

# Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet

*Peter Englund*

*Bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023*

*Stockholm 2023*



---

STATENS OFFENTLIGA  
UTREDNINGAR

---

**SOU 2023:89**

SOU och Ds finns på [regeringen.se](https://www.regeringen.se) under Rättsliga dokument.

*Svara på remiss – hur och varför*  
*Statsrådsberedningen, SB PM 2021:1.*

Information för dem som ska svara på remiss finns tillgänglig på [regeringen.se/remisser](https://www.regeringen.se/remisser).

Layout: Långtidsutredningen 2023, Regeringskansliet

Omslag: Elanders Sverige AB

Tryck och remisshantering: Elanders Sverige AB, Stockholm 2023

ISBN 978-91-525-0796-4 (tryck)

ISBN 978-91-525-0797-1 (pdf)

ISSN 0375-250X

# Förord

Långtidsutredningen 2023 har utarbetats av ett fristående projektgrupp inom Finansdepartementets enhet för ekonomisk politik och fördelning. Inom ramen för utredningen har ett antal specialstudier tagits fram, vilka publiceras som fristående bilagor. Av huvudbetänkandet framgår hur bilagornas analyser och slutsatser använts i utredningens arbete.

Denna bilaga har utarbetats av Peter Englund, professor vid Handelshögskolan i Stockholm. De åsikter som uttrycks i denna bilaga är författarens egna.

Arbetet med bilagan har följts av en referensgrupp bestående av Teodora Borota Milicevic, Lars Calmfors, Urban Hansson Brusewitz, Johannes Lindvall, Johan Lyhagen, Marcus Mossfeldt, Hovick Shahnazarian och Karl Walentin.

Thomas Eisensee, Harry Flam, Nils Gottfries, Anna Seim, Lars E.O. Svensson och Hanna Ågren har gett värdefulla bidrag som kommentatorer.

Ett särskilt tack riktas till Mona-Lisa Fränneby, Charlotte Nömmera, Maria Neijnes och Tilda Lidman för hjälp med redigering av manus.

Bilagans författare vill särskilt tacka Lars Hörngren, Stefan Palmquist, Hovick Shahnazarian, Lars E. O. Svensson och Viktor Thell för givande diskussioner och värdefulla synpunkter.

Stockholm december 2023

Marcus Mossfeldt

Hovick Shahnazarian

Projektledare, Långtidsutredningen

# Innehåll

<b>Sammanfattning</b> .....	<b>9</b>
<b>Summary</b> .....	<b>13</b>
<b>1 Definitioner och avgränsningar</b> .....	<b>19</b>
<b>2 Historisk bakgrund</b> .....	<b>23</b>
<b>3 Finansiella marknadens roll och funktion</b> .....	<b>29</b>
3.1 Kreditgivning till hushåll .....	30
3.2 Finansiering av företag .....	32
3.3 Ett sårbart banksystem .....	34
3.4 Sårbara finansiella marknader .....	37
3.5 Kreditcykler .....	38
<b>4 Skulder, konjunkturer och kriser. Vad säger data?</b> .....	<b>41</b>
4.1 Kan kriser förutses? .....	41
4.2 Hur djup blir krisen? .....	43
4.3 Goda och dåliga skulder? .....	44
4.4 Mikro evidens .....	46
<b>5 Skuldutvecklingen i Sverige</b> .....	<b>49</b>
<b>6 Makrotillsynsregleringarnas roll</b> .....	<b>55</b>

<b>7</b>	<b>Kapitalreglering av banker .....</b>	<b>59</b>
7.1	Bakgrund.....	59
7.2	De svenska kapitalkraven.....	66
7.3	Sammanfattning.....	74
<b>8</b>	<b>Låntagarbaserade regleringar .....</b>	<b>75</b>
8.1	Översikt .....	76
8.2	Bolånetaket .....	78
8.3	Amorteringskraven.....	80
8.4	Regleringarnas effekter .....	83
8.5	Struktur och konjunktur.....	85
8.6	Sammanfattning.....	86
<b>9</b>	<b>Kostnader och intäkter av makrotillsynsregleringar .....</b>	<b>87</b>
9.1	Intäkter.....	87
9.2	Kostnader.....	90
9.3	Nettointäkter.....	93
<b>10</b>	<b>Samspelet mellan makrotillsynsregleringar, penningpolitik och finanspolitik .....</b>	<b>95</b>
10.1	Penningpolitik .....	95
10.2	Finans- och skattepolitik .....	99
10.3	Sammanfattning.....	101
<b>11</b>	<b>Makrotillsynsregleringarna – utvärdering och reformmöjligheter .....</b>	<b>103</b>
11.1	Regleringen av bankernas kapital.....	104
11.2	Regleringen av hushållens skulder.....	105
11.3	Sammanfattning.....	114

<b>Referenser .....</b>	<b>117</b>
<b>Appendix A .....</b>	<b>127</b>
<b>Appendix B .....</b>	<b>131</b>



# Sammanfattning

Finansiella kriser har inträffat så länge det funnits banker. Men det är först efter den globala finanskrisen 2008–2009 som finansiell stabilitet kommit att bli betraktat som ett eget politikområde. Traditionell tillsyn och reglering av banker och andra institut har utvecklats med större fokus på det finansiella systemet som helhet, och nya åtgärder främst riktade mot hushållens skulder har tillkommit. Denna rapport syftar till att ge en översikt över området med fokus på regleringen av bankernas kapital och hushållens skulder, vad som brukar betecknas som makrotillsyn.

Eftersom politikområdet är relativt nytt definieras termer och avgränsningar kort i ett inledande kapitel. Makrotillsynen kan ses som en del av det bredare området finansiell stabiliseringspolitik, vars mål kan formuleras som att hålla risken för en finansiell kris på en tillräckligt låg nivå. Rapporten diskuterar således förebyggande åtgärder men däremot inte åtgärder när en kris väl brutit ur. Efter inledningen följer två kapitel som ger en bakgrund till problemområdet. Kapitel 2 ger en kort historik med en snabbskiss över kriser och regleringar från 1930-talet och framåt, inklusive en statistisk översikt över frekvensen av kriser och deras ekonomiska konsekvenser. Kriser är kostsamma därför att de skadar centrala funktioner i det finansiella systemet. Kapitel 3 diskuterar vilka dessa funktioner är och varför det finansiella systemet är sårbart och kan behöva regleras. Båda dessa kapitel kan läsas översiktligt. Kapitel 4 ger så en kort översikt över den empiriska forskningen kring bankkriser. Kan kriser förutses? Vad bestämmer hur djupa de blir? Vilka är drivkrafterna? Vilken roll spelar hushållens skulder? I Sverige har stigande skulder på senare år, framför allt bland hushållen, spelat en stor roll i den ekonomisk-politiska debatten och för internationella organisationers syn på stabiliteten i den svenska ekonomin. Kapitel 5 presenterar data över denna utveckling som visar att skulderna



visserligen stigit snabbare än inkomsterna men att marknadsvärdet av hushållens tillgångar, såväl bostäder som finansiella tillgångar, ökat ännu snabbare.

Frågan är vilken funktion regleringar kan ha för att öka den finansiella stabiliteten och minska sannolikheten för en kris. Kapitel 6 presenterar en övergripande tankesammanfattning. Utgångspunkten är att en negativ störning till den privata sektorn normalt tenderar att förstärkas i första hand genom att efterfrågan på konsumtion och investeringar minskar och tillgångsvärden faller. Denna förstärkningsmekanism kan normalt mötas med vanlig stabiliseringspolitik. Men om denna inte är tillräckligt framgångsrik kan en andra förstärkningsmekanism utlösas via bankernas balansräkningar, både genom kreditförluster och genom att värdet på deras tillgångar minskar. När soliditeten i en bank faller kan det också leda till problem med likviditeten, och om bankens betalningsförmåga sätts i fråga kan det smitta av sig på andra banker. Om denna tredje förstärkningsmekanism utlöses är en finansiell kris ett faktum. Makrotillsynsregleringarna syftar till att göra systemet mer robust genom att dämpa dessa förstärkningsmekanismer. Reglering av bankernas kapital och likviditet avser att stärka bankernas motståndskraft och dämpa den andra förstärkningsmekanismen, medan reglering av hushållens skulder syftar till att begränsa den första förstärkningsmekanismen.

Kapitalkrav på banker har funnits sedan länge och utvecklats inom den s.k. Basel-processen, som resulterat i ett komplext regelverk med en kombination av riskviktade baskrav och buffertkrav och ett soliditetskrav som inte är riskvägt. Kapitel 7 beskriver det övergripande regelverket och diskuterar hur de olika kraven tillämpas i Sverige. Ett speciellt problem är hur kraven samspelar med varandra. I kapitel 8 beskrivs så de regleringar som är riktade mot hushållens skulder. Dessa styrs inte på samma sätt av någon internationell överenskommelse och det förekommer en rik flora av olika regleringar, varav Sverige tillämpar lånetak och amorteringskrav. Utvärderingar i Sverige och andra länder tyder genomgående på att sådana regleringar får vissa, åtminstone kortsiktiga, dämpande effekter på hushållens skulder. Samtidigt finner somliga studier för andra länder negativa sidoeffekter på hushållens buffertsparande, något som dock inte syns i aggregerade data för Sverige. Amorteringskrav påverkar också låntagarnas kassaflödesmarginaler

negativt. Nettoeffekten på hushållens motståndskraft är därför inte entydig.

I kapitel 9 skisseras elementen i en kostnads- och intäktskalkyl för makrotillsynsregleringarna. Mot potentiellt positiva effekter på den finansiella stabiliteten ska ställas välfärdskostnader genom störningar på hushållens konsumtions- och bostadsval över livscykeln och fördelningseffekter genom att regleringarna särskilt drabbar unga och finansiellt svaga hushåll utan eget sparande. Regleringar riktade mot individuella hushålls skulder är särskilt trubbiga genom att de inte tar hänsyn till individuella förhållanden.

Den finansiella stabiliteten påverkas inte bara av makrotillsynen utan också av penningpolitik och finans- och skattepolitik. Kapitel 10 diskuterar samspelet mellan dessa olika politikområden. En slutsats är att korseffekterna mellan makrotillsynsregleringar och penningpolitik är små. En annan slutsats är att problemen kring hushållens skulder och den finansiella stabiliteten delvis bottnar i skatte- och bostadspolitiken.

I kapitel 11 utvärderas effekterna av olika åtgärder och vissa reformmöjligheter diskuteras. Ett avgörande frågetecken är om dagens låneregleringar verkligen ökar hushållens buffertar. Såväl lånetak som amorteringskrav kan utlösa motverkande effekter på hushållens buffertsparande, och amorteringskravet har dessutom en direkt negativ effekt på kassaflödesmarginalerna. Ett sätt att se till att buffertarna verkligen ökar och kan användas i kristider kan vara att koppla regleringarna till lånelöften eller krav på buffertsparande. En liknande effekt kan nås genom diskretionära beslut att lätta på regleringarna i vissa lägen. Slutligen är frågan hur de negativa effekterna på hushållens välfärd kan begränsas. En möjlighet är att göra regleringarna mer flexibla, t.ex. genom att lägga dem på bankernas samlade utlåning eller koppla dem till bankernas stress-tester.



# Summary

This report gives an overview of the regulation of bank capital and household debt with the purpose of strengthening financial stability, a field known as macroprudential policy. The goal of macroprudential policy is to limit the risk of a future financial crisis with account taken of the negative side effects on the functioning of financial markets in normal times.

The report is divided into eleven chapters. An introductory chapter defines concepts and states limitations of the scope of the report. This is followed by two background chapters. Chapter 2 sketches the historical development of financial crises and regulations from the 1930s and onwards, including a statistical overview of the frequency of crises and their economic consequences. Crises are costly since they damage central functions of the financial system. Chapter 3 discusses these functions and why the financial system is vulnerable and may need to be regulated. Chapter 4 gives a short overview of the empirical research on banking crises. Can crises be predicted? What determines their depth? Which are the driving forces? What is the role of debt in the economy? In recent years, growing indebtedness, especially among households, has played a central role in the internal Swedish debate as well as for the views of international organizations on the stability of the Swedish economy. Chapter 5 presents data on this development, which show that household debt has increased relative to income since the mid-1990s, but that household assets, both housing and liquid financial assets, have increased even more during the same period.

What role can regulations play to increase financial stability and decrease the probability of a future financial crisis? Chapter 6 presents a conceptual framework, which builds on the idea that a crisis is the end-result of disturbances to the economy which are

amplified by various mechanisms. A negative disturbance to the private sector, e.g. increased energy prices, normally tends to be strengthened via reduced aggregate consumption and investment demand and by falling asset prices. This first amplification mechanism can often be neutralized by regular monetary and fiscal policy. But if such policy is not successful, a second amplification mechanism may be triggered operating via the banking sector in the form of credit losses and depressed asset values. Falling bank solvency may also lead to liquidity problems, and the problems of one bank may spread to other banks. If this third amplification mechanism is activated a financial crisis is imminent. Macro-prudential regulation aims to make the system more resilient by dampening the first two amplification mechanisms. The regulation of bank capital and liquidity aims to dampen the second mechanism, and the regulation of household debt is directed at the first mechanism.

Capital requirements on banks have been in place for many years and have been further developed in recent years in the Basel process. This has resulted in a complex set of rules combining risk-weighted basic requirements and buffers with a minimum leverage ratio, where the latter is not risk weighted. Chapter 7 describes the regulatory framework and discusses its implementation in Sweden. Overall, the requirements have contributed to strengthen bank solidity, which has increased from less than 3 per cent in 2008 to close to 5 per cent today, expressed in so called Tier I assets. The risk-weighted requirements have a complex structure, which combines a basic requirement with several buffer requirements. The sum of these requirements is considerably higher than the minimum leverage ratio and will be the first to bind if a bank's capital base is eroded. But the leverage ratio will bind before all buffers can be used. This implies that the "effective buffer" is much smaller than the sum of the formal buffer requirements. The general level of the capital requirements needs to be calibrated against the regulations directed at borrowers in order to dampen the first amplification mechanism. The more vulnerable the borrowers, the more important that banks are well capitalized. The weaker the banks, the more important to regulate private-sector debt.

Chapter 8 discusses regulations directed at household debt. These are not subject to an international agreement like the capital

requirements, and a wide variety of regulations are applied in different countries. Sweden imposes a ceiling on the loan-to-value ratio and amortization requirements. Evaluations, in Sweden and other countries, indicate that such regulations have some dampening effect on household debt, at least in the short run. Some studies made for other countries suggest, however, that regulations may have negative side effects on household buffer savings. No corresponding such effect can be found in aggregate data for Sweden. Amortization requirements have a negative on household cash-flow margins. Consequently, the net effect on household resilience is ambiguous.

Chapter 9 sketches the elements of a cost-and-benefit calculation of macroprudential regulations. Potentially positive effects on financial stability need to be weighed against welfare losses that occur through disturbances of household consumption and housing choices over the life cycle including distributional effects depending on age and capital endowment. The following broad conclusions follow:

- Regulations of bank capital and liquidity tends to increase bank resilience to disturbances, thereby reducing the risk of a financial crisis.
- Regulations of bank capital tends to reduce the lending capacity of banks with negative effects on investment and growth.
- Regulations of bank capital may lead to substitution from regulated to unregulated lending.
- Regulations of household debt may, properly designed, contribute to reducing the risk that disturbances to the household sector spread to the banking system.
- Regulations of household debt risk leading to counteracting effects by reducing liquidity buffers and cash-flow margins and through substitution from regulated to unregulated forms of lending.
- Regulations of household debt leads to welfare costs by disturbing household choices over the life cycle, especially housing choices.

- Regulations of household debt and bank capital has distributional effects by hurting financially weak actors: small enterprises without access to financial markets and young households with little saving.
- Regulations directed at the debt of individual households are blunt instruments that take no account of individual circumstances.
- Regulations should have an element of flexibility that allows relaxation in times of negative economic shocks.

Financial stability is affected not only by macroprudential policy but also by monetary and fiscal policy, including taxation. Chapter 10 discusses the interplay between these different policy fields. It is concluded that the cross effects with monetary policy are relatively small, and that a large fraction of the problems related to household debt derive from the tax system and housing market regulations.

The division of responsibilities relating to monetary policy are codified in the new law regulating the Riksbank which states that the Riksbank should contribute to financial stability but without compromising with its main goal of price stability. Monetary policy should not “lean against the wind” if this comes in conflict with price stability. Given that the cross effects between monetary and macroprudential policy are small, this is an appropriate division of responsibilities. For similar reasons, macroprudential policy should not be used actively to stabilize the business cycle. Macroprudential regulations should, however, be flexible. Buffers that are built up in good times should be allowed to be used in times of crisis.

When it comes to tax policy, there are strong arguments for a reform making capital taxation more symmetric and limiting the tax favors to owner-occupied housing. Such a reform would reduce the incentives for households to take on debt, thereby benefitting financial stability and reducing the need for macroprudential regulations.

Finally, chapter 11 assesses the effects of different macroprudential regulations and discusses possible reforms. Referring to the goal formulated in the first paragraph the question is to what extent macroprudential regulations “limit the risk of a future financial crisis with account taken on the negative side effects on the

functioning of financial markets in normal times”. Do they strike the right balance between reducing the risk of a crisis and negative side effects on the financial options of households and firms?

The goal formulation specifies that the role for macroprudential policy is to make households and banks resilient against disturbances that are so serious that they may be difficult to handle by regular monetary and fiscal policy and therefore risk trigger a financial crisis. This suggests caution in varying regulations in normal times, at least when there are no major structural changes that affect the vulnerability of the financial system. It should, however, be possible to allow the buffers to be used in times of crisis. This is built into the capital requirements with their division between basic and buffer requirements. In addition, the countercyclical buffer allows for active variation in normal times. When it comes to regulations of household debt there is no automatic mechanism. It takes active decisions to temporarily lift the loan ceiling or amortization requirements when a crisis is impending.

Macroprudential policy needs to strike a balance between regulating banks and households. The emphasis is naturally on the regulation of banks. That is where the link to the risk of crisis is most obvious and direct. Bank regulations apply to both sides of bank balance sheets, including both capital and liquidity as well as the risk in the asset portfolio. The regulations of household debt, on the other hand, only apply to one side of the balance sheet, and the link to the risk for a crisis is much more indirect. The evidence is also limited regarding the effects of various policy instruments. So far, we don't know sufficiently what works and what doesn't work.

Finally, it should be kept in mind that there are reforms in taxation and housing policy that may be at least as important to strengthen financial stability.





# 1 Definitioner och avgränsningar

I Sverige har makrotillsyn blivit ett etablerat begrepp för politik riktad mot det finansiella systemet. Språkligt är det lite olyckligt eftersom begreppet inte bara innefattar tillsyn i bemärkelsen rådgivning, kontroll av regelefterlevnad och informationsinhämtning utan också olika mer eller mindre tvingande regleringar. Den engelska termen *macroprudential regulation* fångar bättre vad det handlar om. Den kan med en något otymplig term översättas med makrotillsynsregleringar.<sup>1</sup> Denna rapport kommer därför att skilja på *finansiell stabiliseringspolitik*<sup>2</sup> som betecknar hela politikområdet inklusive såväl tillsyn och olika regleringar som penning- och finanspolitiska åtgärder i den utsträckning dessa syftar till att bidra till ett stabilt finansiellt system, *makrotillsyn* som inkluderar både regleringar och sådan övervakning och kontroll som har ett makroperspektiv, samt *makrotillsynsregleringar* som avser de regleringar av finansinstitut, företag och hushåll som är en del av makrotillsynen. Makrotillsynsregleringarna är således en delmängd av makrotillsynen, vilken i sin tur är en delmängd av den finansiella stabiliseringspolitiken.

Man kan identifiera sex komponenter i den finansiella stabiliseringspolitiken<sup>3</sup>

1. *Mål och ambitionsnivå.* Vad menas med ett stabilt system? Vilken grad av stabilitet är rimlig att eftersträva? Vilka institutioner är berörda?
2. *Mikrotillsyn.* Tillsyn och reglering av individuella finansiella institutioner.

---

<sup>1</sup> Som översättning är även detta långa ord bristfälligt eftersom det inte fångar upp termen "prudential" som närmast betyder försiktig.

<sup>2</sup> Termen användes bland annat i en rapport från Finansdepartementet, Ds 2013:45.

<sup>3</sup> Indelningen är inspirerad av Paul Tucker (2016), sid. 39, ff, som presenterar en liknande men något annorlunda indelning.

3. *Makrotillsyn*. Tillsyn och reglering av det finansiella systemet i dess helhet och analys av dess stabilitet
4. *Makrotillsynsreglering*. Regleringsinstrument och principer för hur instrumenten ska hanteras i relation till bedömningen av stabilitetsläget.
5. *Krishantering* om en kris skulle uppstå.
6. *Ansvarsfördelning* mellan riksdag, regering och olika statliga institutioner.

Av dessa punkter är den första kanske den svåraste att ge konkret innehåll. Ett system är stabilt om det är liten risk att det ska falla samman. Det finansiella systemet är stabilt så länge det fullgör sina grundläggande funktioner och risken för kris och sönderfall är liten. Den exakta innebörden av en finansiell kris kan visserligen vara svår att precisera, men en kris känns igen när den inträffar. Då har viktiga finansiella marknader mer eller mindre upphört att fungera normalt, och banker och andra finansinstitut är nära obestånd och behöver räddas av staten för att centrala funktioner som betalningar och finansiering av företag och hushåll ska fullgöras någorlunda väl.

Man måste också fråga sig vilken grad av stabilitet som är eftersträvansvärd. Väl fungerande finansiella marknader är viktiga för vårt välstånd och långtgående regleringar kan visserligen ge en hög grad av stabilitet men kanske till priset av minskad dynamik i ekonomin. Den finansiella stabiliseringspolitiken måste balansera intäkter i form av ökad stabilitet mot kostnader i form av ökad stelhet. *Den finansiella stabilitetspolitikens mål kan uttryckas som att hålla risken för en kris på en låg nivå med beaktande av de sidoeffekter som politiken kan ha på kreditmarknadernas funktion under normala tider.*

Ibland används uttrycket finansiell obalans som mer eller mindre synonymt med finansiell instabilitet, exempelvis i förordningen för Finansinspektionen.<sup>4</sup> Finansiell balans är dock ett mer problematiskt begrepp än finansiell stabilitet eftersom obalans ofta tolkas som synonymt med en situation med uppblåsta balansräkningar, stora skulder och höga tillgångspriser. En sådan situation kan visserligen ibland signalera förhöjd risk för en kris, men kan i andra lägen mycket väl vara förenlig med stabilitet, exempelvis om den är

---

<sup>4</sup> Se 1 § förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen. Uppdraget infördes genom en ändring i instruktionen som trädde i kraft den 1 januari 2014.

förorsakad av tekniska genombrott som leder till ökade investeringar och efterfrågan på krediter. Av det skälet försöker jag undvika att använda begreppet finansiell obalans.

Denna rapport handlar framför allt om den fjärde punkten, vilka makrotillsynsregleringar som kan behövas och hur dessa ska hanteras i relation till bedömningen av stabilitetsläget. Hur kan det finansiella systemet göras motståndskraftigt mot störningar som annars skulle kunna utlösa en kris? Hur ska vinster i form av ett mer stabilt system vägas mot kostnader i form av försämrad funktion i normala tider? Däremot handlar rapporten inte specifikt om mikrotillsynen, den andra punkten. Gränsdragningen mellan mikro och makro är dock inte självklar. I många sammanhang hänförs krav som enbart utgår från den enskilda bankens stabilitet till mikrotillsynen, medan krav som tar explicit hänsyn till bankens betydelse för systemet som helhet och som kan varieras med tanke på stabilitetsläget räknas till makrotillsynen. Som konstaterats, bl.a. av Finansinspektionen (2019a) och Braconier och Palmqvist (2017), är dock gränsen svår att dra. Här kommer all kapitalreglering av banker att diskuteras som en del av makrotillsynen.

En viktig del av den finansiella stabiliseringspolitiken är beredskapen för åtgärder om en kris ändå skulle inträffa. På detta område har viktiga reformer genomförts framför allt genom det nya regelverket för resolution av banker på obestånd.<sup>5</sup> Detta och annan krishantering, den femte punkten, berörs inte i denna rapport.

Vad gäller den sista punkten kommer rapporten att ta rollfördelningen mellan berörda statliga institutioner för given. Idag ligger huvudansvaret för makrotillsyn och makrotillsynsregleringar på Finansinspektionen, som enligt regeringens instruktion har till uppgift att vidta åtgärder för att motverka finansiella obalanser i syfte att stabilisera kreditmarknaden men med beaktande av åtgärdernas effekt på den ekonomiska utvecklingen. Finansinspektionen ska i särskilda rapporter till regeringen två gånger årligen ”redogöra för myndighetens analys och bedömning av den finansiella stabiliteten, de åtgärder som vidtagits och kan komma att vidtas för att motverka att finansiella obalanser uppstår, åtgärdernas effekter på samhällsekonomin samt behovet av utveckling av regler på området”.<sup>6</sup> Den finansiella stabiliteten påverkas även

---

<sup>5</sup> Se Riksgälden (2019).

<sup>6</sup> Se 3 § förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

av penningpolitiken. Riksbanken har enligt den nya riksbankslagen till uppgift att bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt, dock utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.<sup>7</sup> Ansvar för den femte punkten, krishantering, är delat mellan Riksgäldskontoret, som hanterar resolution av banker på obestånd, och Riksbanken, som ansvarar för att förse det finansiella systemet med likviditet. De tre inblandade myndigheterna utbyter regelbundet information inom ramen för Finansiella stabilitetsrådet med finansmarknadsministern som ordförande. Den finansiella stabiliteten kan också påverkas av den allmänna ekonomiska politiken, exempelvis skattepolitiken eller regleringen av bostadsmarknaden, utan att detta normalt betraktas som en del av den finansiella stabiliseringspolitiken.

---

<sup>7</sup> Se 3 kap. 1 § Lag om Sveriges riksbank (SFS 2022:1568).

## 2 Historisk bakgrund

Så länge det funnits banker har kriser inträffat med jämna mellanrum.<sup>8</sup> Banker har gått omkull, sparare har förlorat pengar och investeringar har fått avbrytas. Det finansiella sammanbrottet i USA i början på 1930-talet spred sig snabbt världen över och blev den utlösande faktorn för en långvarig depression med massarbetslöshet. Samtidigt gav erfarenheterna från 30-talskrisen förnyad insikt om att statsmakten behöver ha beredskap både för att motverka bankkriser i förväg och för att reparera systemet och garantera insättarnas pengar om en kris ändå skulle inträffa.<sup>9</sup> USA fick en nationell insättningsgaranti 1933 som en direkt följd av krisen. Därigenom minskade också risken att oroliga sparare skulle rusa till banken i kamp om platser i uttagskön och på så sätt utlösa en bankkris.

Ett annat arv från 30-talskrisen är att tyngdpunkten i stabiliseringspolitiken kom att skifta från penning- till finanspolitik. Genom Bretton Woods-systemet kom räntan, särskilt i små öppna ekonomier, att främst varieras i syfte att försvara den fasta växelkursen. I den mån centralbanken sökte påverka aktivitetsnivån i ekonomin användes i stället olika former av kvantitativa regleringar. I Sverige lade Riksbanken tak på bankernas utlåning med särskilda kvoter för hushåll och näringsliv samtidigt som bankerna ålades att investera en viss andel av sina tillgångar i stats- och bostadsobligationer (s k likviditetskvoter). Penningpolitiken bedrevs genom variation i dessa regleringar, som genom sin fokusering på lån till hushållen har en viss släktskap med dagens lånetak och amorteringskrav.<sup>10</sup> Regleringarna fick också till följd att bankernas utrymme för

---

<sup>8</sup> Se Kindleberger (1978) för en klassisk framställning av finanskrisernas historia.

<sup>9</sup> Jag använder begreppen bankkris och finanskris i stort sett synonymt. Finanskris kan uppfattas som ett bredare begrepp, men i praktiken har så gott som varje finanskris i historien involverat en kris i banksystemet.

<sup>10</sup> Se den kreditpolitiska utredningen, SOU 1982:52, för en beskrivning och analys av det svenska regleringssystemet

risktagande blev begränsat, och under de första decennierna efter andra världskriget var den finansiella stabiliteten aldrig i fara.

Kvantitativa regleringar förekom i många andra länder, inte minst i ett så finansiellt välutvecklat land som Storbritannien. Aikman m.fl. (2018) karakteriserar de första efterkrigsdecennierna fram till början av 1980-talet som "the last great era of central bank experimentation with ... macroprudential instruments". Till de verktyg som användes hörde lånetak (*credit ceilings*), investeringskrav (*purchase regulations*), *special deposits* och "korsetten" (ett sorts reservkrav). Regleringarna sågs delvis som substitut för en marknadskonform penningpolitik inriktad på att styra penningmängd och räntenivå. I Radclifferrapportens anda tänkte sig politikerna i Storbritannien, liksom i Sverige, att man kunde använda kreditregleringar till att finkalibrera penningpolitiken i syfte att åstadkomma ett önskat makroekonomiskt utfall.<sup>11</sup> Aikman m.fl. (2018) finner dock att politiken inte var särskilt framgångsrik i det avseendet. Skärpta regleringar begränsade förvisso bankutlåningen, men effekterna på konjunkturutvecklingen verkar ha varit små. Samtidigt tycks ändringar av styrräntan ha haft förväntade effekter på efterfrågan och inflation.

