats i större kommersiell skala. Mian och Sufi lanserar vad de kallar Bolån med Delat Ansvar (BDA-lån). Tanken är att långgivaren (banken) ger låntagaren skydd mot en ofördelaktig utveckling av värdet på låntagarens fastighet, i utbyte mot högre ränta eller mot att långgivaren får en viss andel av uppgången i värdet på bostaden om och när priserna stiger.

*Långgivaren
kan ge skydd
mot prisfall
mot högre
ränta*

Låt oss knyta an till exemplet i början av kapitlet. Där hade vi en låntagare som lånade 1,8 miljoner kronor från banken för att förvärva en fastighet som på marknaden var värd 2,4 miljoner, det vill säga hushållet hade ett fastighetskapital på 600 000 i sitt innehav. Sedan antog vi att fastighetspriserna föll med 30 procent till 1,68 miljoner kronor. Det egna kapital var då uttraderat, hushållet hade en skuld till banken och försvagade incitament att arbeta. Låt oss anta att räntan på hushållets lån var 3 procent.

Om lånet hade varit ett BDA-lån hade låntagaren betalat 3 procent ränta plus en försäkringspremie på samma sätt som i dagens lånemodell, så länge prisnivån på bostäder var oförändrad eller högre än när lånet togs. På ett BDA-lån är betalningarna på lånet knutna till ett lämpligt lokalt husprisindex. När index faller under den nivå som gällde när lånet ingicks, reduceras kundens låneränta i propor-

*Lånet knyts då
till ett lokalt
husprisindex*

22. Se Englund (1999).

tion till nedgången i index. Anledningen till att lånebetalningarna knyts till ett index och inte till värdet på den aktuella fastigheten är att det senare skulle ge låntagaren incitament att eftersätta underhåll på fastigheten i syfte att få ned sina lånebetalningar. Med ett tillräckligt brett index finns inte den frestelsen. Å andra sidan minskar sambandet mellan indexvärde och värdet på låntagarens egen fastighet.

När låntagaren får minskade lånekostnader i proportion till fall i husprisindex har det samma konsekvens på låntagarens kassaflöde som en nedskrivning i lånebeloppet, men det sker kontinuerligt och i enlighet med en i förväg överenskommen formel. När sedan huspriserna så småningom ökar igen och når sin ursprungliga nivå återgår låneavtalet till de villkor det hade när det ingicks.

Detta innebär naturligtvis en extrakostnad för långivaren/banken. Den kan hanteras på två sätt. Ett alternativ är att långivaren tar ut en högre kostnad för ett BDA-lån än för konventionella lån. Mian och Sufi räknar med att, givet den genomsnittliga ökningen och volatiliteten i huspriser i USA, en sådan kostnad skulle uppgå till cirka 1,4 procent av det ursprungliga lånebeloppet.

Ett alternativt sätt för compensation skulle vara att ge långivaren andel i prisuppgången på bostäder. Om långivaren får 5 procent av kapitalvinsten när låntagaren säljer eller refinansierar sitt hus skulle detta, enligt Mian och Sufi, kompensera för garantin mot fall i huspriser i en diversifierad portfölj med huslån.

Ett BDA-lån skulle således ha ungefär samma goda effekter som skuldnedskrivning och kanske inte vara lika belastande för låntagaren. Att ha gått till en domstol och fått skuldnedskrivning under Chapter 13 i USA påverkar låntagarens möjligheter att få lån i framtiden. BDA-lånet har inga sådana problem utan följer bara en formel i prissättningen.

BDA-lån är inte heller behäftade med *moral hazard*-problem. Om frikostiga möjligheter att skriva av lån vid betalningssvårigheter skrivs in i regelverken kan det leda till att låntagarna blir mer benägna att överskuldsätta sig eftersom de vet att de slipper bära kostnaderna om något blir fel. Med ett BDA-lån får de betala för-

Effekten blir densamma som en skuldnedskrivning

Lånet följer en formel och försvårar då inte möjligheten till nya lån

säkringspremie och därför uppstår inget moral hazard-problem.

Olika varianter av BDA-lån har av akademiker länge framförts som en attraktiv lösning. De har emellertid inte blivit någon kommersiell framgång. Kanske är det för att de komplicerar det enkla, väletablerade bolånet. Man skulle för att komma förbi den invändningen kunna tänka sig att försäkringsbolag säljer husförsäkringsdelen av BDA-lån separat. Då kan bankerna fortsätta att sälja bolån och försäkringsbolagen kan erbjuda försäkring mot fallande bostadspri- ser, som ju är en makrorisk som med fördel kan hanteras på en glo- bal återförsäkringsmarknad.

*Försäkrings-
bolag bör
kunna sälja
husförsäk-
ringsdelen av
lånet*

Slutsatser

*Nödvändigt
förbereda sig
inför nästa kris*

Inför nästa kris – när den än kommer – finns anledning till några re- flektioner:

1. Eftersom vi inte vet när nästa kris kommer är det klokt att förbe- reda regelverk och mekanismer i syfte att minimera skadeverk- ningarna när krisen väl inträffar. Inte minst om den blir fastig- hetsrelaterad finns det skäl att se över låneavtalets utformning och mekanismerna för skuldnedskrivning i en makroekon- omisk kris.
2. Som vi har sett var frivilliga förhandlingar som ledde till ränte- eftergifter omfattande under 1990-talskrisen. Eftersom de var gynnsamma för de förhandlande parterna och troligtvis inte till skada för någon tredje part var de rimligtvis bra för samhället. Det kan finnas skäl att fundera på hur det institutionella ramver- ket ser ut i dag när det gäller möjligheterna att få till stånd skuld- omförhandlingar.

*Se över låne-
avtalets
utformning*

*Gör skuld-
omförhandling
möjlig*

Regelverken för banker i form av Basel 3, redovisningsreg- ler med mera är så mycket mer omfattande nu än 1990 och de skraddarsyddade lösningar för en bankkund i trångmål som var möjliga på 1990-talet kanske är svårare att åstadkomma i dag.

Exempelvis redovisades ränteeftergifter på 1990-talet med det årliga beloppet för räntenedsättning som förlust. De regel-

verk som träder i kraft om något år kommer att ta det diskonterade nuvärdet av framtida ränteeffgifter till resultatet omedelbart. Vilka konsekvenser detta får för bankernas vilja att göra ränteeffgifter bör utredas.

Det vore sannolikt bra med mer transparens i hur problemkunder hanteras av långivarna. Inte i det enskilda fallet men i aggregatet. Det är svårt att av 1990-talets årsredovisningar förstå hur bankernas avtal med kunderna om ränteeffgifter var utformade.

3. Ett alternativ till skuldombförhandlingar och ränteeffgifter är BDA-lån. På många sätt är de mycket smidigare än ränteeffgifter eftersom det inte krävs någon förhandling i en krissituation utan allt är preciserat i låneavtalet. Om det finns en vilja att införa dem finns det skäl att utreda om det finns några hinder som försvårar ett införande och insatser för att undanröja sådana.
4. Om BDA-lån blev allmänna skulle bankerna eller försäkringsbolagen få bära makrorisk kopplad till husprisernas utveckling. Det finns skäl att fundera över möjligheter för bankerna eller försäkringsbolagen att avhända sig denna risk, till exempel genom marknader för derivat kopplade till husprisindex.

Bolån som delar på ris- kerna

Kunna avhända sig makrorisk genom derivat- marknader

1 2 3 4 5 6 7

Behöver låntagarna skyddas?

Lärdomar från beteendekonomi

Traditionell nationalekonomisk analys antar att marknadsaktörer – konsumenter och företag – är rationella i sitt beteende och noggrant väger de egna kostnaderna och fördelarna när de fattar ekonomiska beslut. Annorlunda uttryckt: människor vet vad som är bäst för dem och agerar på basis av denna kunskap.

I verkligheten har människor emellertid ibland svårt att förstå exempelvis villkoren för ett bostadslån. Och även när de förstår vad som är bäst så agerar de inte alltid på bästa sätt: de kan till exempel i dag planera att låna mindre (spara mer) i morgon, men i praktiken kommer morgondagen aldrig. Kort sagt, människor gör systematiska misstag, det vill säga de är förutsägbart irrationella.¹

En växande litteratur inom så kallad beteendefinans (*behavioral finance*) studerar hur konsumenternas beteende skiljer sig från den neoklassiska litteraturens objektiva, »rationella« konsumenter.

I det här kapitlet koncentrerar vi oss till en början på de sned-

Människor gör systematiska misstag

1. Ariely (2008).

vridningar som visat sig ha betydelse för konsumenters lånebeteende. Vi identifierar de hushållsgrupper och kreditformer som mest sannolikt påverkas av dessa snedvridningar. Därefter diskuterar vi olika möjliga åtgärder för att mildra effekterna av snedvridningarna och beskriver vad forskningen har att säga om hur effektiva dessa åtgärder är. Vi relaterar också dessa rön till den politik på området som för närvarande bedrivs i Sverige. Slutligen sammanfattar vi och drar våra egna slutsatser.

