

■ Verkt yg och institutioner för att påverka bostadspriser och hushållens skuldsättning

TOM ANDERSSON, CARL ANDREAS CLAUSSEN, BJÖRN LAGERWALL
OCH PÄR TORSTENSSON*

I detta kapitel diskuteras alternativa verktyg till den penningpolitiska styrräntan för att förhindra att utvecklingen i bostadspriser och hushållens skuldsättning blir en källa till makroekonomiska störningar. Artikeln inleds med en diskussion kring ett antal generella vägval kring verktygens utformning. Mot denna bakgrund utvärderas sedan ett antal utvalda verktyg. För vart och ett av dessa görs en bedömning av hur de kan bidra till att motverka störningar och hur pass effektiva de kan förväntas vara i detta avseende. Vi uppskattar också vilka konsekvenser verktygen kan få i andra relevanta avseenden och vilka frågor som kan uppkomma vid implementering och tillämpning av verktygen. Vi frågar oss vidare hur dessa verktyg kan samordnas med de penningpolitiska instrumenten och vilken inverkan verktygen har på penningpolitiken och transmissionsmekanismen. Avslutningsvis förs en diskussion om de institutionella arrangemangen kring verktygen.

* Tom Andersson och Pär Torstensson är verksamma på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. Carl Andreas Claussen och Björn Lagerwall är verksamma på Riksbankens avdelning för penningpolitik.

Inledning

Att hushåll kan låna pengar till bostadsköp och andra ändamål är en grundläggande förutsättning för en väl fungerande samhällsekonomi. Samtidigt kan kreditgivningens medföra risker för ekonomin om den blir grogrund för en dynamik där bostadspriser och skuldsättning ömsesidigt driver varandra uppåt till nivåer som är långsiktigt ohållbara. I ett läge när ekonomin bromsar in kan bostadspriserna snabbt vända nedåt. Fallande priser i kombination med hög skuldsättning kan i en sådan situation förstärka åtstramningen av ekonomin. En orsak till detta kan vara att hushållen inte vill eller kan upprätthålla samma nivå på sin konsumtion och att efterfrågan i ekonomin därmed sjunker. En annan orsak är att stabiliteten i det finansiella systemet kan hotas om utvecklingen leder till stora förluster eller finansieringssvårigheter hos banker och andra finansiella företag. I båda dessa fall riskerar problemen bli större ju mer uppblåsta kreditvolymerna och bostadspriser är.

För att förhindra en utveckling där obalanser på bostadsmarknaden ska resultera i denna typ av störningar kan det finnas skäl för myndigheter att ingripa med olika typer av verktyg, dvs. regler, tillsyn eller andra policyåtgärder. Den penningpolitiska styrräntan utgör ett sådant verktyg, men som diskuterats i kapitel III.1 och III.2 kan den i flera avseenden vara problematisk att använda.

Därför diskuteras i detta kapitel vilka andra verktyg, utöver den penningpolitiska styrräntan, som kan användas för att motverka att bostadsmarknaden blir en källa till makroekonomiska störningar. Vi frågar oss också hur dessa verktyg kan samordnas med de penningpolitiska instrumenten och vilken inverkan verktygen har på penningpolitiken och transmissionsmekanismen. Avslutningsvis förs en diskussion kring frågor om de institutionella arrangemangen kring verktygen.

1. Generella övervägande kring utformningen av alternativa verktyg

Som utgångspunkt för den utvärdering av enskilda alternativa verktyg som följer i nästa avsnitt diskuterar vi först ett antal generella vägval kring verktygens utformning och vilka för- och nackdelar dessa vägval har. Utgångspunkten är att ta fram alternativ till räntevapnet som är bättre lämpat för ändamålet att motverka att bostadsmarknaden blir en källa till makroekonomiska störningar.

1.1 TVÅ MÖJLIGA STRATEGIER FÖR ATT MOTVERKA STÖRNINGAR

För att förhindra att obalanser på bostadsmarknaden ska ge upphov till makroekonomiska störningar finns det två strategier som myndigheter kan använda sig av. Dels kan man arbeta förebyggande med hjälp av verktyg som inriktar sig på att förhindra eller dämpa överdrivna uppgångar i bostadspriser och skuldsättning, dvs. försöka förebygga att obalanser överhuvudtaget uppstår. Dels kan man arbeta

med verktyg som inriktar sig på att minimera de störningar som kan uppstå som en följd av en ohållbar utveckling i priser och skuldsättning, dvs. försöka se till att de makroekonomiska konsekvenserna inte blir så allvarliga om ekonomin bromsar in och obalanserna korrigeras.¹

I det första fallet handlar det om verktyg som ska se till att kredit- och priscykler utvecklas på ett långsiktigt hållbart sätt. Detta kan göras antingen genom att vid enstaka tidpunkter försöka dämpa överdrivna uppgångar i priser eller kreditvolymen eller genom att löpande försöka hålla pris- och kreditykeln stabil.

Fördelen med denna strategi är att obalanser aldrig behöver uppstå eller inte bli så allvarliga. En förutsättning för att myndigheterna ska vara lyckosamma är dock att verktygen förmår att verkligen motverka obalanser och att detta sker utan allt för stora kostnader för samhällsekonomin i övrigt.

I det andra fallet är verktygens uppgift i stället att hantera konsekvenserna av en ohållbar utveckling i pris- och kreditykeln. Ett sätt kan vara att *i förhand* se till att det finansiella systemet har tillräcklig motståndskraft i form av ekonomiska buffertar för att kunna absorbera de förluster som kan uppstå till följd av bostadsutlåningen. Därigenom behöver det aldrig uppstå några störningar i ekonomin till följd av att det finansiella systemets funktionssätt försämras. På motsvarande sätt kan verktygen inrikta sig på att stärka hushållens motståndskraft så att dessa kan bibehålla en viss nivå på sin konsumtion även om deras inkomster eller förmögenheter minskar. Ett annat sätt kan vara att *i efterhand* använda stimulansåtgärder som återför bostadspriser och kreditvolymen till den långsiktigt hållbara trenden eller att vidta finans- och penningpolitiska åtgärder för att stimulera efterfrågan i ekonomin generellt.

Den främsta fördelen med denna strategi är att den inte ställer samma krav på myndigheter att kunna identifiera om och när obalanser byggs upp. Nackdelen är dock att den inte inriktar sig på att hantera själva källan till problemet utan enbart dess konsekvenser. Att förhålla sig passivt till uppbyggnaden av en obalans kan vara problematiskt, dels för att det kan bli kostsamt för staten att vidta åtgärder i efterhand, dels för att det inte är säkert att dessa åtgärder ger önskad effekt. Det är exempelvis tänkbart att åtgärder för att stimulera hushållen att låna eller konsumera blir verkningslösa i ett läge där hushållen som en reaktion på utvecklingen på bostadsmarknaden väljer att konsolidera sin egen ekonomi genom att spara och amortera.²

Att göra en renodlad uppdelning mellan verktyg som motverkar obalanser och verktyg som hanterar dess konsekvenser låter sig dock inte enkelt göras. Verktygen kan ha båda dessa egenskaper. Ett bra exempel på detta är de kapitalkrav som ställs på de kreditgivande instituten, vilka dels stärker bankernas motståndskraft mot

1 Se CGFS (2010) för diskussion kring tillämpning av dessa strategier inom ramen för finansiell reglering och tillsyn.

2 Se t.ex. Nyberg (2010) för en diskussion kring att penningpolitiken i dessa situationer kan ha betydligt mindre effekt än den vanligtvis har.

störningar och dels påverkar hushållens lånekostnader och därmed också utvecklingen i pris- och kreditykler. Men även om ett verktyg kan bidra till att uppfylla båda strategierna kan effektiviteten att göra så skilja sig åt. Ett faktiskt exempel som illustrerar detta är de dynamiska förlustreserveringsregler (dynamic provisioning) som tillämpas i Spanien, vilka fungerar på liknande sätt som kapitalkrav. Dessa regler bidrog till att stärka de spanska bankernas motståndskraft i den globala finanskrisen. Däremot så tycks inte reglerna haft någon påtaglig dämpande effekt på den kraftiga kreditexpansion som föregick krisen.³ Detta exempel visar på att risken för överdrivna uppgångar i pris- och kreditykler inte elimineras per automatik bara för att det säkerställs att det finns tillräckliga ekonomiska buffertar hos aktörerna i det finansiella systemet.

1.2 HUR RIKTAT BÖR VERKTYGET VARA?

Reporäntan är ett penningpolitiskt verktyg som påverkar hela ekonomin även om den skulle tillämpas för att styra utvecklingen på bostadsmarknaden. Att detta verktyg är så generellt är en av dess största nackdelar, så alternativa verktyg bör vara mer riktade mot den marknad som man vill kunna korrigera för att förebygga eller hantera obalanser. En öppen fråga är dock graden av precision i verktyget.

Det kan tyckas uppenbart att verktyg ska vara så precisa som möjligt om problemen är isolerade till enskilda marknader, men det kan finnas nackdelar med ett för precist riktat verktyg. Exempelvis kan riktade verktyg ibland kringgås eller ge upphov till att obalanser byggs upp på andra marknader. Ett sådant fall skulle kunna vara om verktyget begränsar bankernas utlåning till hushåll och att detta leder till att bankerna i stället ökar sin kreditgivning till andra mer riskfyllda sektorer. En annan risk är att bankerna hittar alternativa vägar för att låna ut medel till hushållen, vilket i värsta fall gör verktyget verkningslöst.⁴ Under förutsättning att dessa problem kan undvikas är dock riktade verktyg att föredra framför generella verktyg.

En annan avvägning är huruvida verktyget ska begränsas till att försöka styra marknaden för köp- och försäljning av bostäder eller om det även bör riktas mot de som redan äger sina bostäder. Reporäntan är ett verktyg som slår mot alla som har bostadslån, nya såväl som befintliga låntagare. Men det är inte säkert att alternativa verktyg är lämpliga eller ens möjliga att tillämpa på hela bolånestocken.

1.3 BÖR VERKTYGET VARA STATISKT ELLER DYNAMISKT?

Vi konstaterade ovan att en strategi för myndigheter att motverka störningar är att försöka se till att kredit- och priscykler utvecklas på ett hållbart sätt. För att *aktivt* kunna styra dessa cykler krävs att myndigheter använder sig av verktyg som är

3 CGFS (2010).

4 Se exempelvis Borio (2010) för en närmare diskussion.

dynamiska, dvs. sådana verktyg som kan varieras över tid. Detta sker antingen för att strama åt eller stimulera marknaden, t.ex. genom att i en uppgångsfas göra det dyrare för hushållen att låna pengar för bostadsändamål och omvänt i en nedgångsfas. Riksbankens räntestyrning är ett verktyg som fungerar dynamiskt, men vars syfte är bredare än att enbart påverka förhållandena på en enskild marknad.

Den främsta fördelen med dynamiska verktyg är att de är känsliga för hur marknader och andra faktorer utvecklas över tid och på så sätt gör att det aktivt går att motverka en utveckling som ses som skadlig för samhällsekonomin. För att verktygen ska vara effektiva förutsätts dock att de baseras på "rätt" indikatorer, dvs. de som ger upphov till obalanser, och att de kan sättas in vid rätt tidpunkt.

Även **statiska** verktyg, dvs. sådana som inte ändras över tid, kan till viss del också bidra till att stabilisera på pris- och kreditykler. Exempelvis kan fasta begränsningsregler för hushållens belåning ha en prisstabiliserande effekt på bostadsmarknaden. På samma sätt kan striktare kapitaltäckningsregler för bankerna bidra till minskade variationer i kredittillväxten. Men eftersom verktyget är statiskt kan det inte aktivt bidra till att *eliminera* en viss cykel utan enbart förhindra de ytterligare cykliska effekter som hade uppkommit i avsaknad av verktyg. Den dämpande effekten ligger också alltid fast vilket kommer med en kostnad för ekonomin.

I fråga om den andra möjliga strategin verktygen kan uppfylla – att minimera konsekvenserna om en priskorrigerig på bostadsmarknaden väl skulle inträffa – kan både dynamiska och statiska verktyg vara verkningsfulla. Exempelvis bidrar regler som sätter gränser för kreditinstitutens eller hushållens belåning till att stärka motståndskraften hos dessa aktörer vid kraftiga priskorrigeringar. På så sätt minskar också risken för att ett prisfall ska leda till finansiell instabilitet eller kraftiga förändringar i hushållens konsumtion. Dynamiska verktyg har dock även här fördelen att de kan korrigeras i respons till hur marknaderna och ekonomin utvecklas, exempelvis genom att kraven på buffertar i bankerna höjs i goda tider och sänks i dåliga tider.

1.4 SKA ETT DYNAMISKT VERKTYG ANVÄNDAS AUTOMATISKT ELLER DISKRETIONÄRT?

Verktyg som tillämpas dynamiskt kan antingen vara *diskretionära* eller *automatiska*. Verktyg är **diskretionära** om det är upp till en ansvarig myndighet att löpande göra bedömningar och på grundval av dessa fatta beslut om det finns behov av att vidta åtgärder för att styra en viss utveckling i någon önskad riktning. Riksbankens inflationsstyrning med hjälp av reporäntan är ett exempel på ett verktyg som bygger på diskretionära bedömningar. **Automatiska** verktyg bygger i stället på att åtgärder vidtas i enlighet med en eller flera förutbestämda parametrar och som inte lämnar något utrymme för diskretionära beslut hos myndigheter. Ett tänkbart exempel på

ett automatiskt verktyg är en regel som bestämmer hur nivån på bankernas kapitalkrav ska justeras i takt med kreditillväxten i ekonomin.

Automatiska verktyg har därmed en fördel av att vara förutsägbara. En annan fördel är att automatiken undanröjer en del av bevisbördan och våndan över att behöva fatta obekväma beslut. En nackdel är dock att automatiska verktyg minskar precisionen och kan slå mer urskillningslöst än "diskretionära" ingrepp, som bygger på bedömningar utifrån den rådande situationen. Det är heller inte säkert att automatiska verktyg "träffar rätt" eftersom alla typer av risker eller obalanser inte nödvändigtvis behöver synas i de indikatorer som verktyget baseras på.

Diskretionära verktyg innebär en högre grad av flexibilitet eftersom det lämnar utrymme för myndigheter att göra situationsanpassade bedömningar. Ett potentiellt problem är dock att en ohållbar utveckling inte korrigeras i tid. Risken finns att myndigheter väljer att avstå från att agera om nödvändigheten av detta är svår att föra i bevis. Att diskretionära verktyg är mindre förutsägbara än automatiska kan också skapa en ökad osäkerhet hos marknadsaktörerna. Sådan osäkerhet kan å ena sidan leda till att verktygen blir onödigt åtstramande, vilket kan bli fallet om kreditinstituten (eller hushållen) väljer att hantera ovissheten om den framtida regleringsmiljön genom att bli överdrivet försiktiga. Å andra sidan kan osäkerheten minska verktygens effektivitet om marknadsaktörerna har "felaktiga" förväntningar på hur myndigheterna kommer att tillämpa verktyget.

Ett sätt att hantera problemen med en fullt ut diskretionär tillämpning är att göra verktyget "semiautomatiskt". Dels kan verktyget kopplas till någon sorts handlingsregler, likt det siffersatta inflationsmål som idag finns för penningpolitiken. Dels kan det införas en formaliserad beslutsprocess där myndigheter regelbundet tvingas att ta ställning till om åtgärder är nödvändiga och redovisa skälen för sitt ställningstagande i offentliga publikationer. På detta sätt kan förutsägbarheten öka samtidigt som risken för att myndigheter avstår från att fatta obekväma beslut minskar.⁵

1.5 SKA VERKTYGET VARA KVANTITATIVT (ABSOLUT) ELLER PRISSTYRANDE (INCITAMENTSSTYRANDE)?

Verktyg kan vidare vara *kvantitativa* eller *prisstyrande*. Med **kvantitativa** verktyg avses sådana som sätter absoluta gränser för hushållen eller bankerna och tvingar dem att agera på ett visst sätt. Det kan exempelvis handla om att införa regler som sätter en absolut gräns för hur stor andel av bostadens värde som får belånas. Med **prisstyrande** eller incitamentsstyrande verktyg avses sådana som i stället *uppmuntrar* aktörerna till att begränsa sitt risktagande eller på annat sätt handla på ett

5 Se t.ex. Bank of England (2009) för närmare diskussion om avvägningar mellan automatiska eller diskretionära verktyg ("rules versus discretion")

önskat sätt. I stället för att sätta en absolut gräns för hushållens belåning skulle man kunna tänka sig att myndigheterna väljer att införa en skatt eller avgift på bolån.

Reporäntan är i detta hänseende prisstyrande eftersom det höjer eller sänker hushållens räntekostnader. I den akademiska litteraturen brukar prisstyrande verktyg i allmänhet förespråkas framför kvantitativa. Det huvudsakliga skälet är att dessa verktyg ger marknadsaktörerna en valmöjlighet, vilket också gör att det mål som verktyget skapats för kan nås på ett mer kostnadseffektivt sätt. Ett problem med prisstyrande verktyg är dock att myndigheterna enbart kan påverka utfallet men inte kontrollera det fullt ut. Ett annat problem med prisstyrande verktyg är att de hushåll som reagerar på prissignaler inte alltid är desamma som dem som löper störst risk att dra på sig för stora skulder. Ett kvantitativt verktyg fångar istället upp alla på gott och ont.

2. Alternativa verktyg

Med utgångspunkt i dessa generella överväganden diskuterar vi i denna del ett antal specifika verktyg som potentiellt skulle kunna användas för att motverka att utvecklingen på bostadsmarknaden blir en källa till makroekonomiska störningar. Sådana störningar kan som nämnts inledningsvis komma till uttryck genom stabilitetsproblem i det finansiella systemet eller genom bortfall i hushållens efterfrågan. För vart och ett av verktygen görs även en översiktlig bedömning av vilka konsekvenser verktygen kan få i andra relevanta avseenden och vilka frågor som kan uppkomma vid implementering och tillämpning av verktygen.

Det finns förstås flera andra tänkbara verktyg än de som diskuteras här. Urvalet baserar sig på de verktyg som är vanligast förekommande internationellt och de som vi har bedömt som mest relevanta ur ett svenskt perspektiv. Vi har valt att dela dessa verktyg i följande kategorier; verktyg riktade mot hushållens skuldsättning, verktyg riktade mot kreditgivande institut samt fiskala verktyg.

För att tydligt kunna illustrera effekterna av de olika verktygen innehåller varje avsnitt ett räkneexempel på hur verktyget påverkar ett stiliserat hushåll. Jämförelse görs med följande grundexempel, vilket är tänkt att ge en representativ bild av en lånesituation för ett normalt svenskt hushåll som köper en bostad idag. (I grundexemplet bortses dock från det bolånetak som infördes 1 oktober 2010).