Bilden av ett genomreglerat banksystem kom att kompliceras efter att Bretton Woods-systemet brutit samman i början på 1970-talet, och Sverige liksom andra länder började föra en självständig växelkurspolitik med en fast paritet avbruten av återkommande devalveringar. Samtidigt utvecklades det finansiella systemet med alltmer aktiva och internationellt integrerade värdepappersmarknader. Följden blev att pressen på det gamla regleringssystemet ökade, och 1985 avskaffades både lånetak och likviditetskvoter. Med facit i hand kan man konstatera att avregleringens konsekvenser för den finansiella stabiliteten inte insågs fullt ut. Nu blev bankerna för första gången på ett halvt sekel fria att konkurrera på marknaden för utlåning med resultat att hushållens och företagens skulder ökade rekordsnabbt. Avregleringen skapade också utrymme för finansbolag och andra nya marknadsaktörer som finansierade egen, ofta riskfylld, utlåning med upplåning på en expanderande penningmarknad. Samtidigt satte en snabb efterfrågedriven inflation press på den fasta växelkursen och tvingade Riksbanken att från tid till annan höja den korta räntan för att stoppa utflödet av valuta. Med stigande

---

<sup>11</sup> Committee on the Working of the Monetary System (1959).

räntor och fallande tillgångspriser omkring 1990 ökade kreditförlusterna i ett första skede hos vissa finansbolag samtidigt som deras finansieringsmöjligheter torkade ut. I slutändan spred sig kreditförlusterna till hela banksystemet. Inom kort var så gott som samtliga banker insolventa, och 1992 fick staten träda in med garantier och övertagande av de svagaste bankerna.<sup>12</sup>

Med den svenska bankkrisen, och liknande kriser i våra nordiska grannländer och på annat håll, aktualiserades ett antal nygamla lärdomar. Snabbt växande skulder i den privata sektorn är ett orostecken, särskilt om ökningen utlösts av störningar på utbudssidan, i detta fall snabbt avvecklade regleringar. Kriser startar ofta bland nya marknadsaktörer utanför bankerna. Bankerna behöver vara väl kapitaliserade för att kunna bära kreditförluster. I en kris-situation tenderar alla banker att dras med, inte minst därför att likviditeten sätts på prov och marknaderna för kort finansiering upphör att fungera.

Den svenska bankkrisen kan på flera sätt ses som en prototyp för den kris som startade i USA och spred sig till en global finanskris 2007–08. Återigen var bakgrunden snabbt växande skulder drivna av utbudet av krediter, framför allt till följd av nya former för bostadsfinansiering när bostadslån paketerades i en ny sorts värdepapper som omsattes på en likvid marknad utanför bankerna. Detta medförde att kreditprövningen luckrades upp med ökade lånemöjligheter för mindre kreditvärldiga kunder. Även i den amerikanska krisen spelade nya marknadsaktörer utanför banksektorn en nyckelroll. Och återigen upphörde marknaden för kort finansiering att fungera, och många banker visade sig då ha alltför lite kapital för att motstå påfrestningarna.

De återkommande bankkriserna har aktualiserat behovet av regleringar för att stärka systemets stabilitet. Ett globalt regelverk har utvecklats inom ramen för de så kallade Basel-förhandlingarna som startade redan på 1970-talet som svar på en tysk bankkonkurs. Den första överenskommelsen från 1988 betonade krav på kapital för att täcka kreditrisker, medan senare överenskommelser har breddat perspektivet och inkluderat likviditet och andra risker. Mer om framväxten av bankregleringarna i kapitel 7.

Den globala finanskrisen 2007–2008 kom också att medföra att den penningpolitiska diskussionen, och i någon mån praktiken, kom

---

<sup>12</sup> Se Englund (2015) för en genomgång av den svenska bankkrisen.



att ta större hänsyn till den finansiella stabiliteten. Krisen hade föregåtts av en lång högkonjunktur med låga räntor, låg inflation, ökande tillgångspriser och växande skulder, *the great moderation*. I bakspiegeln såg nu många krisen som ett resultat av en alltför slapp penningpolitik. När hushållens skulder fortsatte att öka i Sverige och andra länder även efter krisen kunde det därför ligga nära till hands att söka ”luta sig mot vinden” genom att hålla styrräntan på en högre nivå än vad som var motiverat av Riksbankens uppdrag att stabilisera inflation och konjunkturutveckling. När den akuta finanskrisen var överstånden 2010 höjde således Riksbanken styrräntan i omgångar från 0,25 procent i juni 2010 till 2 procent i november 2011 trots att inflationen låg under målet på 2 procent, delvis i syfte att hålla tillbaka skuldutvecklingen. När sedan ansvaret för makrotillsynen tilldelades Finansinspektionen 2013 har penningpolitiken åter mer entydigt kommit att styras av inflationsmålet. Vi återkommer till en diskussion om kopplingen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet i kapitel 10.

Genom åren har således de flesta länder gått igenom finansiella kriser. I en serie arbeten har Schularick och Taylor med kollegor satt samman en historisk databas för 17 utvecklade länder från 1870 fram till den globala finanskrisen 2008 med datering av såväl finanskriser som normala recessioner.<sup>13</sup> Som framgår av tabell 2.1 är frekvensen av år då en finanskris brutit ut 4 procent att jämföra med 11 procent för en vanlig recession. Kriser var särskilt frekventa under perioderna före världskrigen. Därefter förekom inga kriser alls under de första efterkrigsdecennierna för att sedan komma tillbaka under senare decennier.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Här är en kris definierad som en händelse där “a country’s banking sector experiences bank runs, sharp increases in default rates accompanied by large losses of capital that result in public intervention, bankruptcy, or the forced merger of major financial institutions” (Jordà, Schularick och Taylor, 2011, table 2).

<sup>14</sup> För Sverige är åren då kriser bröt ut 1878, 1907, 1922, 1931, 1991 och 2008.

**Tabell 2.1 Andel år då recession och finanskris startat**

Procent

	1870–1913	1919–1938	1946–1972	1973–2008	Hela perioden
Normal recession	17	10	6	9	11
Finanskris	6	5	0	3	4
Alla	23	15	6	12	15

Anm.: Tabellen är baserad på alla år under perioden 1870–2008 utom de båda världskrigen och anger procentandelen observationer (länder och år) då en recession och/eller en finanskris startat.

Källa: Sufi och Taylor (2022) tab. 2.

Skärpta regleringar till trots har frekvensen av bankkriser inte minskat på senare år. I en studie omfattande 165 länder identifierar Laeven och Valencia (2020) 151 bankkrisepisoder mellan 1970 och 2017. Kriser har ofta kommit i vågor med en gemensam utlösande faktor, som till exempel kriserna i Latinamerika i början på 1980-talet eller den globala finanskrisen 2007–2008. I andra fall har kriserna drivits av specifika nationella faktorer, såsom i USA på 1980-talet, där orsaken var en otidsenlig reglering av de amerikanska sparbankerna, och i de nordiska länderna i början av 1990-talet, där en utlösande faktor var avregleringen av ländernas kreditmarknader. Andra perioder har varit i stort sett fria från systemkriser såsom början av 2000-talet och decenniet efter den globala finanskrisen.

Kriser är kostsamma. Baserat på den långa historiska databasen visar Sufi och Taylor (2022) att effekterna på BNP tenderar att vara långvariga. Ännu sex år efter att en kris brutit ut ligger BNP-nivån i genomsnitt 5,7 procent under en trend beräknad från utvecklingen före krisen. Jämfört med utvecklingen efter en normal recession är skillnaden 4,2 procent.<sup>15</sup> I den bredare databasen för efterkrigstiden beräknar Laeven och Valencia (2020) BNP-förlusten som den kumulativa avvikelser från trend under en fyraårsperiod räknat från det första krisåret.<sup>16</sup> Medianvärdet på BNP-bortfallet är då så stort som 35,0 procent bland rika och 13,8 procent bland fattigare länder. Det är intressant att rikare länder tenderar att drabbas så mycket hårdare. Samtidigt är den direkta effekten på banksystemet räknat i nödlidande lån väsentligt lägre i gruppen av rika länder. Här är medianvärdet för andelen nödlidande lån 6,0 procent jämfört med 14,5 procent bland mindre utvecklade länder. En tolkning av denna

<sup>15</sup> Sufi och Taylor (2022), tabell 1, panel a och c.

<sup>16</sup> Laeven och Valencia (2020), fig. 13.

skillnad är att det finansiella systemet spelar en så mycket viktigare roll i rika länder och att en kris därför får allvarigare spridningseffekter där.

En annan konsekvens av bankkriser är att den offentliga sektorns finanser försvagas, både genom bortfall av skatteunderlag och genom direkt krisstöd i olika former. Laeven och Valencia (2020) följer utvecklingen av statsskulden över fyra år omkring krisåret och finner att medianen för skuldökningen som andel av BNP var 21 procentenheter för gruppen av rika länder och 16 procentenheter för fattigare länder.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Laeven och Valencia (2020), figur 9.

### 3 Finansiella marknadens roll och funktion

Väl fungerande finansiella marknader fyller en central roll i ekonomin. Tillgång till krediter och annan finansiering krävs för näringslivets och hushållens *investeringar*. Ett typiskt investeringsprojekt har negativa kassaflöden under början av dess livstid, vilka normalt inte kan finansieras helt och hållet med eget kapital. Krediter behövs också för att omfördela hushållens *konsumtion* över livscykel. Flertalet individer går ut i vuxenlivet med begränsade tillgångar och låga men gradvis ökande inkomster. För de flesta lutar inkomstprofilen uppåt över de yrkesverksamma åren och årsinkomsten är till en början lägre än genomsnittet över livet (den permanenta inkomsten), som bestämmer önskad konsumtionsnivå. En stor del av konsumtionen kommer också i form av avkastning från kapitaltillgångar, inte minst bostäder, investeringar som behöver göras tidigt i livet. För att åstadkomma en konsumtions- och investeringsprofil inom ramarna för individens samlade resurser över livet krävs väl fungerande kreditmarknader som gör det möjligt att låna till konsumtion och investeringar. Hushållens finansiella sparande är typiskt sett negativt tidigt i livet för att efterhand bli positivt när pensioneringen närmar sig. Samtidigt är beslut om sparande och investeringar, som ofta får konsekvenser långt in i en osäker framtid, förknippade med osäkerhet. Investeringskalkyler bygger på osäkra bedömningar av framtida efterfrågan, och hushållen känner inte sina framtida inkomster och konsumtionsbehov. Det behövs därför möjligheter att *sprida och omfördela risker* så att lönsamma beslut om investeringar inte hämmas i onödan. Även här spelar väl fungerande finansiella marknader en viktig roll.

### 3.1 Kreditgivning till hushåll

Hushåll behöver således tillgång till kreditmarknader för att jämna ut skillnader mellan inkomster och utgifter och hantera risker. Medan konsumtionsbehoven är relativt konstanta, varierar inkomsterna enligt ett för de flesta gemensamt mönster. Unga vill konsumera mer än de tjänar, yrkesaktiva medelålders har större inkomster än de spenderar och för pensionärer gäller det omvända. Unga behöver dessutom investera i utbildning, bostad, bil och olika konsumentkapitalvaror. Unga lånar, medelålders sparar och ackumulerar kapital, och äldre tär på kapitalet under pensionsåren.<sup>18</sup>

Om möjligheterna att låna är goda, och hushållen är rationella och framåtblickande, kommer konsumtionen ett visst år främst att bero på de samlade förväntade inkomsterna under återstoden av livet och endast till mindre del på inkomsterna ett enstaka år. En tillfällig inkomstökning får liten effekt på den önskade konsumtionen samma år. Annorlunda uttryckt är den marginella konsumtionsbenägenheten nära noll, åtminstone i en idealiserad värld med perfekt fungerande kreditmarknader. Effekten av en tillfällig störning på konsumtionen sprids då ut över många år och påverkar i stället sparande och skuldsättning. Annorlunda skulle det förhålla sig om lånemöjligheter saknades och allt sparande var placerat i illikvida tillgångar som pensionssparande och den egna bostaden. I ett extremfall skulle ett tillfälligt inkomstbortfall slå fullt ut på konsumtionen innevarande år; den marginella konsumtionsbenägenheten skulle vara ett. Individen skulle leva "ur hand i mun".

Verkligheten är varken svart eller vit. Den marginella konsumtionsbenägenheten är sällan vare sig noll eller ett. De flesta hushåll har åtminstone några tillgångar som kan utnyttjas för att dämpa den omedelbara effekten på konsumtionen. Medel på bankkonton är fritt tillgängliga och många finansiella tillgångar kan enkelt säljas, medan sparande i andra tillgångar, såsom bostäder, endast kan frigöras till priset av stora transaktionskostnader. Många har också outnyttjade lånemöjligheter, åtminstone i form av avbetalningsköp och lån utanför den reguljära kreditmarknaden, dock normalt till högre ränta. Beroende på tillgång till finansiering kan man därför tänka sig ett helt spektrum av marginella konsumtionsbenägenheter från nära

---

<sup>18</sup> Se Almenberg m.fl. (2021) för en diskussion om sambanden mellan hushållens skulder och finansiell stabilitet.

noll till ett. Ju större andel av hushållen som är mer eller mindre kreditbegränsade, desto större är den genomsnittliga marginella konsumtionsbenägenheten och därmed effekten på den aggregerade efterfrågan på varor och tjänster, och desto känsligare är makroekonomin för störningar.

Vissa kreditbegränsningar uppstår naturligt även på en fri marknad. Framtiden är osäker och individen vet mer om sina egna framtida inkomstutsikter och konsumtionsbehov än hen alltid kan övertyga banken om. Det finns ett trovärdighetsproblem mellan bank och kund, och banken kan vilja ha säkerhetsmarginaler för den händelse att låntagaren inte skulle kunna eller vilja göra rätt för sig. Banken kan också begära säkerhet i form av in-teckning i fastighet eller dylikt. Benägenheten att ge lån utan säkerhet (blancolån) är mer begränsad och sådana lån är därför dyrare. Innebörden av detta är att det även på helt oreglerade kreditmarknader kommer att finnas en viss andel kreditbegränsade individer med hög marginell konsumtionsbenägenhet. Hur många de är beror framför allt på hur många som har tillgång till likvida tillgångar genom arv eller eget sparande. Ju fler som är kreditbegränsade desto större är den genomsnittliga marginella konsumtionsbenägenheten och desto känsligare är den aggregerade efterfrågan i ekonomin för störningar, till exempel i form av ökad arbetslöshet. Det finns inget enkelt samband mellan inkomstnivå och graden av likviditetsbegränsning. Många i grunden ekonomiskt starka hushåll kan vara strängt begränsade därför att deras förmögenhet är bunden i humankapital och fast egendom.<sup>19</sup>

Till bilden hör också att beslut att investera i bostäder och andra konsumentkapitalvaror låser individens konsumtionsmönster och minskar flexibiliteten vid olika störningar. Eftersom kostnaden att sälja en ägd bostad och flytta är stor, tenderar störningar, exempelvis i form av arbetslöshet eller stigande räntor, att få desto större effekt på den löpande konsumtionen. De kvar-att-leva-på-kalkyler (KALP) som bankerna gör innan de beviljar lån syftar till att skydda såväl banker som låntagare genom att se till att de senare klarar att sköta sina lånebetalningar även vid stora påfrestningar på den egna ekonomin. KALP-kalkylerna bygger dock på att låntagaren drar ned sina konsumtionsutgifter till ett minimum om så skulle behövas.

---

<sup>19</sup> Se Kaplan och Violante (2022) för en översikt över forskningen om aggregerad marginell konsumtionsbenägenhet i modeller med heterogena agenter.

Att många hushåll i praktiken är kreditbegränsade, eller hänvisade till dyra blancolån, innebär att de har små marginaler och att oförutsedda händelser slår direkt på konsumtionen. Till skillnad från företag kan hushåll normalt inte komma ifrån sina ekonomiska förpliktelser genom att gå i konkurs och ställa in betalningarna (i alla fall inte utan att få sin framtida ekonomiska rörelsefrihet starkt kringskuren). Viktiga för hushållens respons på störningar är också effekterna på bostadsmarknaden. En störning som påverkar inkomsterna för många hushåll samtidigt kommer att slå på efterfrågan och priser på bostäder. En negativ störning kommer därigenom att minska bostadsägarnas egna kapital och på så sätt skärpa deras kreditbegränsningar och därigenom riskera att leda till ytterligare lägre bostadspriser. Om prisfallet är tillräckligt stort kan det helt radera ut det egna kapitalet för högbelånade husägare. Samtidigt kommer lägre bostadspriser att lätta på kreditrestriktionerna för förstagångsköpare.

Eftersom kreditbegränsade hushåll reagerar på en störning genom att dra ned sin konsumtion kommer en allmän störning till ekonomin som drabbar många hushåll samtidigt, t ex. allmänt ökad arbetslöshet, att påverka den aggregerade efterfrågan och därigenom förstärkas om de inte möts med effektiva stabiliseringspolitiska åtgärder. Samtidigt kommer högt skuldsatta och kreditbegränsade hushåll att vara särskilt känsliga för ränteändringar och bidra till att göra penningpolitiken mera kraftfull.

### 3.2 Finansiering av företag

Ett företag som söker finansiering möter i princip samma typ av informations- och trovärdighetsproblem som en individ. Det finns dock åtminstone tre viktiga skillnader mellan hushåll och företag. För det första är informationsproblemen av en helt annan art. Att bedöma bärkraften i en företagares affärsidéer och företagets betalningsförmåga är mer komplext än att bedöma prisutvecklingen på ett småhus och en löntagares framtida inkomster. För det andra har åtminstone större företag tillgång till ett bredare spektrum av olika former av finansiering, inklusive aktiekapital och obligationer och andra värdepapper som emitteras direkt på marknaden. Större företag är således inte lika starkt beroende av banker som hushåll,

även om bankerna kan visa sig vara deras sista livlina i en kris-situation. För det tredje kan företag gå i konkurs, vilket inte är ett realistiskt alternativ för individer. Sammantaget innebär detta att risken för kreditförluster normalt är mycket större på lån till företag än på lån till hushåll. Kreditrisken för banken beror också på låntagarens ställning på finansieringsmarknaden utanför bankerna. Ett företag med problem kan lätt förlora sin tillgång till marknadsfinansiering, vilket ökar kreditrisken för banken. Likaså kan allmänna problem på finansieringsmarknaderna i form av ökade risk-premier och minskad likviditet lätt sprida sig till bankerna.

Av dessa skäl är det inte förvånande att kreditförlusterna på företagslån normalt är mycket högre än förlusterna på lån till hushållen, inte minst i en finansiell kris.<sup>20</sup> Under den svenska 1990-talskrisen gjorde bankerna mycket stora kreditförluster på utlåning till företag, medan förlusterna på lån till hushållen var försumbara.

Kreditmarknader är inte bara en källa till instabilitet. En omfattande empirisk litteratur visar tvärtom på ett starkt och stabilt positivt samband mellan olika mått på finansiell utveckling och BNP per capita, åtminstone för BNP upp till en viss nivå. Länder med bredare och djupare kreditmarknader tenderar att vara rikare. Det kan visserligen också vara så att ekonomisk utveckling genererar en efterfrågan på sofistikerade finansmarknader, och att kausaliteten därför delvis går i motsatt riktning. Evidensen är ändå övertygande att väl utvecklade finansiella system där den privata sektorn har stora balansräkningar verkligen är en viktig förklaringsfaktor till ekonomisk utveckling. I en inflytelserik studie analyserade King och Levine (1993) ett tvärsnitt av länder under perioden 1960–1990. De fann att företagens skuldsättning som andel av BNP vid periodens början hade en starkt positiv och signifikant effekt på den ekonomiska utvecklingen under kommande tre decennier antingen mätt som real BNP-tillväxt, kapitaltillväxt eller produktivitetstillväxt. Senare forskning har i huvudsak bekräftat detta mönster även med hänsyn tagen till att det också kan finnas orsakssamband i motsatt riktning från tillväxt till efterfrågan på krediter.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Det kan synas som om erfarenheterna från USA under den globala finanskrisen motsäger detta påstående. Där gjorde ju banker och andra finansinstitut stora förluster på bostadslån till hushåll. Skillnaden är dock att en amerikansk låntagare kan bli fri från sina förpliktelser mot banken genom att låta banken överta panten, medan motsvarande inte gäller i Sverige där banken har så kallad regressrätt.

<sup>21</sup> Se exempelvis Levine (2005, 2021) och Arestis m.fl., (2015).



Ett annat exempel på betydelsen av väl fungerande finansmarknader kommer från den svaga produktivitetstillväxten under decenniet efter den globala finanskrisen. Enligt Duval m.fl. (2020) tycks finansiella friktioner ha bidragit till nedgången i tillväxt. Baserat på en databas med uppgifter om enskilda företag i ett antal länder finner de att den negativa produktivitetseffekten var särskilt stor för företag med en svag balansräkning före krisen och för företag i länder där kreditvillkoren (mätta med CDS-spreadar<sup>22</sup>) försämrades särskilt mycket under krishösten 2008. De finner också att finansiellt svaga företag drog ned särskilt mycket på FoU och andra immateriella investeringar.

Dessa empiriska mönster avser främst utlåning till företagen, medan motsvarande evidens om samband mellan utlåning till hushållen och tillväxt tycks saknas. En tolkning av denna skillnad är att utlåning till hushållen har effekter i en annan dimension, eftersom den framför allt syftar till att påverka konsumtionsprofilen över tiden.

### 3.3 Ett sårbart banksystem

För ekonomin som helhet måste sparande och investeringar balansera. Att föra samman spararnas utbud och investerarnas efterfrågan på medel är ingen trivial uppgift. Såväl hushållens framtida inkomster som avkastningen på näringslivet's investeringar är förknippade med stor osäkerhet, och kännedom om framtiden är ojämnt fördelad mellan långivare och låntagare. Den som vill låna pengar har i allmänhet bättre information om den egna ekonomin än den potentielle långivaren. Avkastningen på en investering och förmågan att betala på ett lån hänger också samman med de framtida beslut som låntagaren kommer att ta under lånets livstid. Den som ska låna ut pengar behöver både göra en grundlig kreditbedömning innan ett lån beviljas och löpande följa låntagarens betalningsförmåga under lånets livstid. Möjligheten att få låna beror också på låntagarens förmåga att ställa säkerhet. Genom att ta, exempelvis, en fastighet som pant för ett lån kan banken försäkra sig om att få tillbaka åtminstone värdet av säkerheten (efter försäljningsom-

---

<sup>22</sup> *Credit default swaps* (CDS) är swapavtal där säljaren mot en löpande räntebetalning kompenserar köparen i händelse av kreditförlust.

kostnader) för den händelse att låntagaren inte skulle fullgöra sina förpliktelser enligt lånekontraktet.

Av dessa skäl behövs det specialiserade företag – banker och andra finansiella intermediärer – som gör kreditbedömningar, fattar lånebeslut, bestämmer lånevillkor och hanterar lånen under deras livstid. Banker finansierar sin utlåning huvudsakligen med en kombination av insättning från allmänheten och emission av obligationer och andra handlade värdepapper. Andelen eget kapital är normalt liten. Typiskt sett råder det också obalans mellan karaktären på bankernas tillgångar och deras skulder. Skulderna är i allmänhet kortfristiga medan utlåningen är mer långfristig. Denna obalans beror, å ena sidan, på att hushållen i allmänhet liksom företag med kassaöverskott vill ha sina sparmedel mer eller mindre fritt och omedelbart tillgängliga (likvida) för att kunna användas till konsumtion och att möta tillfälliga behov. Bankinlåning brukar ju inkluderas i det som i dagligt tal kallas pengar. Flertalet investeringsprojekt, å andra sidan, är mer långsiktiga och kan inte avbrytas i förtid utan stora kostnader. Bankerna fyller här en viktig funktion genom att möjliggöra en sådan *löptidsomvandling*, där näringslivets behov av lång finansiering och hushållens behov av likviditet samtidigt kan tillgodoses.

Banker är således företag som (i) är specialiserade på kreditbedömning och övervakning, (ii) har en liten andel eget kapital, (iii) har en balansräkning som är obalanserad mellan en illikvid och långsiktig tillgångssida och en fullt likvid skuldsida, (iv) finansierar sig i stor utsträckning genom dagslån och annan kort upplåning från andra banker och (v) till övervägande del lånar ut mot säkerhet i fastigheter och andra mer eller mindre illikvida tillgångar.

Dessa egenskaper gör banksystemet sårbart. Kombinationen av (ii) och (iii) gör banker särskilt känsliga. Mer eller mindre välgrundad information om, exempelvis, onormalt stora kreditförluster i en viss bank riskerar att leda till en flod av uttag från fullt likvida sparkonton. Även måttliga uttag riskerar att försämra bankens balansräkning och tvinga banken att avveckla lån i förtid och sälja panter, vilket ytterligare pressar ned tillgångsvärden och därigenom försämrar bankens ställning, något som i sin tur kan leda till ytterligare uttag. Som visats formellt i Nobelbelönad forskning av Diamond och Dybvig (1983) kan även helt ogrundade rykten starta en uttagsanstormning (*bank run*), vilken kan leda till att en i grunden

solid bank hamnar på obestånd. Stabilitetsproblemet är inte begränsat till en enskild bank. Eftersom banker ofta har likartade affärsmodeller och delvis finansierar varandra via dagslånemarknaden (iv) är det stor risk att rykten smittar av sig från bank till bank. I en krissituation är det ofta svårt att identifiera vilka banker som är mest illa ute. Stabilitetsproblemet avser således hela banksystemet. Problem i en bank kan också sprida sig om banken försöker rädda sig genom att avveckla lån och sälja fastigheter och andra säkerheter (v), eftersom detta pressar ned priserna på fastigheter och andra tillgångar i hela ekonomin.

En åtgärd för att göra banker mer stabila är att staten på ett eller annat sätt ser till att insättarnas medel är garanterade, även om en bank skulle hamna på obestånd. Numera har de allra flesta länder någon form av insättningsgaranti, ofta som i Sverige uppbackad av en fond finansierad av bankerna. Insättningsgarantin är normalt begränsad till ett viss högsta belopp per insättare. Den aktuella bankkrisen i USA, där Silicon Valley Bank till stor del var finansierad av oförsäkrade insättningar från ett fåtal stora företag, illustrerar hur snabbt en bankpanik kan sprida sig, särskilt i en digitaliserad värld. Den illustrerar också att även oförsäkrade insättningar i praktiken ofta kommer att bli garanterade av staten i slutändan. Insättningsgarantin är en grundläggande del av den finansiella infrastrukturen.

Medan det kan vara önskvärt att skydda insättarna är det samtidigt viktigt att övriga finansiärer är exponerade vid en kris och har incitament att inte ta för stora risker. Historiskt har ofta bankernas aktieägare och än oftare övriga finansiärer gått mer eller mindre skadelösa när krisande banker har räddats med skattemedel. Sedan 2016 finns ett nytt regelverk där staten, i Sverige genom Riksgälden, kan försätta systemviktiga banker som riskerar att falla i s.k. resolution. Genom krav på att eget kapital och nedskrivningsbara skulder (MREL) ska uppgå till ett visst minsta belopp syftar regleringen till att garantera att bankernas aktie- och fordringsägare får stå för kostnaderna för krishanteringen. Detta minskar incitamenten för aktieägare och långivare att finansiera banker som tar hög risk.

### 3.4 Sårbara finansiella marknader

Medan banker har en helt dominerande roll för hushållens belåning, sker en stor del av företagens (liksom bankernas) finansiering utanför banksystemet på anonyma marknader för obligationer och andra värdepapper. Dessa marknadsplatser är en viktig del av den finansiella infrastrukturen med stor betydelse för den finansiella stabiliteten. Här kopplas alltså sparare och låntagare ihop direkt, i stort sett utan någon synlig mellanhand. För hushållens sparande, utöver rena transaktionskassor, har fonder med innehav av marknadspapper fördelen att erbjuda ett större spektrum av löptider och riskprofiler. För företag kan marknadsupplåning ofta vara billigare än banklån, särskilt för stora företag med god soliditet och resurser att kommunicera sin ekonomiska ställning på ett trovärdigt sätt. Marknader kan också fungera disciplinerande på företag genom den direkta kopplingen mellan obligationsränta och marknadens bedömning av kreditrisk. Det är en viktig uppgift att se till att penning- och obligationsmarknader fungerar väl. Den behandlas dock inte närmare i denna rapport.