Vilka slags psykologiska snedvridningar har betydelse för låntagande?

Ekonomisk forskning betonar vikten av tidspreferenser: pengar i dag värderas högre än pengar i framtiden. I många fall beter sig individer som om den relativa värderingen mellan två framtida tidpunkter ändras ju närmare tidpunkterna kommer. Preferenserna är således inte konsistenta över tiden; de har en slagsida mot nuet (*present bias*). Innebörden är att individen i dag vill låna mindre och spara mer i morgon, men när morgondagen kommer resonerar individen på samma sätt så att den långsiktiga planen att låna mindre aldrig uppfylls. O'Donoghue och Rabin (1999) definierar detta mer precist som »när man beaktar avvägningen mellan två framtida tidpunkter, ger preferenser med present bias en starkare relativ vikt till den tidigare tidpunkten ju närmare den kommer i tiden«. ²

Nästan per definition bör krediter som tillåter omedelbar konsumtion och en återbetalning i framtiden vara tilltalande för personer med present bias. Meier och Sprenger (2010) mäter tidspreferenser och finner att individer med present bias tenderar att ha en betydligt större mängd kreditkortsskulder och en högre andel betalningsanmärkningar än individer utan sådan bias. Vidare finner Agarwal, Deng och He (2014) att låntagare med present bias mer sannolikt kommer att acceptera baktunga bostadslån med små

Present bias, pengar i dag värderas högre än pengar i framtiden ...

... gör att krediter för omedelbar konsumtion är tilltalande

2. O'Donoghue och Rabin (1999), s. 103 (vår översättning).

Naiva individer kan lätt exploateras genom dolda dyra tillägg och ...

... lån där varje avgift är liten, men som summerar till höga belopp

amorteringar i början och därmed med ökad risk för att de inte kommer att kunna betala när bostadspriserna faller.

Gabaix och Laibson (2006) och Heidhues och Koszegi (2010) har genomfört teoretiska analyser av marknader med en andel naiva individer som inte inser sin present bias. Långgivarna kan exploatera dessa genom låneavtal som döljer dyra tillägg, till exempel straffräntor och straffavgifter för den som släpar efter med betalningarna, precis så som villkor för kreditkort och snabbblån normalt ser ut. Samtidigt kan »s sofistikerade« låntagare (som känner till sin present bias) undvika sådana tillägg och därmed dra nytta av de naiva konsumenterna, vilka genom att dra på sig dyra tillägg i praktiken subventionerar de sofistikerade konsumenternas relativt billiga lån. Låntagare som inte inser sin present bias betalar både straffavgifter och skjuter amorteringar på framtiden. De underskattar de totala kreditkostnaderna och lånar därför för mycket.

En annan typ av snedvridning består i att låntagaren missuppfatta priset så att det ser ut att vara billigt att låna, fastän det är dyrt. En sådan snedvridning är när man tillämpar *en alltför trång referensram*.³ Detta har kallats småpotatiseffekten (*peanuts effect*). Låntagare kan anse att varje enskild avgift eller avbetalning är småpotatis och underlåta att addera kostnaderna över tiden. Detta kan jämföras med en rökare som bara tänker på nästa cigarett, vilken enbart har en marginell effekt på hälsan, men bortser från nästa års cigarettrökande.⁴ Denna snedvridning är även relaterad till de marknadsstrategier som temporärt omformar aggregerade kostnader till en rad små dagliga utgifter, *pennies-a-day*.⁵ Ett avbetalningslån uppdelat på många små månadsbetalningar utnyttjar denna snedvridning.

Pris kan också misstolkas till följd av människors tendens att bilda *snedvridna förväntningar* om variansen i framtida utfall.⁶ Låntagare kan tendera att underskatta variansen i sina framtida inkom-

3. Kahneman och Lovallo (1993).

4. Read, Loewenstein och Rabin (1999).

5. Gourville (1998).

6. Till exempel Lichtenstein och Fischhoff (1980).

ter och utgifter. Hyytinen och Putkuri (2012) använder finska data på hushållsnivå för att mäta hur hushållens finansiella förväntningar är relaterade till deras lånebeteende. Det visar sig att de hushåll som sämst förutspår framtiden (de som var mest optimistiska) har större sannolikhet att lida av för stora skuldbördor.

De som sämst spår framtiden har som regel större skuldbördor

Den sista snedvridningen som vi vill betona är konsumenternas begränsade uppmärksamhet och tillgång till alltför mycket information som är relevant för deras beslut. Detta leder till *förenklade tumregler* för att lösa komplicerade beslutsproblem, som ursprungligen beskrevs av Daniel Kahneman och hans medförfattare Amos Tversky (1974). Mori, Diaz och Ziobrowski (2009) finner med hjälp av randomiserade experiment att tumregler med fokus på priset kan förklara varför låntagare med rörliga räntor tenderar att bortse från de relaterade riskerna för stigande räntor.

För mycket information leder till förenklade tumregler

Moore (2003) dokumenterar att människor ofta inte förstår villkoren i konsument- och bostadslånekontrakt. Woodward och Hall (2010) finner tecken på att långgivare utnyttjar denna brist på förståelse genom att anpassa sin prissättning så att de fattigaste och sämst informerade låntagarna betalar mest för sina lån. På samma sätt finner Stango och Zinman (2011) att låntagare som har en sämre finansiell kunskap får sämre villkor när de lånar från mindre reglerade långgivare.

De fattigaste låntagarna betalar mest för sina lån

Snedvridningar och åtgärder mot alltför hög belåning

För att dämpa en alltför stor skuldsättning kan man vidta åtgärder för att direkt begränsa tillgången till lån eller påverka priset genom pristak och restriktioner för lånevillkor. I USA har åtminstone 13 stater bindande restriktioner på marknaden för kortsiktiga krediter som så kallade lönedagslån (*payday loans*).⁷ Rönen om effekter-

7. Så kallade lönedagslån ger normalt en utställd check på några hundra dollar daterad på låntagarens nästa löneutbetalningsdatum, vilken täcker lånebeloppet plus en finansiell kostnad om minst 15 dollar per 100 dollar.

Restriktioner för dyra korta lån kan förhindra överbelåning ...

... men samtidigt kan värdefulla investeringar inte bli av

Krav på information införs för att minska asymmetrier

Optimistisk låntagare inser inte informationens betydelse

na och välfärdsimplikationerna av dessa slags interventioner är begränsade och blandade.

Flera studier visar att tillgången på dyra krediter förvärrar situationen för hushåll i finansiellt trångmål.⁸ Hushållen tycks fatta beslut som gör mer skada än nytta när de har tillgång till dyra korta lån, och därför skulle en begränsning av tillgången på sådana lån hjälpa dem genom att förhindra överbelåning.

Men flera andra studier pekar i annan riktning. De finner tecken på att tillgången på dyra konsumentlån i genomsnitt hjälper låntagare att hantera negativa chocker,⁹ anstränga sig för att behålla jobbet¹⁰ eller bättre hantera sin likviditet.¹¹ Dessa resultat tyder på att en begränsning av tillgången på sådana lån kommer att skada låntagarna genom att förhindra dem att finansiera värdefulla investeringar och utjämna konsumtionen över tiden.

Andra åtgärder är satsning på finansiell utbildning och krav på att information om lånevillkor är väl synlig vid försäljningen. Båda dessa typer av åtgärder har införts i Sverige relativt nyligen.

Synliggörande av information

Tanken med att kräva att information görs tillgänglig och synlig är att minska asymmetrin i information, och därigenom minska låntagarnas informationskostnader och begränsa långivarnas marknadsmakt. Sådana åtgärder har kritiserats av olika skäl, inklusive kostnaderna för efterlevnad.¹² De beteendefaktorer som diskuterats tidigare i kapitlet kan också undergräva värdet av information om låntagarna ändå inte förstår informationen eller tror att den inte har betydelse för deras beslut, till exempel beroende på att de är för optimistiska när det gäller deras eget framtida beteende.¹³

8. Melzer (2011), Campbell, Martinez-Jerez och Tufano (2012), Carrell och Zinman (2014) samt Skiba och Tobacman (2008).

9. Morse (2011) och Wilson m.fl. (2008).

10. Karlan och Zinman (2010).

11. Morgan, Strain och Seblani (2012) och Zinman (2010).

12. Stango och Zinman (2011).

13. Loewenstein, Sunstein och Golman (2014).

Vidare kan konsumenter också direkt underskatta priser, även när det inte föreligger någon osäkerhet. Stango och Zinman (2009) finner att en konsekvens av den välkända undervärderingen av ackumulerad tillväxt (»ränta på ränta«) är en överskattning av hur snabbt skulden minskar på ett avbetalningslån. På samma sätt finner Soll, Keeney och Larrick (2013) att människor underskattar hur lång tid det tar att eliminera en skuld när betalningarna knappt täcker räntan.