GRUNDEXEMPEL

Ett hushåll med följande förutsättningar avser köpa ett hus för 2 miljoner kr:

- Sammanlagd disponibel årsinkomst på 350 000 kr
- 100 000 kr till kontantinsats
- Inga befintliga krediter

Hushållet får belåna sig till 95 procent av bostadens värde varav 85 procent läggs som bottenlån och 10 procent som topplån. Det totala lånebeloppet blir 1 900 000 kr, fördelat på 1 700 000 kr i bottenlån och 200 000 kr i topplån. De lånar till rörlig (3 månaders) ränta och får då följande ränte- och amorteringskostnader det första året (rak amortering på 90 respektive 10 år):

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,6	3 683	1 574
Topplån	200 000	10	4,6	767	1 667
Eget kapital	100 000	5			

Den initiala månadsutgiften blir ca 6 356 kr per månad efter skattereduktion, varav ca 3 115 kr är räntekostnader och ca 3 241 kr är amorteringar.

2.1 VERKTYG RIKTADE MOT HUSHÅLLENS SKULDSÄTTNING

2.1.1 Lånebegränsningar baserat på bostadens värde

Den internationellt sett vanligaste metoden för att reglera hushållens skuldsättning är att sätta gränser för hur stor andel av bostadens värde som får belånas. Sådana gränser existerar i exempelvis i Kanada⁶ och Hong-Kong⁷. I Sverige har Finansinspektion nyligen utfärdat ett allmänt råd som innebär att kreditinstitut som lämnar kredit mot säkerhet i form av pant i bostad bör begränsa krediten så att belåningsgraden inte överstiger 85 procent av bostadens marknadsvärde vid kreditgivningstillfället.⁸ Utlåning utöver denna gräns är inte förbjudet, men måste ges utan säkerhet i bostaden. I Norge och Finland har tillsynsmyndigheterna nyligen utfärdat liknande råd för bankernas kreditgivning. I båda fallen föreskrivs att belåningsgraderna normalt inte bör överstiga 90 procent av marknadsvärdet.

6 Enligt kanadensisk lag måste alla federalt reglerade kreditinstitut köpa en förlustförsäkring för lån som överstiger en belåningsgrad på 80 procent av bostadens värde. Maximalt får låntagaren belåna 95 procent av boendet, dvs. låntagaren måste vid köptillfället ha en kontantinsats på 5 procent. Mer om hur bostadsmarknaden fungerar i Kanada finns att läsa i Canadian housing observer 2010, Canada Mortgage and Housing Corporation, Ottawa, Ontario, Canada (<http://www.cmhc-schl.gc.ca/en/index.cfm>).

7 I Hong Kong uppgår begränsning till mellan 50 och 60 procent av bostadens värde. 50 procent gäller för bostäder med ett värde över 12 miljoner HK\$ samt bostäder där ägaren inte själv bor i bostaden. Mer att läsa om hur bostadsmarknaden i Hong-Kong fungerar finns hos The Hong Kong Mortgage Corporation Limited, (<http://www.hkmc.com.hk/eng/index.html>).

8 Finansinspektionen, FFFS 2010:2.

EXEMPEL: Begränsningsregel baserad på bostadens värde

En regel införs som begränsar hushållets belåning till 85 procent av bostadens värde. I övrigt gäller samma förutsättningar som i grundexemplet.

En *bindande* begränsningsregel, dvs. där ingen belåning ovanför taket tillåts, innebär att hushållet inte kan köpa en bostad för 2 miljoner kronor. I stället kan de maximalt köpa ett boende för 667 000 kr. (Regeln kräver 15 procents egenfinansiering, vilket med hushållets 100 000 kronor i eget kapital möjliggör ett köp av boende för 667 000 kronor. 567 000 kronor, eller 85 procent av 667 000 kronor, är det maximala lånebeloppet)

En *icke-bindande* regel, dvs. där belåning över taket tillåts om det sker utan säkerhet i bostaden, möjliggör köp av den önskade bostaden. Hushållets kostnader blir då enligt följande:

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,6	3 683	1 574
Topplån	200 000	10	6,5	1 083	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: En bindande begränsningsregel i storleksordningen 85 procent ger drastiska effekter på hushållets möjlighet att köpa bostad. I detta exempel saknas drygt 1,3 miljoner i finansiering för att kunna köpa det önskade boendet. Med en icke-bindande begränsningsregel kan hushållet köpa bostad för 2 miljoner kronor. Den initiala månadsutgiften, efter skattereduktion, blir 6 577 kr. Det är en ökning på drygt 200 kr jämfört med grundexemplet. I den mån långgivaren kräver en snabbare amorteringstakt på blacolånet än 10 år blir skillnaderna jämfört med grundexemplet större.

Måluppfyllnad

Ett tak på belåningsgrad kan bidra till att minska risken för överskuldssättning hos hushållen och därmed också till att minska deras sårbarhet mot prisfall på fastighetsmarknaden. Detta konsumentskyddande motiv är vad som ligger till grund för den begränsningsregel som Finansinspektionen nyligen fattat beslut om. I andra länder har införandet av liknande regler motiverats utifrån mer makroekonomiskt relaterade mål. Antingen har man sett begränsningsregeln som ett sätt att främja stabiliteten i det finansiella systemet eller som ett kompletterande verktyg till penningpolitiken.

Oavsett av vilket skäl ett belåningstak tillämpas så kan det bidra till att både stärka den finansiella stabiliteten och för att stabilisera makroekonomin i stort.

För det första, ur ett stabilitetsperspektiv kan kreditriskerna i bankernas kreditportföljer minska om regeln bidrar till att minska hushållens ekonomiska sårbarhet. I och med att riskerna i det finansiella systemet minskar, minskar också risken för framtida makroekonomiska störningar som har sitt ursprung i stabilitetsproblem.

För det andra kan begränsningsregler för hushållens skuldsättning bidra till en stabilare prisbildning på bostadsmarknaden. Eftersom reglerna begränsar hur stor utväxling hushållen kan få på sitt egna kapital, och därmed också hur mycket pengar de kan lägga på bostadsköp, kan prisvariationerna på bostäder minska. Ju lägre taket sätts desto större kan takets prisstabiliserande effekter antas bli. Om taket dessutom tillämpas dynamiskt, dvs. att begränsningsregeln varierar över tid, kan prisvariationer på bostadsmarknaden antas stabiliseras ytterligare.

Genom begränsningsregelns prisstabiliserande effekt minskar risken för att bostadspriser blir en grogrund för en ohållbar kreditexpansion där hushållen utnyttjar stigande värden på sina bostäder för att belåna sig ytterligare, antingen för konsumtionsändamål eller för att köpa fler eller dyrare bostäder. Om en begränsningsregel på detta sätt både kan motverka överdrivna prisvariationer på bostadsmarknaden och en ohållbar skulduppbyggnad hos hushållen bidrar det även i detta avseende till att minska risken för kreditförluster i banksystemet. Med sin potentiellt prisstabiliserande effekt bidrar det också till att stabilisera hushållens balansräkningar, vilket ur ett makroekonomiskt perspektiv kan betraktas som gynnsamt eftersom risken för att det uppstår kraftiga variationer i hushållens konsumtion därmed kan begränsas.

Möjligheten att dämpa en överdriven kreditexpansion eller stora svängningar i bostadspriser med hjälp av en reglering som relaterar kreditens storlek till den underliggande tillgångens värde ska dock inte överdrivas. Eftersom begränsningarna just sätts i relation till bostadens värde kommer prisutvecklingen på bostadsmarknaden vara styrande för hur stora belopp hushållen får låna. Om bostadspriserna går upp ökar hushållens kreditutrymme, och vice versa. Den bindande restriktionen blir i detta fall värdet på den tillgång som belånas och inte den betalningsförmåga hushållen har. Därmed kommer det kreditutrymme som begränsningsregeln medger också att påverkas i takt med att priserna på bostadsmarknaden förändras. Exempelvis kan ett hushåll som vid köptillfället belånat sig upp till taket öka sin belåning om bostaden därefter har ökat i värde. (Om belåningstaket uppgår till 90 % så möjliggör en värdeuppgång på bostaden med 100 000 kr ett ökat kreditutrymme med 90 000 kr. Alternativt kan samma hushåll sälja sin bostad och använda vinsten som kontantinsats vid köp av ett nytt boende. Ett ytterligare eget kapital på 100 000 kronor möjliggör köp av en bostad som är 1 miljon kronor dyrare än vad hushållet tidigare kunde köpa.) Detta kan bidra till att underblåsa en kreditexpansion och driva bostadspriser uppåt ytterligare.

Jämfört med en situation där det inte finns några explicita regler som begränsar hushållens skuldsättning så kan – vilket påpekats ovan – ett belåningstak givetvis bidra till att dämpa denna typ av cykliska variationer i kredittillväxt och bostadspriser. Hur effektiva begränsningsreglerna är i detta avseende beror som sagt på nivån på reglerna och om dessa tillåts variera över tid. Därutöver har också metoden för att fastställa fastighetens värde betydelse. En begränsningsregel som baseras på bostadens *fulla marknadsvärde* är sannolikt mindre effektiv för att motverka cykliska mönster i bostadspriser och kredittillväxt än en begränsningsregel som exempelvis grundar sig på modellbaserade värderingar (utifrån vad som anses vara en långsiktigt hållbar nivå på bostadspriser.)

Men oavsett hur begränsningsregeln utformas med avseende på nivåer, värderingar etc. är det sannolikt att ett statistiskt belåningstak inte är det mest effektiva instrumentet för att förebygga obalanser eller kraftiga prisvariationer på bostadsmark-

naden. Detta helt enkelt eftersom begränsningsregeln baseras på bostadspriserna, vilka i sig kan utgöra en drivkraft för att en skuldsättnings- och prisspiral byggs upp. Om målet med ett belåningstak är att få en effektiv styrning av pris- och kreditcykler är det därför viktigt att regeln kan tillämpas dynamiskt, alternativt kompletteras med andra typer av verktyg, såsom t.ex. begränsningar av hur mycket hushållen får låna i förhållande till inkomsten (se nästa avsnitt).

Här kan dock tilläggas att om begränsningsregeln tillämpas dynamiskt så kan den i sig ge upphov till vissa pris- och kreditdrivande effekter. Detta skulle exempelvis kunna hända om hushållen förväntar sig att myndigheterna kommer att skärpa kraven. Då kan det tillfälligt uppstå en stor kreditefterfrågan i syfte att undvika träffas av den förväntade åtstramningen. De kreditgivande instituten kan å sin sida underblåsa en sådan utveckling genom att spela på förväntade åtstramningar i marknadsföringsyfte.

Andra konsekvenser

Ett bolånetak missgynnar hushåll som har ett litet eget kapital, t.ex. förstagångsköpare. Här ska dock noteras att denna effekt kan mildras om regleringen i sig medför en avkylning av priserna på bostadsmarknaden och att det därigenom inte behövs en lika stor kapitalinsats (i kronor) för att uppfylla villkoren för att få låna.

Implementeringsfrågor

Om en begränsningsregel inte är bindande, i meningen att den innebär ett absolut förbud mot att belåna sig över en viss gräns, finns en risk att regleringen inte får de effekter som den kan vara avsedd att åstadkomma. Detta eftersom regleringens inverkan på hushållens skuldsättning, bostadspriser eller kredittillväxt kan antas bli marginell om en större andel hushåll väljer att belåna sig över taket. Om sådan ytterligare belåning dessutom sker till högre upplåningskostnader (t.ex. genom blacolån) kan en begränsningsregel till och med motverka sitt eget syfte. För om kreditkostnaderna för en given nivå på skuldsättningen ökar, så innebär det också en ökad sårbarhet hos hushållen. Här ska förvisso tilläggas att de ökade kostnader som belåning över begränsningsregeln medför ger hushållen incitament att inte skuldsätta sig för hårt. Att hushållen agerar i enlighet med dessa incitament kan dock inte tas för givet – antingen beroende på att prissignalen inte är tillräckligt stark eller att hushållen helt enkelt inte reagerar på incitamentet. Av dessa skäl kan man alltså inte utgå ifrån att icke bindande begränsningsregel ger samma effekt som en bindande. Sett i det ljuset kan en bindande regel därför vara att föredra. Mot detta kan dock ställas att ett bindande tak innebär en kvantitativ reglering, vilket generellt sett är en mer kostsam metod för att uppnå önskade mål. Dessutom är det tveksamt om en bindande regel går att införa utan att den enkelt kringgås. För det skulle i princip

krävas att all utlåning utan säkerhet i bostäder förbjöds i syfte att undvika att hushållen tar upp blancokrediter för att täcka eventuella finansieringsbehov över taket.

Även en icke-bindande begränsningsregel kan bli verkningslös om hushållen eller bankerna hittar sätt att kringgå den. Exempelvis är en tänkbar risk att hushållsutlåningen flyttar utomlands, antingen genom att låntagarna väljer att vända sig till utländska kreditinstitut eller att kreditinstituten själva börjar erbjuda utlåning från utländska koncernbolag.

Ett bolånetak kan rimligtvis enbart tillämpas för nyutlåning. Ett uppenbart skäl till detta är att det ur ett juridiskt hänseende är tveksamt, eller rentav omöjligt, att retroaktivt införa bestämmelser som ändrar villkoren för redan ingångna lån. Men även bortsett från de juridiska aspekterna förefaller det av flera skäl olämpligt att låta regeln inkludera befintliga lån. Exempelvis skulle det innebära att nya avtal mellan banken och låntagaren skulle behöva tecknas i de fall belåningsgraden är högre än vad som tillåts. För låntagarens del medför detta i bästa fall något högre lånekostnader eftersom delar av botten- eller topplån måste ersättas med blancolån. Men för ett fåtal skulle det även kunna medföra att man inte längre får låna till samma belopp. Om låntagaren inte har tillräckligt med medel att finansiera underskottet tvingas de helt enkelt att sälja sin bostad.

2.1.2 Lånebegränsningar baserat på inkomst

En närliggande metod för att reglera hushållens skuldsättning är att sätta en gräns för hur stora skulder eller lånekostnader hushållen får ha i förhållande till deras *inkomster*. Sådana begränsningar tillämpas i ett antal länder, bl.a. i Sydkorea, Nederländerna och Hong Kong. I samtliga dessa fall är begränsningsregeln formulerad så att hushållens *lånekostnader* (räntor och amorteringar) inte får överstiga en viss andel av (disponibel)inkomsten. Det är dock tänkbart att utforma reglerna på andra sätt. Exempelvis kan man tänka sig att hushållens totala *lånebelopp* inte får överstiga en viss andel av hushållets sammanlagda årliga (disponibel)inkomst.

I Sverige finns inga explicita gränser för hur mycket hushållen får belåna sig i förhållande till inkomsten. Däremot föreskriver det svenska regelverket att kreditgivaren ska göra en prövning om kredittagaren har förutsättningar att fullgöra sina åtaganden enligt kreditavtalet. I detta ingår att kreditgivaren ska säkerställa att privatpersoner inte skuldsätter alltför mycket i förhållande till inkomster och övriga ekonomiska förhållanden (betalningsförmåga).

EXEMPEL: Begränsningsregel baserad på hushållets disponibla inkomst

En regel införs som begränsar hushållets totala lånebelopp till maximalt 500 procent av hushållets sammanlagda årliga disponibla inkomst. I exemplet förutsätts att hushållet inte har några kapitalinkomster eller att dessa inte får räknas med i disponibelinkomsten. I övrigt gäller samma förutsättningar som i grundexemplet.

En *bindande* begränsning, dvs. där alla lån inräknas, innebär att hushållet maximalt kan köpa ett boende för 1 850 000 kr (då de har 100 000 kr i eget kapital och maximalt får låna 500 procent av den disponibla inkomsten på 350 000 kronor, vilket motsvarar 1 750 000 kr).

En *icke-bindande* regel, där enbart belåning mot bostaden som pant inräknas i lånebeloppet, skulle innebära att hushållet kan köpa boendet för 2 miljoner kronor genom att ta ett blancolån på det lånebehov som överstiger 85 procent av bostadens värde.

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,6	3 683	1 574
Topplån	200 000	10	6,5	1 083	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: Med en bindande begränsning kan inte hushållet köpa det önskade boendet för 2 000 000 kr. Regelen gör att hushållet maximalt kan köpa bostad för 1 850 000 kr. Med en icke-bindande begränsningsregel blir den initiala månadsutgiften efter skatteavdrag i stället 6 577 kr, dvs. drygt 200 kr dyrare än i grundexemplet.

Måluppfyllnad

En begränsningsregel som baseras på inkomst har i stort samma egenskaper som en motsvarande regel baserad på bostadens värde. Regelen kan bidra till att minska hushållets ekonomiska sårbarhet och därigenom också minska riskerna i bankernas kreditgivning. Den kan potentiellt också bidra till att påverka pris- och kreditutvecklingen, både genom att verka avkylande i en uppgångsfas och genom att stabilisera utvecklingen över tiden.

I det senare hänseendet är en inkomstrelaterad begränsningsregel sannolikt ett mer effektivt instrument än ett tak på belåningsgrad. Detta eftersom den parameter som är styrande för hushållets belåning – inkomsten – är stabilare över tid och uppvisar mindre variationer än den parameter – priset på bostaden – som ligger grund för ett belåningsgradstak. Och om skulderna inte kopplas till prisutvecklingen på bostadsmarknaderna undkommer man problemet att prisuppgångar och skuldsättning ömsesidigt drivs uppåt i en stigande spiral. På detta sätt minskar också behovet av att tillämpa begränsningsregeln dynamiskt.

Det ska dock noteras att begränsningsregeln ger olika effekter beroende på om den utformas som en gräns på *lånebeloppet* eller *lånekostnaderna* (räntor och amortering). I det förra fallet är det enbart inkomsten som inverkar på hur mycket hushållen maximalt kan låna. I det senare fallet har även ränteutvecklingen och hushållets amorteringspreferenser/bankens krav på amortering betydelse för lånebeloppets storlek.

Om begränsningsregeln ska kunna användas för att styra pris- och kreditutvecklingen förefaller det lämpligast att utforma en begränsningsregel som är neutral i förhållande till räntenivån i ekonomin. I detta avseende är alltså en beloppsbaserad begränsningsregel att föredra. En sådan reglering innebär nämligen att förändringar i räntan inte får någon direkt inverkan på hushållens kreditutrymme, vilket däremot blir fallet med en kostnadsbaserad regel. En ytterligare omständighet som talar till fördel för en beloppsbaserad begränsningsregel är att lånebeloppet också blir oberoende av amorteringarnas storlek. På så sätt skapas inga incitament för hushållen att avstå från att amortera, vilket måste betraktas som positivt ur ett stabilitetsperspektiv.

Andra konsekvenser

En fördel med en inkomstrelaterad begränsningsregel är att det inte diskriminerar hushåll med lite kapital, t.ex. förstagångsköpare. Däremot kan regeln innebära att hushåll med låga inkomster som tidigare kunnat få lån inte längre kan få det. Det är dock svårt att se hur detta skulle kunna vara ett problem eftersom en grundläggande förutsättning för att överhuvudtaget få låna pengar är att det finns en tillräcklig betalningsförmåga hos låntagaren. Möjligtvis kan det betraktas som problematiskt att regeln inte tar hänsyn till att hushåll med låga inkomster kan ha stora förmögenheter som säkerställer deras förmåga att bära en större skuld än vad inkomsten motiverar. För dessa hushåll medför regeln att man mot sin vilja tvingas investera sin förmögenhet i boendet.