Marknader är bara attraktiva finansieringskällor om de är någorlunda likvida. För företagen är det viktigt att primärmarknaden är likvid så att det går att finansiera investeringar genom att emittera nya obligationer. För spararna är det också viktigt att sekundärmarknaden fungerar så att de snabbt kan sälja fondandelar om det skulle behövas för konsumtionsändamål. Sparare kräver normalt högre avkastning om marknaden inte är likvid, vilket gör det dyrare för företagen att emittera obligationer. Vad som bestämmer likviditeten är en komplicerad fråga. Generellt gäller att statsobligationer och andra standardiserade papper med låg kreditrisk är mest likvida, medan likviditeten för företagsobligationer med högre kreditrisk är mindre likvida. Detta gäller särskilt i en krissituation när många värdepapper blir svårare att värdera.<sup>23</sup>

Många företag finansierar sig både i bank och på värdepappersmarknader. Generellt borde detta vara en fördel, eftersom utvecklingen på de båda marknaderna inte behöver hänga nära samman med

<sup>23</sup> Problem med likviditeten uppstod senast i Sverige under pandemin vintern 2020. Då gjordes så stora uttag ur vissa svenska räntefonder att fondförvaltarna tvingades sälja obligationer i sådan omfattning att priserna föll och likviditeten försvann i vissa papper. Fonderna tvingades stänga temporärt för uttag, vilket innebar att likviditeten för spararna tillfälligt försvann. För en diskussion om obligationsmarknaden och den finansiella stabiliteten, se Becker m.fl. (2020).

varandra. Forskning för länder med välutvecklade värdepappersmarknader, framför allt USA, tyder på att utbudet av krediter på kapitalmarknaden är mer stabilt än utbudet av banklån. Motsvarande mönster tycks dock inte gälla på den svenska kapitalmarknaden, åtminstone inte för lån i kronor.<sup>24</sup> Om likviditeten i marknaden försämras och det blir svårt att emittera nya obligationer ligger det nära till hands för företagen att söka öka andelen bankfinansiering. Bankerna kan då hamna i en tvångssituation, om de behöver ta på sig att finansiera företag med tveksam kreditvärdighet för att skydda sin egen utlåning. En sådan överflyttning från marknad till bank har spelat en viktig roll i många finanskriser, exempelvis den svenska 1990-talskrisen där marknaden för sk marknadsbevis plötsligt upphörde att fungera sedan ett finansbolag ställt in betalningarna. Ett aktuellt exempel är de svenska fastighetsbolag som blivit alltmer beroende av obligationsmarknaden och fått det gradvis svårare att refinansiera sig när marknaden vänt ned.<sup>25</sup>

### 3.5 Kreditcykler

Kreditmarknader tenderar att utvecklas i cykler som delvis, men inte helt, är korrelerade med den allmänna konjunkturutvecklingen. Drehmann m.fl. (2012) har dokumenterat att olika mått relaterade till kreditmarknaden såsom ökningen av den privata sektorns skuldsättning tenderar att vara starkt korrelerade med varandra och att röra sig cykliskt med våglängder som förefaller vara längre än den vanliga konjunkturcykeln.<sup>26</sup> En förklaring till detta mönster är den spiral som kan uppstå mellan kreditgivning och tillgångspriser, inte minst fastighetspriser. Under en uppgångsfas skapar stigande tillgångspriser utrymme för ökande skuldsättning samtidigt som större skulder driver priserna ytterligare uppåt. Ju längre uppgångsfasen pågår, med ökad skuldsättning och stigande tillgångspriser, desto känsligare blir kreditmarknaden för negativa störningar. När priserna börjar vända nedåt ligger det nära till hands för investerare att sälja tillgångar i syfte att minska den egna skuldsättningen.

---

<sup>24</sup> Se Becker m.fl. (2020).

<sup>25</sup> Se Finansinspektionen (2023b) sid. 18–21 för en aktuell diskussion av fastighetsföretagen och finansiell stabilitet.

<sup>26</sup> Studien bygger på data för perioden 1961–2011. Med en så kort dataserie går det inte att dra slutsatser om våglängder med någon större säkerhet.

Spiralen mellan stigande priser och stigande belåning vänds då i sin motsats. Resultatet av denna process kan kallas en kreditcykel, som lever ett delvis eget liv vid sidan av den vanliga konjunkturcykeln och drivs av en sorts externalitet där skuldsatta aktörer inte tar full hänsyn till de spridningseffekter som deras försök att hantera den egna finansiella situationen har på ekonomin i stort.

Sambandet mellan skulder och tillgångspriser har analyserats i olika formella teoretiska studier. Exempelvis utvecklar Lorenzoni (2008) en modell där det kan uppstå en situation med överbelåning i jämvikt, vilken är kopplad till risken för en alltför stor kontraktion med nedpressade tillgångspriser för den händelse att ekonomin skulle drabbas av en negativ störning. Modellen genererar en sorts kreditcykel, där överskuldsättning ex ante följs av underskuldsättning ex post i de lägen där ekonomin träffats av en negativ störning. Modellen ger således ett visst stöd för tanken att kreditgivning kan behöva regleras.<sup>27</sup>

Modeller som bygger på finansiella friktioner och kreditcykler kan förklara hög skuldsättning och varför högt skuldsatta ekonomier kan vara särskilt känsliga för exogena chocker. De kan således förklara djupet och längden på en konjunktturnedgång eller ekonomisk kris, men de har föga att säga om vad som bryter en uppgångsfas och eventuellt utlöser en kris.

En kompletterande ansats, som går tillbaka till Minsky (1986) och har stimulerat senare forskning, utgår från att marknadens aktörer inte är fullt rationella. På denna grund utvecklar exempelvis Greenwood m.fl. (2022) en modell där investerare extrapolerar historiska erfarenheter, något som påverkar marknadens utfall, vilket i sin tur föder tillbaka till framtidsförväntningarna. Bedömningar av kreditvärdighet påverkas av historiska kreditförluster, vilka är låga i en uppgångsfas, men tar inte full hänsyn till fundamentala faktorer. I en uppgångsfas faller riskpremierna i ekonomin vilket sänker företagets finansieringskostnader och därigenom stärker tendensen till expansion samtidigt som den kortsiktiga risken för en lönsamhets- och soliditetskris minskar. Modellen genererar därigenom förstärkta cykler, där en kris typiskt sett föregås av en period av ”lugn före stormen”.

---

<sup>27</sup> Andra modeller, exempelvis Farhi och Werning (2016), beaktar externaliteter kopplade till penningpolitikens begränsningar i form av en nedre gräns för nominalräntan. Se också Corbae and Quintin (2015), Korinek och Simsek (2016), Favilukis m.fl. (2017) och Dávila och Korinek (2017).

Vissa forskare, t.ex. Borio (2014), tillmäter kreditcykeln en central betydelse och menar att det borde vara ett viktigt mål för den finansiella stabilitetspolitiken, inklusive penning- och finanspolitik, att dämpa kreditcykeln. I denna rapport utgår jag från att den finansiella stabiliseringspolitiken och makrotillsynen har det mer begränsade målet att minska risken för en finanskris. Även från det perspektivet spelar risken för en kumulativ process mellan tillgångspriser och skulder en viktig roll.

## 4 Skulder, konjunkturer och kriser. Vad säger data?

Givet de stora realekonomiska kostnaderna för finansiella kriser är frågan om sannolikheten för och djupet i en eventuell kris kan bedömas i förväg och vilken roll den privata sektorns skulder spelar. I detta kapitel diskuterar vi de empiriska studier som försöker identifiera indikatorer på framtida kriser. Litteraturen på området är omfattande, och genomgången gör bara nedslag i några av de mest välgjorda och tongivande studierna.<sup>28</sup> Flertalet studier är baserade på makroekonomiska dataserier från utvecklade länder över olika, ofta mer än sekellånga, tidsperioder. De bygger således på förutsättningen att den underliggande ekonomiska strukturen är stabil i tid och rum. Eftersom det nästan genomgående handlar om makroekonomiska data kan också kausaliteten vara oklar. Endast ett fåtal studier utnyttjar mikrodata. Dessa behandlas i ett särskilt avsnitt.

Med dessa reservationer i åtanke söker vår genomgång belysa fyra frågor. Kan kriser förutses? Vad förklarar djupet i en kris? Vilken roll spelar den privata sektorns skuld för svaren på dessa frågor? Spelar det någon roll vad som driver en skuldökning?

### 4.1 Kan kriser förutses?

I spåren av den globala finanskrisen har den empiriska forskningen på området exploderat. En genomgående observation är att flertalet kriser har föregåtts av en ovanligt snabb kreditexpansion. I en inflytelserik studie utgår Schularick och Taylor (2012) från sin historiska databas med data från 14 industriländer för perioden 1870–2008. De följer Bordo m.fl. (2001) och Reinhart och Rogoff

---

<sup>28</sup> Se Sufi och Taylor (2022) för en aktuell översikt.



(2009) och definierar en bankkris som en situation med bankpanik och/eller omfattande statliga aktioner för att rädda banker på obestånd. Bland en bred uppsättning makroekonomiska variabler finner de att den variabel som bäst förutspår en kommande finanskris är ett antal föregående års ökning av banklån till hushåll och icke-finansiella företag. I deras databas inträffar en bankkris vart fjortionde år, dvs den obetingade sannolikheten för en kris är 2,5 procent. Om kreditillväxten under den föregående femårsperioden överstiger sitt medelvärde med en standardavvikelse fördubblas den skattade sannolikheten för en kris till 5 procent, och med en kreditillväxt två standardavvikelser över genomsnittet till nära 10 procent. Det tycks således vara kredituppbyggnaden under en relativt lång period som har störst betydelse. Det är samtidigt värt att notera att även om sambandet är statistiskt signifikant så rör det sig om relativt små sannolikheter. Långt ifrån alla perioder av stark låneexpansion följs av nedgång och kris.<sup>29</sup>

Mönstren från de långa historiska dataserierna står sig även för senare decennier. Forskning vid Bank for International Settlements (BIS) har fokuserat på skuldkvoten, den privata sektorns skuld som andel av BNP. Drehmann och Juselius (2014) analyserar data för 30 länder över en relativt kort tidsperiod, 1980–2012, och finner att skuldkvotens avvikelse från trend, det så kallade kreditgapet, är den enstaka variabel som bäst förmår predicera en finansiell kris. I ljuset av detta resultat rekommenderar BIS att kreditgapet används som indikator för att variera den kontracykliska kapitalbufferten (se kapitel 7 nedan).

En faktor som hänger nära samman med skuldsättningen är priserna på olika tillgångar, inte minst bostäder. Sambandet mellan *tillgångspriser* och risken för finansiella kriser har studerats av Jordà, Schularick, och Taylor (2016) baserat på historiska prisdata för aktier och bostäder för samma panel av utvecklade länder, som tidigare använts av Schularick och Taylor (2012). De konstruerar en indikator där en prisbubbla definieras av att tillgångspriserna ligger mer än en standardavvikelse över trend samtidigt som situationen följs av ett snabbt prisfall. De finner att förekomsten av en prisbubbla ökar sannolikheten för en framtida kris med 50 procent. Att

---

<sup>29</sup> I en annan studie på liknande data för samma långa tidsperiod får Krishnamurthy och Muir (2017) närbesläktade resultat. I deras data är den obetingade sannolikheten för en bankkris 2,8 procent, medan sannolikheten betingad på en kreditboom två år tidigare är 4,9 procent.

just kombinationen av tillgångspriser och skulder har särskilt stor betydelse ger stöd åt resonemangen om hur dessa storheter kan samspela i en kreditykel. Deras slutsats bekräftas i en studie på efterkrigsdata av Greenwood m.fl. (2022). De konstruerar en indikator på om ett land är i riskzonen för en framtida kris baserad på om ökningen av skulder och tillgångspriser under föregående tre år båda avviker påtagligt från det normala mönstret.<sup>30</sup> När skuld- och prisutvecklingen båda avviker är sannolikheten för en kris inom tre år så hög som 40 procent att jämföra med en obetingad sannolikhet på 7 procent. Resultaten är i stor sett identiska för företagens och hushållens skulder.

Vid sidan av kredittillväxt och tillgångspriser tycks indikatorer på riskaptiten i ekonomin kunna bidra till att förutse finanskriser. Krishnamurthy och Muir (2017) inkluderar ränteskillnader mellan obligationer i olika riskklasser. Det visar sig att kriser, vid sidan av snabb kredittillväxt, också tenderar att föregås av låga och fallande räntedifferenser. En tolkning är att riskfyllda företag kan finansiera sig särskilt billigt under kreditboomen före krisen, men att det straffar sig i form av stora kreditförluster när konjunkturen vänder. Frågan är dock vad som driver riskaptiten.

## 4.2 Hur djup blir krisen?

Evidensen är således stark för ett samband mellan kreditexpansion och finanskriser. Det finns också mycket forskning om den mer allmänna frågan om sambandet mellan kreditexpansion och framtida produktionsutveckling, oavsett om det inträffat en finanskris eller inte. Mian, Sufi och Verner (2020) studerar en panel av 30 utvecklade länder för perioden 1960–2012 och finner att en ökning av hushållens skuldkvot, mätt i förhållande till BNP, med en standardavvikelse (motsvarande 6,2 procentenheter) leder till en minskning av BNP med 2,1 procent över de kommande tre åren. Det förefaller alltså som att en kreditexpansion inte bara har förmåga att predicera bankkriser utan också har relevans för mer ”normala” konjunkturörelser.

---

<sup>30</sup> Avvikelsen definieras av att skuldökningen ligger i den högsta kvintilen i data samtidigt som prisökningen är i den högsta tercilen. Två separata indikatorer konstrueras, en för hushåll baserad på huspriser och en för företag baserad på aktiepriser.

Inte bara den kvantitativa kreditexpansionen, utan även andra indikatorer på finansiell stabilitet, kan bära på information om den framtida ekonomiska utvecklingen.<sup>31</sup> Hit hör olika mått på *riskaptiten* på finansmarknaderna som räntedifferenser mellan krediter med olika risk eller andelen högriskkrediter (*junk bonds*). Exempelvis finner López-Salido m.fl. (2017) att små räntedifferenser och en stor andel hög-riskfinansiering två år bakåt predicerar en nedgång under innevarande och nästa år, och enligt Kirti (2018) leder stark kredittillväxt (30 procent ökning av kvoten mellan krediter och BNP över en femårsperiod) till en minskad BNP-tillväxt de kommande tre åren med 1,1 procent per år. Om kredit-tillväxten åtföljs av en ökning av andelen hög-riskfinansiering med två standardavvikelser minskar tillväxten med ytterligare 0,8 procent per år.

Givet dessa resultat för den allmänna konjunkturutvecklingen är det inte förvånande att det också finns samband mellan olika mått på kreditexpansion och djupet i en finanskris om en sådan skulle inträffa. Jordà, Schularick och Taylor (2013) finner, i sin mer än sekellånga databas, att såväl normala recessioner som bankkriser tenderar att vara djupare om de föregåtts av en kraftig kreditexpansion. Skillnaden är betydande. En kris som föregås av en 3 procentenheter snabbare kreditexpansion medför en 3 procentenheter större nedgång i BNP per år än andra kriser. Enligt Jordà, Schularick och Taylor (2017) förstärks effekten om krisen också föregås av en prisbubbla, särskilt i bostadspriser. Även krediternas inriktning kan ha betydelse. Jordà, Schularick och Taylor (2015) använder samma historiska panel för att studera effekter av bolån och andra krediter på tillväxten i BNP efter en finanskris. De finner att en kreditexpansion tenderar att fördjupa recessionen, och effekten är starkare från bolån än andra lån. Detta gäller särskilt för perioden efter andra världskriget.

### 4.3 Goda och dåliga skulder?

Oavsett data och variabeluppsättning är det uppenbart att det är svårt att förutse en finansiell kris med god precision och att flertalet kreditexpansioner inte följs av någon kris. En fråga är vad som driver

---

<sup>31</sup> Se också diskussion och referenser i Stein (2021).

kreditökningen. Beror den på ökat utbud eller ökad efterfrågan på krediter? Rör det sig främst om krediter för konsumtion eller investeringar? Finns det goda och dåliga skulder?

I flera fall tycks impulsen till kriser ha kommit från utbudet på krediter snarare än från efterfrågan. Kreditexpansionen och de påföljande kriserna på 1980- och 90-talet föregicks i allmänhet av avregleringar på kreditmarknaderna. Den globala finanskrisen 2008 föregicks av innovationer inom amerikansk bostadsfinansiering. Den utdragna nedgången i Danmark efter den globala krisen föregicks av att amorteringsfria bostadslån blev mer allmänt tillgängliga.

Om impulsen till skuldökning kommer från efterfrågan på investeringar driven av teknologiska genombrott och nya investeringsmöjligheter skulle man vänta sig en positiv relation mellan dagens skuldsättning och framtida inkomster. Ökad produktivitet och ny teknologi skulle då leda till förväntningar om ökade framtida inkomster, vilket skulle stimulera konsumtion och skuldsättning redan idag. Om, å andra sidan, skuldsättningen drivs av ökat utbud på krediter är risken större att det finansierar överkonsumtion och investeringar med låg avkastning. Om följderna blir en ohållbar konsumtionsboom skulle den riskera att vändas i sin motsats och penningpolitiken skulle då ställas inför svåra avvägningar, särskilt om den är begränsad av närheten till en nedre räntegräns. I så fall är det sannolikt att skuldökningen skulle få negativa konsekvenser för BNP-utvecklingen.

Vissa studier tyder också på att det negativa sambandet mellan kredittillväxt och BNP framför allt gäller för lån till hushållen. Exempelvis finner Mian, Sufi och Verner (2017) på en panel av 30 länder för perioden 1960–2012 inget signifikant samband för lån till företagen. Däremot är en ökning av kvoten mellan hushållens skulder och BNP med en standardavvikelse över en treårsperiod (6 procentenheter) förknippad med en nedgång i BNP med 2 procentenheter över kommande tre år. Författarna går sedan vidare och studerar sambandet mellan hushållens skulder och räntemarginalen mellan bolån och statspapper, vilken kan ses som ett mått på balansen mellan utbud och efterfrågan på bolånemarknaden. Om det vore så att hushållens skuldökning drevs av ökad efterfrågan på lån skulle man vänta sig, på en oligopolmarknad, att räntemarginalen ökade, medan det omvända borde vara fallet om det inte skett något skift i efterfrågan. Det visar sig att kreditexpansioner typiskt sett

föregåtts av minskade marginaler, det vill säga drivits från utbudssidan.

En annan ansats är att skilja på effekter från konsumtion och investeringar med hjälp av handelsdata. I små öppna ekonomier borde överkonsumtion i första hand åtföljas av ökad import, medan ökade investeringar främst borde avspeglas i exporten. Benguria och Taylor (2020) studerar en lång historisk panel och finner att finanskriser typiskt sett följts av en nedgång i import medan exporten inte påverkats i motsvarande mån. Deras tolkning är att en snabb kreditexpansion med påföljande kris oftast avspeglar en boom i konsumtion snarare än i investeringar.<sup>32</sup>

Frågan om det går att skilja mellan goda och dåliga kreditexpansioner ställs explicit av Richter, Schularick och Wachtel (2021). Baserat på långa historiska data från 17 länder över 150 år finner de att två faktorer har betydelse: bostadsprisernas utveckling och kvoten mellan hushållens lån och bankinsättningar. Det senare måttet kan ses som en indikator på hushållens finansiella sårbarhet.

Det går inte att dra generella slutsatser från ett fåtal studier av makrodata för olika länder och tidsperioder. Genomgående tycks dock vara att kreditexpansioner kopplade till ökat kreditutbud och ökad konsumtion ofta indikerar ökad risk för finansiell instabilitet.

## 4.4 Mikroevidens

För att få bättre grepp om orsakssambanden behövs mikrodata. Flera uppsatser med data från USA, Danmark, Storbritannien och Australien har studerat hushållens konsumtion under åren omkring den globala finanskrisen; se till exempel Mian och Sufi (2010), Dynan (2012), Andersen m.fl. (2016), Bunn och Rostom (2015) och Price m.fl. (2019). Regressioner på individdata visar genomgående för dessa fyra länder att ju högre skulder ett hushåll hade före krisen, desto mer minskade konsumtionen under och efter krisen. Man skulle kunna tolka det som en effekt av ett skuldöverhäng, där högt skuldsatta hushåll hade hög marginell konsumtionsbenägenhet och genom att dra ned sin konsumtion bidrog till att fördjupa recessionen i finanskrisens spår. Den tolkningen är dock inte självklar. Som

---

<sup>32</sup> Se också Mian, Sufi och Verner (2020) som visar att en kreditexpansion typiskt sett ökar sysselsättning och pris i den skyddade sektorn av ekonomin (*non tradables*) men inte har motsvarande effekt i den konkurrensutsatta sektorn.

Svensson (2020, 2021) visat ändras slutsatserna om även skuldernas ökning åren före krisen inkluderas som en ytterligare förklaringsvariabel. Då försvinner signifikansen för skuldernas *nivå*, medan *ökningstakten* nu är signifikant. I detta avseende är således mönstren i individdata likartade med dem man funnit i makrodata.<sup>33</sup>

Det faktum att det är skuldernas ökning snarare än deras nivå som är kopplad till nedgången i konsumtion under en kris kan ges flera tolkningar. Ett trivialt konstaterande är att hushåll bl. a. lånar till stora engångsutgifter för konsumtion, exempelvis inköp av varaktiga konsumtionsvaror eller större semesterresor. I sådant fall skulle man förvänta sig en återgång till en långsiktigt hållbar konsumtionsnivå. En sådan normalisering kan dock knappast helt förklara den breda nedgång i konsumtion som inträffade under och efter krisen. En annan förklaring är att stigande huspriser – kanske i kombination med lättade kreditvillkor hos bankerna och överoptimistiska hushåll – ledde till en lånefinansierad konsumtion som visade sig ohållbar när krisen slog till. Enligt denna förklaring spelar samspelet mellan huspriser och lånemöjligheter en central roll, inte minst möjligheten att använda tilläggsån för konsumtion (*mortgage equity withdrawal*). Överskudsättningen kan också ha påverkats av institutionella förändringar. Exempelvis följde låneboomen i Danmark på avskaffandet av restriktioner mot amorteringsfria lån 2003, när det blev tillåtet att lämna amorteringsfrihet under de första tio åren av lånets löptid.<sup>34</sup>

Även andra studier visar att högt skuldsatta hushåll i allmänhet är mer känsliga för inkomststörningar. Baker (2018) utnyttjar rika registerdata för perioden 2007–2013 från en finansiell rådgivningstjänst på nätet. Databasen innehåller detaljerade uppgifter om hushållens olika tillgångar och lån, inklusive räntesatser, lånelöften och bankers kreditbedömningar (*credit scores*). Det visar sig att sambandet mellan skuldsättningsgrad och marginell konsumtionsbenägenhet är positivt. En tolkning av detta samband är att högt skuldsatta hushåll i många fall är likviditetsbegränsade därför att de har lånat nära gränsen för sin kreditvärdighet och dragit ned på sitt buffertsparande. När Baker kontrollerar för olika mått på likviditet

<sup>33</sup> För Danmark visar Bäckman och Khorunzhina (2020) att införandet av amorteringsfria lån 2003 ledde till att hushåll som valde sådana lån också ökade sin konsumtion mer än andra hushåll.

<sup>34</sup> Tre år efter reformens genomförande var hälften av alla bostadslån amorteringsfria. Se Bäckman och Lutz (2020) för en analys av reformens effekter på bostadsmarknaden.

såsom bankens kreditbedömning, högsta ränta på hushållets lån och mängden likvida finansiella tillgångar visar det sig att dessa variabler helt förklarar skillnaden i marginell konsumtionsbenägenhet mellan olika hushåll och att höga skulder i sig saknar betydelse.

Sammantaget visar även mikrodata att hög skuldsättning är korrelerad med hög känslighet för ekonomiska störningar, men de visar samtidigt att skuldernas ökningstakt snarare än deras nivå är en bättre indikator, särskilt om ökade skulder används till att finansiera ökad konsumtion. De visar också att skulden måste ses i relation till övriga poster på balansräkningen, inte minst hushållets likvida tillgångar.

## 5 Skuldutvecklingen i Sverige

Den svenska debatten om makrotillsyn och makrotillsynsregleringar efter finanskrisen har dominerats av bekymmer över skuldutvecklingen, framför allt hushållens skulder. Detta fokus har delvis sin bakgrund i den forskning som diskuterats i föregående kapitel. Den har fått särskild tyngd i den internationella politikvärlden genom forskning vid BIS som fokuserat på kvoten mellan den privata sektorns skulder och BNP, och funnit att avvikelsen i denna kvot från en långsiktig trend, det s k kreditgapet, är den bästa prediktorn för en framtida kris.<sup>35</sup> Baselkommittén och ESRB (*European Systemic Risk Board*) har därför lyft fram kreditgapet som en viktig indikator för makrotillsynen, särskilt för hanteringen av den kontracykliska kapitalbufferten.

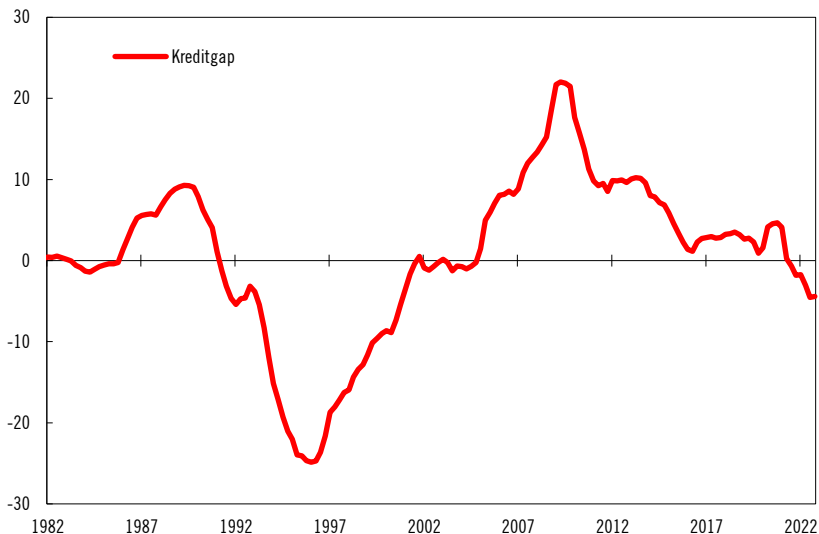
Som framgår av figur 5.1 var kreditgapet i Sverige positivt före de båda finanskriserna, såväl den svenska 90-talskrisen som den globala finanskrisen. Det var också kraftigt negativt under återhämtningen efter 90-talskrisen, medan det efter den globala finanskrisen varit fortsatt positivt. På senare år, när skuldkvoten har fortsatt att öka, men i avtagande takt, har kreditgapet gått ned mot noll.

---

<sup>35</sup> Se Drehmann och Juselius (2014).



Figur 5.1 Kreditgapet, 1980–2022, kvartalsdata

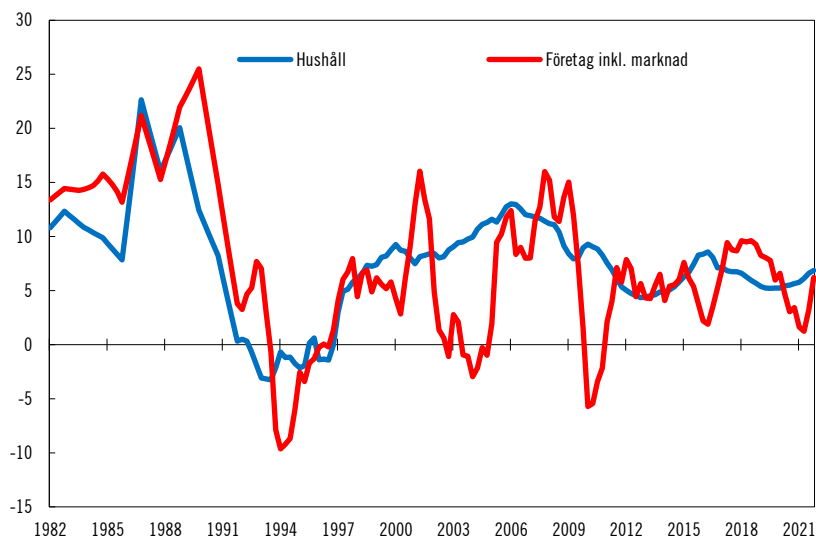


Anm.: Kreditgapet definieras som trendavvikelsen i procentenheter för den privata sektorns kreditkulder i procent av BNP.

Källa: Finansinspektionen (2023b), diagram F2.

Kreditgapet innefattar både de icke-finansiella företagens och hushållens skulder. Mycket av makrotillsynen och den svenska debatten på senare år har dock varit fokuserad på hushållens snarare än företagens skulder. Det kan bero på att hushållens skulder sedan millennieskiftet ökat snabbare än företagens skulder, särskilt under början av 00-talet; se figur 5.2. Räknat från 1995 har hushållens skulder ökat med i genomsnitt 7,2 procent per år, medan företagens skulder ökat med 5,4 procent per år under samma period. I spåren av den globala finanskrisen minskade utlåningen till företagen kraftigt under 2010, medan hushållens lån fortsatte att öka. Från 2012 har ökningstakten för hushåll och företag varit ungefär lika hög även om utlåningen till företagen fluktuerar mer från år till år.