Enligt CARD Act¹⁴ som infördes i USA 2010 måste kontoutdragen för kreditkort göras mer informativa än tidigare för att hjälpa konsumenterna att bättre förstå vad deras skulder faktiskt kostar dem. Kreditkortsföretagen måste nu rapportera dels den tid det skulle ta att återbetala saldot på ett kreditkort om man enbart gör minsta möjliga månatliga inbetalningar, dels den månadsbetalning som krävs för att återbetala saldot på tre år. Keys och Wang (2014) finner att den nya lagen i själva verket hade den omvända effekten, att minska den andel konton som betalades fullt ut med 1 procent. Detta tyder på att om man sätter de rekommenderade betalningarna på en låg nivå kommer det att leda till att vissa konsumenter minskar de totala avbetalningarna på sina skulder. Rekommenderade minimibetalningar kan alltså fungera som en referenspunkt för många människor.

Icke desto mindre finns det en del tecken på att viss information kan vara av värde beroende på när och hur den ges. Stango och Zinman (2014) har genomfört ett randomiserat kontrollerat experiment om övertrasseringsavgifter. Deltagarna fick delta i en enkät om övertrasseringsavgifter när de loggade in på sitt bankkonto. Det visade sig mindre sannolikt att individerna skulle dra på sig en avgift den månad då enkäten gjordes, och när den upprepades följande månad minskade sannolikheten ännu mer. Bertrand och Morse (2011) redovisar ett test av olika typer av information om kortsiktiga krediter med hög ränta. De finner att information som hjälper människor att tänka mindre snävt kring lånekostnaderna över tid minskar utnyttjandet av kortsiktiga lån till hög ränta. Detta gäller speci-

Undervärdering av ränta på ränta-effekten

Krav på mer information på kontoutdrag ...

... ledde till minskad andel som gjorde fulla avbetalningar

Information om ackumulerade avgifter gav färre kortsiktiga högräntelån

14. Credit Card Accountability, Responsibility, and Disclosure Act.

ellt information som tydliggör den ackumulerade effekten av lånets avgifter jämfört med avgifter på andra lån och placeringar.

Stango och Zinman (2011) utnyttjar skillnader i krav på ränteinformation mellan amerikanska delstater för att testa om sådan information påverkar långivarnas förmåga att prisdiskriminera. De finner att det har avgörande betydelse om det kontrolleras att obligatoriet efterlevs. Om så inte är fallet ökar klyftan mellan de belopp som betalas av låntagare med olika grad av present bias. När obligatoriet efterlevs, begränsar det långivarnas möjligheter att prisdiskriminera på basis av kognitiv begränsning. Emellertid verkar kostnaderna för efterlevnad totalt sett höja räntorna, vilket gör att nettoeffekten är tvetydig, det vill säga de rationella låntagarna får bära en del av kostnaderna för att skydda de mindre rationella låntagarna.

Kontroll att regler följs begränsar prisdiskriminering

Informationskrav i Sverige

I Sverige infördes konsumentkreditlagen (2010:1846) med det huvudsakliga syftet att bryta trenden med ökande betalningsproblem på sms-lån. Lagen föreskriver att den effektiva räntan anges och kräver att sms-låneföretag gör en kreditkontroll av alla som ansöker om lån hos dem innan de fattar beslut om att bevilja lån. Notera dock att lagen inte specificerar vad sms-låneföretagen ska göra med den information som de får genom kreditkontrollen.

Informationskrav och kreditkontroll på sms-lån har införts ...

Som framgår av figur 6.1 har antalet betalningsanmärkningar stigit ytterligare efter införandet av den nya lagen, vilket har oroat finansmarknadsministern. I juli 2014 fick Finansinspektionen därför rätt att också övervaka icke-finansiella institutioner, innefattande sms-låneföretagen. Vidare stärkte regeringen Konsumentverkets makt genom att öka storleken på de avgifter som verket kan påföra företag som inte följer konsumentkreditlagen. Det är dock värt att hålla i minnet att det ökande antalet betalningsanmärkningar inte säger att riskerna med snabbblån har ökat, eftersom vi inte har statistik på hur antalet nya snabbblån har ökat över tiden.

Det är för tidigt att säga om de nya lagändringarna kommer att ge den avsedda effekten att minska antalet krav på indrivning av snabblåneskulder. Som diskuterats tidigare finns det flera skäl till



Figur 6.1 Antal inkomna krav på indrivning av snabblåneskulder hos Kronofogdemyndigheten, första halvåret 2006–2013.

Källa: Kronofogdemyndigheten.

att effekten av en tydligare ränteinformation inte behöver bli den förväntade. Det finns heller inget i lagen som ger sms-låneföretagen incitament att bli mer restriktiva i sin kreditgivning till högriskindivider. Företagen kan helt enkelt köpa kreditinformation från UC och sedan bortse från den. De ytterligare kostnader som kreditkontrollerna innebär kan i stället leda till att företagen beviljar ytterligare lån och ökar sina räntesatser för att få täckning för de ökade kostnaderna.

... men långivarna kan bortse från köpt information

Information genom marknaden

På internet finns ett antal sajter som ger information om och förmedlar krediter. Inledningsvis var dessa sajter normalt institutionspecifika, det vill säga ansökan om ett kreditkort eller annan slags kredit gick genom en banks webbplats. Konkurrensen gynnades därför främst genom att sökande kunde leta på nätet efter olika erbjudanden. Särskilda jämförelsesajter där man jämför icke-bindande lånevillkor från olika användare innan man ansöker dök upp kring 1998. Sådana jämförelsesajter, som Lending Tree i USA eller

På marknaden har jämförelsesajter dykt upp ...

Compricer.com och Prisjakt.se i Sverige, hjälper människor att fatta beslut om var de ska ansöka om lån genom att tillhandahålla icke bindande information om de kreditvillkor som olika banker erbjuder.

... men också
förmedlings-
plattformar ...

Webbaserade förmedlingsplattformar, som TrustBuddy i USA, går ett steg längre och gör det möjligt att skicka in en enda låneansökan och få flera, skraddarsydda, bindande erbjudanden från en rad banker. I Sverige fungerar flera nytillkomna intermediärer, såsom Lendo, MyLoan och Freedom Finance, på samma sätt. Här kan konsumenten göra en enda låneansökan som inleder en anbudsprocess mellan bankerna och resulterar i flera (bindande) kreditanbud. Intermediärens funktion är att göra det enklare att jämföra krediterbjudanden genom att välja ut nyckelaspekter i kontraktet (lånebelopp, tidsperiod, effektiv och absolut ränta, avgifter och amorteringsplan) och presentera dessa för konsumenten på exakt samma sätt för alla krediterbjudanden. Agarwal, Bos och Roszbach (2014) använder registerdata från en av dessa svenska intermediärer och finner att direkt konkurrens genom budgivning från bankerna driver ned priset på blacolån. Genom att förenkla jämförelse av lånekontrakten verkar intermediären göra det möjligt för konsumenterna att hålla nere sina kreditkostnader.

... som verkar
bidra till lägre
kreditkostnader

Finansiell kompetens. Det finns gott om bevis på samband mellan mått på läskunnighet och finansiella utfall. Almenberg och Widmark (2011) har genom en enkätundersökning funnit att många vuxna svenskar får kämpa även för att klara elementära beräkningar och har bristande förståelse för grundläggande finansiella begrepp. Detta överensstämmer med tidigare forskning från andra höginkomstländer.¹⁵ En dålig förmåga att utföra enkla matematiska beräkningar sammanhänger också med mindre sparande¹⁶ och ökad benägenhet att ta lån till dåliga villkor och att få betalningsproblem. Sammantaget är emellertid bevisen för ett kausalt sam-

Brister i matematik sammanhänger med dåliga lånevillkor

15. Lusardi och Mitchell (2009), Banks och Oldfield (2007) och Lusardi och Tufano (2009).

16. Banks och Oldfield (2007).

band mellan finansiell kompetens och finansiella resultat ganska svaga.¹⁷

Tyvärr finns inte heller några starka bevis för att politiska åtgärder kan öka den finansiella kompetensen.¹⁸ Ett undantag finns dock i en välgjord studie av Brown med flera (2013) som studerar ett urval av amerikaner i åldrarna 19 till 29 år och finner att utbildning i matematik och finansiell kompetens i gymnasiet leder till en tillfällig minskning av skuldproblem – såsom konkurser – och att det minskar sannolikheten för att bli skuldsatt. Effekterna avtar emellertid snabbt med åldern.