Implementeringsfrågor

En viktig fråga att ta ställning till vid införandet av en inkomstbaserad regel är vilken nivå som belåningen begränsas till. Det finns få exempel på länder som tillämpar eller har tillämpat en regel som relaterar storleken på hushållens lån till dess disponibelinkomster. I Sverige ligger denna kvot för närvarande på cirka 170 procent⁹. Tittar man enbart på nytulning är dock kvoten betydligt högre. Över hälften av hushållen har då en skuldkvot på över 500 procent och de tio procent mest belånade hushållen har en skuldkvot över 1 000 procent¹⁰. Ett tak i storleksordningen 500 procent skulle således medföra en relativt kraftig åtstramning i kreditgivningen och på så sätt också kunna bidra till att minska trycket på bostadspriserna.

En annan central fråga är hur det inkomstmått som ska ligga till grund för begränsningsregeln bör utformas. Hushållen har tre typer av inkomster – förvärvsinkomster (lön och annan ersättning), transfereringar (barnbidrag etc.) och inkomst av kapital. Kapitalinkomsterna består dels av direktavkastning på finansiella tillgångar,

⁹ Sveriges Riksbank, Finansiell stabilitet 2010:2.

¹⁰ Finansinspektionen, Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning.

dvs. räntor och utdelningar, och dels av kapitalvinster (realiserade värdeförändringar). En rimlig utgångspunkt är att regeln bör baseras på de inkomstkällor som är stabila och ger en pålitlig inkomstström över tiden. Med undantag för kapitalvinster kan detta antas gälla för samtliga ovan nämnda inkomsttyper. Det framstår därför som rimligt att formulera ett inkomstmått där samtliga inkomster förutom kapitalvinster ingår. Genom att göra detta undviks också problemet att låntagare väljer att realisera sina kapitalvinster för att uppnå en tillfällig inkomsteffekt som möjliggör en högre belåning.

I likhet med en begränsningsregel baserad på bostadens värde så finns det en risk att de önskade effekterna uteblir om begränsningsregeln inte är bindande, dvs. om den tillåter belåning över taket, eller om den kan kringgå av hushållen eller instituten. En bindande regel skulle i detta fall innebära att inga lån överstigande en viss procentsats av inkomsten är tillåten. Jämfört med en begränsningsregel baserad på bostadens värde skulle en bindande regel vara mindre skadlig eftersom den inte kräver samma långtgående inskränkningar i vilken typ av lån som hushållen får ta. Så länge lånen ryms under taket kan låntagare och banker själva välja hur lånevillkoren ska utformas och mot vilka säkerheter lånen tas.

Av samma skäl som i fallet med en begränsningsregel baserad på bostadens värde kan en inkomstbaserad regel rimligtvis enbart införas för nyutlåning.

2.1.3 Amorteringskrav

Ett alternativ till en (direkt) reglering av storleken på hushållens bolån är att ställa krav på amorteringar. Ett amorteringskrav innebär att hushållen tvingas att betala av hela eller delar av sina bostadslån inom viss förutbestämd tidsperiod.

Ett amorteringskrav kan utformas på lite olika sätt. I sin allra enklaste form kan det innebära att det fastställs en maximal tid för hur länge hela lånet för löpa och att amorteringar under denna tid ska ske *periodvis* (t.ex. månadsvis) med lika stora belopp. Ett sådant rakt amorteringskrav på 30 år skulle för ett lån på 1 miljon kronor innebära månatliga avbetalningar på lånet på knappt 2800 kronor. Förutsatt att hushållen inte tar upp ytterligare lån minskar skuldstocken successivt under lånets löptid.

En tänkbar alternativ utformning är att kraven enbart omfattar en viss del av lånets storlek. Det kan exempelvis handla om att amorteringar måste göras så länge låntagarens belåningsgrad överstiger en viss nivå. Ett annat alternativ är att enbart fastställa att lånet ska vara återbetalt inom en viss tid, utan att föreskriva med vilken periodicitet återbetalningarna ska ske. Ett sådant krav skulle dock kunna kringgå genom att hela lånebeloppet återbetalas i en klumpsumma vid slutdatumet för lånet.

Amorteringskrav finns i flertalet länder, däribland Kanada och Hong Kong. I Kanada måste alla federalt reglerade kreditinstitut ta kreditförsäkringar hos staten

för bolån som har en högre belåningsgrad än 80 procent. Ett krav för att sådana lån överhuvudtaget ska kunna ges är att de ska återbetalas inom maximalt 35 år. Detta krav gäller även för bolån som kreditinstituten frivilligt väljer att försäkra (dvs. lån med en belåningsgrad under 80 procent). I Hong Kong uppgår den maximala amorteringsperioden till 30 år. Kopplat till detta krav finns också ett förbud mot amorteringsfria perioder under lånets löptid.

EXEMPEL: Amorteringskrav

Ett amorteringskrav införs som säger att bottenlånet måste amorteras av på 30 år (med rak amortering). I övrigt gäller samma villkor som i grundexemplet.

Hushållets kostnader blir:

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,6	3 683	4 722
Topplån	200 000	10	4,6	767h	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENNS: Den initiala månadsutgiften, efter skattereduktion, blir 9 504 kr, vilket främst beror på att amorteringsutgiften ökar med drygt 3 100 kr i månaden jämfört med grundexemplet. Den kraftiga ökningen i amorteringstakten (från 90 år till 30 år) gör dock att räntekostnaderna minskar snabbare. Efter det första året är räntekostnaden efter skatt (givet samma räntesats) nere i 2 976 kronor i månaden (jämfört med 3 115 kr initialt).

Måluppfyllnad

Ett amorteringskrav ger hushållen skäl att begränsa sin belåning. Kravet innebär nämligen att hushållens omedelbara utgifter för lånet stiger vilket lämnar mindre utrymme för andra utgifter. Taket för hur mycket hushåll kan och får låna mot säkerhet i en bostad justeras även det neråt eftersom hushållens kvar-att-leva-på-kalkyler påverkas negativt av amorteringskostnaden. På detta sätt kan ett amorteringskrav ses som en indirekt lånebegränsning i förhållande till inkomsten (se föregående avsnitt). En effekt av att hushållen lånar mindre och dessutom amorterar av sina bolån blir att de minskar sin skuldsättning och sina belåningsgrader. I takt med bolånet amorteras av minskar även räntekänsligheten hos hushållen. Sammantaget gör dessa effekter att de långivande institutens kreditrisker minskar, vilket även minskar sårbarheten i det finansiella systemet.

Genom att kraven påverkar både låneutgifter och kreditutrymme för hushållen är det också ett användbart verktyg för att motverka obalanser i pris- och kreditutvecklingen, vilket även det är till gagn för den finansiella stabiliteten, men potentiellt också för att undvika kraftiga variationer i hushållens konsumtion. Liksom i fallet med en begränsningsregel baserad på inkomst är behovet av dynamisk tillämpning av amorteringskrav inte lika stor som med en regel som grundar sig på bostadens värde. Icke desto mindre kan det finnas skäl att justera kraven i samband med

kraftiga upp- eller nedgångar i kreditlevnet för att på sätt försöka motverka att störningar i ekonomin uppstår.

Andra konsekvenser

I likhet med en lånebegränsning baserad på inkomst är en fördel med amorteringskrav att det inte slår lika hårt mot hushåll med lite kapital som en begränsning relaterad till bostadens värde gör. Detta eftersom betalningsförmågan blir den avgörande faktorn för hur mycket man kan låna. Den grupp som "drabbas" mest av regleringen blir hushåll med relativt låga inkomster och med lite kapital för en kontantinsats.

Ett amorteringskrav medför att hushållen kan avsätta mindre pengar till att spara i andra tillgångar än sitt boende. Detta gör att hushållens möjlighet att bygga upp en tillgångsportfölj med en balanserad sammansättning av olika typer av reala och finansiella tillgångar försämras. Om alla tillgängliga inkomster efter avdrag för levnads- och räntekostnader går till amortering kommer hushålllets tillgångar enbart att utgöras av bostaden. Detta gör dem mer sårbara för ett fall i bostadspriser än vad de hade varit om de hade kunnat spara de medel som använts för amorteringar i andra slags tillgångar.

Implementeringsfrågor¹¹

Ett amorteringskrav som utformas utan hänsyn till låntagarens finansiella ställning eller till värdet på de säkerheter som lämnas för lånet riskerar att det blir onödigt åtstramande. Det är exempelvis svårt att se några skäl till att tvinga hushåll med låga belåningsgrader att amortera. Det förefaller därför mer ändamålsenligt att utforma ett amorteringskrav som inriktar sig mot hushåll med höga belåningsgrader eller höga lånekostnader relativt deras betalningsförmåga. Ett tänkbart alternativ är att t.ex. föreskriva amorteringskrav för lån med en belåningsgrad över 80 procent.

Samtidigt som kraven inte bör vara onödigt restriktiva måste de formuleras så att de inte enkelt kan kringgås. Om hushållen exempelvis kan ta upp nya krediter som kompenserar för de amorteringar man tvingas göra riskerar kravet att bli verkningslöst. På samma sätt förlorar kravet sitt syfte om det enbart reglerar ett slutdatum för när lånet ska vara återbetalt. För om så är fallet kan kravet enkelt rundas genom att hela lånet betalas tillbaka på förfallodagen, vilket lätt ersätts med ett nytt lån. För att undvika dessa båda problem fordras att kraven utformas så att det krävs amorteringar under hela lånets löptid och att det dessutom omfattar hushållens samtliga krediter. I praktiken skulle en sådan reglering behöva utformas så att inga nya krediter kan tas under amorteringsperioden, varken med bostaden som säker-

¹¹ Finansinspektionen tar upp svårigheter med att implementera ett amorteringskrav i sin beslutspromemoria "Allmänna råd om begränsning av lån mot säkerhet i bostad".

het eller utan. Och att införa en regel som förbjuder hushållet att ta upp några som helst lån under amorteringsperioden framstår som en väl drastisk åtgärd. Utöver att inskränkningen i hushållens möjligheter att anpassa sina kreditbehov över tiden sannolikt skulle leda till negativa välfärdseffekter är risken också stor att det skulle uppstå en svart lånemarknad utanför den reglerade banksektorn. Till detta kommer också att det skulle vara mycket svårt, och inte minst väldigt resurskrävande, att utöva tillsyn över att regeln följs.

Ett annat problem med amorteringskrav är att det kan bli kontraproduktiva i en ekonomisk nedgång eller kris. I ett läge där hushållen får en försämrad betalningsförmåga kan amorteringskravet i sig bli en orsak till att låntagarna fallerar på sina lån och att kreditförlusterna därmed blir högre än de varit om det inte funnits något krav. I dessa lägen kan det finnas skäl att medge undantag från amorteringskravet. Att reglera när sådana undantag får göras är dock inte enkelt och skulle dessutom vara resurskrävande för tillsynsmyndigheten att övervaka.

Liksom tidigare verktyg kan ett amorteringskrav rimligtvis enbart införas för nyutlåning. Det kan dock vara värt att påpeka att de ekonomiska konsekvenserna av ett amorteringskrav som införs för redan befintliga lån sannolikt skulle bli mer kännbara än i de två föregående fallen. Eftersom ett amorteringskrav skulle medföra en relativt stor ökning av den månatliga lånekostnaden skulle det troligtvis medföra en kraftig åtstramning av hushållens konsumtion. Särskilt som detta är en kostnad som hushållen inte kunnat förutse när de tog sitt lån. Om amorteringskravet tillämpas dynamiskt kan det däremot finnas anledning att låta eventuella *lättnader* i kravet även omfatta de befintliga låntagare som påfördes kravet när de tog lån. Detta eftersom i ett läge där hushållens ekonomi är ansträngd i en lågkonjunktur kan ett sänkt amorteringskrav bidra till att minska risken för betalningsinställelser hos hushållen. Genom att hushållens låneutgifter minskar kan en lättnad av kraven även ge viss stimulans till hushållens konsumtion.

2.1.4 Riskförsäkringar

Ett sätt att hantera vissa av de risker som finns på bostadsmarknaden är att införa riskreducerande försäkringslösningar. I ett flertal länder finns olika försäkringslösningar som skyddar låntagaren, långivaren eller bägge parterna mot prisfall eller om låntagaren får betalningssvårigheter. Det rör sig ofta om någon form av arrangemang som går utöver den riskhantering som åstadkoms genom andra lösningar, t.ex. ett bolånetak.

Man kan dock skilja på olika bakomliggande syften med dessa försäkringar:¹²

- *Försäkringar med ett socialt syfte.* Dessa försäkringar ges oftast av en statlig myndighet och är generellt riktade mot vissa typer av hushåll. Exempelvis kan dessa statliga försäkringar rikta sig mot hushåll som vill köpa en bostad men som av en eller annan anledning har svårt att få ett vanligt bostadslån. Detta kan bero på att de har låga inkomster, ny anställning, litet eget kapital eller tidigare betalningsanmärkningar. Varianter av sådana typer av försäkringar finns exempelvis i Finland, Grekland och Ungern, men även i Sverige.¹³
- *Försäkringar med ett stabilitetssyfte.* Dessa försäkringar ges av både statliga och privata aktörer internationellt och då ofta som ett komplement till annan befintligt reglering, t.ex. ett belåningstak. Flertalet av dessa försäkringar syftar till att försäkra bort en del av kreditrisken som kreditgivaren tar på sig. På så sätt kan dessa försäkringar fungera som en slags ventil för att kunna ge bolån till hushåll som inte fullt ut möter kraven i det allmänna regelverket eller bankens länepaxis. I Kanada är sådana försäkringar obligatoriska om belåningsgraden överstiger det i regelverket fastställda bolånetaket. I Storbritannien förekommer att kreditgivare kräver att låntagare, vid höga belåningsgrader, tecknar en försäkring som skyddar kreditgivaren mot eventuella förluster i samband med en tvångsförsäljning/utmätning.
- *Försäkringar med ett trygghetssyfte.* Dessa försäkringar ges ofta av privata aktörer och syftar till att ge hushållen möjlighet att hantera sina risker i samband med sitt bostadsägande. Ofta handlar det om en prisfallsförsäkring, vilket exempelvis kan vara ett sätt att eliminera en potentiell förlust om man vet om att man bara kommer att vara aktiv på bostadsmarknaden under en viss tid.

Som ett alternativt verktyg för att motverka att bostadsmarknaden blir en källa till ekonomiska störningar är de låneförsäkringar som har ett stabilitetssyfte av störst intresse. Även om dessa försäkringar kan utformas på olika sätt kommer vi av utrymmesskal enbart att fortsättningsvis studera prisfallsförsäkringar.

12 En genomgång av olika internationella trender i riskförsäkringar har gjorts av Scanlon och Whitehead (2004).

13 Bostadskreditnämnden (BKN) kan bevilja en förvärvsgaranti, som är en statlig garanti som omfattar räntebetalningar för förstagångsköparens köp av bostad. Denna garanti kan ses som en försäkring för långgivaren som, genom att teckna en garanti hos BKN, försäkras sig mot risken att förlora ränteintäkter för ett bostadslån. Ofta är detta fallet även internationellt, försäkringen syftar främst till att skydda långgivaren mot förfall eller betalningsinställelse hos låntagaren. I vissa fall skyddar de statliga garantierna låntagaren, till exempel i Belgien (mot inkomstbortfall) och Nederländerna (mot prisfall).

EXEMPEL: Låneförsäkring mot prisfall

En regel införs som säger att alla belåningsgrader över 80 procent av bostadens värde måste prisfallsförsäkras. Vi tittar på två fall, i övrigt gäller samma förutsättningar som i grundexemplet (belåningsgraden får maximalt vara 95 %).

FALL 1. Premien betalas som en klumpsumma och är 2 procent av försäkringsbeloppet (= hela lånet).¹⁴ Premien påverkar hur mycket hushållet får över till kontantinsats. Samtidigt medför försäkringen att hela lånebeloppet kan lånas ut som ett bottenlån, så topplånet försvinner jämfört med grundexemplet.

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 357 142	95	2,6	2 940	1 257
Eget kapital	71 428	5			

Försäkringskostnad är 28 571 kr för 5 år, vilket betalas som en klumpsumma direkt från de 100 000 kronor hushållet har till kontantinsats.

FALL 2. Premien betalas månadsvis och täcker bara 300 000 kr, dvs. ner till en belåningsgrad på 80 procent av bostadens värde. Kostnaden antas vara 2 procent av försäkringsbeloppet. Även i detta fall möjliggör försäkringen att hela lånebeloppet kan lånas ut som bottenlån.

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 900 000	95	2,6	4 117	1 759
Eget kapital	100 000	5			

Försäkringskostnaden blir ca 500 kr/mån.

KONSEKVENSER: Konsekvenserna blir relativt stora i Fall 1 medan de blir relativt små i Fall 2. I Fall 1 kan hushållet bara köpa en bostad för 1 428 571 kr eftersom en del av deras besparingar även måste täcka försäkringskostnaden. Detta gör att de bara har drygt 70 000 kr kvar att använda som kontantinsats (givet att de inte kan låna till premien).¹⁵ I Fall 2 kan hushållet köpa samma bostad som i grundexemplet. Den initiala månadsutgiften blir ca 5 141 kr per månad efter skattereduktion, givet att inget striktare amorteringskrav krävs av försäkringsbolaget. Att amortera ner lånet med det försäkrade beloppet (300 000 kr) under försäkringstiden (5 år) skulle kosta 5 000 kr i månaden, men ett rimligare antagande är någonting mellan detta belopp och 1 759 kr, dvs. 3 380 kr i månaden. Den initiala månadsutgiften blir då 6 262 kr i månaden vilket är ungefär samma utgift som i grundexemplet.

Måluppfyllnad

Ett krav på prisfallsförsäkring vid högre belåningsgrader bidrar till att minska hushållens och kreditinstitutens sårbarhet mot prisfall på fastighetsmarknaden. Om hushållen skulle ha sådana försäkringar skulle flertalet av de hushåll som tvingas sälja sina bostäder kunna betala tillbaka sitt lån även om priset skulle understiga lånebeloppet. Detta minskar i sin tur kreditriskerna hos kreditinstituten.

Det kan även finnas en indirekt stabilitetsförstärkande effekt med ett krav på låneförsäkringar. Försäkringsbolag som säljer låneförsäkringar kommer att fungera som en kontrollerande tredje part på att kvalitén i låneprövningen upprätthålls. Den som ställer ut försäkringen har ju ett incitament att se till att låneprövningen

¹⁴ Vi antar något förenklat att försäkringsbolaget tar samma premie som den riskpremie som finns på topplånet jämfört med bottenlånet, dvs. 2 procent.

¹⁵ Om hushållet kan låna till premien (blancolån) blir månadskostnaden ett par hundralappar dyrare än i Fall 2, dvs. nästan exakt som i grundexemplet.