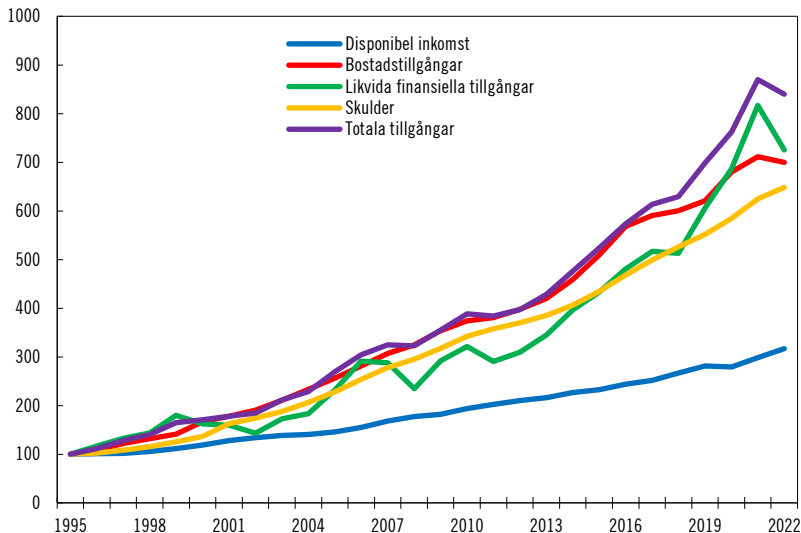
**Figur 5.2 Svenska bankers utlåning till företag och hushåll, årlig ökningstakt, procent**



Källa: Finansinspektionen (2022b), figur 18.

Den till synes snabba ökningstakten måste sättas i perspektiv av att hushållens tillgångar och inkomster också ökat. Figur 5.3 visar utvecklingen av hushållens skulder i förhållande till deras tillgångar och inkomster. Alltsedan millennieskiftet har skulderna ökat väsentligt snabbare än inkomsterna, men samtidigt har värdet på hushållens tillgångar, såväl reala som finansiella, ökat snabbare än skulderna. Sett över hela perioden föll kvoten mellan skulder och likvida finansiella tillgångar, vilka kan ses som en likviditetsbuffert, snabbt under 1990-talet från 42 procent 1995 till som lägst 27 procent 1999 för att därefter stiga till en ny topp på 35 procent 2011 följt av en nedgång till 28 procent 2022.

**Figur 5.3 Hushållens skulder, finansiella tillgångar, bostadstillgångar och disponibla inkomster 1995–2022, årsdata, index**



Anm.: Bostäder = Småhus, flerbostadshus, fritidshus och bostadsrätter.

Likvida tillgångar = Finansiella tillgångar exklusive pensionssparande och bostadsrätter.

Skulder = totala skulder.

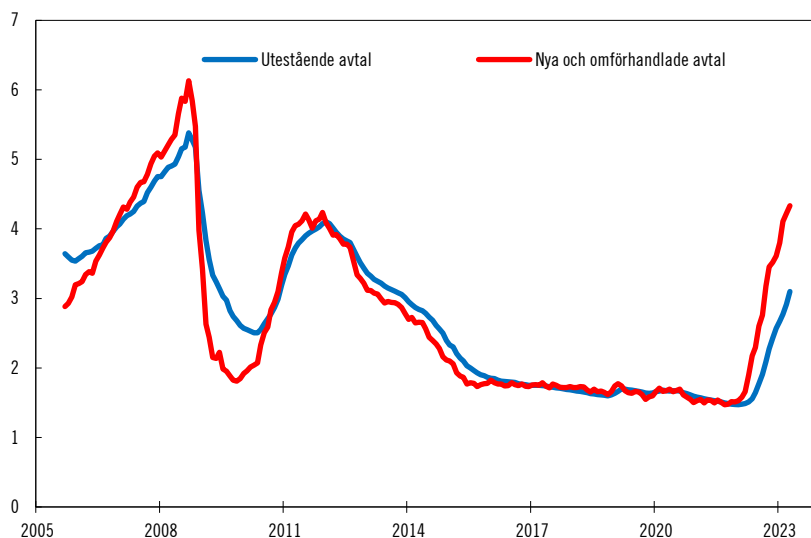
Källa: SCB, balansräkningsstatistik.

De ökande skulderna kan ses som ett resultat av bostadsprisernas utveckling. Samtidigt kan skuldökningen också vara en delförklaring till att priserna stigit. Huspriser och skulder följdes nära åt fram till finanskrisen 2008. Därefter stagnerade huspriserna under ett par år, dock utan att falla som i många andra länder, medan lånen fortsatte att öka i relativt jämn takt. Från 2010 har huspriser och lån åter följt varandra ganska nära. Sett över hela perioden från 1995 har skulderna stigit 12 procent i förhållande till småhusprisindex.

Ofta illustreras utvecklingen genom att relatera skulderna till hushållens disponibla inkomsten snarare än deras tillgångar. Skuld-kvoten i förhållande till disponibel inkomst har gått från 102 procent år 2000 till 150 procent efter finanskrisen 2010 och till 177 procent 2022. Att jämföra skulden, en tillståndsvariabel, med inkomsterna, ett årligt flöde, säger dock inte så mycket, eftersom variablerna har olika dimension. I stället är kvoten mellan räntebetalningar och inkomster, två flöden, mer relevant. Räntorna föll ju under perioden och är i själva verket en viktig förklaring till att både bostadspriser och skulder stigit. Figur 5.4 visar att bolåneräntorna föll trend-

mässigt fram till och med 2021. Därefter har snitträntan på nya kontrakt stigit från 1,5 till 4,3 procent i april 2023, samma nivå som under sommaren 2007.

**Figur 5.4** Genomsnittliga bolåneräntor, månadsdata, 2005:9 – 2023:4

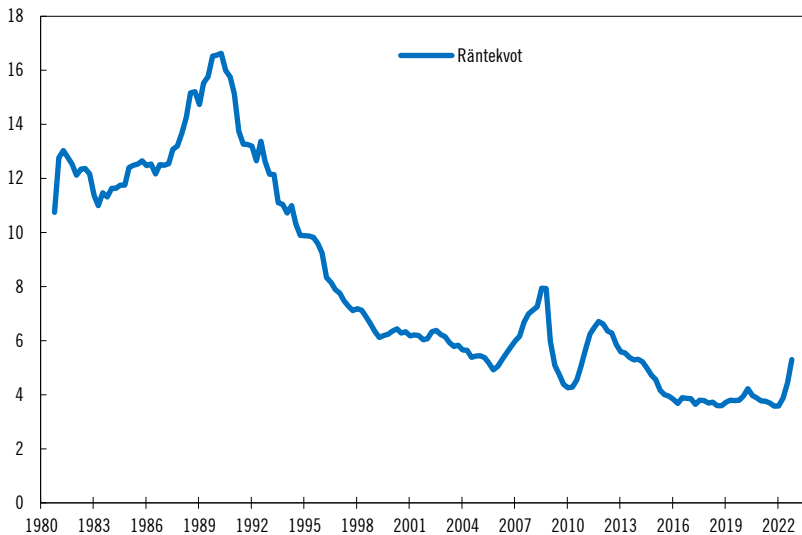


Anm.: Siffrorna avser genomsnitt över alla lån oavsett räntebindningstid.

Källa: Statistiska centralbyrån.

Att betala räntor och amorteringar är fasta åtaganden som knyter upp en del av låntagarens inkomster. Figur 5.5 visar hur räntebetalningarna utvecklats i förhållande till de disponibla inkomsterna. Från en topp på 12 procent under 1990-talskrisen sjönk andelen ned till ca 6 procent på 00-talet och bottnade omkring 4 procent från 2016. Till följd av stigande räntor under det senaste året uppgick räntekvoten till 5,3 procent sista kvartalet 2022. Sedan dess har de korta räntorna stigit ytterligare och räntekvoten är idag tillbaka på samma nivå som i början på 00-talet.

**Figur 5.5 Hushållens räntebetalningar efter skatt, procent av disponibel inkomst**



Källa: Finansinspektionen (2023b), diagram 2.

Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning, som bara omfattar nya bostadslån, har den genomsnittliga räntekvoten legat mellan 4 och 5 procent sedan 2015 för att vid det senaste mättillfället i september 2022 ha ökat till 9,8 procent. Till räntebetalningarna kommer sedan amorteringar som visserligen utgör ett sparande, men för många hushåll ett påtvingat sådant. I september 2022 var de nästan lika stora som räntebetalningarna och uppgick i genomsnitt till 8,4 procent av den disponibla inkomsten för nya bolån. Den totala skuldbetalningskvoten var således 18,2 procent av den disponibla inkomsten, varav nära hälften utgjordes av amorteringar.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Se Finansinspektionen (2023a), diagram 16.

## 6 Makrotillsynsregleringarnas roll

Vi har sett att en genomsnittlig finanskris får stora realekonomiska effekter och att den recession som följer på en finanskris är djupare än en genomsnittlig recession. Vi har också sett att snabb tillväxt av framför allt hushållens skulder i många fall har föregått finanskriser. Mot denna bakgrund och i spåren av den globala finanskrisen har nya regleringar tillkommit och makrotillsyn blivit ett etablerat begrepp. Olika makrotillsynsregleringar har kommit att användas alltmer aktivt. Borio m.fl. (2022) har satt samman en databas med makrotillsynsåtgärder från 1995 och framåt. Antalet fall där någon reglering infördes eller ändrades var mindre än ett per år och land före 2010 för att sedan öka till mer än två per år och land och till fem under pandemiåret 2020. Fram till och med 2019 var det stora flertalet åtgärder skärpningar medan mer än fyra av fem åtgärder under 2020 var lättnader.<sup>37</sup>

För att förstå hur regleringar kan tänkas påverka den finansiella stabiliteten behövs en tankeram. Med inspiration från Olivier Blanchard via Calmfors m.fl. (2022) kan man tänka på en finanskris som det oönskade slutresultatet av en process som utlösts av en störning av något slag, vilken sedan förstärkts via det finansiella systemet genom ett antal mekanismer. Uppgiften för makrotillsynsregleringarna är att dämpa dessa förstärkningsmekanismer.

En *första förstärkningsmekanism* verkar via den privata sektorns balansräkningar. Om en störning drabbar hushållens inkomster och/eller deras förmögenhet får det dels en direkt effekt på efterfrågan i ekonomin, dels en indirekt effekt genom att hushållens kreditvärdighet och möjligheter att lånefinansiera konsumtion och investeringar minskar. Hushållen måste därför antingen tära på sitt buffertsparande eller dra ned på sina utgifter. Därigenom minskar efterfrågan i ekonomin ytterligare vilket spär på nedgången i prod-

---

<sup>37</sup> Borio m.fl. (2022), graph 3 och 5.

uktion och sysselsättning. Samtidigt faller priserna på olika tillgångar än mer, vilket förstärker den initiala effekten på lånemöjligheter och bidrar till en negativ spiral mellan skuldsättning och tillgångspriser.

Hur störningskänslig den privata sektorn är beror på hur stora finansiella buffertar som hushåll och företag har i utgångsläget; ju svagare buffertar desto större risk att en störning ska drabba konsumtion och investeringar och driva på en nedgång i ekonomin. Känsligheten för störningar kan också vara särskilt stor efter en uppgångsfas i kreditlevsningscykeln med stigande skulder och priser på bostäder och andra tillgångar. Stigande tillgångspriser kan också ha påverkat förväntningarna och medfört att en del av skuldökningen använts för "överkonsumtion" i förhållande till hushållens långsiktiga resurser. Optimistiska förväntningar kan också ha påverkat riskbedömningarna och lett till minskade riskpremier med ett ökat intresse för riskfyllda placeringar som följd. I ett sådant läge kan även en begränsad negativ störning leda till en snabb svängning och få stora effekter på efterfrågan och aktivitet i ekonomin när den uppåtgående spiralen vänds i sin motsats. Penning- och finanspolitiken kan då ställas inför en svår uppgift, särskilt vid en snabb omsvängning när data kan vara svårtolkade. Visserligen bidrar höga skulder till att göra hushållen mer räntekänsliga, vilket ökar penningpolitikens verkningsgrad (den s.k. kassaflödeskanalen)<sup>38</sup>, men samtidigt kan penningpolitiken vara begränsad om styrräntan är nära sin nedre gräns eller om inflations- och sysselsättningsmål skulle stå i konflikt med varandra.

Störningskänsligheten kan också förstärkas via utvecklingen på bostadsmarknaden. En kanal är kopplad till relationen mellan skuld och fastighetsvärde i ett inlåningslån. Den har spelat en stor roll i USA där banker normalt saknar regressrätt till låntagarnas övriga tillgångar. Svenska bolån löper däremot med regressrätt, och den direkta kreditrisken för svenska banker är således begränsad, vilket styrks av erfarenheterna från 1990-talskrisen.<sup>39</sup> Risken för ett kraftigt tryck nedåt på bostadspriserna är därför mindre i Sverige än i USA. Däremot kan fallande bostadspriser skapa inlåningseffekter

---

<sup>38</sup> Se Flodén m.fl. (2021) för en empirisk studie på svenska data.

<sup>39</sup> Regressrätten skulle vara mindre värd om många låntagare ägde flera fastigheter och deras inkomster till stor del bestod av hyresinkomster. Detta kan förklara att banker i Spanien och på Irland gjorde stora förluster på sina bolån under den globala finanskrisen trots att regressrätten i dessa länder ser ut ungefär som i Sverige.

för bostadsägare med urholkat eget kapital. Dessutom innebär regressrätten att effekten på hushållens konsumtion blir större eftersom man måste fortsätta betala på lånet under alla omständigheter.<sup>40</sup>

Om stabiliseringspolitiken inte skulle vara framgångsrik kan en *andra förstärkningsmekanism* utlösas som verkar via bankernas balansräkningar, både genom kreditförluster och genom att värdet på deras tillgångar faller. Detta kommer att tära på bankernas kapital och leda till en kreditåtstramning, som föder tillbaka på konsumtion, investeringar och tillgångspriser. Styrkan i denna förstärkningsmekanism beror framför allt på hur solida bankerna är, hur mycket eget kapital de har i förhållande till sin kreditgivning. För svagt konsoliderade banker med litet eget kapital kan effekten bli kraftig.

När bankernas soliditet faller kan de också få likviditetsproblem. Då träder en *tredje förstärkningsmekanism* i funktion. Om en banks betalningsförmåga blir satt i fråga finns risken att företag och hushåll tar ut pengar från sina konton i den banken<sup>41</sup> och aktörer på penningmarknaden blir ovilliga att köpa värdepapper emitterade av banken. Tveksamhet omkring en viss bank kan också lätt smitta av sig på andra banker. I detta skede kan centralbanken behöva träda in och garantera bankernas likviditet. I förlängningen kan även bankernas långsiktiga soliditet vara hotad och staten kan i värsta fall tvingas ta kontroll över krisande banker. Detta kan i sin tur få negativa effekter på statens finanser med växande budgetunderskott och stigande riskpremier på statsobligationer som följd. Detta är den *fjärde förstärkningsmekanismen*.

Uppgiften för finansiell stabiliseringspolitik i allmänhet och makrotillsynsregleringar i synnerhet är att stärka försvaret mot den första och andra förstärkningsmekanismen och därigenom minska risken för att de tredje och fjärde mekanismerna ska aktiveras. Det handlar alltså om att se till att såväl hushåll och företag, den första mekanismen, som bankerna, den andra mekanismen, har tillräcklig motståndskraft och att de har möjlighet att utnyttja denna motståndskraft vid en allvarlig störning.

---

<sup>40</sup> Internationella organisationer, t.ex. IMF (2023), brukar uttrycka stark oro över svenska huspriser och svenska hushålls skuldsättning. Deras syn kan vara påverkad av de stora kreditförlusterna på amerikanska bostadslån under krisen 2008–2009.

<sup>41</sup> Risken för en klassisk uttagsanstormning (*bank run*) begränsas visserligen av den statliga insättningsgarantin, men den täcker bara insättningar upp till ett tak, i Sverige på 1,05 mkr per person och institut.



Om stabiliseringspolitiken och makrotillsynsregleringarna skulle visa sig otillräckliga krävs därtill effektiva åtgärder för att begränsa effekterna av den tredje och fjärde mekanismen genom beredskap för att stödja bankernas likviditet och i sista hand genom resolution eller avveckling av insolventa banker. Sådana krishanteringsfrågor ligger dock utanför ramen för denna rapport.

I de två följande kapitlen går vi igenom de olika makrotillsynsregleringar som kommit till användning i olika länder. De kan uppdelas i regleringar riktade mot banker och andra finansiella institutioner (kapitel 7) och åtgärder riktade mot bankernas låntagare (kapitel 8). Regleringen av bankerna avser dels storleken och sammansättning på deras kapital i relation till deras tillgångar, dels deras likviditet. Regleringen av låntagarna avser i praktiken bara regleringar riktade mot hushållens skulder. Företagens skulder kan i någon mån sägas regleras indirekt via riskviktningen i bankernas kapitaltäckningskrav.

# 7 Kapitalreglering av banker

Tillsyn och reglering av banker har en historia som går långt tillbaka i tiden, decennier före den globala finanskrisen. För att betalningssystemet ska fungera och hushåll och företag ska vilja anförtro sina sparmedel till bankerna måste tillgången till medlen vara fullkomligt säker. Ett traditionellt syfte med tillsynen är därför att garantera att bankernas tillgångar är tillräckligt likvida och fordringar på banker tillräckligt säkra. Även om sådan tillsyn fokuserar på den enskilda bankens ställning har den också effekter på systemets stabilitet. Otillräcklig kapitalisering eller alltför stort risktagande i en bank är inte bara problematisk för bankens egna insättare utan kan också få externa effekter på andra banker och på det finansiella systemet som helhet. Av det skälet har en mikroorienterad reglering av, t.ex., enskilda bankers kapitaltäckning också effekter på systemets stabilitet. I kölvattnet av den globala finanskrisen har man alltmer kommit att betona att tillsyn och reglering behöver ha ett tydligt systemperspektiv. Nya regleringar med ett mer uttalat makrofokus har tillkommit och makrotillsyn har blivit ett nyord i regleringsvokabulären. Ofta görs en åtskillnad mellan makrotillsynsreglering och mikroreglering av bankernas kapital. I det följande kommer ingen sådan skiljelinje att dras, utan alla regleringar av bankernas kapitaltäckning kommer att diskuteras gemensamt.

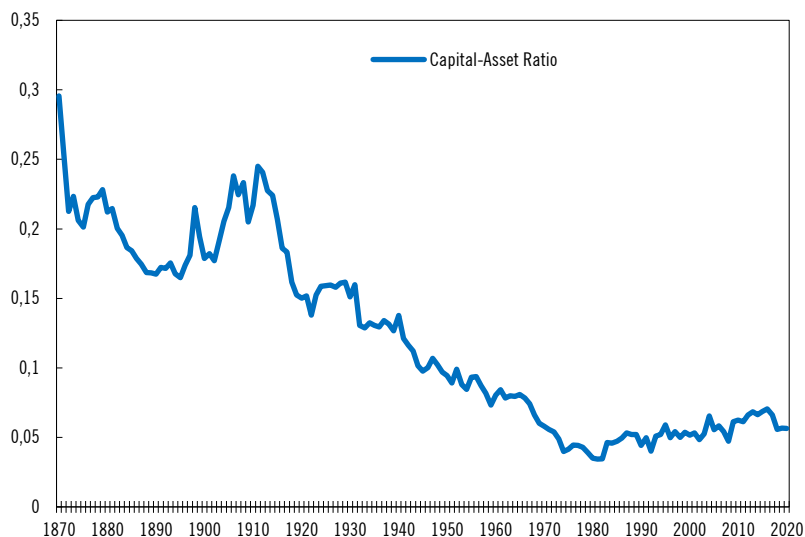
## 7.1 Bakgrund

Regleringar behövs för att begränsa olika externa effekter. För det första har bankernas ägare lärt sig av historien att de på ett eller annat sätt i slutändan kan vältra över en stor del av förlusterna i en krissituation på skattebetalarna. Bankerna har därför incitament att ta större risker och ha mindre marginaler än som är önskvärt för

ekonomin som helhet. För det andra är bankerna, särskilt i en kris-situation, nära sammanlänkade genom att de finansierar varandra. Den enskilda banken har av det skälet otillräckliga incitament att bygga upp buffertar och undvika risktagande, eftersom konsekvenserna i en kris delvis kommer att spilla över på andra aktörer.

Ett sätt att öka stabiliteten, såväl för ett enskilt institut som för det finansiella systemet som helhet, är att kräva att banker och andra finansinstitut ska ha ett visst minsta kapital för att täcka risken för kreditförluster, antingen i form av eget kapital eller efterställda skulder av något slag. Historiskt sett har bankernas soliditet (eget kapital som andel av tillgångarna) minskat trendmässigt. Som framgår av figur 7.1 var soliditeten i de svenska bankerna så hög som omkring 20 procent fram till första världskriget för att därefter falla gradvis och stabiliseras omkring 5-procentsnivån från 1970 med en svag tendens till ökning på senare år. Bakom den fallande trenden ligger sannolikt till viss del att bankerna insett att de är viktiga samhällsinstitutioner som inte tillåts gå omkull, och att riskerna därför är begränsade, åtminstone för bankernas fordringsägare och aktieägare. Det gäller särskilt för de stora bankerna som vet att de är "too important to fail" och därför kan välja att arbeta med mycket litet eget kapital och finansiera sig genom insättning från allmänheten och upplåning på marknaden. Utan särskilda krav på en minsta kapitaltäckning är det sannolikt att soliditeten skulle vara ännu lägre än dagens nivå.

Figur 7.1 Svenska bankers soliditet, 1870–2020



Anm.: Soliditet är definierad som kvoten mellan summan av eget kapital och obeskattade reserver dividerad med tillgångar.

Källa: Ahnland (2022), fig. 3.7.

Krav på kapitaltäckning kan ha skilda effekter under olika faser av kreditykeln. Mest uppenbart är att de dämpar den andra förstärkningsmekanismen. Kapitalkrav garanterar att alla banker har en viss krockkudde om en kris skulle inträffa, vilket minskar risken för spridningseffekter och panikåtgärder som skulle fördjupa krisen.<sup>42</sup> Kapitalkrav kan också minska utrymmet för kreditexpansion under en uppbyggnadsfas och därigenom bromsa en stigande spiral mellan tillgångspriser och belåning och minska risken för en snabb nedgång om den uppåtgående spiralen skulle vändas i sin motsats. För att krockkudden ska fungera i en kris krävs förstås att tillämpningen av kraven är flexibel och att åtminstone en del av kapitalet verkligen går att använda i ett akut läge. Det är en viktig uppgift för makrotillsyn att definiera villkoren för detta.

Hur kostsamt ett kapitalkrav är för bankerna beror på skillnaden i kapitalkostnad mellan eget och främmande kapital och på hur en ökad andel eget kapital påverkar kostnaden för främmande kapital. Främmande kapital är normalt billigare därför att det är det egna kapitalet som först får bära förlusterna om en bank hamnat på

<sup>42</sup> Insättningsgarantin som inte diskuteras i denna rapport reducerar risken för stora uttag från sparkonton, men allvarligare är risken att bankernas marknadsfinansiering ska torka upp.

obestånd. Med en större andel eget kapital minskar risken för obestånd och därmed riskpremien för det egna kapitalet. I princip skulle denna minskning kunna vara så stor att den sammanvägda kapitalkostnaden blev oberoende av kapitalstrukturen (det s.k. Miller-Modigliani-teoremet). Mycket tyder dock på att detta inte gäller fullt ut i praktiken. Almenberg m.fl. (2017) har gått igenom ett antal empiriska studier på området. I genomsnitt är skattningen att en höjning av soliditeten med en procentenhet höjer den genomsnittliga kapitalkostnaden och därmed utlåningsräntan med måttliga 16 baspunkter vid full övervältring på låntagarna.

Eftersom den finansiella stabiliteten är en internationell angelägenhet och problem i ett land lätt spiller över till andra länder är det naturligt att krav på kapitaltäckning blivit föremål för internationella förhandlingar. Dessa har förts, och förs, i BIS regi och har resulterat i de s.k. Baselreglerna.<sup>43</sup> Den första generationens regler, Basel I, kom redan 1988 och ställde krav på ett eget kapital på minst 8 procent av tillgångarnas värde med hänsyn tagen till deras risk, så kallade riskvägda tillgångar. Justeringen för risk var starkt schablonmässig. Exempelvis värderades all utlåning till företag och privatpersoner (inklusive bolån) till sitt fulla värde, medan alla statsobligationer, oavsett emittent, fick riskvärde noll. Följden blev att de riskvägda tillgångarna, dvs. nämnaren i beräkningen av kapitaltäckningen, blev väsentligt lägre än värdet enligt bankernas bokföring. Uttryckt i termer av soliditet var alltså kapitalkravet långt lägre än 8 procent. Som vi sett har de svenska bankernas soliditet legat omkring 5 procent från början av 1970-talet.

Utvecklingen i inte minst Sverige och andra nordiska länder omkring 1990 visade att då gällande kapitalkrav och annan bankreglering inte räckte till för att förhindra att banker hamnade på obestånd med omfattande systemkriser som följd. I ljuset av bland annat dessa erfarenheter gick Baselförhandlingarna vidare och resulterade i en ny överenskommelse, Basel II från 2006. Den bestod av tre delar, s.k. pelare. Pelare 1 stipulerade minimikapitalkrav. En nyhet var att dessa inte bara, som tidigare, avspeglade kreditrisk utan också marknadsrisk och operativa risker. Vidare tilläts, som ett alternativ till den tidigare schablonmetoden, att riskjusteringen baserades på interna modeller, där bankerna själva, efter godkännande av tillsynsmyndigheten, kunde få använda egna statistiska

---

<sup>43</sup> Se Niemeyer (2016) för en presentation av Basel-reglerna och deras tillkomsthistoria.

metoder och data. Tanken var att kraven skulle få en tydligare koppling till bankernas verkliga riskexponering och ge dem incitament att begränsa risken i sina tillgångsportföljer. Föga förvånande visade det sig att interna modeller generellt kom att leda till lägre kapitalkrav än schablonmetoden. I syfte att begränsa bankernas möjlighet att välja data och modeller främst i syfte att hålla nere kapitalkraven infördes ett golv så att de riskvägda tillgångarna, underlaget för kapitalkraven, inte fick understiga 80 procent av det schablonberäknade värdet.

Utöver minimikraven inom pelare 1 kan tillsynsmyndigheten också, inom pelare 2, ställa individuella krav och ge rekommendationer för en enskild bank baserade på myndighetens bedömning av bankens samlade risker. Inom pelare 3, slutligen, ryms krav på vilka risker och exponeringar som banken måste offentliggöra. Syftet är att öka transparensen och underlätta för marknadens aktörer att bedöma riskerna förknippade med varje enskild bank.

När den globala finansiella krisen bröt ut 2008 var Basel II-överenskommelsen alldeles färsk och hade inte hunnit tillämpas i alla länder. Erfarenheterna från krisen tockades dock som att Basel II-reglerna skulle ha varit otillräckliga även om de varit i full kraft. Baselöverläggningarna intensifierades därför och ledde till ett nytt avtal, Basel III, som undertecknades 2011 och sedan kommit att träda i kraft gradvis och i olika takt i olika länder under det följande decenniet. Basel III innehöll en rad nyheter som avspeglar ett tydligare systemperspektiv än tidigare regleringar som i princip behandlar alla banker lika.

För det första skärptes kraven på *sammansättningen av det kapital* som får räknas in i kapitalkravet. Dit kom nu att räknas inte bara eget kapital i snäv bemärkelse. Det nya regelverket skiljer på tre typer av kapital: kärnprimärkapital, annat primärkapital och supplementärkapital. Kärnprimärkapital består av aktiekapital och fonderade vinster, dvs. vad som brukar betecknas som eget kapital. I annat primärkapital ingår olika former av hybridkapital, som kan omvandlas till aktiekapital, och till supplementärkapital hör olika former av efterställda lån, som får betalt efter andra fordringsägare i händelse av konkurs. Enligt Basel III ska kapitalkravet på 8 procent fullgöras med minst 6 procentenheter i form av primärkapital varav minst 4,5 procentenheter kärnprimärkapital.

För det andra infördes ett antal så kallade *buffertkrav*. Tanken med kapitalkrav är ju att de ska ge bankerna en viss motståndskraft, men då är det ju också viktigt att bankerna kan använda en del av sitt kapital i ett krisläge. Buffertkraven avser att fylla denna funktion. Om det skulle gå så långt att en bank bryter mot baskravet på kapitaltäckning (minimikrav plus pelare 2-krav) gavs tillsynsmyndigheten rätt, men inte skyldighet, att besluta att banken är fallerande och överlämna den fortsatta hanteringen till resolutionsmyndigheten (i Sverige Riksgälden) som har att bedöma om banken ska försättas i resolution eller avvecklas på annat sätt.