Trots den svaga evidensen påpekar Zinman (2013) att finansiell kompetens kan vara till nytta genom att den skapar medvetenhet om långivarnas drivkrafter och om kvalitetskillnader mellan olika långgivare. Finansiell kompetens kan också öka medvetenheten om egna bevekelsegrunder eller tendenser att låna för mycket.

Politiska åtgärder

Den svenska regeringen har avsatt särskilda medel för att öka den finansiella kompetensen. I detta arbete samverkar Finansinspektionen, Konsumentverket och Kronofogdemyndigheten. De har tagit flera initiativ; 2011 utvecklade de till exempel ett utbildningsspel för svenska ungdomar, »koll på cashen«, som syftar till att inspirera och stödja lärare i deras ansträngningar att arbeta mer med privatekonomiska frågor.¹⁹ För att nå äldre åldersgrupper samarbetar de tre parterna också med Pensionsmyndigheten, banker, försäkringsbolag och branschorganisationer. Vad vi vet så finns det emellertid ingen forskning som studerar hur effektiva dessa initiativ varit. Ett problem som Meier och Sprenger (2013) pekar på är att de som frivilligt deltar i utbildning i privatekonomi framför allt är de som har minst behov av ökade kunskaper.

Åtgärder för att öka finansiell kompetens verkar locka de redan insatta

17. Se Lusardi och Mitchell (2014) för en genomgång.

18. Hastings, Madrian och Skimmyhorn (2013) och Fernandes, Lynch och Netemeyer (2014).

19. <http://www.kollpacashen.se/>.

Standardkontrakt

Med fullt rationella konsumenter skulle en förändring av standardalternativet – det alternativ som väljs automatiskt – ha liten betydelse för det ekonomiska utfallet. Så länge transaktionskostnaderna är små, kommer konsumenterna ändå att välja bort ett alternativ som inte överensstämmer med deras preferenser. I praktiken har det dock visat sig att standardalternativet kan ha en betydande effekt på utfallet, även när de direkta transaktionskostnaderna av att välja bort det är små.

Standardalternativet visar sig vara mycket viktigt

Standardkontrakt för sparande

I USA är andelen hushåll som deltar i en sparplan betydligt högre när det krävs ett aktivt beslut att välja bort sparplanen än vad det är när individerna måste fatta ett aktivt beslut för att delta. Madrian och Shea (2001) dokumenterar en 50-procentig ökning i nyanställdas deltagande i sparplaner hos en stor arbetsgivare som bytte från ett system där man aktivt måste välja att delta till ett system med automatiskt deltagande där man aktivt måste välja att inte delta. Andra studier dokumenterar liknande effekter.²⁰

Fler med i sparplan om aktivt beslut krävs för att välja bort deltagande

Även om automatiskt deltagande leder till entydiga ökningsar i deltagandet så är dess effekter på sparande och välfärd mindre säkra. För det första är det specifika belopp som fastställts som standard vid automatiskt deltagande extremt beständigt. Sålunda ökar automatiskt deltagande sparandet för de individer som annars inte skulle ha deltagit, men det kan ha den motsatta effekten att minska sparandet för individer som annars skulle ha sparat själva med ett belopp som var högre än standarden vid automatiskt deltagande.²¹

Lägre sparande i andra former

För det andra kan den ökade ackumuleringen av tillgångar i sparplaner till följd av automatiskt deltagande motverkas av lägre sparande i andra former eller av högre skulder. Det finns liten kunskap om omfattningen av denna potentiella motvikt även om en studie av Chetty med flera (2014) av effekten av obligatoriska spar-

20. Choi m.fl. (2004, 2006), Beshears m.fl. (2008) och Vanguard Group (2013).

21. Madrian och Shea (2001) och Choi m.fl. (2004).

program i Danmark tyder på att undanträngningens omfattning i det programmet var begränsad. Slutligen kan automatiskt deltagande förmå vissa individer att spara trots att det inte ligger i deras intresse.

Standardkontrakt för krediter

Man har funnit att standardkontrakt för krediter har haft en effekt på återbetalningarna av lönedagslån. I Colorado följer 86 procent av låntagarna standardalternativet med ett 180-dagars avbetalningslån efter den initiala låneperioden, jämfört med endast 10 procent i Washington där ett 180-dagars avbetalningslån enbart är en möjlighet snarare än en standard.²²

I syfte att minska förekomsten av dyra övertrasseringsavgifter stipulerar amerikanska CARD Act att standardkontrakt inte ska ge rätten att övertrassera betal- och kreditkort. Låntagarna ska alltså tvingas att aktivt välja att ha en sådan rätt. Agarwal med flera (2015) använder paneldata från mer än 150 miljoner kreditkortskonton och finner att föreskrivna gränser för kreditkortsavgifter minskade de totala lånekostnaderna med 2,8 procent av genomsnittligt saldo, med en minskning på mer än 10 procent för dem med lägst kreditvärdighet. Inga tecken finns på en kompensande ökning i räntekostnader eller minskning i kredittillgång.

Standardkontrakt med avbetalningsplan leder till högre avbetalning

Krishantering

Så som diskuterades i kapitel 5 beror valet av den mest effektiva lagstiftningen för konkurser och skuldrekonstruktion på avvägningen mellan värdet av stärkt konsumtionsskydd för existerande gäldenärer och kostnaden för minskad kredittillgång för framtida låntagare. Om gäldenärerna har tidsinkonsistenta preferenser blir frågan mer komplicerad. Om individerna föredrar att låna i dag och börja spara i morgon – men i morgon aldrig kommer – blir deras prefe-

22. Pew Charitable Trusts (2013).

*Inkonsistenta
preferenser på
konkursförfa-
randet*

renser när det gäller konkurs också inkonsistenta. Å ena sidan, när de fokuserar på dagens konsumtion, föredrar de att det inte finns något konkursförfarande eller ett borgenärsvänligt konkursförfarande eftersom de kan låna mest i ett sådant fall. Men, å andra sidan, om de skulle fokusera på sin önskan att spara, skulle de föredra ett konkursförfarande som tvingar dem att spara genom att begränsa deras förmåga att låna i dag. Dessa »s sofistikerade« konsumenter (som är medvetna om sina inkonsistenta preferenser) föredrar ett gäldenärsvänligt konkursförfarande, eftersom långgivarna då ransonerar krediten mer strikt.

Sålunda, huruvida konsumenter med present bias föredrar ett gäldenärsvänligt framför ett borgenärsvänligt konkursförfarande beror på huruvida de inser sin tendens att låna för mycket och därför föredrar en ordning som ger dem bättre kontroll över sitt eget beteende. Konkursförandet kommer i så fall att fungera som en självkontrollerande mekanism.

Möjliga åtgärder

Beteendefinans är ännu ett ganska ungt forskningsområde och det kan vara väl tidigt att dra säkra slutsatser om den praktiska betydelsen av olika resultat. Vi vill ändå peka på några åtgärder som skulle kunna stärka konsumenternas ställning på lånemarknaden.

*Kontraktsbun-
det sparande i
form av amor-
teringar passar
många ...*

För många individer skulle kontraktsbundet sparande i olika former vara ett bra stöd för deras allokering av resurser över tiden. Lån bör därför normalt ha en amorteringsplan, exempelvis i form av annuitetslån som fördelar lånebetalningarna jämnt över tiden. Men sådana planer passar inte alla hushåll, och vi anser därför att avtalsfrihet ska råda och att hushåll ska kunna välja lån med amorteringsfria perioder.

*... men inte
alla och bör
kunna väljas
bort*

Många lån, särskilt snabba konsumtionslån, har stora dolda avgifter av olika slag, inte minst straffräntor och avgifter vid försenade betalningar. Konsumenter kan behöva ökat stöd för att undvika sådana kostnader. Forskning har visat att det inte räcker med krav

på tydligare information, utan att direkta avgiftsbegränsningar är ett mer effektivt medel, eftersom de som tar snabblån tenderar att överskatta sin egen framtida betalningsförmåga och därför underskatta relevansen av straffavgifter. Det är viktigt att konsumenterna görs medvetna om sin lagstadgade rätt till »ångervecka«, det vill säga möjlighet att utan extra kostnader ändra sitt lånebeslut inom en viss tidsperiod.

Slutligen kan gäldenärsskyddet behöva stärkas med utökade möjligheter till skuldsanering. Om tröskelvärden för skuldsanering gjordes tydligt definierade och allmänt kända skulle konsumenterna få det lättare att planera sin ekonomi.

Avgiftsbegränsningar på snabblån effektivare än tydligare information

Tydligare tröskelvärden för skuldsanering

1234567

Slutsatser

Stora skulder kan vara problem, men också tecken på väl fungerande finansiellt system

Snabb skulduppbyggnad föregår ofta ekonomiska kriser

I dagens svenska debatt beskrivs skuldsättningen oftast som ett problem. Men stora skulder kan också ses som tecken på ett väl fungerande finansiellt system. De gör det möjligt för entreprenören utan egen förmögenhet att realisera sina produktiva idéer och för det unga hushållet att köpa sin första bostad. Sparandet kanaliseras dit där det gör störst nytta. Men den processen är inte riskfri. Framtiden är oviss. Entreprenörens projekt kan slå slint och hushållet kan få problem att klara betalningarna på bolånet.