är adekvat eftersom de måste betala eventuella restskulder om bostaden avvecklas med förlust. För att försäkra en låntagare kan försäkringsgivaren komma att ställa ytterligare krav som går utöver vanlig reglering och lånepraxis, till exempel vad gäller amortering eller att låntagaren ska klara av höga räntor. Dessa ytterligare krav stärker i sin tur motståndskraften hos både hushållen och kreditinstituten. Om försäkringsgivaren däremot inte gör denna kontroll kan försäkringen få direkt motsatt effekt. Genom att låntagare inte i samma utsträckning riskerar att bli kvar med en restskuld vid en försäljning kan de bli mer risktagande i sin belåning. Genom att kreditinstituten inte riskerar kreditförluster i samma utsträckning kan de bli mindre noggranna i sin kreditprövning.¹⁶

Den stabilitetsförstärkande effektens styrka beror också på vilka aktörer som kommer att erbjuda denna försäkring. En lärdom från krisen är att det är viktigt att den risk som försäkras bort verkligen också tas bort från kreditinstituten balansräkningar och inte heller blir för koncentrerade hos en eller några få aktörer som är för intimt sammanlänkat med kreditinstituten. Om kreditinstituten exempelvis har exponeringar mot den aktör eller de aktörer som försäkrar bolån har man inte åstadkommit så mycket ur ett stabilitetsperspektiv. Det är därför viktigt att det finns ett adekvat ramverk för övervakning av finansiella systemrisker vid en försäkringsslösning, inte minst om det är privata aktörer som agerar som försäkringsgivare. Ett sätt att minska sådana nätverksrisker är att staten skapar en sådan aktör, något som är vanligt förekommande internationellt. I detta fall är det dock viktigt att staten tar betalt för den risk man tar på sig så att man inte subventionerar kreditgivningen till bostadsmarknaden på bekostnad av andra marknader.

Om krav på låneförsäkringar får effekt på skuldsättningen hos hushållen, och mer generellt på pris- och kreditykeln på bostadsmarknaden, är svårare att uppskatta. Utfallet beror till stor del på hur dessa försäkringar utformas och prissätts, samt på vilka ytterligare krav försäkringsbolaget kan komma att ställa för att försäkra låntagare.¹⁷ Rent teoretiskt bör dock effekten på pris- och kreditutvecklingen bli relativt liten så länge försäkringen prissätts på marknadsmässiga grunder. Förvisso blir kostnaden för själva lånet (räntan), allt annat lika, lägre för en försäkrad låntagare jämfört med oförsäkrad låntagare. Detta då hela eller delar av långivarens kreditrisk försvinner med en prisfallsförsäkring. Samtidigt överförs risken till försäkringsgivaren som kommer kräva en premie motsvarande den som långivaren hade tagit ut om lånet varit oförsäkrat. Denna försäkringspremie kommer i slutändan bäras av låntagaren. Förutsatt att försäkringen marknadsprissätts och betalas löpande under försäkringens livslängd bör de månatliga kostnaderna för att låna med eller utan

16 Exempelvis kan försäkringar minska kreditinstituten incitament att ta fram och använda kvalitativ information om låntagaren i kreditprövningen, t.ex. strukturellt utnyttjande av kontokredit och hög andel sena betalningar om låntagaren är befintlig eller tidigare kund.

17 I princip skulle försäkringsbolaget kunna tillämpa egna villkor för hur mycket ett hushåll får låna i förhållande till sin inkomst för att man ska försäkra lånet.

försäkring vara lika stora. Således blir också effekten på kreditefterfrågan och skuld-sättning liten. Om försäkringskostnaden däremot tas ut som en klumpsumma direkt vid lånetillfället får hushållet en relativt stor initial kostnad som påverkar hur mycket hushållet kan lägga i egen insats. Om den egna insatsen minskar, minskar också låneutrymmet för hushållet.¹⁸ Ännu större effekt blir det om försäkringstagaren des-sutom kräver tuffare amorteringskrav och kvar-att-leva-på-kalkyler för att försäkra lånet än vad långgivaren själv skulle ha gjort.

Andra konsekvenser

Oavsett hur låneförsäkringar kommer att påverka pris- och kreditykeln på bostads-marknaden blir en konsekvens av dem ett förstärkt konsumentskydd. Men enbart så till vida att en försäkring kan hjälpa hushåll som av en eller annan anledning måste sälja sin bostad till ett lägre pris än lånebeloppet, t.ex. vid en skilsmässa under en lågkonjunktur. Hur prisfallsförsäkringar kommer att påverka hushåll som hamnar på obestånd mer generellt är däremot en öppen fråga. I normala fall brukar kreditinsti-tut försöka hjälpa sina kunder om de får tillfälliga betalningsproblem, t.ex. genom att bevilja anstånd med amorteringen av bolånet. Idag ligger det både i låntagarens och i kreditinstitutens intresse att denna möjlighet finns. Men med låneförsäkrin-gar minskar potentiellt kreditinstitutens incitament att använda denna möjlighet då kreditförlusterna vid tvångsförsäljningar kraftigt har reducerats. Till viss del kan försäkringsgivaren kräva att sådana lösningar ska prövas först innan försäkringen får lösas ut men det är oklart exakt hur detta skulle fungera.

Implementeringsfrågor

Ett införande av obligatoriska prisfallsförsäkringar är en ganska omfattande för-ändring i förhållande till hur kreditgivning går till i dag, bland annat kommer det in en ytterligare part vid kreditprövningen och försäkringarna kan även komma att påverka kreditinstitutens finansiering. Utbudet av sådana försäkringar är dessutom begränsat i Sverige, åtminstone idag. Det blir en politisk fråga om staten ska skapa en sådan aktör, eller om man ska förlita sig på att privata aktörer kommer att skapas vid en reglering.

Ett krav på prisfallsförsäkring är också lättare att motivera om regleringen införs tillsammans med ett bolånetak eller annat liknande krav. Detta eftersom det är svårt att motivera varför hushåll med väldigt låga belåningsgrader skulle behöva ha en försäkring. En konsekvens av att bara kräva försäkringar för belåningsgrader över en viss nivå blir ju de facto som att ha ett belåningstak, men där högre belåningsgrader tillåts om man tecknar en försäkring. Med andra ord får man till en del en lånebe-

¹⁸ Givet att belåningsgrader på 100 procent inte tillåts (se exempel). Det förutsätter också att hushållet inte kan låna till premien.

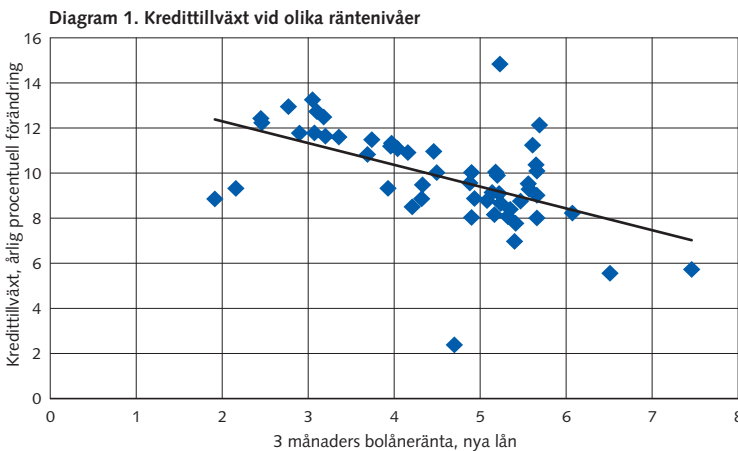
gränsning baserat på bostadens värde på köpet om man inför ett krav på prisfallsförsäkringar vid höga belåningsgrader.

2.1.5 Rängebbindningskrav

Det sista verktyget riktat mot hushållen som vi diskuterar är rängebbindningskrav. Ett rängebbindningskrav innebär att låntagaren måste binda hela eller delar av sitt bolån till en fast ränta under en fastställd bindningstid.

I en del länder, t.ex. Danmark och USA, karaktäriseras bolånemarknaden av mycket långa bindningstider. Exempelvis väljer 95 procent av de amerikanska låntagarna att binda sina räntor på 30 år eller mer. I Sverige däremot har en mycket stor del av hushållen bolån med rörliga räntor eller mycket korta bindningstider. Detta är en förändring som har skett på drygt 10 år, från att ha utgjort ca hälften av alla nya bolån har andelen nya bolån som löper med bunden ränta på 5 år eller mer blivit några få procent. De som haft rörliga räntor under denna period har kunnat dra nytta av en sjunkande räntetrend och mycket tyder på att hushållen idag fäster större vikt på ränteskillnaden mellan rörlig och bunden ränta än på andra variabler, såsom inkomster, framtida räntor och inflation.¹⁹

Det finns två potentiella problem med denna utveckling, dels att hushållen tar på sig en allt större ränterisk och blir känsligare för räntehöjningar, dels att hushållen tenderar att belåna sig kraftigt när räntan är låg (se figur 1).



Källa: Riksbanken.

Ett rängebbindningskrav skulle kunna utformas på lite olika sätt vad gäller bindningstider och andelar av lånen som måste bindas. Kravet skulle exempelvis kunna formuleras så att hushåll som belånar fastigheten över en viss gräns (t.ex. 75 procent) måste binda hela sitt lån på 10 år.

¹⁹ Statens Bostadskreditnämnd (2010).

EXEMPEL: Räntebindningskrav

Ett räntebindningskrav införs som säger att bottenlån måste bindas på 10 år. Hushållets kostnader blir då:

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	4,5	6 375	1 574
Topplån	200 000	15	4,6	767	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: Den initiala månadsutgiften blir, efter skattereduktion, ca 8 240 kr. Hushållet får alltså en högre räntekostnad på ca 1 884 kr per månad jämfört med grundexemplet. Skillnaden beror på att ett 10-årigt lån antas ha en högre ränta än ett rörligt lån (3 månaders bindningstid). Om den rörliga räntan stiger (sjunker) under bindingsperioden minskar (ökar) skillnaderna jämfört med grundexemplet.

Måluppfyllnad

Med bundna lån har hushållen full kontroll på sina lånekostnader och blir mindre känsliga för ränteförändringar. Ett räntebindningskrav skulle således medföra en lägre kollektiv ränterisk för hushållssektorn. Det skulle stärka hushållens motståndskraft vid räntetoppar, och medföra att färre inte skulle klara att sina lånekostnader vid räntehöjningar. Genom att den korta räntan är mer volatil än de långa räntorna kan kreditefterfrågan i viss mån jämnas ut över tiden.

Ett räntebindningskrav kan också ha en viss dämpande effekt på pris och kreditutvecklingen, speciellt i perioder med historiskt låga räntenivåer och en gynnsam bostadsmarknad med stark prisutveckling. Om räntekostnaderna blir högre ges låntagaren incitament att undvika hög belåning och på så sätt undvika att försätta sig i en utsatt position om något oväntat skulle inträffa. En räntebindningsregel skulle på detta sätt kunna fånga upp några av de låntagare som inte reagerar på bokostnads-kalkyler med antaganden om högre räntor i framtiden.

Eftersom ett räntebindningskrav inte begränsar hur mycket hushållen får låna och inte heller innebär samma påtagliga effekter på hushållens låneutgifter som ett amorteringskrav är det dock tveksamt om kravet kan ha någon större inverkan på bostadspriser och kredittillväxt. Ett räntebindningskrav är därför i första hand att betrakta som ett verktyg för att minska hushållens sårbarheter mot räntechocker. Och som sådant är det svårt att se något behov av att tillämpa kravet dynamiskt

Andra konsekvenser

För hushåll med stora ekonomiska marginaler (höga inkomster/stor förmögenhet) är ett räntebindningskrav en mindre bra åtgärd då de tvingas att försäkra sig mot en risk som de med största sannolikhet har råd att bära. En annan kategori av låntagare som kan drabbas negativt är de som ska låna eller har omläggning av lån vid en relativt hög räntenivå. Problemet med höga räntor vid omläggning skulle emellertid

kunna hanteras genom att kräva att räntan måste vara bunden till samma ränta under hela lånets löptid. En sådan lösning förutsätter dock att lånet har en fastställd amorteringsperiod. För de låntagare som träffas av kravet innebär det därför i praktiken också ett indirekt amorteringskrav.

En annan konsekvens för hushållen är att deras lånekostnader blir okänsliga för inflationen. I perioder där inflationen och – till följd av detta – de rörliga räntorna har stigit mer än förväntat gynnas de hushåll som tidigare bundit sina lån. Om inflationen och de rörliga räntorna däremot blir lägre än förväntat kommer det i stället vara ogynnsamt med bundna räntor. På detta sätt kan alltså hushållens reala kostnader för att låna komma att variera mycket kraftigare med bundna räntor än med rörliga.

För bankerna skulle ett räntebindningskrav innebära en förändrad ränterisk. När räntebindningstiderna på tillgångarna (bostadslån) stiger krävs att anpassar sin finansiering för att behålla samma risknivå. Detta kan åstadkommas genom att finansiera sig med lån på längre löptider eller genom att swappa om korta räntor till långa. I båda fallen medför kravet en kostnad för bankerna.

Implementeringsfrågor

Ett räntebindningskrav bör rimligtvis begränsas till att omfatta de hushåll som är sårbara mot räntechocker. Det kan därför vara lämpligt att koppla kravet till låntagarens skuldsättningsgrad, antingen i förhållande till värdet på bostaden eller i förhållande till inkomsten.

2.2 VERKTYG RIKTADE MOT KREDITINSTITUTENS VERKSAMHET

Ett alternativ till verktyg som riktar sig mot hushållens upplåning är att använda verktyg som i stället riktar sig mot de kreditgivande institutens verksamhet. Genom att reglera de ekonomiska förhållandena i dessa företag är det möjligt att dels styra risken för störningar i det finansiella systemet och dels påverka priset och utbudet av krediter i ekonomin och därigenom också utvecklingen på bostadsmarknaden.

2.2.1 Kapitalkrav

En central del i regleringen av det finansiella systemet är de krav som ställs på kreditinstitutens kapital, så kallade kapitalkrav. I Sverige och många andra länder bygger dessa regler på internationellt överenskomna standarder som föreskriver hur kapitalet ska vara sammansatt och hur stort det minst måste vara. Kapitalkravets storlek är relaterat till risken i de tillgångar institutet innehar, däribland dess bostadslån. Kapitalet fungerar som en buffert mot förluster och genom kraven kan myndigheterna reglera risken för att störningar uppstår i det finansiella systemet. Ju högre krav desto mindre blir risken för störningar. Genom att kapitalkraven också påver-

kar institutens finansieringskostnader kan justeringar av kraven potentiellt också användas för att styra priset och utbudet av krediter i ekonomin, något som i sin tur inverkar på utveckling på bostadsmarknaden. Även om det inte är dess uttalade syfte kan kapitalkraven därigenom också bidra till att styra utvecklingen i pris- och kreditykeln.

Eftersom kapitalkrav är ett redan existerande verktyg krävs förändringar i regelverket för att stärka kravens förmåga att motverka de makroekonomiska risker som utvecklingen på bostadsmarknaden kan orsaka. Mot bakgrund av lärdomarna från den senaste finansiella krisen kommer de internationella kapitalkravsstandarderna reformeras i flera viktiga avseenden. Mer specifikt består reformerna av två huvudsakliga delar, dels en allmän skärpning av befintliga krav där både kvaliteten och mängden kapital höjs, dels introduceras så kallade kontracykliska element i regleringen, bl.a. i form av att bankerna tvingas hålla mer kapital under perioder av stark kreditexpansion, och vice versa. Dessa reformer syftar dock inte till att hantera risker som härrör från bostadsmarknaden specifikt, utan riktar sig mot institutens verksamhet generellt. De är heller inte utformade med det direkta syftet att motverka en ohållbar uppgång i pris- och kreditykeln, utan för att säkerställa stabilitet i det finansiella systemet.

För att uppnå isolerade effekter i förhållande till bostadsmarknaden krävs att man specifikt inriktar sig på att justera kapitalkraven för bostadslån. Eftersom kapitalkraven kan beräknas enligt två olika metoder kan tillvägagångssätten för att åstadkomma detta behöva skilja sig åt. För den metod där instituten beräknar kraven med hjälp av förutbestämda riskvikter (basmetoden) är ett alternativ att utöka graden av differentiering i riskvikterna utifrån hur riskfyllda lånen är, t.ex. med avseende på belåningsgraden²⁰. Eftersom lånekostnaderna på detta sätt ökar i proportion till belåningsgraden ges hushållen incitament att avstå från en allt för hög skuldsättning. För den metod där instituten beräknar kraven med hjälp av egna riskmodeller (internmetoden) är detta inte ett alternativ eftersom en omfattande riskdifferentiering redan görs inom ramen för de interna modellerna. Här kan i stället ett alternativ vara att sätta ett golv för hur låga riskvikterna kan tillåtas bli. På detta sätt säkerställs en viss lägstanivå på institutens kapitalbuffertar för bostadsutlåning. Dessutom kan det ge en viss priseffekt på bostadskrediter som bidrar till att dämpa kreditefterfrågan. Ett alternativ som är tillämpligt för båda metoderna är att höja kapitalkraven för bostadslån generellt. Detta kan leda till högre lånekostnader för bostadskrediter generellt vilket i så fall torde ge en dämpande effekt på kreditykeln.

20 Detta görs till viss del redan i existerande kapitaltäckningsregler.

EXEMPEL: Skärpta kapitalkrav för bostadsutlåning

Förutsatt att de striktare kapitalkraven leder till att bankerna ökar sitt kapital kommer de medföra ökade kostnader för bankerna att tillhandahålla bostadsutlåning. Givet att dessa kostnader överförs på kunderna så kommer utlåningsräntorna att öka. I vilken omfattning räntorna ökar beror på en rad olika omständigheter, framförallt storleken på höjningen av kapitalkraven och i vilken mån kostnaderna överförs på kunderna. I detta exempel antar vi att utlåningsräntan på bottenlån ökar med 0,3 % och att räntan på topplån förblir oförändrad. Samma villkor som i grundexemplet gäller.

Hushållets kostnader blir i detta fall:

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,9	4 108	1 574
Topplån	200 000	15	4,6	767	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: Hushållets initiala månadsutgift blir, efter skattereduktion 6 654 kr, varav 3 413 kr i räntekostnader. Jämfört med grundexemplet får hushållet få en högre räntekostnad efter skatt på ca 300 kr per månad.

Måluppfyllnad

De kreditgivande instituten håller i regel mer kapital än vad regelverket kräver. En skärpning av kapitalkraven, generellt eller för bostadslån specifikt, innebär därför inte per automatik en förbättring av det finansiella systemets motståndskraft mot störningar. En förutsättning för att så ska ske är att skärpningen gör att instituten antingen tvingas, eller på egen hand väljer, att öka sitt kapital. Kort sagt, för att uppnå en faktisk effekt krävs att det formella kapitalkravet överstiger de kapitalkrav som instituten (via dess finansärer) ställer på sig själva.

När det gäller effekten på pris- och kreditykeln så innebär skärpta kapitalkrav för bostadslån att denna kategori av utlåning blir dyrare för bankerna att tillhandahålla (förutsatt att de inte har interna kapitalkrav som överstiger de legala kraven). Om bankerna väljer att överföra den ökade kostnaden på bolånekunderna stiger räntorna och efterfrågan på bolån minskar. Skärpta krav kan således förväntas ge en dämpande effekt på kreditykeln och därmed också på bostadsmarknaden. Bankerna skulle också kunna välja att möta de skärpta kraven genom att dra ned på sin bostadsutlåning. I detta fall påverkas kreditutbudet negativt, vilket även det ger en dämpande effekt.