För den bank som bryter mot ett buffertkrav blir inte konsekvenserna lika allvarliga. Dock begränsas bankens rätt att betala utdelning till aktieägarna och kuponger till bankens skuldinvestorare så länge inte samtliga buffertkrav är uppfyllda. Det finns idag ett antal olika buffertkrav. Alla banker ska hålla en så kallad *kapitalkonserveringsbuffert* på 2,5 procent av de riskvägda tillgångarna. Detta är en allmän buffert som ska se till att alla banker har utrymme att ta från kapitalet i en pressad situation utan att hamna i resolution. Vidare söker de nya reglerna ta hänsyn till att olika banker kan ha olika starka externa effekter på det samlade finansiella systemets stabilitet. En extra *buffert för globalt systemviktiga banker* gäller för ca 30 banker i Europa på mellan 1 och 2,5 procent. Dessutom har varje land möjlighet att införa särskilda buffertar för *inhemskt systemviktiga* banker. Slutligen finns möjlighet att införa en *kontracyklisk buffert* som kan varieras över tiden efter beslut av tillsynsmyndigheten. Därigenom kan det ställas krav på en extra buffert i goda tider samtidigt som kravet kan sänkas när systemets stabilitet är i fara. På så vis har Baselreglerna nu en komponent med en tydlig koppling till det aktuella stabilitetsläget.<sup>44</sup>

För det tredje har det riskvägda kapitalkravet kompletterats med ett krav på *bruttosoliditet (leverage ratio)*, vilket inte tar hänsyn till de olika tillgångarnas risk.<sup>45</sup> En motivering är att det ofta är svårt att uppskatta risken i enskilda tillgångar, och att banker som beräknar risken med hjälp av interna modeller och data har incitament att underskatta riskerna och därmed minska det egna kapitalkravet.

---

<sup>44</sup> Se Gertler m.fl. (2020) för en modell som visar på välfärdsvinster av en buffert som kan varieras över tid.

<sup>45</sup> Bruttosoliditet definieras som kvoten mellan primärkapital och ett exponeringsbelopp som utgörs av summan av tillgångarna på balansräkningen justerad för derivatexponeringar och vissa andra poster utanför balansräkningen.

Bruttosoliditetskravet begränsar möjligheten att på detta sätt sänka kapitalkravet. Kravet ska uppgå till minst 3 procent av tillgångarna.

Utöver minimikrav och olika buffertkrav har tillsynsmyndigheten möjlighet att, inom ramen för pelare 2, göra en samlad riskbedömning för varje enskild bank och som ett resultat av denna förordna om ett särskilt baskrav. Detta ger en extra flexibilitet så att det samlade kravet kan hamna på en önskad nivå.

Regleringarna av bankernas kapital och likviditet bygger således på överenskommelser inom Baselkommittén. Dessa är i sig inte bindande, men har sedermera införts i EU-rätten i något anpassad form, senast genom det så kallade bankpaketet från 2020. Regelverket tillämpas dock på nationell nivå med betydande utrymme för nationella avvikelser. Således skiljer sig de särskilda riskbuffertarna för systemviktiga institut åt från land till land. Vidare har endast 10 av 30 länder aktiverat den kontracykliska kapitalbufferten. Av dessa utnyttjade flera länder, däribland Sverige, möjligheten att sänka bufferten under pandemin i syfte att motverka risken att bankerna annars drog ned kreditutbudet. Efter pandemin har denna buffert sedan höjts i ett antal länder.

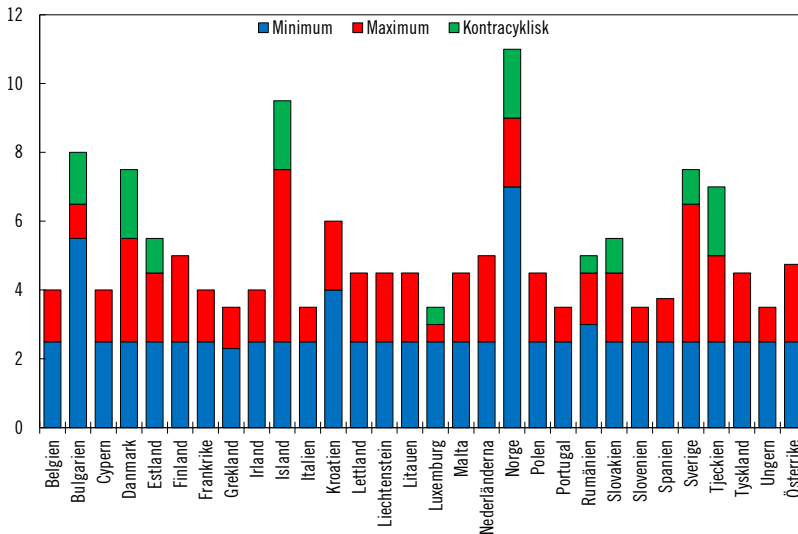
Figur 7.2 illustrerar hur buffertkraven tillämpas inom Europa idag. Vissa krav är bankspecifika, bland annat beroende på om en viss bank bedöms som systemviktig. Det finns därför inte en siffra som entydigt visar nivån på buffertkraven i ett visst land. Staplarna i diagrammet består av tre delar. De båda nedersta anger summan exklusive den kontracykliska bufferten. Den nedersta, benämnd minimum, anger buffertkravet för de banker som har lägst krav. Den andra delen, benämnd maximum, anger det extra krav som läggs därutöver på den bank som har högst krav. Överst kommer så den kontracykliska bufferten, som är lika för alla banker.<sup>46</sup> Höjden på hela staplarna representerar således det totala buffertkravet på de banker som har det högsta specifika kravet. De nordiska länderna ligger högt med Norge allra högst följt av Island och med Danmark och Sverige nära därefter, medan Finland ligger lägre. Endast 10 av 30 länder har aktiverat den kontracykliska bufferten.

---

<sup>46</sup> Till skillnad från de övriga kapitalkraven, där tillämpningen varierar mellan banker och beror på var banken är registrerad så varierar den kontracykliska bufferten med motpartens legala hemvist. Det finns således ett buffertkrav för svenska bankers utlåning i Sverige och ett annat för deras utlåning i till exempel Danmark.



Figur 7.2 Samlade buffertkapitalkrav, januari 2023



Anm.: Minimum = summa buffertkrav exkl. kontracyklisk buffert för den bank som har lägst buffertkrav.  
 Maximum = summa buffertkrav exkl. kontracyklisk buffert för den bank som har högst buffertkrav.  
 Kontracyklisk = kontracyklisk kapitalbuffert.  
 Källa: ESRB; [www.esrb.europa.eu/national\\_policy/ccb/html/index.en.html](http://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html)

## 7.2 De svenska kapitalkraven

Sverige införde de nya Basel-reglerna gradvis under 2010-talet och anpassade reglerna efter EU:s bankpaket 2020. Som nämnts finns det två typer av kapitalkrav på bankerna: ett som är baserat på deras riskvägda tillgångar och ett som är relaterat till de ovägda tillgångarna, bruttosoliditetskravet. Låt oss börja med det riskvägda kravet. Det kan uppdelas i ett antal komponenter. De aktuella kraven för de tre storbankerna framgår av tabell 7.1.

**Tabell 7.1 Kärnprimärkapitalkrav och kärnprimärkapital i procent av riskvägda tillgångar, fjärde kvartalet 2022**

	SEB	Handelsbanken	Swedbank
Minimikrav	4,50	4,50	4,50
Pelare 2-krav	1,35	1,24	1,49
Kapitalkonserveringsbuffert	2,50	2,50	2,50
Systemriskbuffert	3,07	3,16	3,03
O-SII-buffert	1,00	1,00	1,00
Kontracyklisk buffert	0,80	1,03	0,88
Pelare 2-vägledning	1,00	1,00	1,00
<i>Totalt kapitalkrav</i>	<i>14,22</i>	<i>14,53</i>	<i>14,40</i>
<i>Kärnprimärkapital</i>	<i>18,96</i>	<i>19,57</i>	<i>17,80</i>
<i>Managementbuffert</i>	<i>4,74</i>	<i>5,04</i>	<i>3,40</i>

Anm.: Managementbuffert = Kärnprimärkapital – Totalt kapitalkrav.

Källa: De svenska bankernas kapitalkrav, Finansinspektionen.

I botten ligger baskraven som måste vara uppfyllda för att banken ska kunna fortsätta att verka: det generella minimikravet på 4,5 procent och ett individuellt anpassat krav på något under 1,5 procent. De bindande kraven uppgår således till närmare 6 procent av de riskvägda tillgångarna. Ovanpå dessa kommer ett antal buffertkrav: kapitalkonserveringsbufferten på 2,5 procent, som gäller för alla banker, samt systemriskbufferten på ca. 3 procent och bufferten för övrigt systemviktigt institut (den s.k. O-SII-bufferten) på 1 procent, vilka båda endast gäller för de tre storbankerna, samt slutligen den kontracykliska bufferten, som varierar beroende på bedömningen av det aktuella stabilitetsläget och hösten 2022 var satt till 1 procent, men höjdes till 2 procent från juni 2023. Till buffertkraven kan också läggas en s.k. pelare 2-vägledning på 1 procent. Det samlade kapitalkravet på bankerna är således omkring 14,5 procent, varav de olika buffertkraven svarar för ca. 8,5 procent. Detta kan jämföras med bankernas kapital som uppgick till mellan 17,8 och 19,6 procent av de riskvägda tillgångarna. De svenska bankerna uppfyller således kraven med viss råge.

Skillnaden mellan krav och faktisk kapitaltäckning brukar omtalas som en managementbuffert som ger bankerna utrymme att möta nedgångar utan att nagga på de reglerade buffertarna. Storbankerna kan således förlora motsvarande mellan 3,4 och 5 procent av sitt kapital utan att behöva nagga på utdelning till aktieägarna och bonusprogram till bankledningen. Därtill kommer de samlade

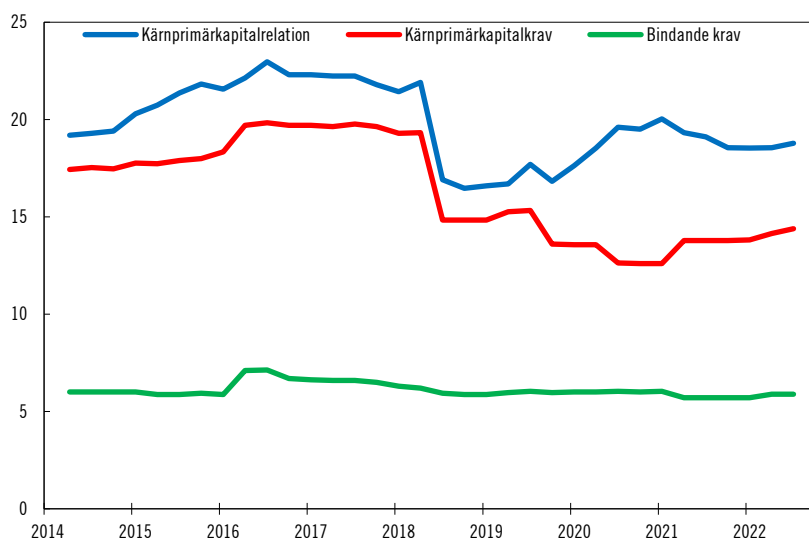
buffertkraven på 8,5 procent ned till den punkt där bankerna riskerar att hamna i resolution eller förlora sina tillstånd. Den marginalen är dock inte så stor som den kan synas eftersom den kommer i konflikt med kravet på bruttosoliditet; se närmare nedan.

Utvecklingen av bankernas faktiska kapital och riskvägda kapitalkrav sedan tredje kvartalet 2014 illustreras i figur 7.3. Den stora nedgången i såväl kapitalkrav som kapital mellan tredje och fjärde kvartalet 2018 har en teknisk förklaring, nämligen att riskviktgolvet för bolån flyttades från pelare 2 till pelare 1.<sup>47</sup> Bortsett från detta hack i kurvan har de riskvägda kraven varit relativt oförändrade på senare år. Gapet mellan kapital och kapitalkrav, managementbufferten, ökade påtagligt under pandemiåren, från mellan 1 och 2 procent under 2018 till som mest över 7 procent under andra kvartalet 2020. Ökningen berodde på en kombination av goda bankvinster, svag efterfrågan på lån, borttagandet av den kontryckiska bufferten samt att bankerna följde uppmaningar från Finansinspektionen om att visa återhållsamhet med utdelning till aktieägarna.

---

<sup>47</sup> När kravet låg i pelare 2 var det uttryckt som ett påslag i kronor på bankens riskvägda tillgångar. När kravet flyttades till pelare 1 kom det att leda till att de riskvägda tillgångarna i stället ökade. Ändringen kalibrerades så att kravet uttryckt i kronor skulle hållas i stort sett oförändrat, vilket medförde att kravet som andel av det riskvägda kapitalet minskade.

**Figur 7.3** Kärnprimärkapitalkrav och kärnprimärkapital, genomsnitt för de tre storbankerna, procent av riskvägda tillgångar, 2014:3 – 2022:4



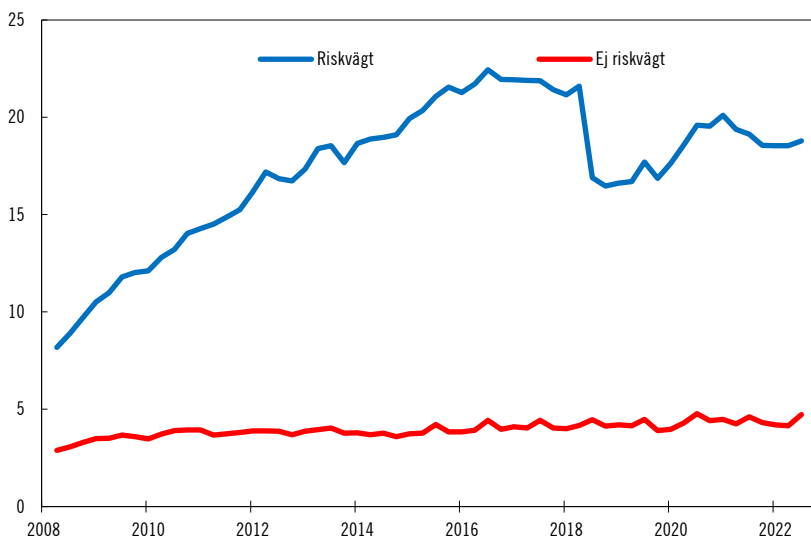
Källa: Finansinspektionen.

Ett eget kapital på närmare 20 procent kan låta som en betryggande soliditet, men riskvägningen medför att många tillgångar ges en låg eller ingen riskvikt. Viktningen bygger på bankernas interna modeller, men måste också följa de riskviktsgolv som bestämts av Finansinspektionen. För bostadslån uppgår golvet till 25 procent, en nivå som ligger betydligt högre än vad som motsvarar de historiska kreditförlusterna på bolån. Motiveringen till golvet är att alla banker är högt exponerade mot bolån, vilka svarar för 80 procent av utlåningen till hushåll, och att bolånen har central betydelse för bankernas finansiering eftersom de i huvudsak finansieras med säkerställda obligationer. För utlåning till fastighetsbolag gäller ett golv på 35 procent avseende kommersiella fastigheter och på 25 procent avseende bostäder. Man kan fråga sig varför golven är på samma nivå för bostadslån till hushåll som för bostadslån till fastighetsbolag trots att den direkta risken för kreditförluster är mycket större i det senare fallet.

Trots riskviktsgolven är det riskvägda värdet på bankernas tillgångar inte mer än en bråkdel av deras bokförda värde. Skillnaden framgår av figur 7.4, som illustrerar utvecklingen av kärnprimär-

kapitalet, uttryckt i relation till riskvägda och icke riskvägda tillgångar, för de tre storbankerna. Riskvägningen gör således stor skillnad, vilken också har ökat under perioden. Den genomsnittliga riskvikten föll från 35 procent 2008 till 25 procent 2022. Huvudförklaringen är att bostadslån, med låg riskvikt, svarar för en allt större andel av bankernas låneportföljer. Nedgången i riskvikt dämpades av att riskviktsgolvet på bolån höjdes i slutet av 2018. Samtidigt visar diagrammet att soliditeten (kärnprimärkapitalkvoten) har ökat från 2,9 procent 2008 till 4,7 procent 2022.

**Figur 7.4** Kärnprimärkapital som andel av riskvägda respektive icke riskvägda tillgångar, tre storbanker, kvartalsdata 2008–2022



Källa: Riksbanken

I syfte att garantera att soliditeten ändå överstiger ett visst minimum finns, som nämnts, också ett krav på s.k. bruttosoliditet. Här gäller ett minimikrav enligt bankpaketet på 3 procent. Finansinspektionen har därutöver beslutat om ett extra krav inom ramen för pelare 2 på 0,45 procent. Det samlade kravet på bruttosoliditet är således 3,45 procent, vilket innebär att bankerna uppfyller även kravet på bruttosoliditet med god marginal.

Uttryckt i kronor är kravet på bruttosoliditet lägre än det totala riskvägda kravet inklusive alla buffertar, men samtidigt väsentligt högre än det riskvägda minimikravet. Bankerna kan således inte

utnyttja alla sina buffertar innan de bryter mot bruttosoliditetskravet och riskerar att få sin framtida existens ifrågasatt. Detta framgår av tabell 7.2, som anger kapital och kapitalkrav för genomsnittet av de tre storbankerna. Sista kvartalet 2022 uppgick primärkapitalet till 168 miljarder kronor. Av detta kan bankerna förlora 35 miljarder kronor utan att behöva förklara sig för Finansinspektionen. Därefter bryter man mot pelare 2-vägledningen och efter ytterligare förluster på 8 miljarder kronor också mot buffertkraven, vilket innebär restriktioner på möjligheten att dela ut vinster med mera. Nästa steg i utförsbacken är att en pelare 2-vägledning kopplad till bruttosoliditetskravet slår till efter fortsatta förluster på 14 miljarder kronor. Om banken därtill förlorar ytterligare 14 miljarder kronor bryter man mot bruttosoliditetskravet och riskerar att få sitt tillstånd indraget. Då återstår ett buffertutrymme på 33 miljarder kronor ned till det riskvägda minimikravet som inte kan utnyttjas. I praktiken är således det bindande bruttosoliditetskravet uttryckt i kronor drygt 50 procent större än det riskvägda minimikravet.<sup>48</sup>

**Tabell 7.2 Primärkapital, bruttosoliditetskrav och riskvägt kapitalkrav, genomsnitt för de tre storbankerna, fjärde kvartalet 2022, mkr**

Primärkapital	168 324
Riskbaserat krav inkl. vägledning	132 837
Riskbaserat krav exkl. vägledning	124 574
Bruttosoliditetskrav inkl. vägledning	110 583
Bruttosoliditetskrav exkl. vägledning	96 159
Riskbaserat minimikrav	62 704

Källa: Finansinspektionen.

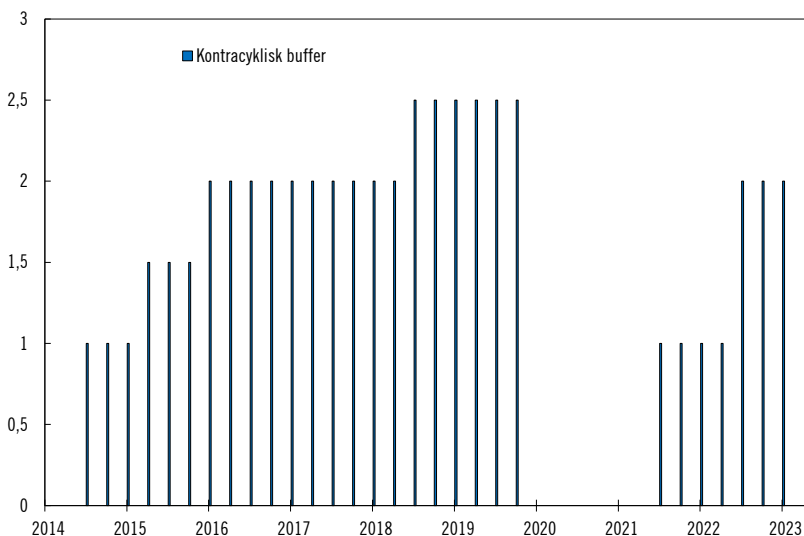
Kapitalkraven har ändrats ett antal gånger, bl.a. i samband med införandet av EU:s bankpaket 2020. Intressantast är hur den kontra-cykliska bufferten har hanterats eftersom den är tänkt att varieras i förhållande till det finansiella stabilitetsläget. Som framgår av figur 7.5 sattes den till 1 procent när den infördes 2014 för att sedan gradvis höjas upp till 2,5 procent 2018. Sedan sänktes den till noll i samband med pandemin 2020. Därefter har Finansinspektionen höjt buffertvärdet till 1 procent från september 2022 och beslutat att höja

<sup>48</sup> Se Finansinspektionen (2016b) för en närmare analys.

till 2 procent från juni 2023. Detta har angetts som ett neutralt riktvärde, som ska vidmakthållas i ett normalt stabilitetsläge.<sup>49</sup>

Bufferten sänktes således som avsett i samband med pandemin, när den gav bankerna utrymme att tära på sitt kapital om så behövdes för att ha utrymme att möta efterfrågan på krediter. I takt med att stabilitetsläget har normaliserats har bufferten sedan åter gradvis höjts. Sänkningen gjordes således med ett stort steg, medan höjningarna har spritts ut över ett antal år. En höjning träder också i kraft först ett år efter att den beslutats. Denna asymmetri kan förklaras av att en kris ofta kommer plötsligt, medan bankerna kan behöva tid att anpassa sig till skärpta krav. Om bankerna inte visste att så är fallet skulle det även finnas en risk att de inte fullt ut utnyttjade det utrymme för utlåning som en snabb sänkning av buffertkravet medger.

**Figur 7.5 Kontracyklisk kapitalbuffert, 2014–2023**



Källa: Finansinspektionen.

En fråga är om kapitalkravet enbart ska varieras efter diskreta beslut baserade på den aktuella bedömningen av stabilitetsläget, eller om man borde luta sig mot en beslutsregel grundad på en eller flera indikatorer, i viss analogi med Taylor-regeln inom penningpolitiken. Som nämnts har Baselkommittén och ESRB lyft fram kreditgapet,

<sup>49</sup> Se Finansinspektionen (2021) för en närmare diskussion av principerna för hantering av den kontracykliska kapitalbufferten.

vilket anger hur mycket ökningstakten i den privata sektorns kredit-skulder i förhållande till BNP avviker från sin långsiktiga trend, som en viktig indikator för hanteringen av den kontracykliska bufferten. Finansinspektionen har dock uttalat viss skepsis mot att använda kreditgapet som en huvudindikator.<sup>50</sup> Ett argument som anförts är att kreditgapet inte ändras nämnvärt vid en långsiktig trendmässig ökning av skuldkvoten, alltså omvändningen av argumentet att kreditgapet är en bra indikator just för att det fångar upp snabba ändringar men inte reagerar på långa trender. Viktigare är att kreditgapet endast mäter skuldens utveckling utan att relatera den till finansiellt sparande, konsumtion och andra viktiga indikatorer. Ett ytterligare problem är att kreditgapet inte alltid ger rätt signal i samband med en kris, där det tenderar att öka i det korta perspektivet och därför inte signalerar behovet av lättade kapitalkrav.

Med dessa reservationer i åtanke är det ändå intressant att titta på kreditgapets utveckling över tiden. Som framgått av figur 5.1 var gapet positivt åren efter den globala finanskrisen, men har därefter minskat och varit i stort sett noll sedan den kontracykliska bufferten infördes 2015 för att idag vara svagt negativt. Under denna period har bufferten först gradvis ökats för att sedan tas bort och därefter återinföras. Det är uppenbart att andra indikatorer varit styrande. Dagens läge är dock konsistent med att det kontracykliska buffertkravet ligger på sin normalnivå.

Grundtanken med kapitalkraven är att banker ska vara så väl kapitaliserade att risken för att de ska komma på obestånd är mycket liten. För en bank som ändå skulle hamna nära gränsen till obestånd finns ett särskilt regelverk som ger staten rätt att under ordnade former ta över banken, s.k. resolution. Bland annat för att statskassan inte ska riskera att belastas finns ett särskilt krav på att banken ska ha tillräckliga resurser i form av kapital och efterställda skulder, s.k. MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*). För närvarande uppgår det riskvägda MREL-kravet till ca. 34 procent, medan summan av storbankernas kapital och kvalificerade skulder är ca. 41 procent. Även MREL-kravet uppfylls således med viss råge. En analys från Finansinspektionen tyder på att bankerna sannolikt kommer att stöta emot MREL-kravet innan buffertarna i kapitalkravet är utnyttjade fullt ut.<sup>51</sup> Problemet

---

<sup>50</sup> Finansinspektionen (2021), sid 12

<sup>51</sup> Forsström m.fl. (2022), diagram 1.



är således detsamma som med bruttosoliditetskravet. Buffertarna i kapitaltäckningskravet kan inte användas fullt ut.

### 7.3 Sammanfattning

Sammanfattningsvis har vi sett att kapitalkraven bidragit till en viss stärkning av de svenska bankernas soliditet, från knappt 3 procent 2008 till nära 5 procent idag uttryckt i kärnprimärkapital. Samtidigt har kraven fått en ganska komplicerad struktur med tre typer av krav: det riskvägda kapitalkravet, bruttosoliditetskravet och MREL-kravet. Det förra är dessutom uppbyggt med ett antal buffertkrav. Det samlade riskvägda kapitalkravet, inklusive alla buffertar, ligger väsentligt högre än de båda andra kraven. Under normala tider är det således det som binder först. Samtidigt binder de båda andra kraven långt innan alla buffertar i det riskvägda kravet kunnat utnyttjas. Den ”effektiva bufferten” är således väsentligt mindre än summan av de formella buffertkraven.

Nivån på kapitalkraven behöver också kalibreras mot de regleringar som är riktade mot låntagare i syfte att dämpa den första förstärkningsmekanismen. Ju mer sårbara låntagarna är, desto viktigare är det att bankerna är väl kapitaliserade. Ju svagare bankerna är, desto mer angeläget är det att reglera den privata sektorns skuldsättning.

## 8 Låntagarbaserade regleringar

De direkta regleringar riktade mot enskilda låntagare som förekommer idag avser så gott som uteslutande hushållen, medan det inte finns någon motsvarande reglering av lån till företagen. Detta kan tyckas paradoxalt med tanke på att bankernas förluster kopplade till hushållslån vid kriser i de flesta länder varit små, inte minst i Sverige under 1990-talskrisen.<sup>52</sup> Det var på lån till företagen som de stora förlusterna uppstod. Att direkt reglera lån till företagen möter dock ett antal praktiska svårigheter. För det första har företagen, åtminstone de större företagen, tillgång till alternativ finansiering på marknaden utanför bankerna och en reglering bara riktad mot deras banklån skulle kunna kringgå. För det andra skulle det vara svårare att definiera en bra bas för lån till företag eftersom ett företags värde till stor del är baserat på immateriella tillgångar och framtida vinstutsikter. För det tredje torde företag ofta ha större möjlighet att kringgå regleringar genom olika koncerninterna transaktioner.

Det är däremot möjligt att begränsa utlåning till företag indirekt genom att reglera bankernas låneportföljer. Krav på kapitaltäckning sätter ju ett tak på den totala bankutlåningen, givet storleken på kapitalet, och lån till en viss sektor kan påverkas genom att kräva särskilt höga riskvikter. Detta kan leda till något högre låneräntor och därigenom verka tillbakahållande på företagslånen. Effekten på räntan är dock sannolikt liten. Särskilda riskviktgolv gäller för närvarande på lån till fastighetsbolag.

---

<sup>52</sup> Hushållen stod för endast 6 procent av bankernas kreditförluster under det mest akuta krisåret 1992. Se Riksbankens Finansmarknadsrapport 1/1998, sid. 16.

## 8.1 Översikt

Så gott som alla länder reglerar hushållens skulder i en eller annan form. Medan kapitalkrav riktade mot bankernas balansräkningar styrs av internationella överenskommelser genom Basel-regelverket, finns inga motsvarande överenskommelser om åtgärder riktade mot hushållens balansräkningar. Dessa skiljer sig därför mer åt från land till land. De är också av yngre datum och har i allt väsentligt vuxit fram på 2010-talet efter den internationella finanskrisen. Som framgår av Appendix 1 finns det, enligt en sammanställning baserad på uppgifter från ESRB, en ganska bred uppsättning av olika regleringar som används i olika länder.

De vanligaste låntagarbaserade instrumenten är olika former av *lånetak*. I allmänhet avser de bostadslån, medan konsumtions- och blacolån oftast faller utanför regleringen. Lånetak läggs vanligen på summan av alla lån med bostaden som säkerhet, inklusive lån som tecknats vid olika tidpunkter. Mest frekvent är att taket avser *belåningsgraden*, dvs. lånet i förhållande till bostadens värde (*loan-to-value*, LTV). Sådana krav förekommer i 23 av 26 europeiska länder; se tabell A.1. Några länder (7 av 26) har därutöver ett tak på *skuldkvoten* relaterad till låntagarens inkomst (*loan-to-income*, LTI). Ett LTV-tak kan te sig rimligt ur låntagarens synvinkel, eftersom det låter takbeloppet följa bostadspriserna. Det kan dock vara problematiskt ur ett stabilitetsperspektiv, eftersom det ger utrymme att öka skulderna i takt med stigande priser, vilket inte bidrar till att bryta en eventuell spiral mellan skuldsättning och bostadspriser. Med ett LTI-tak är däremot basen för taket i stort sett konstant över kreditlevslivet. Samtidigt blir ett sådant tak mer begränsande för hushållen under en uppgångsfas eftersom behovet av egen kapitalinsats växer snabbt om bostadspriserna skulle dra i väg. Ett problem kan också vara att formulera ett relevant inkomstbegrepp, allrahelst eftersom en kreditbedömning med nödvändighet är framåtblickande och aktuella inkomster i sig har begränsat värde för att bedöma låntagarens betalningsförmåga.