Låneavtalet fördelar – tillsammans med samhällets skyddsnät – dessa risker mellan långivare, låntagare och skattebetalare. Låneavtalet påverkar låntagarens incitament även utanför insolvens: det kan exempelvis stimulera till risktagande, eftersom låntagaren inte behöver bära de fulla konsekvenserna av en misslyckad investering. Skuldsättning kan också påverka den makroekonomiska stabiliteten. I svåra tider, när många låntagare samtidigt får svårt att fullgöra sina förpliktelser, kan påfrestningarna på systemet bli stora och dess funktion snabbt försvagas. Det är ingen tillfällighet att höga skulder och snabb skulduppbyggnad ofta föregår ekonomiska kriser. Kriser som vi vet kan bli mycket kostsamma.

Om skulderna ses som ett problem i sig, ligger det nära till hands

att försöka reglera dem direkt. Så gjordes fram till mitten av 1980-talet med grova medel, där bankerna periodvis förbjöds att ge lån till annat än prioriterade ändamål, och så görs och diskuteras i dag i mer förfinade former som lånetak och amorteringskrav. Sådana kvantitativa regleringar kan vara befogade som »näst bästa«-alternativ. Men för en ekonom är det självklart att först diskutera vad som kan göras åt incitamenten till skuldsättning.

Lånetak och amorteringskrav »näst bästa«-alternativ ...

Det svenska skattesystemet ger i dag starka incitament till belåning. För företagen stimuleras skuldfinansiering av att räntor, men inte kostnaden för eget kapital, är avdragsgilla. De förslag som Företagsskattekommittén nyligen lagt fram skulle innebära viktiga steg bort från denna snedvridning. Det föreslagna systemet skulle ha stora effekter på den relativa beskattningen av olika branscher och gynna de branscher som i dag har låg skuldsättning. För hushållen är skuldräntor fullt avdragsgilla, medan olika typer av kapitalinkomster endast beskattas till en mindre del. Det gäller särskilt avkastningen på investeringen i en egen bostad.

... men granska först incitamenten till belåning

Sedan 2007 är skatten på fastigheter i stort sett oberoende av fastighetens värde, särskilt i expansiva regioner där priserna stiger mest. Detta har fått två konsekvenser. Dels har det bidragit till den snabba prisstegringen på bostäder, vilken i sin tur ökat hushållens skulder. Dels har det – i kombination med den kvarstående hyresregleringen – bidragit till att allt fler hushåll valt eller tvingats att äga sin bostad i stället för att hyra den, något som drivit på omvandlingen från hyresrätter till bostadsrätter och därigenom också ökat hushållens skulder. För var och en som är bekymrad över skuldsättningen borde en långsiktig skattereform, i syfte att skapa neutralitet mellan ägande- och hyresrätt och mellan belåning och finansiering med eget kapital, stå högst upp på agendan.

Neutral beskattning högst på agendan

Genom att skulder blivit en normal del av ekonomin för allt bredare grupper av hushåll, har det också blivit viktigare att diskutera behovet av konsumentskydd i olika former. På senare år har det vuxit fram beteendevetenskaplig forskning om hur hushåll fattar finansiella beslut (*behavioral finance*). I kapitel 6 har vi diskuterat några insikter från den litteraturen som pekar på behovet

Behov av konsumentskydd

av särskilda åtgärder för att stödja hushållen.

För det första har det visats att många kan ha svårt att följa sina föresatser, till exempel om sparande. Man kan planera i dag att spara eller amortera av sina skulder i framtiden men faller sedan, när morgondagen kommer, för frestelsen att skjuta sparandet ännu längre framåt i tiden. Av det skälet har vi sympati för olika former av kontraktbundet sparande. Exempelvis borde det standardkontrakt som bankerna presenterar för sina låntagare alltid ha en betalningsplan som innebär att lånet amorteras av på rimlig tid, till exempel i form av ett annuitetslån. Amorteringsfria perioder borde endast kunna förekomma som resultat av ett aktivt, medvetet och välinformerat beslut av låntagaren.

För det andra har många svårt att bedöma de fulla konsekvenserna av ofta komplicerade finansiella kontrakt, till exempel att inse styrkan i ränta-på-ränta-effekter. Detta i kombination med bristande självdisciplin kan bidra till att hushåll dras in i situationer där de tvingas betala höga straffräntor och till slut tappar kontrollen över sina skulder. Av det skälet kan det behövas ett mer generöst regelverk för skuldsanering och slutlig preskription av skulder, såsom föreslås i två utredningar som lades fram 2013. Det är också rimligt att begränsa de straffavgifter som långivare och inkassoföretag har rätt att ta ut.

Oron för skulder hänger samman med att skulduppbyggnad ofta har föregått finansiella kriser. Kopplingen mellan skulder och kriser kan se ut på olika sätt. Den rakaste vägen går från ekonomiska problem bland låntagarna – företag på obestånd och hushåll drabbade av arbetslöshet – till kreditförluster för banker, som sedan kan sprida sig till en allmän finansierings- och förtroendekris för hela det finansiella systemet av det slag vi såg i Sverige 1992. Vi bedömer risken för ett sådant förlopp som liten under de närmaste åren. I dag finns eventuella problem med hög belåning framför allt bland hushållen, men med lån med personligt betalningsansvar är det osannolikt att bankernas förluster på sådana lån kan bli särskilt stora. Det är i stället hushållen som får bära risken och skulle tvingas att sanera sina balansräkningar genom att realisera tillgångar, dra ned på sin

Standardkontrakt med amortering ...

... men möjlighet att aktivt välja amorteringsfria perioder

Generösare skuldsanering och slutlig skuldpreskription

Begränsade straffavgifter

Liten risk för finansiell kris de närmaste åren

konsumtion och kanske också öka sitt arbetsutbud. Detta är i första hand ett makroekonomiskt stabilitetsproblem, där kombinationen av fallande aggregerad efterfrågan och en press nedåt på priserna på bostäder och andra tillgångar skulle kunna bli besvärlig att hantera med penning- och finanspolitik. I förlängningen skulle det också kunna leda till kreditförluster och solvensproblem i det finansiella systemet. Även om vi inte bedömer en sådan utveckling som särskilt sannolik heller, finns det alla skäl att i dag diskutera hur vi kan begränsa dynamiken i ett sådant förlopp.

Högbelånade hushålls agerande kan skapa instabilt förlopp

Riskerna för instabilitet beror till stor del på hur lånekontrakten fördelar skyldigheter och rättigheter mellan långgivare och låntagare. Ett vanligt lån är en »hård« fordran som ger långgivaren obetingad rätt att driva in lånebeloppet oberoende av hur låntagarens ekonomiska situation utvecklats. Låntagaren kan endast komma undan sitt betalningsansvar genom konkurs, vilket bara är aktuellt för företag, eller genom de eftergifter som långgivaren frivilligt kan tänkas medverka till. Vårt huvudtema i denna rapport är att den ekonomiska stabiliteten skulle gynnas av flexibla former för fördelning av skyldigheter och rättigheter.

Flexibla fördelning av skyldigheter och rättigheter i lånekontrakten

I kapitel 3 diskuterar vi fördelarna med ett system som kan hantera insolvens för företag utan onödiga förluster för investerare och anställda. Särskilt i krissituationer, när flera företag har problem samtidigt, är det viktigt med ett väl fungerande insolvenssystem, som kan rädda företag och underlätta rekonstruktioner. De små borgenärernas intressen skulle bättre tas till vara inom ramen för ett domstolsförfarande. En sådan reform skulle ha ett särskilt värde för att göra företagsobligationer, där finansörerna är många, till en mer attraktiv finansieringsform, vilket skulle minska ekonomins och företagets beroende av bankerna och exponeringen mot bankkriser. Här kan det amerikanska regelverket liksom erfarenheter från Norge tjäna som förebilder. Förslag till reformer i den riktningen lades fram av en statlig utredning 2010, men har ännu inte lett till någon åtgärd. Det är angeläget att nu ta tag i frågan.