Här bör dock noteras att kapitaltäckningsreglernas huvudsakliga uppgift är att stärka det finansiella systemets motståndskraft. Även om kraven kan ha en inverkan på pris- och kreditykler så är inte detta ett syfte som regelverket kan användas för. Men även om kraven skulle kunna användas för detta ändamål kan det finnas omständigheter som gör att effekten av skärpta krav på pris- och kreditykler inte blir den önskade. I en uppgångsfas som präglas av stor optimism kan hushållens kreditefterfrågan vara så stark att de ökade lånekostnader (prisincitament) som de

ytterligare kraven medför inte ger någon påtaglig effekt på kreditgivningen. Det kan också vara så att bankernas kostnader för att anskaffa kapital kan vara låga i en uppgångsfas, vilket kan göra att de skärpta kapitalkraven inte leder till någon större effekt på utlåningsräntorna.

Förändringar av kapitalkraven som enbart riktar sig mot vissa typer av utlåning, i detta fall bostadslån, gör att denna typ av utlåning blir relativt mer kostsam för instituten. En möjlig konsekvens av detta är att bankerna väljer att omfördela sin utlåning till andra kategorier av lån, såsom t.ex. konsumentkrediter utan säkerhet eller företagsutlåning. Om flödena går mot mer riskfylld utlåning motverkas den stabilitetsbevarande effekt som en höjning av kraven kan syfta till att åstadkomma.

Ovan nämndes några alternativa sätt för att skärpa kapitalkraven för bostadslån specifikt; genom en generell höjning av kraven, utökad differentiering av riskvikterna eller ett golv för riskvikterna.

En differentiering utifrån belåningsgrad gör att det blir mer kostsamt med hög belåning, vilket i sig kan bidra till minskad skuldsättning och dämpade kredit- och priscykler. Att kapitalkraven är beroende av marknadsvärdet på fastigheterna gör dock att det finns en motverkande cyklisk effekt. Om instituten marknadsvärderar sina säkerheter innebär stigande priser att låntagarnas belåningsgrad sjunker, vilket också medför sjunkande kapitalkrav. Därigenom frigörs kapital i instituten som de kan använda för att öka sin kreditgivning. Det omvända förhållandet gäller vid fallande priser. På detta sätt bidrar kapitalkraven till att förstärka snarare än dämpa kredit- och priscykler. Denna effekt kan antas bli större ju mer riskdifferentierade kraven är.

Att införa ett golv för riskvikterna inom ramen för internmetoden bidrar till att säkerställa att bankernas kapitalbuffertar för bostadsutlåning alltid uppgår till en viss miniminivå. Samtidigt innebär ett sådant golv ett avsteg från principen att kapitalkraven ska beräknas utifrån hur stora förluster utlåningen historiskt sett har medfört för institutet.

Andra konsekvenser

Att kapitalkraven beräknas utifrån historiska förlustdata är ett uttryck för en av kapitaltäckningsreglernas mest grundläggande principer, nämligen att kapitalkraven så nära som möjligt ska avspegla de faktiska riskerna som instituten tar. En viktig anledning till detta är att regelverket som sådant inte ska bli en faktor för hur instituten väljer att bedriva sin utlåning. Ett annan central anledning är att bankerna inte ska tvingas att hålla mer kapital än vad riskerna i verksamheten motiverar.

Om man väljer att frångå denna princip genom att införa kapitalkrav för bostadslån som överstiger de som ges av befintliga riskberäkningsmetoder kan bostadsutlåningen komma att minska (och andra typer av utlåning öka). Att regelverket på detta sätt påverkar kreditförsörjningen kan dock vara motiverat om det finns skäl

att tro att beräkningsmetoderna för kapitalkraven underskattar de faktiska riskerna. Ett annat motiv skulle kunna vara om bankernas kreditgivning skapar en så kallad negativ externalitet, dvs. att bostadsutlåningen skapar risker för samhällsekonomin som är större än de risker som den medför för den individuella banken. Genom kapitalkraven, men även genom övriga diskuterade verktyg, kan myndigheterna försöka "prissätta" dessa externaliteter så att bostadsutlåningen hamnar på en samhällsekonomiskt acceptabel risknivå.

En ökad differentiering av kapitalkraven medför att hushåll med höga belåningsgrader får högre lånekostnader relativt hushåll med lägre belåningsgrader. På samma sätt som i fallet med en begränsningsregel relaterad till bostadens värde kan detta leda till att kapitalsvaga hushåll, t.ex. förstagångsköpare, för svårare att komma in på bostadsmarknaden.

Implementeringsfrågor

Förändrade kapitalkrav kommer att påverka den redan befintliga stocken av bostadslån. Detta till skillnad från tidigare diskuterade verktyg som rimligtvis enbart kan tillämpas för nyutlåning eller lån som läggs om. En effekt av denna skillnad är att befintliga ägare av bostäder påverkas på ett mer omedelbart sätt. I den mån kraven leder till högre utlåningsräntor minskar befintliga husägares konsumtionsutrymme medan t.ex. ett belåningstak endast ger en indirekt påverkan (om det skapar prisförändringar som i sin tur påverkar hushållens konsumtionsval). Förändrade kapitalkrav kan således förväntas ha en större inverkan på efterfrågan i ekonomin än verktyg som riktas mot nyutlåning, eftersom det påverkar både lånekostnader och tillgångsvärden och hos redan befintliga låntagare. Om syftet med verktyget är att motverka en ohållbar utveckling i bostadspriser och skuldsättning, utan att samtidigt strama åt hushållens "likviditet", framstår verktyg som inriktat sig på nyutlåning som ett lämpligare alternativ.

Kapitalkraven bygger på internationellt överenskomna standarder. Ensidiga förändringar i det svenska regelverket skulle innebära att förhållandena på den svenska bolånemarknaden avvek från de internationellt rådande. Det finns dock ett flertal länder som valt att gå i denna riktning och tillämpa striktare krav. Dessutom är det så att även andra verktyg som innebär en skärpning av bostadsutlåningen skulle inverka på svenska bankers internationella konkurrenskraft.

Om kapitalkraven för bostadslån ska kunna tillämpas dynamiskt är det viktigt att fundera på hur dessa bör samordnas med de kontracykliska krav som kommer att börja fasas in fr.o.m. 2016. Dessa ska nämligen också fungera på så sätt att kraven ska kunna varieras över tid, dock inte med hänvisning till bostadsutlåningen specifikt utan utifrån den generella kreditutvecklingen i ekonomin. För att slippa två olika dynamiska kapitalkrav vore en rimlig ansats att utforma de kontracykliska kapitalkraven så att de inte enbart kan aktiveras när kreditexpansionen i ekonomin som

helhet är hög, utan även när utlåningen stiger kraftigt på enskilda delmarknader, t.ex. bolånemarknaden.

2.2.2 Kassakrav för bostadsutlåning

Inom ramen för sin verksamhet kan Riksbanken ställa så kallade kassakrav på bankerna. Dessa krav skulle kunna användas som ett instrument för att påverka bankernas bostadsutlåning och således också pris- och kreditutvecklingen på bostadsmarknaden.

Ett kassakrav fungerar så att bankerna tvingas placera en viss mängd medel i Riksbanken. Kassakravet beräknas som en andel (kassakvot) av någon post (bas) i bankens balansräkning. Det är Riksbanken som beslutar vilken bas kravet ska beräknas på och också vilken ränteersättning som ska utgå för de placerade medlen. Genom att införa ett kassakrav med bankernas bostadsutlåning som bas, och för detta betala en lägre ränteersättning än den ränta bankerna måste betala för att skaffa dessa medel, kommer kravet i praktiken fungera som en skatt eller avgift på bolån. I den mån denna kostnad läggs till bankernas utlåningsräntor kommer kassakravet ge en dämpande effekt på kreditefterfrågan.

EXEMPEL: Kassakrav för bostadsutlåning

Riksbanken tillämpar ett kassakrav där basen utgörs av bostadslån och där kassakvoten fastställts till 20 procent. Om skillnaden mellan den ränteersättningen som Riksbanken betalar och bankens upplåningskostnader är 2 procent kommer bankens kostnader för bostadsutlåning att öka med $2 \cdot 0,2 = 0,4$ procent. Lägg denna kostnad helt på utlåningsräntan för bolånet ser hushållets kostnader ut som följer (vi förutsätter att enbart bottenlån ingår i basen för kassakravet):

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	3,0	4 250	1 574
Topplån	200 000	15	4,6	767	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: Hushållets initiala månadsutgift blir 6 753 kr efter skattereduktion, varav 3 512 kr i räntekostnader. Jämfört med grundexemplet får hushållet en högre räntekostnad efter skatt på ca 400 kr per månad.

Måluppfyllnad

Ett kassakrav som tillämpas på detta sätt syftar i första hand till att påverka banker och låntagare i sådan riktning att kreditgivningen för bostäder minskar. De ökade kostnader som kravet medför förutsätter att bankerna höjer utlåningsräntorna om de vill upprätthålla sina vinstmarginaler. Ökade utlåningsräntor ger dock en dämpande effekt på hushållens efterfrågan på bostadskrediter. Om bankerna av något skäl inte kan kompensera sig för kostnaderna genom högre utlåningsräntorna påverkas inte hushållens kreditefterfrågan. Däremot kan bankernas benägenhet att

låna ut pengar för bostadsändamål minska, vilket i så fall leder till ett minskat utbud av bostadskrediter. Oavsett om de ökade kostnaderna leder till en minskad efterfrågan eller minskat utbud leder kassakravet till en dämpande effekt på pris- och kreditykeln.

Genom sin effekt på pris- och kreditykeln bidrar kassakravet till en minskad risk för att bostadsmarknaden ska bli en källa till störningar i det finansiella systemet. Kravet innebär dock ingen direkt förstärkning av bankernas motståndskraft på det sätt som skärpta kapitalkrav gör, vilka skapar ett större buffertkapital hos bankerna.

En tilltalande egenskap hos kassakrav är att det sannolikt ger en bättre precision i prisstyrningen av lån än ökade kapitalkrav. Den effekt kapitalkrav ger på bolåneräntor beror på flera olika faktorer som myndigheterna inte har någon omedelbar kontroll över, däribland bankens kapitalkostnader och interna kapitalallokeringsmodeller. Kassakravets effekt på bolåneräntorna är dock sannolikt mer direkt och kontrollerbart eftersom kostnaden styrs av faktorer som Riksbanken själva beslutar om (kassakvotens storlek, ränteersättningen för kassakravet och bankernas upplåningsränta för att finansiera kassakravet).

En förutsättning för att kassakraven ska vara effektiva i att begränsa en viss kategori av utlåning är emellertid att bankerna väljer att ta ut kostnaderna på just på den lånekategorin. Om Riksbanken väljer att införa kassakrav för nyutlåning för bostadsändamål och bankerna överför denna kostnad på en större krets låntagare, t.ex. även befintliga låntagare, blir effekten mindre på den lånekategori som åtgärden avsåg samtidigt som en oönskad prisseffekt uppstår för andra lånekategorier.

Implementeringsfrågor

Kassakrav får enligt Riksbankslagen²¹ enbart införas i penningpolitiskt syfte. I strikt mening kan kassakrav således inte införas om bostadsutlåningen enbart är att betrakta som en risk för det finansiella systemets stabilitet. Samtidigt säger dock förarbetena till lagen att det kan uppkomma situationer där en kris i betalningssystemet hotar att riskera målet om ett fast penningvärde. I sådana situationer får de penningpolitiska verktygen användas för att avvärja en kris. I en vidare mening är det alltså möjligt motivera användningen av kassakrav för att hantera stabilitetsproblem, förutsatt att problemen i förlängningen kan hota prisstabiliteten. Kassakraven kan dock inte användas i det isolerade syftet att främja finansiell stabilitet. Riksbanken har i en skrivelse till Riksdagen framfört att det bör analyseras om Riksbanken bör ges särskilda verktyg, såsom kassakrav, som får användas enkom i stabilitetsytte²².

Riksbanken fattar själva beslut om vilken bas kassakravet ska baseras på. Det finns således inga legala hinder mot att kassakravet även tillämpas för den befintliga

²¹ Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

²² 2009/10:RB4, Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen.

stocken av bostadslån. Som argumenterats i tidigare avsnitt är dock verktyg som riktas mot nyutlåning mer ändamålsenliga om målet är att påverka pris- och kreditutvecklingen. Eftersom det primärt är i detta syfte som kassakrav kan användas är det därför också naturligt att tillämpningen begränsas till nyutlåning.

En förutsättning för att kassakrav ska kunna uppfylla syftet att styra bostadsutlåningen är att de kreditgivande instituten inte hittar sätt att kringgå kraven. Det är viktigt att säkerställa att utlåningen inte flyttas till institut som inte omfattas av kraven eller att instituten väljer andra låneformer för att undvika kraven.

2.3 FISKALA VERKTYG

Skatte- och avgiftsregler utgör en ytterligare kategori av verktyg som skulle kunna användas för att påverka utvecklingen på bostadsmarknaden. I den allra bredaste bemärkelsen så kan de flesta fiskala instrument som riktas mot hushållen eller de kreditgivande instituten ha betydelse för bostadsmarknaden. Exempelvis så innebär en förändring av inkomstskatterna en påverkan på hushållens köpkraft och därmed potentiellt också deras efterfrågan på bostäder. Här har vi dock valt att avgränsa diskussionen till fiskala instrument som kan antas ha en mer *direkt* inverkan på bostadsmarknaden.

I Sverige finns det inga fiskala verktyg med det specifika syftet att styra pris- och kreditutvecklingen på bostadsmarknaden. Inte heller internationellt tycks det finnas något exempel på skatter eller avgifter med detta uttryckliga syfte. Däremot finns både i Sverige och andra länder flertalet olika skatte- och avgiftsregler som påverkar bostadsmarknaden och hushållens benägenhet att låna pengar för bostadsändamål.

För Sveriges del omfattas bostadsmarknaden dels av transaktionsskatter i form av stämpelskatter och reavinstbeskattning vid försäljning av bostäder, dels av beskattning av bostadstillgångar i form av kommunala fastighetsavgifter. En skatteregel som inte är kopplad till transaktioner eller ägande av bostäder, men som ändå har stor betydelse för bostadsmarknaden, är hushållens möjligheter att göra avdrag för ränteutgifter på sina lån.

Ett tänkbart alternativ är att använda dessa regler som ett verktyg för att säkerställa en hållbar utveckling av bostadspriser och skuldsättning. Ett annat alternativ är att utveckla *nya* skatte- eller avgiftsinstrument med samma syfte. Det skulle exempelvis kunna handla om att införa en särskild skatt eller avgift på hushållens skuldsättning, antingen för alla typer av skulder eller för bolån specifikt. Med hjälp av en sådan skatt blir det möjligt att styra hushållens kreditefterfrågan. Om skatten dessutom tillämpas dynamiskt blir det möjligt att använda det som ett instrument för att aktivt stabilisera pris- och kreditykler.

EXEMPEL: Avskaffat ränteavdrag

Ett avskaffande av ränteavdraget innebär att hushållet måste bära hela räntekostnaden själv. Hushållets kostnader ser då ut som följer:

FINANSIERING	BELOPP (KR)	ANDEL (%)	RÄNTA (%)	RÄNTEKOSTNAD (KR/MÅN)	AMORTERING (KR/MÅN)
Bottenlån	1 700 000	85	2,6	3 683	1 574
Topplån	200 000	10	4,6	767	1 667
Eget kapital	100 000	5			

KONSEKVENSER: Utan avdragsmöjlighet blir den initiala månadsutgiften 7 691 kr i månaden.

Räntekostnaden på 4 450 kr är 1 335 kronor högre än i grundexemplet där ränteavdrag tillstås. Ju högre räntan är desto större skillnad gör ränteavdraget. Vid tre procentenheters högre räntesatser på topp- och bottenlån blir månadskostnaden 2 760 kr högre om ränteavdrag inte tillåts.

Måluppfyllnad

Samtliga nämnda skatte- eller avgiftsregler skulle potentiellt kunna användas både för att påverka prisbildning på bostadsmarknaden och för att dämpa kreditefterfrågan och skuldsättningen hos hushållen. Till exempel skulle ett avskaffat ränteavdrag med största sannolikhet leda till en kraftig dämpning av hushållens kreditefterfrågan, vilket också skulle ge en avkylande effekt på bostadspriserna. På liknande sätt skulle högre stämpel- och reavinstskatter liksom höjda fastighetsavgifter verka prisdämpande.

Eftersom uppkomsten av skadliga obalanser på bostadsmarknaden i de allra flesta fall är kreditdrivna är en rimlig utgångspunkt att verktygen bör inriktas mot hushållens skuldsättning. Av de regler som har nämnts ovan är det därför enbart ränteavdraget och en särskild beskattning av hushållens skuldsättning som kvalificerar sig som lämpliga verktyg.

Sett till dess effekter är skillnaderna mellan dessa båda alternativ små. Att införa en beskattning av hushållens *samtliga skulder* vore till och med en identisk åtgärd som ett minskat eller avskaffat ränteavdrag, vilket gör det svårt att se behovet av att införa en ett sådant verktyg i stället för att reformera en redan befintlig regel. En beskattning som *enbart avser bolån* ger en mer riktad effekt mot bostadsmarknaden. Problemet med en sådan regel är dock att den diskriminerar utlåning för bostadsändamål till förmån för andra typer av utlåning.

Förändrade ränteavdrag (eller en skuldsättnings beskattning) är ett renodlat prisstyrande verktyg. Till skillnad från exempelvis ett bindande belåningstak sätter det inga absoluta gränser för hur mycket hushållen får låna utan inverkar i stället på kreditefterfrågan genom att påverka kostnaden för lånet. I detta avseende fungerar det på samma sätt som kapitalkrav. En viktig skillnad är dock att ändrade avdragsregler inte inverkar på kreditutbudet på samma sätt som kapitalkraven kan göra om bankerna väljer att möta förändrade krav genom att öka eller minska sina utlåningsvolymer. En annan skillnad är att ränteavdraget inte stärker bankernas motståndskraft

på samma direkta sätt som ökade kapitalkrav. Ränteavdraget är således mer att betrakta som en åtgärd för att stabilisera pris- och kreditykler snarare än ett direkt sätt att stärka stabiliteten i det finansiella systemet.

I likhet med ändrade kapitalkrav innebär ett förändrat ränteavdrag en påverkan på den redan befintliga stocken av bostadslån. Som diskuteras i avsnittet om kapitalkrav innebär detta att befintliga ägare av bostäder påverkas på ett mer omedelbart sätt än vad som blir fallet med ett bolånetak eller andra verktyg som rimligtvis enbart kan riktas mot nyutlåning. Det är dock troligt att dessa effekter blir än större med ett förändrat ränteavdrag eftersom det i fråga om kapitalkrav är osäkert i vilken utsträckning en skärpning verkligen leder till stigande utlåningsräntor och därmed ett minskat konsumtionsutrymme för hushållen. Ett minskat ränteavdrag leder däremot otvivelaktigt till ökade lånekostnader för hushållen. Som konstaterades tidigare kan det vara överflödigt att på detta sätt strama åt hushållens "likviditet" om målet enbart är att motverka en ohållbar utveckling i bostadspriser och skuldsättning. För detta ändamål är verktyg som inriktar sig på nyutlåning ett lämpligare alternativ.