Lånetak avser normalt varje enskild låntagare, men det förekommer också (t.ex. i Norge och Storbritannien) krav riktade direkt mot varje bank så att endast en viss andel av dess totala låneportfölj, eller nyutlåning, får bestå av lån med en skuldkvot eller belåningsgrad över en viss gräns. Ett sådant tak blir mer flexibelt och lämnar

utrymme för banken att lämna större lån för särskilt kreditvärdiga (eller lönsamma) låntagare, t.ex. sådana med idag lägre inkomster som förväntas vara högre i framtiden. Samtidigt riskerar det att slå olika på olika banker beroende på deras kundstruktur.

Tak på belåningsgraden ser till att låntagarna har ett visst eget kapital i fastigheten och begränsar därigenom deras känslighet för prisförändringar. Skuldkvotstak begränsar känsligheten för ränteförändringar. För andra störningar, t.ex. avseende inkomst eller försörjningsbörda, kan det vara mer relevant att reglera skuldbetalningarna. De utgör ju en fast förpliktelse mot banken som måste fullföljas även om låntagarens ekonomiska situation skulle ändras. Många länder har *tak på skuldtjänsten* i förhållande till inkomst (*debt-service-to-income*, DSTI). Sådana krav förekommer i 15 länder.

Skuldbetalningar inkluderar, utöver räntor, även amorteringar. Ju långsammare amorteringstakt desto större lån är förenligt med en viss skuldtjänstkvote och ett DSTI-tak kan således göras mindre bindande för låntagaren om banken är villig att medge låg eller ingen amortering. Detta innebär samtidigt att den kvarstående skulden efter några år blir i motsvarande mån högre. Av det skälet förekommer krav på att lån ska amorteras i viss takt, så att skulden och därmed räntekänsligheten minskar i snabbare takt. *Explicita amorteringskrav* förekommer dock i relativt få länder, bara fyra vid sidan av Sverige. Genom att ett amorteringskrav ökar låntagarnas fasta utgifter ökar det samtidigt deras känslighet för störningar från alla sorters kassaflöden inkl. såväl räntor som inkomster, åtminstone på kort sikt. Amorteringskrav bidrar samtidigt till minskade lånebelopp efter en tid. I takt med att lånet amorteras ned kan ett amorteringskrav på längre sikt därför bidra till att göra låntagarna mindre störningskänsliga. I många länder är bolånets *löptid* en väsentlig dimension av bolånekontraktet. Om kontraktet löper med fast amortering är det genom löptiden som lånets amorteringstakt specificeras. I sådana länder är det vanligt förekommande att löptiden regleras, vilket får liknande effekter som ett amorteringskrav. Så är fallet i 13 länder.

Det mest direkta sättet att se till att låntagarna har en buffert kan vara att testa vilka marginaler de har om de skulle drabbas av olika störningar, t.ex. höjd ränta. Den kreditprövning som banker gör bygger ofta på sådana tester, t. ex. svenska bankers kvar-att-leva-på-

kalkyler (KALP). Regleringar av sådana stresstester förekommer i åtta länder enligt ESRB:s databas.

I Sverige regleras hushållens skulder på två sätt, genom bolånetak och amorteringskrav. Därtill påverkas, som nämnts, bolånen också av ett särskilt riskviktsgolv i kapitalkraven, vilket höjdes till 25 procent 2014. Detta skulle kunna leda till något höjda bolåneräntor. Genomslaget på boräntorna borde, om bankerna helt vältrade över kostnaden på kunderna, bero på effekten på bankernas kapitalkostnad, vilken som diskuterats i kapitel 7 sannolikt är ganska liten. Effekten på kapitalkostnaden är särskilt svår att bedöma eftersom kapitalkraven varit långt ifrån bindande, även efter höjningen av riskviktsgolvet.

Det är viktigt att hålla i minnet att även i avsaknad av regleringar begränsas möjligheten att låna av bankens bedömningar av låntagarens kreditvärdighet. Bankernas KALP-kalkyler utgår från låntagarnas inkomster och utgifter, där de senare utöver utgifter för lånet (både räntor och amorteringar) inkluderar driftkostnader för boendet och ett schablonbelopp för övriga levnadsomkostnader. Räntan i KALP-kalkylen sätts normalt några procentenheter över gällande bolåneränta och lånets maximala storlek bestäms så att KALP-kalkylen inte ska visa underskott. Låntagarna ska således tåla en viss räntehöjning och ända kunna bibehålla en rimlig levnadsstandard. Räntan skiljer sig något åt mellan bankerna. Under 2022 var genomsnittet 6,4 procent, vilket kan jämföras med en genomsnittlig bolåneränta på 3,1 procent.<sup>53</sup> I genomsnitt krävdes således att låntagaren skulle klara en räntehöjning med 3,3 procent. Bolånetak drabbar således bara de låntagare som passerar KALP-prövningen för lån utöver taket.

## 8.2 Bolånetaket

Bolånetak infördes i Sverige den 1 oktober 2010 i form av ett så kallat allmänt råd till bankerna. Taket, som fortfarande gäller, sattes till 85 procent av bostadens värde på lån till hushåll med bostaden som säkerhet. Bakgrunden framgår av beslutspromemorian (Finansinspektionen, 2010).

---

<sup>53</sup> Finansinspektionen (2023a), sid. 23 och 38.

”Hushållens skuldsättning i förhållande till den disponibla inkomsten har under de senaste 15 åren ökat kraftigt. I Sverige domineras hushållens skulder av krediter för bostadsändamål och belåningsgraden på bostäderna har stigit under samma period. En alltför hög skuldsättningsnivå och belåningsgrad gör en låntagare sårbar för en situation där fastighetspriserna sjunker eftersom bostaden då inte kan säljas utan att låntagaren får kvar en restskuld. De allmänna råden syftar till att *motverka en osund utveckling på kreditmarknaden där kreditinstitut använder allt högre belåningsgrader som konkurrensmedel vid kreditgivningen* avseende bolån och därmed ökar den totala skuldsättningen för konsumenterna. En sådan utveckling *riskerar att utsätta konsumenter för oacceptabla risker och på sikt skada förtroendet för kreditmarknaden*. En begränsning av belåningsgraden på bolån skapar incitament för låntagare att begränsa sin skuldsättning.” (sid. 1, min kursivering).

”Att motverka överdrivna belåningsgrader och överskuldsättning bör ligga i företagens gemensamma intresse för att upprätthålla allmänhetens förtroende även i en situation med fallande bostadspriser. När belåningsgraden används som konkurrensmedel kan emellertid enskilda företag ha svårt att hävda en praxis som egentligen ligger i hela branschens intresse. Det är helt enkelt inte lönsamt att på egen hand försöka stävja en allmänt ökad belåningsgrad, trots att den i förlängningen riskerar att skada förtroendet för banksektorn som helhet.” (sid. 11).

Promemorian betonar således behovet av ett stärkt konsumentskydd, medan uttrycket finansiell stabilitet endast nämns två gånger på promemorians 25 sidor. Detta måste förstås mot bakgrund av att Finansinspektionen på den tiden inte hade mandat att införa ett lånetak med hänvisning till finansiell stabilitet utan måste bygga åtgärden på konsumentskyddsargument. Argumentationen får närmast betraktas som paternalistisk. Man ville skydda hushållen mot att fatta dåliga beslut, och göra det svårare att ta på sig så stora skulder att det egna kapitalet riskerade att raderas ut om huspriserna skulle falla i framtiden. Det talas om risken för en osund utveckling, där bankerna konkurrerar med lånemöjligheter som riskerar att försätta hushållen i svåra situationer. Samtidigt riktas inga anmärkningar mot bankernas kreditprövning, och det konstateras att kreditförlusterna på bolån historiskt varit små. Däremot framhålls risken för att prisfall kan leda till inlåsning vid avgörande livshändelser som motiverar en flytt (skilsmässa, arbetslöshet osv.). Betoningen ligger alltså inte på kassaflödets känslighet för stör-

ningar, och därmed risker för den makroekonomiska stabiliteten, utan snarare på inlåsnings effekter och konsument skydd. I praktiken har dock bolånetaket blivit en grundbult i makrotillsynsregleringen av hushållens skulder. Som framgår av namnet gäller taket endast bolån, medan blancolån och olika former av konsumtionskrediter faller utanför. Lånetaket gör det således inte omöjligt att överbelåna sig, bara lite krångligare och dyrare.

I beslutspromemorian diskuteras ett par alternativ till lånetak: prisfallsförsäkring och amorteringskrav. Huvudargumentet mot prisfallsförsäkring är att marknaden för sådana instrument är outvecklad.<sup>54</sup> Vad gäller amorteringskrav framhålls att det skulle kunna leda till att hushållen i stället drog ned på sina amorteringar av konsumtionskrediter med högre ränta. Vidare påpekas att ”ett generellt amorteringskrav som relaterar till en specifik kredit kan även enkelt kringgå genom att hushållet använder pantutrymmet för att ta upp ny kredit, antingen i sitt befintliga kreditinstitut eller hos ett nytt företag.” Dessa motargument till trots skulle just amorteringskrav komma att införas några år senare.

### 8.3 Amorteringskraven

Den 1 juni 2016 utfärdade Finansinspektionen, med stöd av den nya lag som gett myndigheten ansvaret för makrotillsynen, föreskrifter om amorteringskrav för nya bostadslån, definierade som lån med den egna bostaden som säkerhet.<sup>55</sup> Bolån som överstiger 70 procent av bostadens värde ska amorteras med minst 2 procent (av de totala bolånen) per år och med minst 1 procent per år för lån mellan 50 och 70 procent av bostadens värde. Med stöd i den nya lagen har nu argumentationen vidgats, jämfört med när bolånetaket infördes, och beslutspromemorian hänvisar mycket tydligt till den makroekonomiska stabiliteten. Detta är i linje med resonemang kopplade till kreditykeln om att en obalanserad skulduppbyggnad kan göra hushållen, och i förlängningen den makroekonomiska utvecklingen, särskilt känsliga för störningar. Samtidigt noteras att de direkta

---

<sup>54</sup> I Englund (2020a) kap. 5 diskuteras olika former av lånekontrakt och finansiella instrument kopplade till bostadsprisernas utveckling. Av olika skäl har marknader för sådana kontrakt haft svårt att utvecklas i Sverige liksom i andra länder. Det då relativt nystartade företaget Valueguard hade som affärsidé att utveckla en sådan marknad.

<sup>55</sup> Finansinspektionen (2016a).

riskerna för bankerna och det finansiella systemet är små, eftersom kreditförlusterna på bostadslån historiskt varit obetydliga. Riskerna för den finansiella stabiliteten får alltså tänkas vara indirekta och uppstå genom att störningar till den makroekonomiska balansen inte kan pareras med vanlig penning- och finanspolitik, utan riskerar att slå tillbaka på den finansiella stabiliteten.

”Hushållens skuldsättning, som till största delen består av bolån, skapar även risker för den svenska samhällsekonomin. Internationella erfarenheter tyder på att hushåll med hög belåningsgrad är mer benägna att väsentligt ändra sitt konsumtionsbeteende vid ekonomiska störningar vilket i sin tur kan skapa och förstärka lågkonjunkturer. (...) Finansinspektionen bedömer därför att de makroekonomiska riskerna kopplade till hushållens skuldsättning för närvarande ökar. (...) Med makroekonomiska risker kopplade till hushållens skuldsättning avses risken att konjunkturnedgångar skapas eller förstärks på grund av att högt skuldsatta hushåll minskar sin konsumtion.” (Finansinspektionen 2016 a, sid. 1).

”En obalanserad utveckling på kreditmarknaden kan orsaka stora svängningar i ekonomin som är förknippade med betydande samhällsekonomiska kostnader. När många hushåll samtidigt drar ned på sin konsumtion, får detta stora effekter på den ekonomiska utvecklingen. De enskilda hushållens beteende riskerar därmed sammantaget att bidra till att skapa och förstärka en lågkonjunktur. Finansinspektionens bedömning är att hushåll med en belåningsgrad som är högre än 50 procent utgör de största makroekonomiska riskerna. Denna grupp av hushåll växer i dagsläget, samtidigt som det är mindre än hälften av hushållen med belåningsgrader som uppgår till 50–70 procent som amorterar. En utveckling med fortsatt stigande bostadspriser och stigande skuldsättning skulle innebära att riskerna ökade ytterligare.” (Finansinspektionen 2016 a, sid. 12)

Promemorian gör ingen jämförelse med andra sätt att begränsa hushållens skulder, t. ex. ett skärpt bolånetak eller ett tak kopplat till hushållens skuldkvot. Det är också värt att notera att det talas om risken för att ”skapa och förstärka en lågkonjunktur”, vilket kan låta som att amorteringskraven sågs som en del i konjunkturpolitiken.



Rimligen var det underförstått att en skulddriven lågkonjunktur också skulle öka risken för en finansiell kris.<sup>56</sup>

En svaghet med krav på lån och amorteringar knutna till bostadens värde är att de inte bryter kopplingen mellan lån och bostadspriser. De förhindrar inte att befintliga lån höjs när bostadspriserna stiger och tillåter att nya låntagare lånar alltmer i takt med de höjda priserna. Det är därför inte förvånande att man kom att överväga regler som också är relaterade till hushållens inkomster. I mars 2018 utvidgades således amorteringskravet genom att kopplas till hushållens inkomster. Enligt de nya reglerna ska nya låntagare med bolåneskulder som överstiger 4,5 gånger deras bruttoinkomst amortera minst 1 procent av skulderna utöver det redan gällande amorteringskravet. I beslutspromemorian anförs

”Det amorteringskrav som infördes 2016 ... har dämpat skulderna bland nya bolånetagare och därmed ökat deras motståndskraft mot makroekonomiska störningar. Men många nya bolånetagare har fortsatt stora skulder i förhållande till sina inkomster och skuldkvoten har fortsatt att öka i bolånestocken. Det innebär att hushållens skulder fortsätter att växa betydligt snabbare än deras inkomster. Det finns studier som tyder på att hushåll med höga skuldkvoter är mer känsliga för inkomststörningar än hushåll med lägre skuldkvoter. Samtidigt visar Finansinspektionens analyser att sambandet mellan hushållens skuldkvoter och belåningsgrader är relativt svagt. Därför bedöms det gällande amorteringskravet inte få en tillräckligt dämpande effekt på hushållens skuldkvoter över tid. I Sverige finns det för närvarande ingen reglering av skuldkvoter. Exempel på länder som har en sådan reglering är Danmark, Norge och Storbritannien. Finansinspektionen bedömer att ett skärpt amorteringskrav för låntagare med höga skuldkvoter gradvis kommer att påverka fler nya bolånetagare, dämpa deras skulder och på sikt göra hushållen mindre sårbara för störningar.” (Finansinspektionen, 2018a, sid. 1–2).

Att amorteringskrav leder till minskade skulder kan i sig ses som positivt för den finansiella stabiliteten, eftersom det innebär att känsligheten för framtida ränteändringar minskar. Men samtidigt ökar det de löpande skuldbetalningarna, summan av räntor och

---

<sup>56</sup> Ordet kris förekommer bara på tre ställen i promemoria, medan konjunktur nämns 13 gånger. Intressant nog finns ingen som helst diskussion av möjligheten att möta störningar med finans- och penningpolitik. Ordet politik nämns på ett ställe och då handlar det om bostadspolitik.

amorteringar. Eftersom det rör sig om fasta kontraktbundna utgifter kommer låntagarnas kassaflödesmarginaler att minska under lång tid, vilket i sig ökar deras känslighet för inkomstbortfall. När det första amorteringskravet infördes låg bolåneräntorna omkring 2 procent. Vid en så låg ränta höjer amorteringskravet de totala lånebetalningarna efter skatt varje år tills kravet upphör när lånet är nedamorterat till 50 procent efter mer än 30 år. Med högre räntor utgör amorteringarna en mindre andel av kassaflödet och efter ett antal år blir kassaflödet för ett amorteringsfritt lån större än för ett lån som nedamorteras enligt krav. Brytpunkten ligger dock många år framåt i tiden. Även vid sex procents ränta dröjer det 15 år innan betalningarna på ett amorteringsfritt lån överstiger betalningarna på ett lån som amorteras enligt det första kravet. Hushåll med små marginaler kan välja att låna mindre och köpa en billigare bostad. Men även med en måttlig sänkning av lån och/eller bostadsvärde innebär amorteringskravet ökade lånebetalningar och minskade kassaflödesmarginaler under de första åren av lånets löptid.

## 8.4 Regleringarnas effekter

Bolånetak och amorteringskrav har införts med det uttalade syftet att stärka hushållens motståndskraft mot störningar. Det är inte enkelt att svara på frågan om det syftet har uppnåtts. Motståndskraft handlar inte bara om skulder utan också om att ha marginaler på balansräkningen i form av likvida tillgångar och ytterligare lånemöjligheter och att ha marginaler i kassaflödena i form av möjligheter att dra ned utgifter eller öka inkomster. I Sverige har Finansinspektionen utvärderat de direkta kortsiktiga effekterna av lånetak och amorteringskrav på hushållens skulder. Däremot saknas utvärderingar av effekter på buffertsparande och kassaflödesmarginaler.

Som framgår av figur 5.3 har hushållens skulder fortsatt att öka i relativt jämn takt sedan finanskrisen och det är svårt att från aggregerade data dra några slutsatser om regleringarnas effekter. Efter att lånetaket införts 2010 avtog ökningstakten i såväl skulder som huspriser och finansiella tillgångar. Däremot är sambanden med de båda amorteringskravens införande 2016 och 2018 mindre klara. Synbarligen har andra faktorer varit viktigare för utvecklingen.

Inte heller om man tittar på nyutlåningen kan man se några tydliga effekter. Enligt Finansinspektionens bolåneundersökningar har den genomsnittliga belåningsgraden för nya lån tagna i samband med bostadsköp tvärtom gradvis ökat från 65 procent 2012 till 70 procent 2021 (figur B.2). Detta är en naturlig följd av att lånebehoven ökat i takt med de stigande bostadspriserna.

Finansinspektionen har utvärderat de kortsiktiga effekterna på nya bolån i samband med införandet av bolånetak och de båda amorteringskraven utifrån jämförelser mellan två grupper av bolåntagare: de som är direkt påverkade av regleringen i fråga och de som är opåverkade.<sup>57</sup> Slutsatser dras sedan genom att jämföra skuldens utveckling och bostadens värde för de båda grupperna. Tidshorizonten är kort, vanligen ett år efter regleringens införande. Resultaten tyder genomgående på vissa effekter. De grupper som påverkats av lånetak respektive amorteringskrav tenderade att ta mindre bolån och att köpa något billigare bostäder. Samtidigt tog de större blacolån varför den totala effekten på hushållens lån blev mindre. Detaljerna skiljer sig något mellan de olika regleringarna; se appendix B för en närmare genomgång. Resultaten avser endast de hushåll som valt att låna även efter regleringen och fångar inte upp att vissa hushåll kan ha avstått helt från att låna och köpa bostad till följd av regleringarna.

Frågan är vad som ligger bakom att storleken på nya lån minskat. Bäckman m.fl. (2023) studerar effekten av det första amorteringskravet och finner att en stor del av låntagarna, sammanlagt 20 procent, har tagit lån med belåningsgrader precis på endera av de båda belåningsgradsgränserna (50 respektive 70 procent). Samtidigt har många lånat mindre än de annars skulle ha gjort och också mindre än vad bankernas KALP-kalkyler medgav. Detta kan tolkas som att vissa hushåll ser amorteringar som en kostnad snarare än som ett sparande och att amorteringskravens effekt på hushållens skulder därför är starkare än de skulle vara om hushållen vore fullt ekonomiskt rationella.

Regleringars effekt på hushållens skulder har också studerats för andra länder; se appendix 2 för en närmare redovisning av dessa studier. För USA, Storbritannien, Irland, Nederländerna och Norge visar det sig att olika former av lånetak haft viss dämpande effekt på

---

<sup>57</sup> Se Finansinspektionen (2017, 2018b, 2019).

hushållens skulder.<sup>58</sup> Mer intressant är att några av dessa studier går vidare och tittar på olika sidoeffekter. En sådan effekt är att hushållens finansiella tillgångar tenderat att minska. Enstaka studier har också studerat indikatorer på hushållens störningskänslighet. Resultat från Storbritannien tyder på att den negativa effekten på huspriser till följd av utfallet av Brexit-omröstningen dämpades i de regioner som påverkats mest av en tidigare skärpning av lånetaken. Den ekonomiska stabiliteten tycks således ha ökat på grund av lånetaken. Resultat för Norge pekar dock i motsatt riktning. Här motverkades effekterna av ett skärpt lånetak av ett neddraget buffertsparande. När arbetslösheten några år senare steg visade det sig att de hushåll som påverkats av lånetaket också kom att bli mer benägna att sälja sina bostäder.

## 8.5 Struktur och konjunktur

Makrotillsynen definieras inte bara av de regler som är i kraft vid en viss tidpunkt utan också av hur reglerna varieras över tiden och hur flexibelt de tillämpas. Om man bedömer att det behövs regleringar för att dämpa kreditlek och se till att låntagarna har tillräckliga marginaler för att möta framtida störningar skulle regleringarna kunna anpassas efter en bedömning av det aktuella stabilitetsläget. I analogi med den kontracykliska kapitalbufferten kan man tänka sig skärpta regleringar ex ante för att förhindra att risker byggs upp och lättade restriktioner ex post, när risken för en kris är akut och den buffert som regleringarna kan ha byggt upp behöver utnyttjas. Annorlunda uttryckt kan man antingen se regleringarna som strukturella åtgärder, som normalt ligger fast så länge inte ekonomins struktur ändras fundamentalt, eller som åtgärder som varieras löpande med bedömningen av stabilitetsläget.

Som vi såg i föregående avsnitt har delar av kapitalkraven varierats flera gånger i takt med att det ekonomiska läget förändrats. Av de låntagarrelaterade åtgärderna har bolånetaket inte ändrats alls sedan det infördes för mer än ett decennium sedan. Amorteringskravet infördes och skärptes sedermera med tydliga hänvisningar till den aktuella skuldutvecklingen, men har därefter legat fast sedan 2018.

---

<sup>58</sup> Se också Araujo m.fl. (2020) för en meta-analys av 56 studier från olika länder, som stödjer slutsatsen att regleringar har en dämpande effekt på skuldutveckling och bostadspriser.

Dock gav man under pandemin möjlighet för bankerna att medge ett tillfälligt undantag för alla låntagare från kraven, både för nya och gamla lån, vilket utnyttjades av 12 procent av låntagarna.<sup>59</sup> Men det handlade alltså bara om ett tillfälligt undantag, som upphörde efter drygt ett år när det akuta hotet mot den finansiella stabiliteten bedömdes vara över. Dessutom innehåller amorteringskraven ett visst mått av flexibilitet även i normala tider genom att bankerna har rätt att ge amorteringsfrihet för låntagare med individuella skäl i form av väsentligt försämrad ekonomi till följd av arbetslöshet och dylikt (den s k ventilen).

Frågan om hur bankerna tillämpar ventilen har aktualiserats i dagens läge med höga elpriser och stigande räntor. Under perioden januari 2022 – april 2023 beviljades ca. 25 000 tillfälliga undantag, vilket motsvarar 2 procent av de hushåll som omfattas av amorteringskraven.<sup>60</sup>

## 8.6 Sammanfattning

Makrotillsynsregleringarna har utvecklats sedan finanskrisen. För det första har strukturen ändrats genom att nya instrument tillkommit. Baselreglerna har implementerats med nya buffertkrav och likviditetsregler. För hushållen har lånetaket kompletterats med amorteringskrav som också gjorts inkomstberoende. För det andra har kraven på såväl banker som hushåll skärpts, åtminstone delvis som en följd av en bedömning att de långsiktiga hoten mot den finansiella stabiliteten ökat. För det tredje har regleringarna lättats när hoten mot den finansiella stabiliteten bedömdes akuta när pandemin bröt ut. Däremot har man stått emot propåer om lättade krav i samband med den aktuella inflationskrisen. Argument har då varit att pausade eller avskaffade amorteringskrav har låg fördelningspolitisk träffsäkerhet och skulle motverka penningpolitiken. Till samspelet med penningpolitiken återkommer vi i kapitel 10.

---

<sup>59</sup> Andersson och Aranki (2021).

<sup>60</sup> Se Finansinspektionen (2023c).

## 9 Kostnader och intäkter av makrotillsynsregleringar

Makrotillsynsregleringarna syftar till att stärka den finansiella stabiliteten och minska risken för en utveckling som kan sluta i en finanskris. Vi vet att finansiella kriser är förknippade med stora realekonomiska kostnader. Allra enklast uttryckt är intäkten av en viss makrotillsynsåtgärd lika med den minskade sannolikheten för en kris multiplicerad med de förväntade kostnaderna av produktionsbortfallet om en kris skulle inträffa. Därtill kommer fördelningseffekter och konsekvenser av fallande tillgångsvärden i form av konkurser mm. Denna intäkt av regleringar ska ställas mot de kostnader som olika regleringar kan ha till följd av att företagens och hushållens tillgång till krediter begränsas.

### 9.1 Intäkter

De låntagarbaserade regleringarna syftar till att dämpa den första förstärkningsmekanismen vid en ekonomisk störning, den som går via hushållens balansräkningar, medan regleringen av bankernas kapital och likviditet tar sikte på den andra förstärkningsmekanismen. Vi diskuterar först de låntagarbaserade regleringarna och därefter regleringen av bankernas kapital.

En premiss för de *låntagarbaserade regleringarna* är att det finns ett samband mellan hushållens skulder och risken för en finanskris. Detta stöds av en omfattande forskning om sambandet mellan skuld och kris, vilken dock nästan genomgående bygger på paneler av makrodata från olika länder och därför i bästa fall fångar den genomsnittliga skulden och dess ökningstakt. Teoretiska modeller och forskning baserad på individdata pekar på att det som har betydelse är inte i första hand genomsnittet utan *andelen hushåll med*

*små eller inga finansiella marginaler* som därför är särskilt känsliga för störningar. Visserligen är höga skulder i genomsnitt och stor andel hushåll med små marginaler normalt positivt korrelerade med varandra, men för att bedöma hushållens sårbarhet med större precision skulle det behövas studier baserade på mikrodata över såväl tillgångar som skulder.

En lånereglering kan väntas leda till att de lån som omfattas av regleringen minskar. Samtidigt finns flera läckage som medför att nettoeffekten på låntagarnas sårbarhet är mindre. För det första omfattas normalt inte alla lån av regleringen. I Sverige avser lånetak och amorteringskrav bara lån med bostaden som säkerhet och kan alltså kringgås genom *blancolån* av olika slag. Effekten på hushållen samlade skulder blir alltså mindre än effekten på bolånen.

För det andra kan inte effekten på sårbarheten bedömas bara från skuldsidan av hushållens balansräkningar utan beror också på hur deras tillgångar påverkas, inte minst *likvida finansiella tillgångar* som kan användas som buffert vid ett framtida inkomstbortfall. Varje reglering riktad mot hushållens skuldsättning kommer sannolikt att få en motverkande effekt på deras finansiella tillgångar. Den bostadsköpare vars lånemöjligheter begränsas av ett bolånetak kanske kompenserar det med att ta mer av egna medel till kontantsatsen. Den husägare som måste amortera kanske kompenserar detta tvångssparande med att dra ned på annat sparande. Storleken på dessa motverkande effekter är svår att bedöma, men det är uppenbart att nettoeffekten av en viss reglering inte är så stor som ett ensidigt fokus på effekterna på skuldsidan kan tyda på. De norska erfarenheterna, som redovisas närmare i appendix B, tyder på att nettoeffekten kan vara nära noll eller till och med negativ.

För det tredje beror sårbarheten inte bara på hushållens balansräkningar utan också på deras *kassaflödesmarginaler*. Ett amorteringskrav kan visserligen leda till att hushållens skulder minskar, men det innebär samtidigt att deras fasta kontrakterade utgifter ökar. På så vis kan det mycket väl göra vissa hushåll mer och inte mindre sårbara för störningar.

För det fjärde kan det uppstå sidoeffekter på *bostadsmarknaden*. I den mån hushållen inte kompenserar minskade lån fullt ut genom att dra ned på sina finansiella tillgångar kommer en lånebegränsning att medföra att efterfrågan på ägda bostäder minskar. Vissa hushåll kanske avstår från att köpa över huvud taget, medan andra efter-

frågar en billigare bostad. Effekten blir en press nedåt på priserna. Detta ökar marginalerna hos de hushåll som inte drabbas av lånebegränsningen och kan på så sätt ha en viss positiv effekt på den finansiella stabiliteten. Samtidigt krymper marginalerna, låneutrymmet, hos dem som redan äger en bostad genom att deras egna kapital i bostaden minskar. Med ett mindre eget kapital riskerar dessa hushåll att få svårt att finansiera byte till en annan bostad.