Bättre insolvenssystem kan göra företagsobligationer mer attraktiva

För hushåll med betalningssvårigheter är problemen likartade. Det handlar om att »rädda verksamheten«, det vill säga att

Ökad riskdelning mellan långgivare och låntagare

göra det möjligt för låntagaren att bibehålla någon form av rimlig konsumtionsnivå. Långgivare och låntagare kan här ha gemensamma intressen, vilket visas av att ränteeftergifter, som vi såg i kapitel 5, var vanliga under 1990-talets svenska kris. Genom eftergifter kan bankerna i själva verket öka sina chanser att få tillbaka större delen av sina fordringar. Men bankernas incitament till att ge eftergifter är svagare än samhällets intresse av att undvika en lång process där skuldtyngda hushåll utan eget kapital försöker spara sig ur sitt krisläge. Det finns därför starka skäl att överväga alternativa regelverk eller alternativt utformade låneavtal med större inslag av riskdelning mellan långgivare och låntagare.

I Sverige finns i dag lagar som ger vissa begränsade möjligheter till skuldsanering. De är dock främst en del av det sociala skydds nätet och har alltför liten omfattning för att ha större betydelse för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. I sådant syfte skulle man behöva utveckla nya kontraktsformer som delar riskerna mellan långgivare och låntagare på ett annat sätt än vad som är fallet i dag. Vi ser här två möjliga vägar.

Antingen frivilligt komma överens om ränteeftergifter ...

Den första är frivilliga, för bägge parter gynnsamma, ränteeftergifter eller andra överenskommelser om ändringar i låneavtalet för en låntagare med betalningsproblem. Här är det viktigt att framtida regelverk och redovisningsregler för banker och andra kreditgivare inte försvårar sådana eftergifter.

... eller reglera lånet vid försäljning ...

Den andra är låneavtal med explicit riskdelning. Här kan olika utformningar tänkas. För bostadslån skulle lånevillkoren exempelvis kunna knytas till värdet på låntagarens bostad. Lånet skulle då kunna regleras i samband med försäljning så att en del av kapitalförlusten (eller -vinsten) täcktes genom en särskild försäkring. Ett sådant kontrakt skulle dock minska ägarens incitament att sköta sin fastighet och få ut bästa möjliga försäljningspris. Ett bättre alternativ kan därför vara att koppla lånebetalningarna till ett lämpligt fastighetsindex. Sådana låneavtal borde vara attraktiva för många hushåll som vill minska sin exponering mot bostadspriserna och därför kan vara villiga att betala en låg räntepremie för en sådan försäkring.

... genom att koppla låneavtal till ett fastighetsindex

Referenser

- Abiad, Abdul (2003), »Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach«, IMF Working Paper, WP/03/32.
- Acharya, Viral, Itamar Drechsler och Philipp Schnabl (2014), »A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk«, *Journal of Finance*, vol. 69, nr 6, s. 2689–2739.
- Agarwal, Sumit, Marieke Bos och Kasper Roszbach (2014), »Smart Disclosure and Direct Competition in the Consumer Credit Market«, mimeo.
- Agarwal, Sumit, Souphala Chomsisengphet, Neale Mahoney och Johannes Stroebe (2015), »Regulating Consumer Financial Products: Evidence from Credit Cards«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 130, nr 1.
- Agarwal, Sumit, Yongheng Deng och Jia He (2014), »Time Preferences, Mortgage Choice and Mortgage Default«, working paper, National University of Singapore.
- Almenberg, Johan och Olof Widmark (2011), »Numeracy, financial literacy and participation in asset markets«, mimeo, 22 april.
- Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus och Thais Lærkholm Jensen (2014), »Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data«, Danmarks Nationalbank Working Paper 2014:89.
- Ariely, Dan (2008), *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions*, New York: HarperCollins.
- Baird, Douglas (2010), *Elements of Bankruptcy*, New York: Foundation Press.
- Banks, James och Zoë Oldfield (2007), »Understanding Pensions: Cognitive Function, Numerical Ability and Retirement Saving«, *Fiscal Studies*, vol. 28, nr 2, s. 143–170.
- Bao, Jack, Jun Pan och Jiang Wang (2011), »The Illiquidity of Corporate Bonds«, *Journal of Finance*, vol. 66, nr 3, s. 911–946.
- Barr, Daniel (2012), »Företagsobligationsmarknaden i Sverige«, presentation för SNS/SIFR Finanspanel, http://www.sns.se/sites/default/files/2012-04-26_daniel_barr.pptx.
- Beck, Thorsten (2012), »Finance and growth – lessons from the literature and the recent crisis«, paper for the LSE Growth Commission.
- Becker, Bo och Victoria Ivashina (2014a), »Cyclicality of credit supply: Firm level evidence«, *Journal of Monetary Economics*, vol. 62, mars, s. 76–93.
- Becker, Bo och Victoria Ivashina (2014b), »Financial repression in the European sovereign debt crisis«, working paper, Handelshögskolan i Stockholm.

REFERENSER

- Becker, Bo och Victoria Ivashina (under utgivning), »Reaching for Yield in the Bond Market«, *Journal of Finance*.
- Becker, Bo och Jens Josephson (2013), »Insolvency resolution and the missing high yield bond markets«, NBER Working Paper nr 19415.
- Becker, Bo och Marcus Opp (2014), »Regulatory reform and risk-taking: replacing ratings«, working paper, Handelshögskolan i Stockholm.
- Becker, Bo och Per Strömberg (2012), »Fiduciary Duties and Equity-debtholder Conflicts«, *Review of Financial Studies*, vol. 25, nr 6, s. 1931–1969.
- Becker, Torbjörn (1999), »Public Debt Management and Bailouts«, IMF Working Paper, WP/99/103.
- Becker, Torbjörn (2006), »Expansionary Fiscal Contractions with Tax Uncertainty and Precautionary Savings«, mimeo, IMF.
- Becker, Torbjörn (2013), »Crisis Prevention«, kapitel 6 i Rosefielde, Steven, Masaaki Kuboniva och Satoshi Mizobata (red.), *Prevention and Crisis Management: Lessons for Asia from the 2008 Crisis*, Singapore och New Jersey: World Scientific Publishing.
- Becker, Torbjörn och Paulo Mauro (2006), »Output Drops and the Shocks That Matter«, IMF Working Paper, WP/06/172.
- Bekaert, Geert, Campbell Harvey och Christian Lundblad (2005), »Does financial liberalization spur growth«, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, nr 1, s. 3–55.
- Berg, Andrew, Eduardo Borensztein och Catherine A. Pattillo (2005), »Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?«, *IMF Staff Papers*, vol. 52, nr 3, s. 462–502.
- Bertrand, Marianne och Adair Morse (2011), »Information Disclosure, Cognitive Biases, and Payday Borrowing«, *Journal of Finance*, vol. 66, nr 6, s. 1865–1893.
- Beshears, John, James J. Choi, David Laibson och Brigitte C. Madrian (2008), »The importance of default options for retirement savings outcomes: evidence from the United States, s. 59–87 i Kay, Stephen J. och Tapen Sinha (red.), *Lessons from Pension Reform in the Americas*, New York: Oxford University Press.
- Better Markets (2012), »The cost of the Wall Street-caused financial collapse and ongoing economic crisis is more than \$12.8 trillion«, Report from Better Markets, 15 september.
- Billi, Roberto M. och Anders Vredin (2014), »Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia«, *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 7–22.
- BIS (2012), »Operationalising the selection and application of macroprudential instruments«, CGFS Papers nr 48.

- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia och Paolo Mauro (2010), »Rethinking Macroeconomic Policy«, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Boverket (2014), »Boverkets indikatorer«, november.
- Brown, Meta, John Grigsby, Wilbert van der Klaauw, Jaya Wen och Basit Zafar (2013), »Financial Education and the Debt Behavior of the Young«, Federal Reserve Bank of New York Staff Report nr 634.
- Buiter, Willem (2010), »Housing wealth isn’t wealth«, *Economics – The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 4, nr 22, s. 1–29.
- Calvo, Guillermo A. (1998), »Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops«, *Journal of Applied Economics*, vol. 1, nr 1, s. 35–54.
- Campbell, Dennis, F. Asis Martinez-Jerez och Peter Tufano (2012), »Bouncing out of the banking system: An empirical analysis of involuntary bank account closures«, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, nr 4, s. 1224–1235.
- Campbell, John Y., Stefano Giglio och Parag Pathak (2011), »Forced Sales and House Prices«, *American Economic Review*, vol. 101, nr 5, s. 2108–2131.
- Carrell, Scott och Jonathan Zinman (2014), »In Harm’s Way? Payday Loan Access and Military Personnel Performance«, *Review of Financial Studies*, vol. 27, nr 9, s. 2805–2840.
- Case, Karl E., John M. Quigley och Robert J. Shiller (2010), »Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market«, *Advances in Macroeconomics*, vol. 5, nr 1.
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty och Fabrizio Zampolli (2011), »The real effects of debt«, BIS Working Paper nr 352.
- Chetty, Ray, John N. Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen och Tore Olsen (2014), »Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, nr 3, s. 1085–1140.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian och Andrew Metrick (2004), »For better or for worse: default effects and 401(k) savings behavior«, s. 81–121 i Wise, David A. (red.), *Perspectives on the Economics of Aging*, Chicago: University of Chicago Press.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian och Andrew Metrick (2006), »Saving for retirement on the path of least resistance«, s. 304–351 i McCaffery, Edward J. och Joel Slemrod (red.), *Behavioral Public Finance: Toward a New Agenda*, New York: Russell Sage Foundation.
- Claessens, Stijn, Swati R. Ghosh och Roxana Mihet (2014), »Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities«, IMF Working Paper, WP/14/155.