För befintliga låntagare innebär ett förändrat ränteavdrag en ökad räntekostnad som de inte kunde beakta eller förutse vid tillfället då lånet togs. För låntagare med små marginaler kan detta vara särskilt problematiskt eftersom förutsättningarna för att bära lånet försämras om avdragsmöjligheterna minskar.

Övriga konsekvenser

Även om justeringar av avdragsmöjligheterna skulle vara ett effektivt verktyg för att motverka obalanser på bostadsmarknaden är det viktigt att påpeka att denna, liksom övriga redan existerande skatte- och avgiftsregler, *inte* har skapats för just detta ändamål. Att reglerna justeras för att kunna utgöra ett styrmedel för utvecklingen på bostadsmarknaden riskerar att leda till att reglernas primära syfte urholkas och att oönskade finanspolitiska och samhällsekonomiska effekter därmed kan uppstå. Dessutom ingår ränteavdraget och reavinstbeskattningen på bostäder som en viktig del i det svenska kapitalbeskattningsramverket. Att göra ändringar som enbart avser enskilda sektorer eller tillgångsslag medför asymmetrier i skattesystemet som möjligtvis kan betraktas som mindre lämpliga.

Alternativet, att utveckla nya fiskala verktyg, skulle innebära en renodling och en ökad tydlighet kring målen med olika instrument. Detta innebär dock inte att eventuella målkonflikter med existerande fiskala instrument elimineras. Om det till exempel införs en beskattning av hushållens skuldsättning så är det i princip samma sak som att minska eller avskaffa ränteavdraget. Utöver att detta innebär att ränteavdragets avsedda syfte helt eller delvis neutraliseras så innebär det också – som ovan nämnts – att det uppstår asymmetrier i skattesystemet.

Implementeringsfrågor

En aspekt som måste beaktas i fråga om att använda fiskala instrument för att styra utvecklingen på bostadsmarknaden är att enbart Riksdagen kan fatta beslut om skatter. Detta gör att det inte går att delegera beslutsbefogenheterna till en myndighet som kan fatta beslut oberoende av politiska överväganden.

2.4 SAMMANFATTANDE ÖVERVÄGANDEN

Analysen ovan har skett utifrån frågeställningen vilka verktyg, utöver den penningpolitiska styrräntan, som kan användas för att motverka att bostadsmarknaden blir en källa till makroekonomiska störningar. Som beskrivs inledningsvis finns det två huvudsakliga strategier för att förebygga att sådana störningar uppstår. Antingen kan myndigheterna försöka styra utvecklingen i bostadspriser och skuldsättning så att obalanser på bostadsmarknaden aldrig uppstår, eller så kan de se till att det finns tillräcklig motståndskraft i det finansiella systemet (och hushållen) för att det inte ska uppstå några störningar om – eller när – obalanserna justeras.

I fråga om att styra pris- och kreditutvecklingen kan de flesta verktygen vara verksamma – dock i större eller mindre utsträckning. Av de verktyg som fungerar prisstyrande är ett förändrat ränteavdrag sannolikt det mest effektiva. Detta eftersom det får en direkt effekt på hushållens lånekostnader och dessutom biter på samtliga hushåll som har lån, oavsett storlek på lånet, förmögenheter eller inkomster. Ett kassakrav baserat på bostadslån kan också förväntas ge ett tämligen direkt genomslag på bankernas bolåneräntor och därmed också hushållens lånekostnader. En förutsättning för att kassakravet ska vara effektivt är dock att bankerna väljer att ta ut kostnaderna för kravet på den låntagarkategori som kravet avser.

Under förutsättning att de är bindande (dvs. fungerar som fasta kvantitativa begränsningar) kan även verktyg som begränsar hur stora lån hushållen får ta eller hur mycket som måste amorteras förväntas ha en god förmåga att påverka pris- och kreditutvecklingen. Styrkan med den här typen av verktyg är att de kan verka stabiliserande över tid utan att nödvändigtvis behöva tillämpas dynamiskt. Om lånebegränsningarna inte är bindande (i meningen att hushållen på vissa premisser kan belåna sig över gränserna) får de i stället prisstyrande egenskaper. Vilken effekt de då får på pris- och kreditutveckling är i likhet med andra prisstyrande verktyg beroende av hur hushållens lånekostnader påverkas. I jämförelse med ränteavdrag och kassakrav är dock de lånebegränsande verktygens genomslag på lånekostnaderna mer indirekt och således också svårare för myndigheter att styra med någon större precision.

Räntebindningskrav, riskförsäkringar och kapitalkrav är sannolikt mindre effektiva verktyg om målet är att styra pris- och kreditykler. Räntebindningskrav kan förvisso ge en dämpande effekt när de införs, men det är svårt att se hur de på kontinuerligt

basis skulle kunna bidra till en stabilare pris- och kreditutveckling. Beroende på hur de utformas kan även riskförsäkringar ge en avkylande effekt, men eftersom dessa varken begränsar lånevolymer eller höjer kostnaderna för att låna (åtminstone ur ett teoretiskt perspektiv) bör effekterna vara begränsade. Att kapitalkrav betraktas som ett mindre effektivt verktyg beror på att det är osäkert vilket genomslag förändrade krav de facto får på bankernas utlåningsräntor och därmed också på hushållens kreditefterfrågan. Här kan dessutom tilläggas att kapitalkraven i dagsläget inte kan – eller åtminstone inte är ämnade att – användas i det isolerade syftet att påverka utvecklingen i bostadspriser eller kreditstockar (även om de indirekt har en sådan effekt).

En gemensam egenskap hos kapitalkrav och ränteavdrag är att de (sannolikt) inte kan begränsas till att enbart omfatta nyutlåning. Detta i motsats till övriga verktyg som antingen kan, eller måste avgränsas till att enbart omfatta nya lån och lån som läggs om. Detta är något som talar för den senare kategorin av verktyg eftersom regler som omfattar hela lånestocken ger en åtstramande effekt för samtliga hushåll, något som inte framstår som nödvändigt om avsikten är att påverka pris- och kreditutvecklingen.

Vad gäller förmågan att stärka det finansiella systemets motståndskraft är kapitalkrav det mest direkta sättet att åstadkomma detta. I och med att bankernas ekonomiska buffertar ökar, minskar risken för att makroekonomiska störningar ska uppstå till följd av stabilitetsproblem. Samtliga de verktyg som riktas mot hushållens skuldsättning bidrar också till att stärka det finansiella systemets motståndskraft, dock på ett mer indirekt sätt. I och med att reglerna bidrar till att minska hushållens ekonomiska sårbarhet, minskar också kreditriskerna i bankerna. Ett förändrat ränteavdrag eller kassakrav ger inte heller någon direkt effekt på det finansiella systemets motståndskraft, i meningen att de stärker bankernas ekonomiska buffertar. I den mån det bidrar till en stabilare pris- och kreditutveckling kommer dock det finansiella systemets, såväl som hushållens sårbarhet att minska.

I fråga om implementering av verktygen så är svårigheterna störst med amorteringskrav. Ett amorteringskrav skulle sannolikt kräva kraftiga inskränkningar i hushållens möjligheter att låna för att kravet inte enkelt ska kunna kringgås.

Även i fråga om de övriga verktygen finns det vissa centrala implementeringsfrågor att beakta. Avvägningen mellan kvantitativa eller prisstyrande regler är en viktig sådan fråga. Å ena sidan kan det vara både svårt och kostsamt att införa absoluta restriktioner för hushållens skuldsättning. Detta gäller framförallt en lånebegränsning baserad på bostadens värde, vilken i princip skulle kräva ett förbud mot belåning utan bostad som säkerhet. Å andra sidan är frågan om regler som inte innebär en absolut restriktion ger tillräckliga prisincitament för att påverka hushållens skuldsättning. Om de inte gör det är risken att verktyget i stället blir kontra-produktivt.

En annan implementeringsfråga rör om verktygen kan och bör tillämpas dynamiskt. I fråga om prisstyrande verktyg, såsom t.ex. kassakrav, är dynamisk tillämpning mer angeläget än för kvantitativa verktyg, såsom t.ex. bindande begränsningsregler för hushållens skuldsättning. Detta eftersom hushållens reaktion på de incitament som ett prisstyrande verktyg ger kan skifta över tiden. Ett verktyg som höjer kostnaderna för att låna, kan – beroende på hur hushållens preferenser utvecklas – ge stor effekt i en period och mindre effekt i annan period. Eftersom ett kvantitativt verktyg sätter absoluta gränser för hushållens agerande spelar skiftande preferenser mindre roll. Stabiliserande effekter på pris- och kreditutvecklingen kan därför sannolikt uppnås även utan att verktygen tillämpas dynamiskt. Men också i fråga om kvantitativa verktyg kan det finnas behov av dynamisk tillämpning. Detta gäller framförallt alternativet att begränsa hushållens skuldsättning i förhållande till bostadens värde.

2.5 VERKTYGENS KONSEKVENSER PÅ PENNINGPOLITIKEN

I detta avsnitt tittar vi närmare på hur de alternativa verktygen påverkar penningpolitiken. Med penningpolitik menar vi ändringar i Riksbankens styrränta och räntebanan. Vi försöker svara på två frågor:

1. Hur påverkar verktygen penningpolitikens effekter på realekonomi och inflation (transmissionsmekanismen)?
2. Hur samspelar en dynamisk användning av verktygen med penningpolitiken? Kommer en åtstramning av verktygen förstärka eller försvaga effekterna av en förändring av räntan?

Penningpolitiken verkar genom olika kanaler (se till exempel Hopkins, Lindé och Söderström, 2009). Vi kommer här att fokusera på efterfrågekanalen, och speciellt penningpolitikens effekter på hushållens efterfrågan. Penningpolitikens andra kanaler, till exempel växelkurskanalen eller kanalen till företagets efterfrågan påverkas i liten grad av de alternativa verktygen.

Analysen är kvalitativ. Vi försöker alltså enbart identifiera *hur* verktygen kan tänkas påverka penningpolitikens effekter. Vi gör inga försök till kvantifiering. Flera av verktygen kommer att verka i olika riktningar, och för att då kunna säga något om den totala effekten skulle en kvantitativ modell behövas.

2.5.1 Effekter på transmissionsmekanismen

Verktyg riktade mot hushållens skuldsättning

Flera av verktygen riktade mot hushållens skuldsättning innebär i praktiken att en gräns sätts för hur mycket hushållen kan låna. Bindande regler för hur mycket

hushållen får låna i förhållande till bostadens värde eller inkomsten är exempel på direkta sådana begränsningar. Indirekt fungerar även amorteringskrav som en sådan gräns. I frånvaro av en gräns för hur mycket hushållen kan låna kan hushållen fritt ändra sitt lånande eller sparande vid ränteförändringar så att önskad konsumtion uppnås. Vid en första anblick borde därför verktyg som sätter en gräns för hur mycket hushållen kan låna minska hushållskonsumtionens känslighet för ränteförändringar. En rimlig slutsats är då att penningpolitikens effekter på hushållens konsumtion blir mindre.

Men flera av de verktygen riktade mot hushållens skuldsättning innebär att gränsen för hur mycket hushållen kan låna i kronor ändras vid ränteförändringar. Till exempel kommer gränsen i kronor ändras om lånebegränsningen är given som en andel av bostadspriset, och bostadspriset ändras vid en ränteförändring. Verktygens inverkan på transmissionsmekanismen blir därför mer komplicerad, och det kan tänkas att hushållskonsumtionens känslighet för ränteförändringar ökar när det införs lånebegränsande verktyg. Det är därför viktigt att skilja på verktyg där lånebegränsningen i kronor påverkas av räntan och verktyg där gränsen i kronor inte påverkas av räntan.

Analysen av transmissionsmekanismen och verktygen riktade mot hushållens skuldsättning blir enklare om vi först definierar några enkla begrepp som beskriver effekterna av en ränteförändring på hushållens konsumtion.²³ Då verktygen riktade mot hushållens skuldsättning i princip bara påverkar hushåll som lånar, studerar vi bara effekterna av en ränteförändring på hushåll som är låntagare. Vi skiljer mellan två effekter.

- **Inkomsteffekten:** När räntan sänks faller räntekostnaderna för ett givet lån. Hushåll med lån får därmed mera över till konsumtion. När räntan går upp är det tvärtom.
- **Substitutionseffekten:** När räntan sänks blir konsumtion i dag billigare relativt till konsumtion senare. Hushållen tenderar därför att konsumera mer nu relativt senare. När räntan går upp blir det tvärt om.

För att göra analysen så enkel som möjligt ser vi bara på absoluta krav. Till exempel kommer vi att anta att olika lånebegränsningsregler är absoluta på så sätt att det inte är möjligt att låna över lånebegränsningen. I realiteten kan det dock vara möjligt att låna utöver lånegränsen, men till en högre lånekostnad.

En **lånebegränsning baserad på bostadens värde** ger lägre skuldsättning hos hushållen, förutsatt att kravet är bindande för något hushåll. Med "bindande" avses här att man skulle vilja låna ett belopp som är över gränsen. Med lägre skuldsättning

²³ Med "konsumtion" avses hushållens efterfrågan i vidare bemärkelse, även hushållens realinvesteringsefterfrågan. "Räntan" avser här realräntan, eftersom denna bestämmer hushållens reala efterfrågan.

blir *inkomsteffekten* av ränteförändringar svagare för hushållen som har lån, eftersom ett mindre lånebelopp gör att en given förändring av reporäntan får räntekostnaderna (räntan multiplicerad med lånets storlek) att förändras mindre. Isolerat sett talar det för att effekterna av en ränteförändring blir svagare med en lånebegränsning än utan.

Om bostadspriserna inte påverkas av ändringar i penningpolitiken kommer en lånebegränsning baserad på bostadens värde innebära att det finns en fast övre gräns i kronor för hur mycket ett hushåll får låna. Med en sådan gräns kopplas delar av *substitutionseffekten* ur. Hushåll som redan lånar till den övre gränsen får inte låna mer vid en sänkning av räntan. För hushåll som lånar mindre än gränsen kan gränsen göra att de inte kan öka sina lån lika mycket som de skulle önska när räntan sänks (se exempel 1). Vid en *ökning* av räntan har gränsen dock ingen betydelse för substitutionseffekten då gränsen bara bestämmer det *maximala* beloppet som kan lånas.

EXEMPEL 1. Hushåll vars konsumtion blir mindre känslig för räntesänkning under en begränsningsregel baserad på bostadens värde

Vi antar i detta exempel att bostadspriserna inte beror på räntan, och att det därför inte är någon effekt på lånegänsen av ändringen i räntan. Vi ser på ett hushåll som äger (eller kommer köpa) en bostad för 2 000 000 kronor och har eget kapital på 300 000 kronor. Detta innebär lån på 1 700 000 kronor. Detta hushåll har (eller får) en belåningsgrad på 85 procent (17/20). Om räntan är 5 procent får hushållet en ränteutgift på 85 000 per år (vi bortser från skatteavdraget). Om räntan sänks till 4 procent sjunker de årliga ränteutgifterna med 17 000 kronor. Hushållet kan då öka sin upplåning med 425 000 kronor, men har samma årliga räntekostnader som när räntan var 5 procent och lånet på 1 700 000 kronor. Men med en regel som begränsar belåningen till 85 procent av bostadens värde kan inte hushållet öka sitt lån (så länge huspriserna är oförändrade). Den enda effekten av den lägre räntan är att hushållet får mer över i varje månad. Därmed kan inte hushållets efterfrågan öka lika mycket som om det inte fanns en lånegräns.

Bostadspriserna tenderar dock att ändras när räntan ändras, och när bostadspriserna ändras kommer också lånegränsen i kronor att ändras.²⁴ Till exempel kommer en begränsningsregel på 85 procent innebära att en bostad värd 2 000 000 kronor kan belånas med 1 700 000 kronor, medan samma bostad kan belånas med 1 870 000 kronor om den är värd 10 procent mera (2 200 000 kronor). Om bostadspriserna ändras mycket vid ändringar i räntan kommer också gränsen i kronor att ändras mycket med räntan. Det kan ge en extra skjuts åt substitutionseffekten. Exempel 2 visar hur det kan gå till. I exemplet blir hushållets konsumtion mera känslig för sänkningar i räntan om det finns en begränsningsregel baserat på bostadens värde än om det inte finns en sådan gräns.

²⁴ Enligt modellberäkningarna i kapitel II.1 kan effekterna av ränteförändringar på huspriserna vara små.

EXEMPEL 2. Hushåll vars konsumtionen blir mera känslig för räntesänkningar med en begränsningsregel baserad på bostadens värde

Vi ser här på ett hushåll som äger en bostad och har lån på bostaden. Om det inte finns någon begränsningsregel lånar hushållet 1 850 000 kronor när räntan är 5 procent, och 1 900 000 kronor när räntan är 4 procent. Därmed kommer en sänkning av räntan från 5 till 4 procent leda till en ökning i lånebeloppet med 50 000 kronor i fallet utan begränsningsregel (se tabell nedan). Vi antar att hela ökningen i lånebelopp går till konsumtion.

Antag nu att det finns en regel som begränsar lånebeloppet till 85 procent av bostadens värde. Antag vidare att bostaden är värd 2 000 000 kronor om räntan är 5 procent, och 2 100 000 kronor om räntan är 4 procent.²⁵ Därmed kan hushållet låna maximalt 1 700 000 kronor när räntan är 5 procent, och 1 785 000 kronor om räntan är 4 procent. Därmed kommer en sänkning av räntan från 5 till 4 procent leda till en ökning av lånebeloppet med 85 000 kronor i fallet med begränsningsregel. En sänkning av räntan från 5 till 4 procent får därmed större effekt på hushållets konsumtion med begränsningsregeln än utan begränsningsregeln.

Bostadens värde och lånebelopp med och utan en lånebegränsning¹

RÄNTA	BOSTADENS VÄRDE	LÅNEBELOPP UTAN LÅNEBEGRENSNING	LÅNEBELOPP MED LÅNEBEGRENSNING ¹
4 procent	2 100 000	1 900 000	1 785 000
5 procent	2 000 000	1 850 000	1 700 000
Differens	100 000	50 000	85 000

1 Lånebegränsning vari lånebeloppet inte får överstiga 85 procent av bostadens värde.

I exempel 2 ser vi på effekterna av en *sänkning* av räntan. Effekterna av en *höjning* av räntan beror på om regeln enbart gäller nya lån, eller om den också omfattar befintliga lån. Om regeln bara gäller för nya lån, får regeln ingen betydelse för effekten av att räntan höjs för hushåll som redan har lån. Dessa hushåll kan fritt välja om de vill behålla sina lån eller reducera dessa på samma sätt som om det inte fanns en lånebegränsning.²⁶ Vi kan därmed sammanfatta analysen med att om begränsningsregeln bara gäller nya lån så kommer det först och främst påverka efterfrågeeffekterna av en *räntesänkning*. Om transmissionsmekanismen vid en räntesänkning blir starkare eller svagare med begränsningsregeln kommer bland annat bero på hur stor del av befolkningen som lånar och hur stor del av dessa som träffas av begränsningen.²⁷ Det beror också på hur mycket bostadspriserna och därmed gränsen ändras vid

25 En fem procents ökning i bostadspriserna till följd av en sänkning av reporäntan med en procentenhet är relativt mycket, se artikeln "En makroekonomisk analys av bostadspriserna" som finns i denna rapport.