Sammantaget är låneregleringars effekter på hushållens motståndskraft oklara. Även om de verkligen minskar hushållens skulder är det inte säkert att nettoeffekten på hushållens samlade motståndskraft mot störningar är positiv. Om så är fallet är svårt att bedöma utan tillgång till mikrodata om hushållens balansräkningar och kassaflöden.<sup>61</sup> Effekten beror också på regleringarnas flexibilitet. Genom att lätta på regleringarna i en situation där hushållen utsätts för stora negativa störningar, exempelvis genom att medge amorteringsfrihet, kan spridningseffekter på konsumtion och aggregerad efterfrågan begränsas.

Ju fler hushåll som är finansiellt begränsade desto större är risken att störningar via den privata sektorns balansräkningar kan komma att spridas till bankerna. Den direkta risken för kreditförluster är visserligen begränsad av att lånen i Sverige löper med full regressrätt. Men regressrätten gör samtidigt att effekten på konsumtions- efterfrågan blir desto större. Det ställs alltså krav på penning- och finanspolitiken att neutralisera denna effekt. Detta kan vara särskilt problematiskt om räntan ligger nära sin nedre gräns och en expansiv politik måste föras med okonventionella metoder och svårbedömd transmissionsmekanism. Om penningpolitiken inte är framgångsrik finns en risk att produktion och sysselsättning drabbas och att detta sprider sig till företagen med kreditförluster för bankerna som följd. Detta kan utlösa den andra förstärkningsmekanismen via bankernas balansräkningar.

Regleringen av *bankernas kapital* syftar till att dämpa den andra förstärkningsmekanismen. Om bankerna tvingas binda mer eget kapital blir de rimligen mer motståndskraftiga mot kreditförluster. Men samtidigt kan krav på kapitaltäckning utlösa vissa motverkande effekter.

---

<sup>61</sup> En statlig utredning, SOU 2022:51, kom nyligen med ett förslag om ny statistik över hushållens skulder och tillgångar. För makrotillsynen är det utomordentligt viktigt att utredningens förslag genomförs. Utan en sådan statistik baserad på individdata är det omöjligt att bedöma låneregleringars effekter.



För det första kan kapitalkrav leda till att bankerna drar ned sina buffertar av likvida tillgångar som skulle kunna avyttras i ett pressat läge. Precis som för hushållen måste man därför titta på effekter på båda sidor av balansräkningen. För bankerna finns särskilda krav på likviditet just för att motverka en sådan risk. Något motsvarande krav på hushållens buffertsparande finns som bekant inte. För det andra kan kapitalkrav på bankerna medföra ett läckage till andra långgivare vilka inte omfattas av kraven. Om dessa aktörer är mindre seriösa och har kortare perspektiv än de reglerade bankerna motverkas effekten på det finansiella systemets stabilitet. Dessa motverkande krafter till trots är det knappast någon tvekan om att skärpta kapitalkrav på bankerna, åtminstone från dagens nivå, skulle bidra till att stärka den finansiella stabiliteten.

Sammantaget har regleringar av hushållens skulder och bankernas kapital således potentiella intäkter i form av minskad sårbarhet för störningar och därmed minskad risk för en framtida kris. Beroende på regleringarnas utformning kan deras nettoeffekt på den finansiella stabiliteten dock vara mindre än vad en snäv indikator som hushållens skulder eller bankernas soliditet kan ge sken av.

## 9.2 Kostnader

Mot potentiella intäkter i form av minskad krisrisk ska ställas kostnader i form av att kreditmarknaderna fungerar sämre i normala tider. Medan intäkterna med viss sannolikhet materialiseras i en mer eller mindre avlägsen framtid, uppstår kostnaderna med säkerhet här och nu. De är av olika slag.

Åtgärder riktade mot *hushållens skulder* minskar deras möjligheter att utjämna konsumtionen över livsrytmen. Välfärdsförlusten av att tvingas dra ned på konsumtion och inköp av varaktiga konsumtionsvaror i unga år, när inkomsterna är låga och marginalnyttan av konsumtion är hög, kompenseras inte fullt ut av ett ökat konsumtionsutrymme längre fram i livet, när marginalnyttan av konsumtion är lägre. Välfärdsförlusten av denna restriktion på konsumtionens fördelning över tiden varierar självfallet från individ till individ.

Den mest uppenbara negativa effekten är kopplad till hushållens bostadsval och rör både den intensiva och den extensiva marginalen. Hushåll som påverkas av restriktionerna kommer att efterfråga

billigare bostäder, och vissa hushåll kommer inte att kunna efterfråga en ägd bostad överhuvudtaget. Hushåll som överväger att flytta till ett bättre jobb kanske avstår för att de inte kan finansiera ett bostadsköp. Fler ungdomar stannar kvar i föräldrahemmet eller hänvisas till en dyr och osäker andrahandsmarknad. Unga hushåll i början av bostadskarriären och med inkomstförutsättningar att efterfråga en större bostad hindras från att byta upp sig. Dessa negativa effekter modereras av att den minskade efterfrågan leder till att priserna på bostäder faller. För förstagångsköpare är denna priseteffekt positiv, eftersom den minskar såväl boendekostnaden som kravet på kontantinsats. För hushåll på väg uppåt i bostadskarriären är effekten av sänkta priser mer sammansatt. Å ena sidan gynnas de på samma sätt som förstagångsköparna av att lägre bostadspriser innebär lägre boendekostnader, eller i deras fall en mindre ökning av boendekostnaden vid flytt från en billigare till en dyrare bostad. Å andra sidan minskar deras eget kapital i den befintliga bostaden, vilket ökar deras behov av att låna vid köp av en ny bostad. För hushåll på väg nedåt i bostadskarriären innebär sänkta priser en kapitalförlust samtidigt som allmänt minskade boendekostnader gör att incitamenten att flytta till en billigare ägd bostad eller en hyresrätt minskar. Effekten för det enskilda hushållet hänger således samman med ålder och fas i bostadskarriären. Generellt gäller att kreditregleringar främst drabbar hushåll med goda inkomstutsikter men begränsade finansiella resurser, vilka annars skulle vara fullt kreditvärda. Samtidigt kan lånerestriktioner, på grund av priseteffekterna på bostadsmarknaden, till och med gynna hushåll med goda finansiella resurser på grund av effekten på bostadspriserna.

Storleken på priseteffekterna, liksom på boendemönstret, beror på hur utbudet av bostäder påverkas. Om det inte skulle påverkas alls, blir priseteffekten påtaglig och leder till en omfördelning av bostadsbeståndet mellan olika kategorier, från hushåll utan finansiella resurser men med hyggliga inkomster som förhindras att låna till hushåll med god finansiell ställning som inte drabbas av lånerestriktioner men drar fördel av lägre bostadspriser – från humankapital till finansiellt kapital.

Utbudet av bostäder är dock knappast helt fixt, ens på kort sikt, och en lägre prisnivå kommer att på flera sätt leda till ett gradvis minskat utbud av ägda bostäder. För det första äger och disponerar vissa hushåll mer än en bostad och alternativkostnaden för att låta

bostäder stå oanvända minskar om priserna faller. För det andra påverkas byggandet negativt. För det tredje minskar incitamenten att omvandla hyresrätter till bostadsrätter. Det uppstår alltså en välfärdskostnad i form av en minskad tillgång på ägda bostäder, vilken endast delvis kompenseras av en ökad tillgång på hyresbostäder. Från ett perspektiv skulle låneregleringar kunna ses som ett sätt att neutralisera den förmånliga skattebehandlingen av ägt boende. Det rör sig i så fall om en mycket indirekt metod med tveksam fördelningsprofil. I kombination med att hyresmarknaden fungerar illa blir resultatet att finansiellt svaga grupper stängs ute från den reguljära bostadsmarknaden.

Det är av uppenbara skäl svårt att kvantifiera kostnaderna i form av minskad välfärd när hushållens konsumtionsmönster påverkas. Dessa kostnader hänger nära samman med hushållens individuella preferenser och förutsättningar: hur stor är kostnaden i form av trångboddhet och begränsat konsumtionsutrymme i ungdomen om det samtidigt kompenseras med vidgade konsumtionsmöjligheter längre fram i livet? Uppenbarligen varierar svaret på denna fråga från individ till individ. En kvantifiering måste bygga på bedömningar av boendepreferenser och av den intertemporala substitutionselasticiteten mellan konsumtion i olika skeden i livet.

Kapitalkrav på *bankerna* påverkar i någon mån deras kapitalkostnader, vilket minskar deras förmåga att bidra till näringslivets investeringar och därigenom har en hämmande effekt på tillväxten i ekonomin i normala tider.<sup>62</sup> Dessutom kan det avleda kreditefterfrågan från banker till mindre hårt reglerade kreditinstitut ("skuggbanker") och värdepappersmarknader av olika slag. Med detta följer en omfördelning av krediter från småföretag som kan vara beroende av bankfinansiering till större företag som lättare kan lösa sina finansieringsbehov på de finansiella marknaderna. Detta kan i viss mån motverka de negativa effekterna på investeringar och tillväxt. Det kan samtidigt ha negativa effekter för den finansiella stabiliteten om en större del av kreditgivningen sker i mer eller mindre oreglerade former. På liknande sätt kan en ökad andel blacolån utanför banksystemet skapa problem för den finansiella stabiliteten.

---

<sup>62</sup> I sin metaanalys av makrotillsynsregleringar finner Araujo m.fl. (2020) sju studier med någon form av indikator på ekonomisk aktivitet som beroende variabel. Deras skattning är att en skärpt reglering har en liten men statistiskt signifikant effekt på den ekonomiska aktiviteten.

### 9.3 Nettointäkter

Sammanfattningsvis går det således att identifiera ett antal poster i en kostnads- och intäktskalkyl för olika makrotillsynsregleringar, men det är knappast meningsfullt att försöka sig på en kvantitativ sammanvägning.<sup>63</sup> Några allmänna slutsatser går ändå att dra.

- Regleringar av bankernas kapital och likviditet ökar bankernas motståndskraft mot störningar och minskar därigenom risken för en kris i det finansiella systemet.
- Regleringar av bankernas kapitaltäckning minskar bankernas utlåningskapacitet och kan ha negativa effekter på investeringar och tillväxt.
- Regleringar av bankernas kapitaltäckning riskerar att leda till substitution från reglerad till oreglerad kreditgivning.
- Regleringar av hushållens skulder kan, rätt utformade, bidra till att minska risken att en störning till hushållens ekonomi sprider sig till bankerna.
- Regleringar av hushållens skulder riskerar att få motverkande effekter i form av minskade likviditetsbuffertar och kassaflödesmarginaler samt substitution från reglerade till oreglerade låneformer.
- Regleringar av hushållens skulder får välfärdskostnader genom att de stör hushållens konsumtionsval över livscykeln, inte minst deras bostadsval.
- Regleringar av hushållens skulder och bankernas kapital har fördelningseffekter och drabbar finansiellt svaga aktörer: småföretag som inte kan hävda sig på anonyma finansiella marknader och unga hushåll utan eget sparande.

---

<sup>63</sup> Forskning vid ECB av Mendicino m.fl. (2021) ger ett exempel på en sådan sammanvägning. De utvecklar en dynamisk modell som illustrerar hur krav på kapitaltäckning kan väga kostnader i form av höjda räntor och minskade investeringar mot intäkter i form av minskad risk för bankkris. I takt med att kraven höjs avtar margineffekten på risken för bankkris samtidigt som margineffekten på bankernas utlåningsräntor och därmed på tillväxten i ekonomin ökar. Enligt modellen balanserar dessa effekter varandra vid ett bruttosoliditetskrav på ca 15 procent, dvs väsentligt högre än gällande krav på bruttosoliditet. Siffran är i linje med andra försök till kvantifiering, t.ex. Riksbanken (2011).

- Regleringar riktade mot individuella hushålls skulder är trubbiga instrument som inte tar hänsyn till individuella förhållanden.
- Regleringarna behöver vara flexibla och kunna lättas på när ekonomin utsätts för störningar.

Regleringarnas effekter beror förstås på hur de är utformade. Vi återkommer till den frågan i kapitel 11.

# 10 Samspelet mellan makrotillsynsregleringar, penningpolitik och finanspolitik

Den finansiella stabiliteten kan också påverkas av åtgärder på andra politikområden som inte har finansiell stabilitet som sitt huvudmål. Hit hör penningpolitiken och finans- och skattepolitiken. I detta kapitel diskuteras hur starka dessa kopplingar är och om åtgärder inom dessa områden bör utformas med effekter på den finansiella stabiliteten i åtanke. I vilken utsträckning kan makrotillsynsregleringar stödja penning- och finanspolitiken?

## 10.1 Penningpolitik

I den mån penningpolitiken påverkar realräntan i ekonomin har den också effekter på skulder och tillgångsvärden och därmed på den privata sektorns känslighet för störningar och i förlängningen på risken för en finanskris. Tanken att penningpolitiken ska ta viss hänsyn till detta och ”luta sig mot vinden” kan därför ligga nära till hands. Åren efter den globala finanskrisen kom den första penningpolitiken till en början att delvis påverkas av en strävan att säkra den finansiella stabiliteten. I Sverige sattes räntan högre än vad som var förenligt med traditionell inflationsmålspolitik i syfte att motverka överbelåning och finansiella bubblor. Styrräntan höjdes stegvis från 0,25 procent i juli 2010 till som mest 2 procent i juli 2011 trots att inflationstrycket i ekonomin var lågt och resursutnyttjandet dåligt. Först under 2012 lades penningpolitiken om i expansiv riktning, och den har därefter mer entydigt styrts av sitt inflationsmål.

Erfarenheterna från början av 2010-talet illustrerar de konflikter som uppstår då man försöker kontrollera två mål med ett medel,

styrräntan. I en modell kalibrerad på svenska data beräknar Svensson (2017) förväntade kostnader och intäkter av att hålla en högre ränta än vad som är motiverat av en flexibel inflationsmålspolitik, som syftar till att stabilisera inflationen runt sitt mål och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Han finner att kostnaderna i form av ökad arbetslöshet (och lägre inflation) med bred marginal överstiger intäkterna i form av minskat produktionsbortfall kopplat till en framtida kris. Kockerols och Kok (2021) anpassar Svenssons modell till eurozonen och finner att även där överstiger kostnaderna intäkterna av att luta sig mot vinden. De utvidgar också modellen till att inkludera en lågfrekvent kreditcykel samt makrotillsyn i form av kapitalkrav och lånetak. Även med denna utvidgning finner de att kostnaderna överstiger intäkterna för penningpolitiken, medan det motsatta gäller för makrotillsynen.

Efter 2012 har Sverige liksom de flesta andra länder fört en expansiv penningpolitik med mycket låga, ofta negativa, styrräntor och stora tillgångsköp, medan makrotillsynen dragit åt motsatt håll med begränsningar av möjligheterna för hushåll och företag att låna i banksystemet. Makrotillsynsregleringarna har på det viset i någon mån dämpat penningpolitikens expansiva effekt. Detta behöver i sig inte vara problematiskt. Penningpolitiken verkar brett genom att styrräntan påverkar kostnader för alla sorts krediter, medan makrotillsynen kan ha en snävare inriktning mot vissa sektorer och kreditbegränsade aktörer. Kombinationen av expansiv penningpolitik och stram makrotillsyn kan därför ha en expansiv effekt samtidigt som den omfördelar finansieringsmöjligheter från hushåll och småföretag, som är beroende av banklån, till storföretag med tillgång till finansiella värdepappersmarknader.

Givet att finansiell stabilitet har blivit ett viktigt mål är frågan i vilken grad makrotillsyn och penningpolitik behöver koordineras. Det beror delvis på storleken på korseffekterna mellan instrument och mål och i vilken riktning dessa effekter går. Man kan peka på tre mekanismer varigenom penningpolitiken skulle kunna ha inverkan på den finansiella stabiliteten. För det första stimulerar lägre räntor ökad skuldsättning, och större skulder kan göra hushållen mer sårbara för störningar. Med ökade skulder binds en större andel av hushållens inkomster upp av fasta utgifter och marginalerna minskar om inkomsterna skulle falla eller de fasta utgifterna skulle öka, exempelvis vid en framtida räntehöjning. För det andra leder en

expansiv penningpolitik normalt till högre tillgångsvärden. Med lägre räntor och avkastningskrav är bostadsköpare och andra investerare villiga att betala högre priser. Samtidigt blir tillgångsvärdena mer känsliga för störningar från fundamentala faktorer. Exempelvis får en ändrad balans mellan utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden ett större genomslag på bostadspriserna, och därmed på bostadsägarnas låneutrymme, ju lägre räntan är. Likaså blir effekten av en omläggning av politiken i kontraktiv riktning starkare. För det tredje kan lägre räntor ibland leda till ökat risktagande på finansiella marknader när investerare letar efter investeringsobjekt som uppfyller mer eller mindre givna avkastningskrav ("search for yield").

Att en expansiv penningpolitik kan få vissa negativa effekter på den finansiella stabiliteten är dock oftast inget stort problem, eftersom den finansiella stabiliteten knappast är hotad i normala lågkonjunkturer när penningpolitiken är expansiv. Även om många, majoriteten i Riksbankens direktion inte minst, var bekymrade över hushållens ökande skulder på 2010-talet fanns det då knappast starka tecken på att utvecklingen utgjorde ett akut hot mot den finansiella stabiliteten, allrahelst sedan den efter hand mötts med lånetak och amorteringskrav. I en högkonjunktur, å andra sidan, leder en kontraktiv penningpolitik normalt till att tillgångspriserna hålls nere med en dämpande effekt på skuldutvecklingen i ett läge där skulderna annars skulle kunna utgöra ett problem för den finansiella stabiliteten. En konflikt uppstår dock i ett läge likt dagens med en utbudsdriven inflation som möts med kraftigt höjda räntor. Här riskerar en ökad räntebörda att sätta högt skuldsatta hushåll under press med en potential att på sikt hota den finansiella stabiliteten.

Omvänt kan makrotillsynsregleringar ha effekter på aggregerad efterfrågan och därmed på inflationstrycket. Ett sänkt lånetak minskar hushållens möjligheter att skuldfinansiera konsumtion, och skärpta kapitalkrav minskar bankernas utlåningskapacitet med potentiellt negativa konsekvenser för företagens investeringar. Även från detta perspektiv tenderar makrotillsynen att oftast verka i samma riktning som penningpolitiken, även om dagens situation kan anföras som exempel på en konfliktsituation. Det normala är dock att när den finansiella stabiliteten är hotad och det finns behov att stärka balansräkningarna i ekonomin, är det samtidigt läge att strama åt penningpolitiken med högre räntor. Penningpolitiken gör det



dyrare och makrotillsynen gör det svårare att låna. Båda drar åt samma håll, och avvägningen blir delvis en fördelningsfråga. Penningpolitiken verkar brett, medan makrotillsynen slår med viss precision mot finansiellt begränsade aktörer. I grund och botten är det dock bara penningpolitiken som har förmåga att upprätthålla inflationsmålet.

Makrotillsyn och penningpolitik kan således normalt sägas vara komplement till varandra. Så är emellertid inte fallet i alla situationer. Idag, när utbudsstörningar samtidigt har medfört ökad inflation och minskad aggregerad efterfrågan, har röster höjts för att mildra, pausa eller avskaffa amorteringskraven i syfte att minska påfrestningarna på hushållen och hålla konsumtionen uppe. Samtidigt har det anförts som motargument att makrotillsynen då skulle motverka penningpolitiken genom att öka den aggregerade efterfrågan i ett läge där penningpolitiken strävar efter att dämpa den. Detta skulle i så fall få Riksbanken att höja räntan mer än vad som annars vore fallet.

Oavsett om penningpolitiken och makrotillsynen normalt drar i samma riktning eller ej är frågan om korseffekterna är så starka att det skapar problem. Penningpolitiken slår brett över hela ekonomin, medan makrotillsynen består av mer riktade kvantitativa regleringar i syfte att göra banker och hushåll mindre känsliga för störningar. I den mån dessa regleringar varierar över tiden kan det ha effekt på penningpolitikens mål. I en krissituation där behovet av att stärka den aggregerade efterfrågan är stort och den finansiella stabiliteten är hotad är det sannolikt att möjligheten att lätta på kreditregleringarna kan ha betydande effekt på sysselsättning och inflation.

De makroekonomiska konsekvenserna av makrotillsynsåtgärder analyseras av Chen m.fl. (2023) i en nykeynesiansk modell där en andel av hushållen är lånebegränsade. De finner att effekterna av ändrade lånebegränsningar kan vara betydande. Vid en jämförelse mellan olika instrument finner de att sänkt tak på belåningsgraden (LTV), beroende på spridningseffekter via bostadsmarknaden, har en mycket kraftigare kontraktiv effekt än ett sänkt tak på lånekvoten (LTI). Detta kan vara särskilt viktigt att ta hänsyn till om penningpolitiken begränsas av att Riksbankens styrränta är nära sin nedre gräns.

En rent empirisk studie är Altavilla m.fl. (2020), som har konstruerat ett index över makrotillsynsåtgärder i olika EU-länder med data från ECB:s *Macroprudential Database*. De finner att

penningpolitikens genomslag – mätt med förändring i bankutlåning – beror på hur makrotillsynen utformas. Effekten av en expansiv penningpolitik är väsentligt större om makrotillsynen samtidigt ändras i samma riktning. Makrotillsyn och penningpolitik är således komplement i denna mening. Detta gäller utlåning till både företag och hushåll.

Empiriska studier som belyser interaktionen mellan penningpolitik och makrotillsyn är dock ännu i sin linda, och det går inte att fästa särskilt stort avseende vid enskilda studier. En aktuell översikt på området befäster dock intrycket att korseffekterna är begränsade.<sup>64</sup> Behovet av koordination är således inte uppenbart.

Betydelsen av att penningpolitik och makrotillsyn riskerar att dra åt motsatta håll i vissa situationer beror på hur aktivt de varierar över tiden. Medan penningpolitiken närmast definitionsmässigt är en del, för att inte säga den centrala delen, av konjunkturpolitiken och följer dagsläget, betraktas makrotillsynen vanligen som mer strukturell och framåtblickande. Den syftar till att göra banker och hushåll mindre sårbara för framtida makroekonomiska störningar, vilka annars skulle riskera att bli svåra att parera med penningpolitiken, genom att bygga upp buffertar som normalt inte varierar särskilt mycket i normala tider, men som kan användas fullt ut i ett krisläge. Makrotillsynen syftar till att göra den privata sektorn och bankerna tillräckligt motståndskraftiga den dag krisen närmar sig, inte till att variera nivån på regleringarna i takt med smärre variationer i bedömningen av den framtida krisrisken.

## 10.2 Finans- och skattepolitik

Även finanspolitiken kan påverka den finansiella stabiliteten. Inte minst kan skatter vara ett naturligt sätt att ge incitament till banker och privata aktörer att fatta beslut som gagnar stabiliteten. I en databas för EU-länderna över perioden 1995–2018 klassificeras makrotillsynsåtgärder och andra liknande åtgärder i elva olika kategorier. Det visar sig att skatteändringar, som vanligen inte ses som ett makrotillsynsverktyg, är det instrument som utnyttjats mest frekvent. Av antalet beslut när ett instrument ändrats stod skatte-

---

<sup>64</sup> Se Vollmer (2022), avsnitt 4.1.2.

ändringar för 30 procent och ändrade kapitaltäckningskrav för 22 procent.<sup>65</sup>

I Sverige påverkas hushållens efterfrågan på lån av att beskattningen av kapitalinkomster är asymmetrisk. Ränteutgifter är i princip fullt avdragsgilla, åtminstone upp till ett underskott på 100 000 kronor, medan många former av kapitalinkomster är lindrigt beskattade. Tydligast och mest betydelsefull är asymmetrin på bostadsområdet, där avkastningen på småhus är skattefri på marginalen för mer än hälften av alla småhusägare och bostadsrätter är mycket lindrigt beskattade i bostadsrättsföreningen.<sup>66</sup> Ägande av bostäder är således skattemässigt gynnat, vilket tenderar att kapitaliseras i bostadspriserna. Därtill kommer att hyresmarknaden fungerar illa. Gällande system för hyressättning medför att billiga lägenheter är svåråtkomliga, särskilt i storstäder och andra regioner med stark arbetsmarknad. Detta innebär att efterfrågan på bostäder avleds till ägarmarknaden. Inte minst gäller det för unga hushåll, för vilka en billig hyreslägenhet annars ofta vore det naturliga valet i början av bostadskarriären. Den bristande tillgången på hyreslägenheter påverkar därför efterfrågan på lån.

En förändrad bostadsbeskattning och en mer flexibel hyressättning skulle således vara effektiva medel att minska skuldsättningen, inte minst för unga hushåll med osäkra framtidsutsikter som kan vara särskilt känsliga för störningar, och därigenom gagna den finansiella stabiliteten. Att bostadsbeskattningen och hyresregleringen skulle ändras inom en nära framtid är dock inte särskilt realistiskt. Det finns därför skäl att fundera över alternativa åtgärder på skatteområdet för att underlätta för unga hushåll att komma in på bostadsmarknaden utan att hamna i en alltför finansiellt sårbar situation. En statlig utredning föreslog nyligen särskilda statsgaranterade startlån för förstagångsköpare med en belåningsgrad på upp till 95 procent.<sup>67</sup> Det är dock oklart vilka fördelar detta förslag har framför en höjning av gällande lånetak, eventuellt begränsad till förstagångsköpare. En annan tänkbar åtgärd kan vara att stimulera buffertsparande, t.ex. genom skattelättnader eller genom att lätta på lånetak eller amorteringskrav beroende på sparbuffert. Med tanke på

---

<sup>65</sup> Se Biljanovska och Chen (2023), tabell 4.

<sup>66</sup> Se Englund (2020b) för en analys av bostadsbeskattningen.

<sup>67</sup> SOU 2022:12.

den fördelaktiga skatten på investeringssparkonto finns det dock skäl att ställa sig skeptisk till ytterligare sparsubventioner.

### 10.3 Sammanfattning

Ansvarsfördelningen inom penningpolitiken är kodifierad i den nya riksbankslagen enligt vilken ”Riksbanken ska, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bidra till att det finansiella systemet är stabilt och effektivt”. Inflationsmålet har således företräde framför hänsyn till den finansiella stabiliteten och penningpolitiken ska inte luta sig mot vinden. Eftersom korseffekterna mellan penningpolitik och makrotillsyn är begränsade talar mycket för att detta är en ändamålsenlig ansvarsfördelning. Av liknande skäl bör makrotillsynen inte användas aktivt för att dämpa normala, även relativt djupa, konjunktursvängningar. Däremot bör makrotillsynsregleringarna vara flexibla i meningen att de buffertar som har byggts upp kan utnyttjas och ge motståndskraft i kristider. Vi diskuterar denna fråga närmare i nästa kapitel.

Vad gäller skattepolitiken finns det starka skäl för en reform som gör kapitalbeskattningen mer symmetrisk och minskar gynnan av ägt boende. En sådan reform skulle minska skatteincitamenten för hushållen att skuldsätta sig och därigenom gagna den finansiella stabiliteten. Sådana reformer skulle lätta på trycket på makrotillsynsregleringarna att bidra till den finansiella stabiliteten.



# 11 Makrotillsynsregleringarna – utvärdering och reformmöjligheter

Vi har formulerat målet för makrotillsynsregleringarna som att hålla risken för en finansiell kris på en låg nivå med beaktande av sido-effekter på finansmarknadernas funktion. Makrotillsynsregleringarna bidrar till målet genom att se till att det finns buffertar både hos bankerna och deras låntagare. Regleringarna syftar således till att dämpa de båda första förstärkningsmekanismerna. Regleringarna av bankerna, som påverkar den andra mekanismen, är riktade mot båda sidor av bankernas balansräkningar med krav på eget kapital, likviditet och begränsad risk i portföljen av lån och andra tillgångar. Regleringen av låntagarna, som avses dämpa den första mekanismen, är bara riktade mot hushållen och enbart mot deras skulder. Företagens tillgångar och skulder är däremot inte direkt reglerade, bortsett från de grundregler om soliditet som finns i bolagslagstiftningen.

Motståndskraft måste byggas upp i förväg och kan inte enkelt skapas på kort sikt genom att variera regleringarna vid indikationer om en förestående kris. I ett sådant läge kan det till och med vara oklart i vilken riktning en reglering behöver ändras. Ett skärpt amorteringskrav eller lånetak som sätts in för sent riskerar att spåda på en nedgång och kan därigenom öka sannolikheten för en kris. Därför bör makrotillsynen vara strukturell och normalt inte ändras i takt med konjunkturen. Däremot är det uppenbart att regleringen måste vara flexibel i en krissituation, så att motståndskraften verkligen kan utnyttjas när den behövs. Mer om detta längre fram.

## 11.1 Regleringen av bankernas kapital

Bankerna är reglerade genom krav på kapital och likviditet. Krav på kapital finns i tre former: riskvägda kapitaltäckningskrav, bruttosoliditetskrav och krav på kapital och kvalificerad skuld för resolution (MREL). Vi återkommer till hur kraven samspelar med varandra.