REFERENSER

- Clement, Piet (2010), »The term 'macroprudential': origins and evolution«, *BIS Quarterly Review*, mars, s. 59–67.
- Diamond, Douglas och Philip Dybvig (1983), »Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity«, *Journal of Political Economy*, vol. 91, nr 3, s. 401–419.
- Dick-Nielsen, Jens, Peter Feldhütter och David Lando (2012), »Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis«, *Journal of Financial Economics*, vol. 103, nr 3, s. 471–492.
- Djankov, Simeon, Oliver Hart, Caralee McLiesh och Andrei Shleifer (2008), »Debt Enforcement around the World«, *Journal of Political Economy*, vol. 116, nr 6, s. 1105–1149.
- Dobbie, Will och Jae Song (2015), »Debt Relief and Debtor Outcomes: Measuring the Effects of Consumer Bankruptcy Protection«, *American Economic Review*, under utgivning.
- Duca, John V., John Muellbauer och Anthony Murphy (2011), »House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the US Experience«, *Economic Journal*, vol. 21, nr 552, s. 533–551.
- Englund, Peter (1999), »The Swedish banking crisis: roots and consequences«, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, nr 3, s. 80–97.
- Erhvervs- og Vækstministeriet (2012), *Rapport om erhvervsobligationer*, 22 november, Danmark.
- ESRB (2014), *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, European Systemic Risk Board, European System of Financial Supervision.
- Feldhütter, Peter, Edith Hotchkiss och Oğuzhan Karakaş (2014), »The Impact of Creditor Control on Corporate Bond Pricing and Liquidity«, working paper, London Business School.
- Feldstein, Martin (1976), »Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment«, *Journal of Political Economy*, vol. 84, nr 2, s. 331–336.
- Fernandes, Daniel, John G. Lynch och Richard G. Netemeyer (2014), »Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors«, *Management Science*, vol. 60, nr 8, s. 1861–1883.
- Finansinspektionen (2014a), *Ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer*, promemoria, 12 juni.
- Finansinspektionen (2014b), »Den svenska bolånemarknaden 2014«.
- Fisher, Irving (1933), »The Debt-Deflation Theory of Great Depressions«, *Econometrica*, vol. 1, nr 4, s. 337–357.
- Gabaix, Xavier och David Laibson (2006), »Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, nr 2, s. 505–540.

- Galati, Gabriele och Kostas Tsatsaronis (2003), »The impact of the euro on Europe's financial markets«, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 12, nr 3, s. 165–222.
- Ghent, Andra C. och Marianna Kudlyak (2011), »Recourse and Residential Mortgage Default: Evidence from US States«, *The Review of Financial Studies*, vol. 24, nr 9, s. 3139–3186.
- Gilson, Stuart (2012), »Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy«, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24, nr 4, s. 23–35.
- Goldstein, Michael A., Edith S. Hotchkiss och Erik R. Sirri (2007), »Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds«, *Review of Financial Studies*, vol. 20, nr 2, s. 235–273.
- Gorton, Gary B. och Ping He (2008), »Bank Credit Cycles«, *Review of Economic Studies*, vol. 75, nr 4, s. 1181–1214.
- Gourville, John T. (1998), »Pennies-a-Day: The Effect of Temporal Reframing on Transaction Evaluation«, *Journal of Consumer Research*, vol. 24, nr 4, s. 395–408.
- Graeber, David (2011), *Debt: The First 5,000 Years*, New York: Melville House.
- Gropp, Reint, John Karl Scholz och Michelle White (1997), »Personal Bankruptcy and Credit Supply and Demand«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nr 1, s. 217–251.
- Hansen, Sten (2013), »PM 1 – Förklaringar till utvecklingen av hushållens skuldsättning sedan mitten av 1990-talet«, promemoria till Samverkansrådet för makrotillsyn, Finansinspektionen.
- Hastings, Justine S., Brigitte C. Madrian och William L. Skimmyhorn (2013), »Financial Literacy, Financial Education, and Economic Outcomes«, *Annual Review of Economics*, vol. 5, nr 1, s. 347–373.
- Heider, Florian och Alexander Ljungqvist (2014), »As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from Exogenous State Tax Changes«, NBER Working Paper nr 18263.
- Heidhues, Paul och Botond Koszegi (2010), »Exploiting Naïvete about Self-Control in the Credit Market«, *American Economic Review*, vol. 100, nr 5, s. 2279–2303.
- Herndon, Thomas, Michael Ash och Robert Pollin (2013), »Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff«, University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute Working Paper nr 322.

REFERENSER

- Himmelberg, Charles, Christopher Mayer och Todd Sinai (2005), »Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, nr 4, s. 67–92.
- Holmström, Bengt och Jean Tirole (1997), »Financial intermediation, loanable funds, and the real sector«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nr 3, s. 663–691.
- Hyytinen, Ari och Hanna Putkuri (2012), »Household Optimism and Borrowing«, Bank of Finland Research Discussion Paper nr 21.
- IMF (2009), »Fiscal implications of the global economic and financial crisis«, IMF Staff Position Note, SPN/09/13.
- IMF (2013a), »The interaction of monetary and macroprudential policies«, 29 januari.
- IMF (2013b), »Key aspects of macroprudential policy«, 10 juni.
- IMF (2014), *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*, oktober, Washington, DC.
- Jansson, Thomas (2013), »PM 4 – Hushållens amorteringsbeslut«, promemoria till Samverkansrådet för makrotillsyn, Riksbanken.
- Jensen, Michael C. (1986), »Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers«, *American Economic Review*, vol. 76, nr 2, s. 323–329.
- Jensen, Michael C. och William H. Meckling (1976), »Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure«, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr 4, s. 305–360.
- Jordá, Óscar, Moritz Schularick och Alan M. Taylor (2013), »When Credit Bites Back«, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, nr 52, s. 3–28.
- Kahneman, Daniel och Dan Lovallo (1993), »Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk-taking«, *Management Science*, vol. 39, s. 17–31.
- Kahneman, Daniel och Amos Tversky (1974), »Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases«, *Science*, vol. 185, nr 4157, s. 1124–1131.
- Kaminsky, Gabriela, Saul Lizondo och Carmen M. Reinhart (1998), »Leading Indicators of Currency Crises«, *IMF Staff Papers*, vol. 45, nr 1, s. 1–48.
- Karlan, Dean S. och Jonathan Zinman (2010), »Expanding Credit Access: Using Randomized Supply Decisions to Estimate the Impacts«, *Review of Financial Studies*, vol. 23, nr 1, s. 433–464.
- Karlsson-Tuula, Marie (2012), »The Swedish Business Reconstruction Act and SAAB«, *Scandinavian Studies in Law*, vol. 57, s. 329–346.
- Kashyap, Anil, Jeremy Stein och David Wilcox (1993), »Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance«, *American Economic Review*, vol. 83, nr 1, s. 78–98.

- Keys, Benjamin J. och Jialan Wang (2014), »Perverse Nudges: Minimum Payments and Debt Paydown in Consumer Credit Cards«, mimeo, Harris School of Public Policy, University of Chicago.
- Kilström, Matilda, Jósef Sigurdsson och Roine Vestman (2014), »Household Consumption, Debt and Interest Rate Payments«, working paper, Stockholms universitet.
- King, Robert G. och Ross Levine (1993a), »Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, nr 3, s. 717–738.
- King, Robert G. och Ross Levine (1993b), »Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence«, *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, nr 3, s. 513–542.
- Laeven, Luc och Fabián Valencia (2013), »Systemic Banking Crises Database: An Update«, IMF Working Paper, WP/12/163.
- Lane, Philip R. (2012), »The European Sovereign Debt Crisis«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, nr 3, s. 49–68.
- Levine, Ross (1997), »Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda«, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, nr 2, s. 688–726.
- Levine, Ross (2005), »Finance and Growth: Theory and Evidence«, s. 865–934 i Aghion, Philippe och Steven N. Durlauf (red.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier.
- Lichtenstein, S. och Fischhoff, B. (1980), »Training for calibration«, *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 26, nr 2, s. 149–171.
- Loewenstein, George, Cass R. Sunstein och Russell Golman (2014), »Disclosure: Psychology Changes Everything«, *Annual Review of Economics*, vol. 6, nr 1, s. 391–419.
- Lusardi, Annamaria och Olivia S. Mitchell (2009), »How Ordinary Consumers Make Complex Economic Decisions: Financial Literacy and Retirement Readiness«, NBER Working Paper nr 15350.
- Lusardi, Annamaria och Olivia S. Mitchell (2014), »The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence«, *Journal of Economic Literature*, vol. 52, nr 1, s. 5–44.
- Lusardi, Annamaria och Peter Tufano (2009), »Debt Literacy, Financial Experience, and Overindebtedness«, NBER Working Paper nr 14808.
- Luttrell, David, Tyler Atkinson och Harvey Rosenblum (2013), »Assessing the Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis and Its Aftermath«, *Economic Letter*, vol. 8, nr 7, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Madrian, Brigitte C. och Dennis F. Shea (2001), »The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr 4, s. 1149–1187.