26 För hushåll som sparar till egenkapital för bostadsköp kan dock regeln få betydelse för effekten av att räntan höjs också om den bara gäller nya lån. När räntan går upp behöver hushåll som sparar till kontantinsats inte spara lika mycket som tidigare då högre ränta innebär större ränteinkomster och lägre bostadspriser och därigenom lägre krav till kontantinsats för en given bostad. För dessa hushåll kan därför konsumtionen vara mera känsligt för en höjning av räntan om det finns en lånebegränsning för nya lån än om det inte finns en sådan begränsning.

27 I realiteten vill det finnas en övre gräns för hur mycket ett hushåll får låna även när myndigheterna inte har fastsatt någon övre gräns. Bland annat vill bankerna ofta kräva en viss kontantinsats, något som i realiteten innebär att det setts en gräns för hur mycket ett hushåll får låna som andel av bostadens värde. Myndighetspålagda krav som sänker denna gränsen vill emellertid medföra att flere hushåll möter en lånebegränsning.

en räntesänkning.²⁸ Vår bedömning är att många hushåll måste vara lånebegränsade och bostadspriserna måste vara mycket räntekänsliga för att transmissionsmekanismen ska vara starkare med en begränsningsregel baserad på bostadens värde (för nya lån) än utan en sådan regel.

Om begränsningen också skall gälla befintliga lån kan även effekten på hushållskonsumtionen av *räntehöjningar* påverkas; detta då hushåll med befintliga lån måste amortera på sina lån om bostadspriserna faller så mycket att begränsningen blir bindande. Transmissionsmekanismen skulle därför kunna bli starkare med en regel som gäller alla lån än om en sådan regel inte fanns. Som påpekats tidigare är det dock orealistiskt att tänka sig en regel som omfattar andra än nya lån.

Wallentin och Sellin (2008) gör en kvantitativ analys av effekterna på transmissionsmekanismen av en begränsningsregel baserad på bostadens värde. De finner att transmissionsmekanismen blir starkare när regeln blir strängare. Vi tror dock att denna slutsats beror på två relativt orealistiska antaganden i deras analys: (i) Regeln gäller för alla lån (nya och befintliga). (ii) 20 procent av hushållen i ekonomin lånar till regelns övre gräns. I Sverige gäller detta ungefär för nyutlåningen, men för samtliga (befintliga och nya) bolån är siffran betydligt lägre. Till detta kommer att många hushåll inte har bolån alls.

Lånebegränsningar baserade på hushållens inkomst kan formuleras på två sätt, antingen genom att begränsa *lånebeloppet* till inkomsten eller genom att begränsa *lånekostnaderna* (räntor och amorteringar) till inkomsten.

Vid en begränsning av *lånebeloppet* påverkas inte gränsen för hur mycket hushållen kan låna av räntan. Detta då hushållens inkomster bara i liten grad påverkas av ändringar i räntan. Därför fungerar regeln mer som en renodlad och fast lånebegränsning i kronor. Inkomst- och substitutionseffekten av en ränteförändring blir svagare än om regeln inte fanns. Transmissionsmekanismen, och då särskilt effekten av räntesänkningar, blir därför svagare med regeln än utan.

Med en regel som i stället baseras på *lånekostnaderna* (räntor och amorteringar) blir gränsen för hur mycket hushållen kan låna mycket beroende på räntan. Om räntan sänks minskar ränteutgifterna för ett givet lånebelopp vilket på ett direkt sätt möjliggör ökad belåning. Det kan ge en extra skjuts år substitutionseffekten på samma sätt som för en begränsningsregel baserat på bostadens värde när bostadens värde är mycket känslig för förändringar i räntan (exempel 2). Också här kan vi sammanfatta med att om begränsningsregeln bara gäller nya lån så kommer det först och främst påverka efterfrågeeffekterna av en *räntesänkning*. Om begränsningen också skall gälla befintliga lån kan även effekten på hushållskonsumtionen av *räntehöjningar* påverkas. Om transmissionsmekanismen vid en räntesänkning

28 Enligt modellberäkningarna i artikeln "En makroekonomisk analys av bostadspriserna" som ingår i denna utredning, kommer en ändring i reporäntan med en procentenhet ge en ändring i bostadspriserna på mellan 2 och 5 procent. Med så pass små effekter kan det vara rimligt att anta att gränsen för hur mycket hushållen får låna i kronor inte ändras särskilt mycket med räntan.

blir starkare eller svagare med begränsningsregeln kommer bland annat bero på hur stor del av befolkningen som lånar och hur stor del av dessa som träffas av begränsningen.

Ett **amorteringskrav** kan liknas vid en begränsningsregel baserad på lånekostnaderna. Då hushållen måste ha något kvar att leva på efter att de har betalat lånekostnaderna kommer hushållens inkomster minus kvar-att-leva-på-beloppet implicit definiera en övre gräns för lånekostnaderna som andel av inkomsten. Den kvalitativa analysen liknar därför den för lånebegränsning baserat på en begränsningsregel där lånekostnaderna inte får överstiga en viss andel av inkomsterna.

Prisfallsförsäkringar, som är den form av **riskförsäkringar** som diskuterades i avsnitt 2.1.4, påverkar penningpolitikens effekt på hushållskonsumtionen olika beroende på om premien måste betalas som en klumpsumma av kontantinsatsen eller om den fördelas på löpande betalningar. Om premien betalas som en klumpsumma påverkar det effekten av penningpolitiken på samma sätt som en lånebegränsning baserad på bostadens värde. Om premien betalas löpande kan prisfallsförsäringen liknas vid ett amorteringskrav. Om ett visst premiebelopp måste betalas varje månad, gör en räntesänkning att månadskostnaden minskar vid oförändrat lånebelopp, vilket ökar möjligt konsumtions- och lånebelopp.

Räntebindningskrav, det vill säga krav på att bostadslån ska tas till bunden ränta, gör att penningpolitiken inte kan påverka kostnaden för bolån på samma sätt som om bostadslånen tas till rörlig ränta. Därför kan ett sådant krav leda till att penningpolitiken påverkar efterfrågan i mindre utsträckning. Om hushållens skuldsättning går ner till följd av räntebindningskravet kan också inkomsteffekten av en ränteändring bli svagare. För mer information om penningpolitikens effekter vid rörlig eller bunden boränta, se kapitel II.2

Verktyg riktade mot kreditinstitutens verksamhet

I avsnitt 2.2.1 diskuteras **kapitalkrav på kreditinstitut**. För att analysera kapitalkravets verkan på transmissionsmekanismen antar vi att bankernas utlåningsränta till bolån sätts schematiskt enligt följande:

$$\text{Bolåneränta} = \text{reporänta} + \text{"kapitalkravspåslag"} + \text{"övriga påslag"}$$

Vi antar här att påslagen utöver reporäntan är additiva. Ett högre kapitalkrav antas göra bankernas finansiering av utlåningen dyrare vilket höjer "kapitalkravspåslaget" i förhållande till reporäntan. Effekten av högre kapitalkrav blir då, allt annat lika, en högre utlåningsränta mot bolånekunderna. Allt annat lika kommer penningpolitikens effekt på utlåningsräntan att bli precis densamma som utan ett sådant krav. Om hushållens skuldsättning går ner till följd av kapitalkravet kan dock inkomsteffekten av en ränteändring bli svagare.

Som diskuterat i avsnitt 2.2. kommer **kassakrav för bostadsutlåning** i praktiken fungera som en skatt eller avgift på bolån. Om denna kostnad betalas genom ett påslag på bankernas bolåneränta kan det analyseras på samma sätt som kapitalkrav på kreditinstitut (se ovanför).

FISKALA VERKTYG

Ränteavdrag

Den relevanta räntan för att beräkna kostnaden för bolån är realräntan efter ränteavdrag. Dagens ränteavdrag på 30 procent innebär att låntagaren betalar endast 70 procent av den nominella räntan. En höjning av den nominella räntan med 1 procentenhet ökar därmed den relevanta räntan med endast 0,7 procentenheter.

Ett slopat ränteavdrag skulle i stället innebära att en räntehöjning med 1 procentenhet ökar den relevanta räntan med lika mycket. Därför blir effekten av en given ändring i styrräntan starkare vid ett slopat ränteavdrag.

2.5.2 Samspelet mellan penningpolitiken och alternativa verktyg

Alla ovan beskrivna verktyg kan potentiellt användas såväl kontraktivt som expansivt. Förändringar av räntan och lånebegränsningarna är på så sätt komplementära. Till exempel kommer ett införande av en lånebegränsning – eller en åtstramning av en redan existerande lånebegränsning – att verka kontraktivt. Ett annat exempel är förändrade kapitalkrav. Om kapitalkravet skärps måste bankerna minska sin utlåning eller öka sitt egna kapital. I båda fallen kommer de ökade kapitalkraven sannolikt att verka kontraktivt. I det första fallet genom att bankerna drar ner på sin utlåning till hushållen. I det andra fallet genom att banken tvingas höja sina utlåningsräntor till följd av ökade kapitalkostnader, vilket sannolikt leder till en dämpad kreditefterfrågan hos hushållen.

Att verktygen är komplementära med penningpolitiken gör att de kan bidra till att understödja den aktuella penningpolitiken. Om verktygen exempelvis införs eller skärps i en period där inflationstrycket förväntas öka kommer behovet av penningpolitisk åtstramning att minska. Det kan emellertid också uppstå potentiella målkonflikter. Ett exempel kan vara en situation där hushållens upplåning ökar kraftigt men inflationen är låg. Detta skulle kunna motivera skärpta krav genom de alternativa verktygen, men en centralbank med inflationsmål skulle kunna ha oförändrad eller sänkt styrränta.

En viktig skillnad mellan penningpolitiken och de ovan beskrivna verktygen är dock hur generella effekterna på ekonomin är. De alternativa verktygen påverkar i huvudsak hushållens efterfrågan medan penningpolitiken påverkar efterfrågan i hela ekonomin.

Samspelet mellan penningpolitiken och alternativa verktygen diskuteras vidare i följande avsnitt där vi analyserar de institutionella arrangemangen kring verktygen.

3. Institutionella arrangemang – vem ska ansvara för alternativa verktyg?

Hittills har vi diskuterat en rad olika verktyg som potentiellt kan användas för att förebygga och hantera de risker som bostadsmarknaden kan utgöra för samhälls-ekonomin i stort. I detta avsnitt förs en översiktlig diskussion om vilken myndighet som är bäst lämpad för att ansvara för tillämpningen av sådana alternativa verktyg.

I den mån det handlar om att i detalj reglera ett verktyg i lagstiftning, det vill säga i lagtext beskriva när och hur verktyget ska användas, är de institutionella arrangemangen av mindre betydelse. I sådant fall implementeras verktyget och inget självständigt beslutsfattande av enskilda myndigheter behövs. Ett sådant exempel skulle kunna vara att reglerna för ränteavdraget förändrades som en engångsåtgärd. Om däremot den närmare utformningen och/eller tillämpningen av verktyget delegeras till någon myndighet blir ansvarsfrågan viktig. Denna fråga är särskilt angelägen om verktyget ska tillämpas diskretionärt, dvs. om verktyget löpande ska justeras efter myndighetens bedömningar av utvecklingen på bostadsmarknaden.

För att bedöma vilken myndighet som är bäst lämpad för att övervaka och eventuellt korrigera skeenden på bostadsmarknaden måste flera aspekter beaktas och utredas vidare. Men innan vi går in på detta kan det vara lämpligt att först kort redogöra för vad Riksbanken respektive Finansinspektionen har för mandat och verktyg idag. För närvarande är det ju dessa två myndigheter som har mer explicita uppdrag att övervaka det finansiella systemet och förebygga finansiella kriser.

3.1 VAD KAN RIKSBANKEN OCH FINANSINSPEKTIONEN GÖRA IDAG?

Riksbankens mandat är att upprätthålla ett fast penningvärde (penningpolitik) och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (finansiell stabilitet). Det flesta av de verktyg (t.ex. reporäntan, kassakrav) som Riksbanken har till hands klassificeras dock som penningpolitiska i Riksbankslagen och dess förarbeten. Lagen medger förvisso att dessa instrument kan användas för att avvärja en finansiell kris, förutsatt att detta i förlängningen är till gagn för prisstabilitetsmålet. Detta ger Riksbanken ett utrymme att använda dessa verktyg även i stabilitetssyfte. Ett sådant verktyg skulle kunna vara att Riksbanken inför ett kassakrav i syfte att dämpa kreditexpansionen i ekonomin och på så sätt avvärja ett hot mot den finansiella stabiliteten och i förlängningen även mot prisstabiliteten. Utöver dessa i huvudsak penningpolitiska verktyg har Riksbanken få skarpa instrument som kan användas för att förebygga att bostadsmarknaden, eller andra delar av ekonomin, ska orsaka stabilitetsproblem eller på annat sätt ge upphov till makroekonomiska störningar. Med undantag för

kassakrav har Riksbanken för närvarande ingen möjlighet att införa något av de verktyg som diskuterats i detta kapitel. Förutsatt att Riksbanken bedöms vara den bäst lämpade myndigheten att förfoga över sådana verktyg är det därför nödvändigt att anpassa Riksbankens mandat och verktygsarsenal.

Finansinspektionen har en annan roll inom finansiell stabilitet än Riksbanken. Myndighetens uppgift är att bidra till att det finansiella systemet fungerar effektivt och uppfyller kravet på stabilitet, samt att även verka för ett gott konsumentskydd i finanssektorn. Till skillnad från Riksbanken har myndigheten relativt långtgående befogenheter att införa olika typer av regleringar för det finansiella systemets aktörer. Inom ramen för sina uppdrag kan Finansinspektionen besluta om bindande föreskrifter eller utfärda allmänna råd (som inte är bindande) för finansiella företag.²⁹ Däremot har de ingen direkt uppgift att värna makroekonomisk stabilitet. Detta medför exempelvis att Finansinspektionen inte kan föreskriva regler om man bedömer att utvecklingen på bostadsmarknaden enbart riskerar att leda till ett kraftigt efterfrågebortfall hos hushållen. Under sitt nuvarande mandat måste Finansinspektionen kunna påvisa effektivitets-, stabilitets- eller konsumentskyddsskäl för att vidta åtgärder. Exempelvis anförde Finansinspektionen konsumentskydd som huvudskäl när man beslutade om bolånetaket på 85 procent från den 1 oktober 2010. Under förutsättning att alternativa verktyg ska kunna användas för att avvärja hot mot både den finansiella stabiliteten och makroekonomin i stort, och att Finansinspektionen bedöms vara den mest lämpade myndigheten för att axla det uppdraget, måste således myndighetens nuvarande mandat utvidgas.

3.2 SYFTET MED VERKTYGET HAR STOR BETYDELSE FÖR ANSVARSFÖRDELNINGEN

De problem som verktyget främst är avsett att motverka ger viss vägledning om vilken myndighet som bör få ansvaret över det. I flera av artiklarna i denna utredning diskuteras de konsekvenser som obalanser på bostadsmarknaden kan leda till. Det rör sig om två typer av makroekonomiska störningar, instabilitet i det finansiella systemet och/eller efterfrågebortfall i ekonomin till följd av en försvagad konsumtion hos hushållen. Att dessa störningar också kan samverka och ömsesidigt förstärka varandra är en viktig aspekt att beakta i diskussionen kring ansvarsfrågan.

Om huvudsyftet med verktyget är att säkerställa stabiliteten i det finansiella systemet bör det lämpligen placeras hos en myndighet som idag har ett ansvar inom finansiell stabilitet. I Sverige är detta ett ansvar som delas mellan flera myndigheter – Riksbanken, Finansinspektionen, Finansdepartementet och Riksgälden – men där alla har ansvar över olika delområden. Det mer explicita uppdraget att övervaka det

²⁹ Allmänna råd ger ett företag möjlighet att bete sig på ett annat sätt än vad som rekommenderas i råden, så länge företaget kan visa att de uppnår regleringens syfte.

finansiella systemet och förebygga kriser ligger dock hos Riksbanken och Finansinspektionen.

Om huvudsyftet med verktyget istället är att förhindra att obalanser på bostadsmarknaden kan orsaka eller förvärra makroekonomiska störningar till följd av en försvagad efterfrågan bör verktyget lämpligen tilldelas en myndighet som har ett bredare makroekonomiskt uppdrag än enbart ett ansvar för finansiell stabilitet. I Sverige handlar det då om Riksbanken och Finansdepartementet, med sitt ansvar för penningpolitiken respektive finanspolitiken.

En renodlad ansvarsuppdelning utifrån denna mall försvåras dock av det faktum att makroekonomin och det finansiella systemet påverkar varandra. Exempelvis kan en negativ realekonomisk chock frambringa finansiell instabilitet, vilket i sin tur kan orsaka en realekonomisk nedgång. Det finns inte heller något enskilt verktyg som ger en isolerad effekt inom det ena eller det andra området. Detta faktum är ett argument för att ansvaret bör tillfalla en myndighet som har ett ansvar inom bägge områden.

Det är samtidigt viktigt att påpeka att det även kan finnas andra motiv till att använda de verktyg som diskuteras i detta kapitel. Flera av verktygen existerar nämligen redan idag eller kan införas inom ramen för myndigheternas, och främst då Finansinspektionens, befintliga mandat. Det kan, som i exemplet med det nyligen genomförda bolånetaket, handla om att tillämpa verktygen av konsumentskyddsskäl. Ett annat skäl att tillämpa verktygen kan vara för att säkerställa att den ekonomiska motståndskraften hos varje enskilt långivande institut ligger på acceptabel nivå, utan att det för den sakens skull föreligger något omedelbart hot mot den finansiella stabiliteten. Om det är viktigt att det verktyg man väljer även fortsättningsvis ska kunna användas även för dessa syften, oberoende av om det föreligger något hot mot den makroekonomiska eller finansiella stabiliteten, så är det ett argument som talar för att ansvaret ska ges till den myndighet som redan förfogar över flera av dem. Detta eftersom man på så sätt undviker risken för att samma typ av verktyg används av olika myndigheter utifrån helt eller delvis skilda syften.

3.3 STORA BERÖRINGSPUNKTER MED UTVECKLINGEN AV ETT "MACROPRUDENTIAL"-RAMVERK

Syftet med de nya verktygen berör även en större fråga. I den internationella debatt som följt i spåren av krisen har många röster höjts för ett starkare "macroprudential" ramverk, dvs. ett ramverk för övervakning och förebyggande av finansiella systemrisk. Behovet av ett sådant ramverk är en följd av att reglerna och tillsynen på många håll varit alltför inriktade på hälsotillståndet i enskilda institut och haft för lite fokus på bredare utvecklingstendenser, som exempelvis kreditexpansionen i ekonomin. En stor del av diskussionen handlar om behovet av ett tydligt ansvar och

tillgången till effektiva "korrigeringsverktyg" som gör det möjligt att bättre kunna påverka riskbeteenden och öka motståndskraften i det finansiella systemet som helhet.