REFERENSER

- Meier, Stephan och Charles Sprenger (2010), »Present-Biased Preferences and Credit Card Borrowing«, *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 2, nr 1, s. 193–210.
- Meier, Stephan och Charles Sprenger (2013), »Discounting financial literacy: Time preferences and participation in financial education programs«, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 95, november, s. 159–174.
- Melzer, Brian (2011), »The Real Costs of Credit Access: Evidence from the Payday Lending Market«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, nr 1, s. 517–555.
- Mian, Atif och Amir Sufi (2014), *House of Debt*, Chicago: University of Chicago Press.
- Mian, Atif, Amir Sufi och Francesco Trebbi (2014), »Foreclosures, House Prices and the Real Economy«, Fama-Miller Working Paper, Chicago Booth Research Paper nr 13–41.
- Modigliani, Franco och Merton H. Miller (1958), »The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment«, *American Economic Review*, vol. 48, nr 3, s. 261–297.
- Moore, Danna (2003), »Survey of Financial Literacy in Washington State: Knowledge, Behavior, Attitudes, and Experiences«, Technical report nr 03–39, Social and Economic Sciences Research Center, Washington State University.
- Morgan, Donald P., Michael R. Strain och Ihab Seblani (2012), »How Payday Credit Access Affects Overdrafts and Other Outcomes«, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 44, nr 2–3, s. 519–531.
- Mori, Masaki, Julian Diaz III och Alan Ziobrowski (2009), »Why Do Borrowers Choose Adjustable-Rate Mortgages over Fixed-Rate Mortgages?: A Behavioral Investigation«, *International Real Estate Review*, vol. 12, nr 2, s. 98–120.
- Morse, Adair (2011), »Payday Lenders: Heroes or Villains?«, *Journal of Financial Economics*, vol. 102, nr 1, s. 28–44.
- Myers, Stewart C. (1977), »Determinants of corporate borrowing«, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, nr 2, s. 147–175.
- O'Donoghue, Ted och Matthew Rabin (1999), »Doing It Now or Later«, *American Economic Review*, vol. 89, nr 1, s. 103–124.
- Panier, Fred, Francisco Perez-Gonzalez och Pablo Villanueva (2014), »Capital Structure and Taxes: What Happens When You (Also) Subsidize Equity?«, working paper, Stanford University.
- Panizza, Ugo och Andrea F. Presbitero (2014), »Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?«, *Journal of Macroeconomics*, vol. 41, s. 21–41.

- Persson, Göran (1997), *Den som är satt i skuld är icke fri: min berättelse om hur Sverige återfick sunda statsfinanser*, Stockholm: Atlas.
- Pescatori, Andrea, Damiano Sandri och John Simon (2014), »Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?« IMF Working Paper, WP/14/34.
- Pew Charitable Trusts (2013), *How Borrowers Choose and Repay Payday Loans*, Payday Lending in America: Report 2, Washington, DC: Pew Charitable Trusts.
- Rajan, Raghuram G. (1992), »Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Credit«, *Journal of Finance*, vol. 47, nr 4, s. 1367–1400.
- Rajan, Raghuram G. och Luigi Zingales (1998), »Financial Dependence and Growth«, *American Economic Review*, vol. 88, nr 3, s. 559–586.
- Ranciere, Romain, Aaron Tornell och Frank Westermann (2006), »Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. Growth«, *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, nr 12, s. 3331–3348.
- Read, Daniel, George Loewenstein och Matthew Rabin (1999), »Choice Bracketing«, *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 19, nr 1–3, s. 171–197.
- Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart och Kenneth S. Rogoff (2012), »Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, nr 3, s. 69–86.
- Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff (2010), *Annorlunda nu. Åtta sekel av finansiell dårskap*, Stockholm: SNS Förlag.
- Ricardo, David (1951), *Principles of Political Economy and Taxation, Works and Correspondence*, Straffa, Piero (red.), Cambridge: Cambridge University Press.
- Riksbanken (2014), »Från ax till limpa: Den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet«, *Riksbanksstudier*, april.
- Rose, Andrew K. och Mark M. Spiegel (2009), »Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning«, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, nr 2009–17.
- Schularick, Moritz och Alan M. Taylor (2012), »Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008«, *American Economic Review*, vol. 102, nr 2, s. 1029–1061.
- Sinai, Todd och Nicholas S. Souleles (2005), »Owner Occupation as a Hedge Against Rent Risk«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, nr 2, s. 763–789.
- Skiba, Paige Marta och Jeremy Tobacman (2008), »Payday Loans, Uncertainty, and Discounting: Explaining Patterns of Borrowing, Repayment, and Default«, Vanderbilt Law and Economics Research Paper nr 08–33.

REFERENSER

- Smith, David och Per Strömberg (2005), »Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms«, s. 232–275 i Honahan, Patric och Luc Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, New York: Cambridge University Press.
- Smith, Clifford W., Jr. och Jerold B. Warner (1978), »On financial contracting: An analysis of bond covenants«, *Journal of Financial Economics*, vol. 7, nr 2, s. 117–161.
- Soll, Jack B., Ralph L. Keeney och Richard P. Larrick (2013), »Consumer Misunderstanding of Credit Card Use, Payments, and Debt: Causes and Solutions«, *Journal of Public Policy & Marketing*, vol. 32, nr 1, s. 66–81.
- Sorkin, Andrew Ross (2010), *Too Big to Fail: The Inside Story of how Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves*, Penguin Books.
- SOU 2010:2, *Ett samlat insolvensförfarande – förslag till ny lag*, Stockholm: Fritzes.
- SOU 2013:72, *Ut ur skuldfällan*, Stockholm: Fritzes.
- SOU 2013:78, *Överskuldssättning i kreditsamhället?* Stockholm: Fritzes.
- SOU 2014:40, *Neutral bolagsskatt – för ökad effektivitet och stabilitet*, Stockholm: Fritzes.
- SOU 2014:52, *Resolution – En ny metod för att hantera banker i kris*, Stockholm: Fritzes.
- Stango, Victor och Jonathan Zinman (2009), »Exponential Growth Bias and Household Finance«, *Journal of Finance*, vol. 64, nr 6, s. 2807–2849.
- Stango, Victor och Jonathan Zinman (2011), »Fuzzy Math, Disclosure Regulation, and Credit Market Outcomes: Evidence from Truth-in-Lending Reform«, *Review of Financial Studies*, vol. 24, nr 2, s. 506–534.
- Stango, Victor och Jonathan Zinman (2014), »Limited and Varying Consumer Attention: Evidence from Shocks to the Salience of Bank Overdraft Fees«, *Review of Financial Studies*, vol. 27, nr 4, s. 990–1030.
- Strömberg, Per (1999), »Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests«, *Journal of Finance*, vol. 55, nr 6, s. 2641–2692.
- Summers, Lawrence (2013), »Why Stagnation May Prove to Be the New Normal«, *Financial Times*, 15 december.
- Townsend, Robert M. (1979), »Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification«, *Journal of Economic Theory*, vol. 21, nr 2, s. 265–293.
- Vanguard Group (2013), *How America saves 2013: A report on Vanguard 2012 defined contribution plan data*, Valley Forge, PA: Vanguard.

- Wilson, Bart, David Findlay, James Jr. Meehan, Charissa Welford och Karl Schurter (2008), »An Experimental Analysis of the Demand for Payday Loans«, *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, vol. 10, nr 1, artikel 93.
- Winstrand, Jakob och Dilan Ölcer (2014), »Hur skuldsatta är de svenska hushållen?«, *Ekonomiska kommentarer* 2014:1, Sveriges riksbank.
- Woodward, Susan E. och Robert E. Hall (2010), »Consumer Confusion in the Mortgage Market: Evidence of Less than a Perfectly Transparent and Competitive Market«, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 100, nr 3, 511–515.
- Zinman, Jonathan (2010), »Restricting Consumer Credit Access: Household Survey Evidence on Effects around the Oregon Rate Cap«, *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, nr 3, s. 546–556.
- Zinman, Jonathan (2013), »Consumer Credit: Too Much or Too Little (or Just Right)?«, NBER Working Paper nr 19682.