Den myndighet som ofta omnämns i den internationella debatten som mest lämplig att ansvara för "macroprudential"-verktyg på nationell nivå är centralbanker.³⁰ De argument som framförs i denna litteratur är bl.a. att centralbankerna redan har ett ansvar för finansiell stabilitet, att penningpolitiken och "macroprudential"-verktygen kompletterat³¹ varandra, samt att det finns signifikanta likheter på den expertis, analys, institutionella kapacitet och oberoende som behövs för att effektivt bedriva policyn inom bägge områdena.

Inom EU har det nyligen också skapats en ny tillsynsstruktur och ett nytt organ, European Systemic Risk Board, med uppgift att svara för en mer övergripande bevakning av stabilitet på makronivå. På nationell nivå förutses en viktig roll för bl.a. centralbankerna att tidigt identifiera signaler om obalanser i ekonomin inklusive behov av åtgärder. Ur svensk synvinkel är det därför viktigt att myndigheternas roller, uppgifter och verktyg i dessa sammanhang fastläggas närmare. Detta är en av anledningarna till att regeringen i februari 2011 beslutade att tillsätta kommitté för att göra en översyn av det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser. Inom ramen för kommitténs direktiv ryms även ett uppdrag att föreslå åtgärder för att förbättra regelverket så att framtida finansiella kriser i första hand kan mildras genom förebyggande åtgärder.³²

Flera av de alternativa verktyg som vi har avhandlat i detta kapitel är en delmängd av de verktyg som också diskuteras i "macroprudential" sammanhang. Att verktygen till en del är desamma, liksom målsättningen att upprätthålla finansiell stabilitet, innebär att det finns effektivitetsvinster med att samordna dessa två uppgifter till en myndighet. Detta är inte minst påtagligt med tanke på att riskerna kopplade till utvecklingen på bostadsmarknaden kan utgöra en systemövergripande risk. Således har ansvarsfrågan för "macroprudential"-verktyg betydelse för ansvarsfrågan för de verktyg vi tar upp i detta kapitel.

Ett starkt argument för en samordning av dessa verktyg är att det vore olyckligt om två myndigheter förfogade över samma typ av verktyg, eller verktyg med liknade påverkan på bostadsmarknaden, men som tillämpade dem oberoende av varandra och utifrån inte helt överlappande syften. Samtidigt kan de inte helt överlappande syftena med verktygen även vara ett argument talar emot en samordning av uppgifterna. De verktyg som vi har diskuterat i detta kapitel kan ha ett bredare³³

30 Se t.ex. Group of Thirty (2010), HM Treasury (2010), Caruana (2010) och Brunnermeier et al. (2009).

31 Sambandet mellan "macroprudential policy" och penningpolitik nämns bl.a. i Angeloni och Faia (2010), Kannan, Rabanal och Scott (2009), och Angelini, Neri och Panetta (2010).

32 Kommittédirektiv (Dir. 2011:6), Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser.

33 Verktygen kan även syfta till att förhindra att obalanser på bostadsmarknaden får negativa samhälls-ekonomiska konsekvenser trots att den finansiella stabiliteten inte är direkt hotad.

syfte än enbart finansiell stabilitet, medan "macroprudential"-verktygen implementeras och används uteslutande för att skydda det finansiella systemet som helhet.

Om man väljer att införa alternativa verktyg med ett annat eller bredare syfte än finansiell stabilitet, måste det hanteras på något sätt. Vid en samordning av verktygen till en myndighet kan en lösning vara att skriva in i myndighetens mandat att något, eller vissa, av "macroprudential"-verktygen får användas i detta bredare syfte. Om man väljer att inte samordna verktygen blir det viktigt att myndigheterna har tydligt definierade roller och ansvarsområden, samt att man skapar en tydlig struktur för informationsutbyte och koordinering för att undvika intressekonflikter.

3.4 ANALYSRESURSER OCH OBEROENDE

3.4.1 *Behov av analysresurser*

Förutsatt att verktyget är tänkt att användas diskretionärt är det av vikt att den myndighet som tilldelas verktyget har kompetens och analysresurser att använda verktyget på ett lämpligt sätt. Myndigheten måste kunna identifiera, förstå och övervaka de risker och obalanser som kan uppkomma på bostadsmarknaden, speciellt med hänseende till de kopplingar som finns till det finansiella systemet och till makroekonomin i stort. När dessa risker och obalanser har identifierats måste myndigheten även kunna avgöra hur verktyget ska användas på bäst sätt, vilket innebär inhämta kunskap om när i tiden verktyget ska sättas in, hur kraftigt och hur länge.

Analysbehovet spänner således över ett brett område, även om det givetvis kan variera beroende på val av verktyg. Exempel på vad som kan behöva analyseras är hur räntekänslig hushållens efterfrågan på bostäder är? Hur verktyget påverkar hushållens övriga konsumtion och sparande? Hur kreditinstituten kan komma att agera när verktyget tillämpas, t.ex. i vilken utsträckning och på vilka affärsområden kommer de att övervältra sina högre kostnader om verktyget är prisstyrande? Det kommer även att behövas ta fram bra indikatorer som "mäter" obalanser och risknivåer, och det kommer att behöva formuleras olika målvariabler för verktyget, t.ex. skuldsättnings- eller bostadsprisnivåer. Det kommer också att behövas analys om hur verktygets effekt kommer att påverkas av beslut om reporäntan och räntebanan (och tvärtom).

Det är således av vikt att den myndighet som tilldelas verktyget har adekvata analysresurser eller åtminstone medel att bygga upp en sådan verksamhet.

3.4.2 *Är oberoende viktigt?*

Argumenten för att ha oberoende centralbanker när det gäller penningpolitik är relativt starka och numera tämligen obestridda. Det är en öppen fråga om ett liknande oberoende också är viktigt vad beträffar ansvaret över nya verktyg riktade

mot bostadsmarknaden, speciellt med tanke på att de kan ingå i ett nytt ramverk för övervakning av finansiella systemrisker?

Det finns viss forskning som visar på att centralbankens oberoende är positivt korrelerat med finansiell stabilitet.³⁴ Olika motiveringar har förts fram för att försöka förklara detta samband. En förklaring är att politisk inblandning kan innebära att man agerar för sent.³⁵ Detta skulle kunna bero på att beslut i dessa fall måste gå igenom flera politiska instanser eller kanske först förhandlas fram i koalitionsregeringar eller i parlament. En annan förklaring är att det kan vara politiskt svårt att "dra i bromsen" utan helt säkra bevis på att utvecklingen – t.ex. på bostadsmarknaden – är osund. Hutchison och McDill (1999) menar också att politisk inblandning kan öka sannolikheten för att man i slutändan ger statligt stöd till problembanker, vilket i sin tur ökar problemen med moral hazard. Flera av dessa argument relaterar till att det skulle finnas ett tidsinkonsistensproblem inom finansiell stabilitet, som i hög grad liknar det som finns inom penningpolitiken.³⁶

Tidsinkonsistensproblemet inom penningpolitiken uppstår på grund av att ekonomisk-politiska beslutfattares kortsiktiga motiv kommer i konflikt med den långsiktiga ambitionen att hålla inflationen på en låg nivå. Cihák (2010) har argumenterat för att samma typ av förtroendeproblem finns inom finansiell stabilitet. I grunden är det staten som har det yttersta ansvaret för finansiell stabilitet och något förenklat kan staten antingen agera tufft eller mjukt när risker byggs upp eller en kris inträffar. Om aktörerna på marknaden tror att staten kommer agera tufft (t.ex. använda verktyg tidigt och behandla probleminstitut hårt) har staten ett kortsiktigt incitament att visa överseende (t.ex. avvakta utvecklingen och ge hjälp till probleminstitut) när väl risker börjar byggas upp eller en kris har inträffat. Detta då de kortsiktiga kostnaderna av att agera mjukt är lägre än de som följer av att agera tufft.³⁷ Rationella aktörer kommer dock att förvänta sig detta beteende och agera därefter (t.ex. genom att ta större risker). Följden blir att man oftare hamnar i ekonomiska och finansiellt osunda situationer, eller i rena kriser, än om staten på ett trovärdigt sätt kunde binda upp sig vid strategin att alltid agera tufft. Precis som i penningpolitiken skulle det alltså finnas argument för att staten skulle behöva en mekanism för att göra trovärdiga, dvs. bindande, utfästelser om hur man kommer att agera när risker och kriser uppstår. Ett sätt att göra det är att delegera uppgiften till en oberoende myndighet.

34 Se t.ex. Garcia Herrero och Del Rio (2003), Cihák (2007, 2010), och Klomp och de Haan (2009).

35 Denna förklaring ges bl.a. av Cihák, (2007).

36 Cihák (2007, 2010) har beskrivit detta tidsinkonsistensproblem inom finansiell stabilitet.

37 Ett exempel är att beslut som innebär en åtstramning på bostadsmarknaden kommer att vara impopulära och behöva sättas in när allt fortfarande ser bra ut. Politiska beslutsfattare har kortsiktiga mål – en konsekvens av ett representativt demokratiskt system – som inte alltid går hand i hand med långsiktiga mål som realekonomisk och finansiell stabilitet. Det finns en uppenbar risk att man inte vill göra något åt problemen om risken för att de realiseras ligger långt framåt i tiden.

Att utöka mandatet för oberoende myndigheter kommer dock med en kostnad. Denna kostnad är att de folkvalda avhänder sig delar av besluten rörande tillsyn och regelgivning till en myndighet. Om det finns ett tidsinkonsistensproblem inom finansiell stabilitet och om det, i sådant fall, är tillräckligt allvarligt för att motivera en sådan åtgärd är en svårt fråga som måste utredas noga, speciellt med tanke på att det kan finnas synergier mellan penningpolitiken och "macroprudential"-verktyg.

3.5 AVSLUTANDE KOMMENTARER

Som en isolerad fråga blir det valet av verktyg – som till stor del beror på syftet med att införa alternativa verktyg till räntevapnet – och hur det utformas som spelar avgörandet för vilken myndighet som är mest lämpad att få ansvaret över det. I realiteten måste man dock relatera denna ansvarsfråga till frågan om vilken myndighet som ska få uppdraget att övervaka och hantera finansiella systemrisk, och som för det ändamålet tilldelas ansvaret över olika "macroprudential"-verktyg. Denna myndighet bör lämpligen också få ansvaret över alternativa verktyg riktade specifikt mot bostadsmarknaden, så vida det inte finns starka skäl till en annan ordning.

Om man ska samordna dessa verktyg till en myndighet, eller inte, är även intimt förknippat med ansvarsfrågan för finansiell stabilitet. En slutsats i många länder efter den finansiella krisen är att det fanns en svaghet i att ingen enskild myndighet hade ett tydligt ansvar, befogenhet och makt att övervaka systemet som en helhet. Antingen hade myndigheter ett mandat men inga verktyg för att hantera systemrisk, eller så hade de verktyg men inget tydligt mandat att använda dem i detta syfte. Om det förhåller sig så bör man samordna förfogandet över nya verktyg med ansvaret för att mer generellt hantera finansiella systemrisk.

Ett alternativt till att samla alla verktyg till en myndighet med ett tydligt mandat, och på så sätt tydliggöra ett ansvar, är att istället knyta samman myndigheterna med varandra.³⁸ Detta kan röra sig om allt från ren sammanslagning³⁹ av myndigheter till, mer eller mindre, formellt samarbete och koordinering mellan myndigheter.

I Storbritannien har man efter lärdomarna från krisen beslutat att skapa en Financial Policy Committee (FPC) inom Bank of England med det uttryckliga uppdraget att ansvara för att upprätthålla finansiell stabilitet. Man avser också omforma tillsynsmyndigheten till en ny myndighet, Prudential Regulation Authority (PRA), som kommer att överföras och bli ett dotterbolag till Bank of England. Det är denna

38 Ett annat alternativ är att skapa en helt ny myndighet. Den största nackdelen med detta alternativ är att man får in ytterligare en myndighet i arbetet med finansiell stabilitet och därmed går miste om potentiella synergier och effektivitetsvinster som följer av att utgå från den befintliga strukturen.

39 En ren sammanslagning måste dock vägas mot de argument som talar för en separation av tillsyn och penningpolitik. Ett sådant argument är att det kan uppstå en intressekonflikt mellan de penningpolitiska målen och målen för tillsynen, t.ex. genom att centralbanken kan frestas att sätta räntorna alltför lågt för att undvika att banker får akuta problem. Ett annat argument är att om bank under centralbankens tillsyn skulle fallera finns det en risk för att allmänhetens förtroende även för centralbankens ansvar för penningpolitiken blir lidande (Ingves och Lind, 2007).

tillsynsmyndighet som kommer att förfoga över de flesta av verktygen riktade mot finanssektorn. För att säkerställa att FPC kan fullgöra sitt mandat får denna kommitté troligtvis kontrollen över macroprudential-verktygen, t.ex. den kontracykliska kapitalbufferten, och mandat att beordra PRA att använda deras verktyg vid behov.⁴⁰

En annan tänkbar variant är att myndigheterna istället knyts väldigt löst till varandra och fortsatt delar på ansvaret för finansiell stabilitet.⁴¹ Men för att detta ska fungera måste rollerna och ansvarsområdena göras mycket tydliga, så att det står klart vem som ansvarar för vad. Ett exempel kan vara att centralbanken ges det övergripande ansvaret och mandatet att övervaka och förslå åtgärder för att hantera finansiella systemrisker. För ändamålet kan centralbanken också få några nya "macroprudential"-verktyg. Tillsynsmyndigheten får dock fortsatt sköta tillsynen av de finansiella företagen och förfoga över sin verktygslåda, vilken innehåller flera verktyg som även tillämpliga för systemriskändamål. För att ett sådant upplägg ska fungera måste centralbanken vid behov även kunna använda tillsynsmyndighetens verktyg. Ett sätt att hantera detta är att förmå tillsynsmyndigheten att förhålla sig till centralbankens analys och policyförslag på en s.k. "comply or explain"-basis. Med andra ord, om centralbanken finner att förhållanden i det finansiella systemet föranleder åtgärder som inbegriper tillämpning av verktyg som tillsynsmyndigheten förfogar över, så får tillsynsmyndigheten antingen genomföra åtgärderna eller motivera varför dessa åtgärder inte behöver genomföras, eller – om man vidtar andra åtgärder – varför de var mer lämpliga.

Att säga vilken institutionell ordning som bäst lämpar sig för Sverige är att föregå den utredning som regeringen har tillsatt. Ett av utredningens övergripande syfte är att säkerställa att regelverket är utformat så att olika slag av finansiella kriser i första hand kan mildras genom förebyggande åtgärder. Kommittén ska bl.a. analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen och Regeringskansliet (främst Finansdepartementet) samt av möjligheten till ansvarsutkrävande av myndigheterna och föreslå nödvändiga förbättringar. Oavsett vad man i slutändan finner vara lämpligt är det viktigt att det finns möjlighet till ansvarsutkrävande. Det står också klart att myndigheternas nuvarande mandat och ansvarsfördelning kommer att behöva förändras.

40 För en mer utförlig beskrivning av reformerna i Storbritannien, se HM Treasury (2010, 2011).

41 I Finland och en del andra länder utövas banktillsynen av en organisation som är nära knuten till centralbanken, men inte en del av denna. På så sätt kan man dra nytta av den nationella centralbankens resurser och spara en del kostnader, men ändå undvika några av argumenten mot att placera tillsynsfunktionen inom den nationella centralbanken (Ingves och Lind, 2007).

Referenser

- Angeloni, I och E. Faia, (2010), "Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks", mimeo. Reviderad version av "A Tale of Two Policies: Prudential Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks", Kiel Working papers 1569.
- Angelini, P., S. Neri och F. Panetta, (2010), "Grafting Macroprudential Policies in a Macroeconomic Framework: Choice of Optimal Instruments and Interaction with Monetary Policy", uppsats presenterad vid konferensen Procyclicality and Financial Regulation, Tilburg, 11-12 mars.
- Bank of England (2009), "The role of macroprudential policy – a discussion paper"
- Borio, C. (2010), "Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism", Keynote address for BIS-HKMA research conference, Hong Kong SAR, juli 2010.
- Brunnermeier, M., A. Crocket, C. Goodhart, M. Hellwig, A. D. Persaud, och H. Shin (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation", Geneva Report on the World Economy 11.
- Caruana, J. (2010), "The challenge of taking macroprudential decisions: who will press which button(s)?", speech at 13th Annual International Banking Conference Federal Reserve Bank of Chicago, in cooperation with the International Monetary Fund, Chicago, 24 September 2010. Available at www.bis.org/speeches.
- Cihák, M. (2007), "Central Bank Independence and Financial Stability", IMF Mimeo.
- Cihák, M. (2010), "Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence", 38th Economics Conference at the Oesterreichische Nationalbank.
- CGFS (2010), "Macroprudential instruments and frameworks: report published by the Committee on the Global Financial System.
- Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning", februari 2010.
- Finansinspektionen, "Allmänna råd om begränsning av lån mot säkerhet i bostad", beslutspromemoria (FI Dnr 10-1533), juli 2010.
- Finansinspektionen, "Allmänna råd om begränsning av lån mot säkerhet i bostad", FFFS 2010:2.
- Garcia Herrero, A. och P. Del Rio (2003), "Financial stability and the design of monetary policy", Banco de España Working Paper 0315.
- Group of Thirty (2010), "Enhancing Financial Stability and Resilience. Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future", October 2010.
- HM Treasury (2010), "A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability", July 2010.
- HM Treasury (2011), "A new approach to financial regulation: building a stronger system", februari 2011.
- Hopkins Elisabeth, Jesper Lindé och Ulf Söderström (2009). "The monetary transmission mechanism," Penning- och valutapolitik, nr 2, 2009, Sveriges Riksbank

- Hutchison, M. och K. McDill (1999), "Are all banking crises alike?", *Journal of the Japanese and International Economies*, 12 (3), 155-180.
- Ingves, I. och G. Lind, " Finns det ett optimalt sätt att strukturera tillsyn?", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, 2007, Sveriges Riksbank, 31-44.
- Kannan, P., P. Rabanal och A. Scott, (2009), "Monetary and Macroprudential Policy Rules in a Model with House Price Booms", *IMF Working Paper* 251.
- Klomp, J. och J. de Haan (2009), "Central bank independence and financial instability", *Journal of Financial Stability*, 5, 321-338.
- Kommittédirektiv (Dir. 2011:6), Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser, Regeringskansliet.
- Riksbankslagen, Lag (1988:1385) om Sveriges Riksbank.
- Scanlon, K. och C. Whitehead (2004), "International trends in housing tenure and mortgage finance", November 2004, The Council of Mortgage Lenders, London.
- Sveriges Riksbank, *Finansiell stabilitet* 2010:2.
- Sveriges Riksbank, *Framställning om vissa utredningsbehov med anledning av finanskrisen*, 2009/10:RB4.
- Statens Bostadskreditnämnd (2010), "Bolån i Sverige – en begränsad marknad", *Marknadsrapport*, maj 2010.
- Wallentin, K. och Sellin, P. "Housing collateral and the monetary transmission mechanism," *Sveriges Riksbank Working Paper* No. 239.