Strukturen på de riskvägda kapitaltäckningskraven kan tyckas ändamålsenlig med ett minimikrav i botten, buffertkrav ovanpå och ett kontracykliskt buffertkrav på toppen som kan varieras beroende på bedömningen av stabilitetsläget. Buffertkraven svarar tillsammans för mer än hälften av det totala kapitaltäckningskravet. Det innebär att den bank som bryter mot de samlade buffertkraven har stort utrymme att vidta åtgärder för att stärka situationen innan det kan bli fråga om att banken försätts i resolution eller riskerar att få sitt tillstånd indraget. Ändå torde bankerna i praktiken vara mycket obenägna att ens komma nära att bryta mot buffertkraven. Som vi sett uppfylls dessa idag med råge. Mot den bakgrunden är den direkta kopplingen mellan smärre variationer i den kontracykliska bufferten och bankernas faktiska kapitaltäckning relativt svag. I dagens "normalläge" svarar den kontracykliska bufferten bara för två procentenheter av ett totalt buffertkrav på mer än åtta procent. Sannolikt fungerar variationer i den kontracykliska bufferten oftast mer som signaler om Finansinspektionens bedömning av stabilitetsläget än som direkta incitament för bankerna att anpassa sin kapitaltäckning.

Riskvägningen av basen för kapitaltäckningen har stor betydelse. De riskvägda tillgångarna är bara ungefär en fjärdedel av de totala tillgångarna. Detta avspeglar framför allt de historiskt låga kreditförlusterna på bostadslån och andra lån till privatpersoner, vilka dominerar bankernas låneportföljer. Samtidigt har Finansinspektionen rätt att sätta golv för vissa riskvikter. Detta är särskilt relevant om man bedömer att en viss typ av utlåning har externa effekter som en enskild bank inte har anledning att beakta i sin egen riskbedömning. För närvarande gäller riskviktsgolv för bostadslån till hushåll på 25 procent och för lån till fastighetsbolag på 25 procent med säkerhet i bostäder och 35 procent med säkerhet i kommersiella lokaler. Historiskt har kreditförlusterna på lån till fastighetsbolag varit långt större än på lån till hushåll. Spridnings-

effekterna på sådana lån till följd av risk för tvångsförsäljningar är också väsentligt större. Mot den bakgrunden är det slående att det inte är någon skillnad i riskviktgolvet mellan bostadslån till hushåll och företag.

Ett annat frågetecken om kapitalkraven rör relationen mellan det riskvägda kapitaltäckningskravet och det icke riskvägda bruttosoliditetskravet. I dagens läge ligger det riskvägda kapitalkravet, buffertkraven medräknade, väsentligt över bruttosoliditetskravet. Samtidigt ligger det senare långt över det riskvägda minimikravet. Detta innebär att bankerna i praktiken har väsentligt mindre buffertar än det kan synas om man bara betraktar de riskvägda kraven. Härigenom är bankernas incitament att hålla nere risken i sin låneportfölj lägre än de annars skulle vara. Om man vill se till att bankerna har mer kapital än idag bör det därför åstadkommas genom att skärpa det riskviktade kravet. Bruttosoliditetskravet bör bara ses som en extra garanti mot att riskvikterna urholkas och att bankernas soliditet därigenom sjunker alltför lågt.

## 11.2 Regleringen av hushållens skulder

Två synsätt kan motivera åtgärder mot hushållens skuldsättning. Det ena är konjunktorellt och utgår från en bedömning att höga och växande skulder i ett visst läge kan indikera en utveckling som inte är långsiktigt hållbar. Det kan handla om att skulderna används för att finansiera ”överkonsumtion” eller att de driver på en bubbla på bostadsmarknaden med priser som inte är förenliga med långsiktiga fundamenta. En reglering skulle då kunna bromsa en pågående utveckling som annars riskerar att resultera i en rekyl som skulle hota den makroekonomiska och finansiella stabiliteten. Det andra synsättet är mer framåtblickande och strukturellt och ser reglering av skuldsättningen inte som ett medel att bromsa en för stunden pågående utveckling utan som verktyg för att begränsa hushållens känslighet för framtida störningar. Ju större fasta utgifter hushållen har i form av räntor och amorteringar desto känsligare blir de för framtida inkomstbortfall, och ju högre skulder de har desto större blir påverkan på deras kassaflöden om räntan skulle stiga, allt annat lika.



Det konjunkturella synsättet leder till att skuldregleringar ska varieras även under ”goda tider” i takt med, exempelvis, indikationer på överkonsumtion eller övervärdering på bostadsmarknaden. Här kan det också spela roll hur skulderna har uppkommit. Många kriser har haft sin bakgrund i en skulduppbyggnad som drivits av utbudsstörningar i form av ändrade regleringar eller nya finansiella institutioner. Just i sådana lägen med plötsligt ändrat utbud av krediter tycks riskaptiten hos både långgivare och låntagare ofta öka, och kombinationen av sänkta riskpremier och snabb låneexpansion är då en varningsklocka för framtida kriser. Frågan är dock om det i praktiken är möjligt att tillräckligt snabbt analysera ny information och i ljuset av den skärpa eller införa nya skuldregleringar i syfte att bryta en lånefinansierad konsumtionsboom eller husprisbubbla. En skärpning kan komma fel i tiden och få effekt först sedan konjunkturen vänt av andra skäl.

De båda synsätten låter sig i och för sig väl förenas. På liknande sätt som den kontracykliska kapitalbufferten kan en skuldreglering ha ett strukturellt motiverat normalläge kring vilket regleringen varieras beroende på tecken på överhettning. Frågan blir då närmast hur aktivt regleringen ska varieras kring sitt normalläge och vilka indikatorer som skulle kunna läggas till grund för sådana variationer. Nära till hands ligger kreditgapet, dvs skuldutvecklingens avvikelser från trend, och utvecklingen av det finansiella sparandet. Det är dock tveksamt om dessa indikatorer innehåller tillräckligt skarp information. Risken är stor att ändringar i ena eller andra riktningen blir feltajmade.

Besluten att införa lånetak och amorteringskrav i Sverige har huvudsakligen präglats av ett strukturellt synsätt och presenterats som preventiva åtgärder i syfte att skapa buffertar mot framtida störningar, i viss analogi med bankernas kapitalbuffertar snarare än som åtgärder i ett överhettat läge. De har introducerats vid tillfällen då skulderna förvisso ökat, men där det knappast funnits tecken på att skuldökningen skulle ha lett till vare sig överkonsumtion eller upptrissade bostadspriser. Tvärtom ökade hushållens tillgångar, såväl reala som finansiella, snabbare än skulderna under hela 2010-talet. Likaså låter sig de snabbt stigande bostadspriserna under perioden väl förklaras av fundamentala faktorer som fallande ränta, förmånlig beskattning av ägt boende, illa fungerande hyresmarknad och otillräckligt nybyggande.

I det följande kommer jag i huvudsak att följa det strukturella synsättet och utgå från att en rimlig ambitionsnivå med makrotillsynsregleringar är att se till att hushållen har god motståndskraft, inte att parera kortsiktiga störningar. Samtidigt är det viktigt att regleringarna är flexibla i kristider så att motståndskraften verkligen kan utnyttjas när en kris står för dörren.

Frågan är då hur verkningsfulla olika låneregleringar är. Som diskuterades närmare i kapitel 9 är det långt ifrån säkert att en viss reglering i praktiken ökar hushållens buffertar, eftersom regleringar tenderar att ge upphov till motverkande effekter, framför allt på buffertsparande och sådana lån som inte träffas av regleringen. Det är heller inte i första hand den totala storleken på skulder och buffertsparande som spelar roll. Snarare är det skuldernas fördelning och andelen hushåll med små finansiella marginaler. Ju fler hushåll som har små buffertar desto känsligare är konsumtionen för störningar.

Även om nettoeffekten av en viss reglering på hushållens buffertar och på den finansiella stabiliteten skulle vara positiv måste denna vinst vägas mot kostnader i form av försämrade tillgång till bostadsmarknaden och minskad möjlighet att omfördela konsumtion över livscykeln. Denna välfärdskostnad beror i stor utsträckning på hushållens individuella förhållanden – preferenser, inkomstutsikter och förmögenhet. För unga hushåll utan tillgång till annan finansiering men med goda framtida inkomstutsikter kan välfärds-kostnaderna vara betydande, inte minst i Sverige med tanke på hur illa hyresmarknaden för bostäder fungerar. Regleringarna får således fördelningseffekter. Särskilt missgynnas de hushåll som är beroende av krediter och därför får sitt konsumtions- och investeringsmönster snedvridet, dvs. individer med stort humankapital i förhållande till finansiellt kapital. Lånetak och amorteringskrav slår direkt mot förstagångsköpare med otillräckligt eget sparkapital. Samtidigt kan hushåll med god tillgång till finansiellt kapital gynnas om regleringar leder till att priserna på bostäder pressas ned.

Av denna bakgrundsbild följer att åtgärder riktade mot hushållens skulder bör

- tillse att hushållen långsiktigt har buffertar, i såväl balansräkningen som kassaflödet, för att hantera framtida störningar utan alltför stora effekter på konsumtion och aggregerad efterfrågan,

- vara flexibla så att buffertarna kan utnyttjas och ger motståndskraft i kristider, samt
- ta hänsyn till individuella förhållanden, t.ex. ålder och förväntningar om framtida inkomstutveckling, vilka har betydelse för välfärdskostnaden.

Dessa punkter är i linje med akademisk forskning om hur lånekontrakt bör utformas med hänsyn till effekter på den finansiella stabiliteten. Campbell m.fl. (2021) analyserar ett lån med rörlig ränta och en option som tillåter låntagaren att i en recession avstå från att amortera och samtidigt förlänga lånets löptid. De visar att ett sådant kontrakt stabiliserar konsumtionen, skiftar bankernas kreditförluster från lågkonjunktur till högkonjunktur och höjer konsumenternas välfärd. Likaså visar Guren m.fl. (2021) att optimala kontrakt bör tillåta lättnader i lånebetalningar i kristider så att betalningsprofilen förskjuts framåt i tiden<sup>68</sup> En annan möjlighet är att som i Australien låsa amorterade belopp på ett särskilt konto (*offset account*) som låntagaren kan dra på under vissa omständigheter.

Vi kan nu granska dagens svenska regleringar och några av de alternativ som förekommer i andra länder utifrån de uppställda kriterierna.

Ett *bolånetak* baserat på belåningsgraden (LTV) begränsar skulden i relation till bostadens värde. Det är ett ganska grovt instrument i och med att det inte tar någon direkt hänsyn till individens kreditvärdighet. I praktiken, åtminstone så som taket är utformat i Sverige, medger det dock en viss flexibilitet för låntagaren eftersom det inte omfattar blacolån. Det kan tyckas lite bakvänt att bara lägga restriktioner på inteckningslån men inte på lån utan säkerhet, vilka rimligen måste uppfattas som mer känsliga ur stabilitetssynpunkt. Normalt löper lån utan säkerhet med högre ränta och kortare amorteringstid, varför ett lånetak från låntagarens perspektiv kan ses som en sorts skatt på lån över taket.<sup>69</sup> På så sätt är gällande lånetak mjukare än om det hade träffat den totala skulden samtidigt som dess effekt på den finansiella stabiliteten är begränsad.

---

<sup>68</sup> Båda analyserar numeriska jämviktsmodeller kalibrerade mot amerikanska data och institutioner (bl.a. bolån utan regressrätt). Det innebär att resultaten inte är direkt överförbara till svenska förhållanden. De allmänna slutsatserna torde dock hålla även i en svensk miljö.

<sup>69</sup> Det är i och för sig ingen naturlag att blacolån för kreditvärdiga låntagare alltid ska ha högre ränta än inteckningslån.

Från konjunktursynpunkt har lånetak nackdelen att de inte bidrar till att sätta stopp för en pris-låne-spiral på en överhettad marknad. Omvänt blir lånetaket mer bindande i en nedåtgående konjunktur med fallande bostadspriser, där det begränsar utrymmet för lånefinansierad konsumtion som annars skulle kunna hålla emot en nedgång. Hur lånetak fungerar över konjunkturen beror också på om marknadsvärdet, basen i LTV, kan räknas om för befintliga lån, vilket är fallet i Sverige. Om det ursprungliga värdet låg fast, även vid ett framtida tillägglån, skulle lånetaket begränsa utrymmet för konsumtionslån när bostadspriserna stiger, samtidigt som det inte skulle bromsa låneutrymmet vid fallande priser. Ur stabilitetssynpunkt kan det därför vara lämpligt att begränsa värdets följsamhet med marknadsprisernas utveckling.

En annan bas för ett bolånetak är att lägga det på *skuldkvoten* (LTI). En avgörande skillnad är att taket då ligger fast i kronor och öre oberoende av prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Ett sådant tak eldar därför inte på en pris-låne-spiral. Det kan tvärtom verka återhållande på bostadsprisernas stegring, eftersom det skärper kravet på kontantinsats krona för krona när marknadspriserna stiger och leder till att allt fler hushåll då blir bortransonerade från bostadsmarknaden, eller i varje fall begränsade till ett billigare segment av marknaden. Detta innebär förstås att välfärdskostnaden i form av störning av hushållens bostadsval blir desto större.

En praktisk svårighet med ett skuldkvotstak är att det måste grundas på en specifik inkomstdefinition. Hur ska hänsyn tas till försörjningsbörd, olika bidrag mm? Detta är visserligen förhållanden som bankerna regelmässigt hanterar när de gör sina kreditbedömningar (KALP-kalkyler), men det är inte självklart hur de ska formuleras i författningstext.

Sammantaget är det oklart om ett bolånetak, vare sig det är kopplat till värde eller till inkomst, bidrar till att stärka hushållens buffertar eftersom effekten kan motverkas genom blancolån och minskat buffertsparande. Det svenska lånetaket lämnar heller inte utrymme för att ta hänsyn till individuella förhållanden. I en kris-situation kan lånetaken lättas i syfte att stötta bostadsmarknaden och medge tillägglån för konsumtion. Det är värt att notera att lånetaket, till skillnad från amorteringskraven, inte lättades i samband med pandemin.

Lånetak av olika slag begränsar lånet vid lånetillfället, men har ingen annan effekt på betalningarna över lånets livstid. *Amorteringskrav* påverkar däremot den framtida betalningsprofilen, som blir mer framtung ju hårdare krav som ställs. Lånebetalningarna blir större, ofta mycket större, under lånets första år, och kravet skärper därigenom kassaflödesrestriktionerna särskilt i kombination med lånetak för dem som lånat upp till taket. Sådana hushåll blir därför mer, inte mindre, sårbara under ett antal år på grund av amorteringskravet. För hushåll som lånat upp till lånetaket kan amorteringskravet uppfattas som ett gradvis skärpt lånetak under ett antal år.<sup>70</sup> Ett amorteringskrav kan dock kombineras med möjligheten till uppehåll. Det svenska kravet innehåller en klausul (så kallad "ventil"), som ger bankerna rätt att bevilja tillfälligt undantag i särskilda fall när låntagarens ekonomiska förutsättningar väsentligt försämrats såsom vid sjukdom eller arbetslöshet. Däremot kan inte ventilen utnyttjas för lån till normal omfördelning av konsumtion över tiden.

Utöver ventilen, som alltid tänks gälla för individuella omständigheter, kan ett amorteringskrav varieras såväl innan tendenser till kris kan skönjas i syfte att stävja oönskad skulduppbyggnad, som när den finansiella stabiliteten är mer eller mindre akut hotad. Ett exempel på det förra är införandet av det andra amorteringskravet 2018. Ett exempel på det senare är den paus i amorteringskravet som infördes under pandemin. Genom att en sådan lättnad påverkar hela beståndet av lån med amorteringskrav kan det vara en mer verkningfull åtgärd än ett lättat lånetak.

En amorteringslättnad, eller annan omfördelning av skuldbetalningarna över tiden, som utlöses med någon form av automatik skulle ha viss släktskap med de tidigare omnämnda optimala kontrakt som härletts i den akademiska litteraturen. Frågan är om en konjunkturindikator, såsom arbetslöshet, outputgap eller liknande, skulle vara en lämplig utlösande faktor. Om den inte kompletteras med indikatorer mer direkt relaterade till den finansiella stabiliteten riskerar den att sudda ut gränserna mellan makrotillsynen och penningpolitiken. Det är värt att notera att förslag på en ny

---

<sup>70</sup> Skärpningen skulle visserligen teoretiskt sett kunna kringgås genom att löpande ta ut tilläggs lån som täcker årets amortering. I praktiken torde detta vara ovanligt.

amorteringspaus idag har avvisats med argumentet att det skulle motverka effekten av Riksbankens räntehöjningar.<sup>71</sup>

En central fråga är också hur inskränkande amorteringskrav ska vara. Dagens krav på tre procents amortering för vissa låntagare innebär en ungefärlig fördubbling av lånebetalningarna (efter skatt) jämfört med ett amorteringsfritt lån under de första åren, beräknat vid dagens relativt höga ränteläge. Ett mjukare alternativ – med en lång tradition på svensk bostadsmarknad<sup>72</sup> – är annuitetslån, där lånebetalningarna är anpassade så att summan av räntor och amorteringar är konstant över lånets livslängd. Med ett sådant lån och en lång löptid, säg 30 år eller mer, skulle amorteringarna bli beskedliga under lånets första år. Ett sådant ”amorteringskrav” skulle vara mindre begränsande för låntagarna under normala tider, men samtidigt skulle en amorteringspaus göra mindre skillnad.

Ett problem med såväl lånetak som amorteringskrav riktade mot den enskilde låntagaren är att de inte lämnar utrymme för individuella bedömningar. Ett sätt att göra regleringarna mer flexibla och ge plats för individuella bedömningar skulle vara att lägga dem direkt på långgivaren och på ett eller annat sätt reglera dennes samlade låneportfölj, exempelvis genom en gräns för andelen låntagare med lån över en viss belåningsgrad eller amorteringsfria lån. Så är exempelvis fallet med lånetaken i Norge och Storbritannien. Med en sådan mer flexibel reglering får bankerna större möjligheter att anpassa lånevillkoren efter kundens situation och medge en högre skuldkvot eller belåningsgrad för låntagare med låg aktuell inkomst men goda framtidsutsikter. En invändning kan vara att en sådan reglering skulle påverka olika banker olika mycket beroende på deras kundprofil, vilket skulle kunna uppfattas som ett snedvridande av konkurrensen.

I stället för att direkt reglera skulden, eller dess bana över tiden genom ett amorteringskrav, skulle man kunna basera en reglering på *stresstester* av nya låntagare, vilket förekommer i Storbritannien och många andra länder. I Sverige är de KALP-kalkyler som görs av bankerna, liksom av Finansinspektionen i deras bolånerapporter, exempel på sådana stresstester. KALP-beräkningarna är visserligen inte formellt reglerade och ser lite olika ut i olika banker. Men

---

<sup>71</sup> Finansinspektionen (2022c). I den senaste rapporten från Internationella Valutafonden, IMF (2023) föreslås tvärtom att amorteringskraven bör skärpas i dagens konjunkturläge.

<sup>72</sup> Annuitetslån var standard för finansiering av nybyggda bostäder i Sverige under de första efterkrigsdecennierna. Se t.ex. SOU 1974:17, kap. 7.2.

indirekt kan de sägas vara sanktionerade genom Finansinspektionens tillsyn. Man skulle kunna tänka sig att gå vidare och basera en formell reglering på KALP-kalkyler, och knyta regleringen till stressräntan som kan varieras beroende på en bedömning av stabilitetsrisker och förväntningar om den framtida ränteutvecklingen. En sådan reglering skulle också kunna göras mer eller mindre flexibel beroende på hur hårt man vill styra bankernas beräkningar av låntagarnas inkomster och hänsyn till deras buffertsparande. Likaväl som Finansinspektionen idag godkänner bankernas interna kreditriskmodeller för kapitaltäckningskraven skulle de kunna godkänna bankernas KALP-modeller. En invändning kan vara att en KALP innehåller så många parametrar att en reglering i praktiken skulle bli alltför lätt att kringgå.

Ett annat instrument som skulle kunna användas är någon form av restriktion på valet av *räntebindningstid*. I Sverige är detta val helt upp till den enskilde låntagaren som kan välja från en meny av räntor och bindningstider, åtminstone mellan tre månader och tio år. En majoritet av svenska låntagare väljer sedan länge rörlig ränta, dvs att binda på tre månader. Denna andel minskade för en tid under pandemin, men har sedan åter ökat, och av nytecknade bostadslån under det tredje kvartalet 2022 var andelen rörliga lån så hög som 80 procent. Att låna till rörlig ränta har också i genomsnitt varit fördelaktigt, eftersom avkastningskurvan för lån med olika löptid nästan alltid lutat uppåt.<sup>73</sup> Därtill kan bundna räntor skapa en inlåsnings effekt, eftersom det kan vara förknippat med stora kostnader att lösa ett lån med bunden ränta i förtid, särskilt med gällande svenska regler för s k ränteskillnadsersättning.

Ju kortare räntebindning desto känsligare är låntagarna uppenbarligen för ändringar i ränteläget. Ytligt sett kan detta ses som en sårbarhet. Men om så är fallet beror på hur räntevariationer korrelerar med låntagarnas betalningsförmåga. Det normala är att korrelationen mellan räntan och den makroekonomiska utvecklingen är positiv; räntor sänks i lågkonjunktur och höjs i högkonjunktur. Ur det perspektivet är rörlig ränta en sorts försäkring mot inkomstvariationer. Rörlig ränta gör också penningpolitiken mer verkningsfull genom att ränteändringar slår direkt på hushållens

---

<sup>73</sup> Under perioden januari 1997 – januari 2023 var SBAB:s 10-årsränta högre än 3-månadersräntan vid varje tillfälle utom september – november 2008. Den genomsnittliga skillnaden var 1,5 procent.

kassaflöden. Att korrelationen mellan ränta och konjunktur är positiv utesluter dock inte att det finns situationer, typiskt sett efter utbudschocker, där räntan stiger samtidigt som betalningsförmågan sjunker. Det är vad vi ser idag. Kanske kan man hävda att sådana situationer är viktigare för den finansiella stabiliteten och att stabiliteten således skulle gagnas av en större andel lån till fast ränta. Samtidigt skapar bundna räntor inlåsnings effekter och minskar rörligheten på bostadsmarknaden. Även i detta avseende skiljer sig olika individers situation åt och det är sannolikt att välfärdskostnaderna av att reglera hushållens val överstiger eventuella vinster i form av ökad stabilitet

En mer radikal variant är den typ av lån som förekommer i USA.<sup>74</sup> Där har lånen relativt lång löptid, vanligen 30 år, men med en option att förtidslösa i stort sett utan kostnad. Det innebär att om räntan sjunker kan lånet sättas om till en ny lägre ränta. Det kan tyckas att ett sådant lån kombinerar det bästa från två världar, men detta kommer förstås inte utan kostnad eftersom den ingående optionen har ett pris som läggs på låneräntan. I Sverige råder motsatt förhållande. Reglerna för ränteskillnadsersättning gör det mycket oförmånligt att lösa ett lån i förtid. Ett rimligt första steg vore att reformera dessa regler så att de åtminstone inte systematiskt är till bankernas fördel.<sup>75</sup>

Låt oss sammanfatta mot bakgrund av de uppställda kriterierna.

- Ökar buffertarna? Ett problem med såväl lånetak som amorteringskrav är att de utlöser motverkande effekter, inte minst på hushållens buffertsparande. Amorteringskravet har dessutom en direkt negativ effekt på kassaflödesmarginalerna. Ett sätt att säkerställa att buffertarna verkligen ökar kan vara att koppla regleringarna till lånelöften eller buffertsparande, t.ex. genom att kräva att amorteringar sätts in på ett särskilt bankkonto som kan dras på under vissa förhållanden.
- Ger buffertarna motståndskraft när den behövs? Lånetak och amorteringskrav kan lättas på i kristider. Lättnader i amorteringskraven har en mer direkt effekt genom att de påverkar kassaflöden för befintliga lån och inte bara nya lån. Motståndskraften

---

<sup>74</sup> Ett liknande system förekommer även i Danmark. Se Andersen m.fl. (2020) för en beskrivning och analys av det danska systemet.

<sup>75</sup> Se Finansinspektionen (2022a).



kan ökas om det också finns lånelöften eller buffertsparande som kan utnyttjas.

- Tas hänsyn till individuella förhållanden? Regleringar kopplade till det enskilda lånet tar ingen sådan hänsyn. Flexibiliteten skulle öka om regleringarna i stället lades på bankernas samlade utlåning. En annan möjlighet är att reglera bankernas stresstester.

### 11.3 Sammanfattning

Makrotillsyn är ett nytt politikområde, som ännu inte helt funnit sin form. Den använder regleringar av bankernas kapital och likviditet och hushållens skulder för att därigenom, med den målformulering som angavs inledningsvis, ”hålla risken för en kris på en låg nivå med beaktande av de sidoeffekter som politiken kan ha på kreditmarknadernas funktion under normala tider”. Det handlar alltså om att hitta rätt balans mellan regleringarnas positiva bidrag till att hålla krisrisken nere och deras negativa sidoeffekter på hushålls och företags finansieringsmöjligheter.

I målformuleringen ligger ett ställningstagande till vilken roll som makrotillsynen ska spela. Makrotillsynsregleringarna bör, enligt min mening, fokusera på att göra hushåll och banker robusta mot störningar som är så allvarliga att de kan bli svåra att hantera med vanlig penning- och finanspolitik och som därför riskerar att i förlängningen utlösa en finanskris. Detta synsätt innebär att man bör vara försiktig med att variera regleringarna i normala tider, åtminstone så länge det inte sker stora strukturella förändringar som påtagligt påverkar det finansiella systemets störningskänslighet. Däremot ska det finnas beredskap att tillåta att de buffertar som regleringarna byggt upp också kan utnyttjas. Denna flexibilitet är inbyggd i kapitaltäckningsreglerna med deras uppdelning i baskrav och buffertkrav. Därtill lämnar den kontracykliska bufferten utrymme för aktiva beslut. För regleringen av hushållens lån finns idag ingen motsvarande automatik, utan det krävs aktiva beslut, t.ex. att temporärt lätta på amorteringskravet inför en hotande kris.

Makrotillsynen behöver också göra en avvägning mellan regleringar riktade mot banker och regleringar riktade mot hushåll. Tyngdpunkten ligger naturligen på regleringen av bankerna. Där är ju kopplingen till risken för en kris mycket tydlig och direkt.

Regleringar kan också omfatta båda sidor av bankernas balansräkningar, såväl kapital och likviditet som tillgångarnas risk. Regleringen av hushållens skulder täcker däremot bara den ena sidan av balansräkningen och kopplingen till risken för en kris är mycket mer indirekt. Forskningsläget är också relativt oklart när det gäller olika låntagarbaserade åtgärder. Vi vet än så länge inte tillräckligt väl vad som fungerar och inte fungerar.

Slutligen finns det skäl att påminna om att åtgärder inom skatte- och bostadspolitiken kan vara väl så viktiga för att stärka den finansiella stabiliteten.



# Referenser

- Aastveit, K.A., R.E. Juelsrud, och E. Getz Wold (2022), “The leverage-liquidity trade-off of mortgage regulation”, working paper, Norges Bank.
- Acharya, V., K. Bergant, M. Crosignani, T. Eisert och F. McCann (2022), “The anatomy of the transmission of macroprudential policies”, *Journal of Finance* 77, 2533-2575.
- Ahnland, L. (2019), “Swedish banks and credit institutions since 1870” i R. Edvinsson, T. Jacobson och D. Waldenström (red.) *Banking, Bonds, National Wealth, and Stockholm House Prices, 1420-2020*, Stockholm: Ekerlids, 2022, sid. 100-196.
- Aikman, D., O. Bush och A. Taylor (2018), “Monetary versus macroprudential policies: causal impacts of interest rates and credit controls in the era of the UK Radcliffe Report”, Bank of England Staff Working Paper No. 610.
- Altavilla, C., L. Laeven och J.L. Peydró (2020), “Monetary and macroprudential policy complementarities: evidence from European credit registers”, ECB Working Paper 2504.
- Almenberg, J., M. Andersson, D. Buncic, C. Cella, P. Giordani, A. Grodecka, K. Roszbach och G. Söderberg (2017), ”Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker – nya perspektiv”, Staff memo, avdelningen för finansiell stabilitet, Sveriges Riksbank.
- Almenberg, J., M. Kilström, V. Thell och R. Vestman (2021), ”Hushållens skulder och motståndskraft i kriser”, FI-analys nr 33, Finansinspektionen.
- Andersen, A. L., C. Duus och T.L. Jensen (2016), “Household debt and spending during the financial crisis: Evidence from Danish micro data”, *European Economic Review*, 89, 96–115.

- Andersen, S., J. Campbell, K. Meisner Nielsen och T. Ramadorai (2020), "Sources of inaction in household finance", *American Economic Review* 110, 3184-3230.
- Andersson, M. och T. Aranki (2021), "Tillfälligt amorteringsundantag fick nya bolånetagare att låna mer", FI Analys nr. 34, Finansinspektionen.
- Andersson, M. och R. Vestman (2021), "Liquid assets of Swedish households", FI Analysis nr. 28, Finansinspektionen.
- Araujo, J., M. Patnam, A. Popescu, F. Valencia W. Yao (2020), "Effects of macroprudential policy: Evidence from over 6,000 estimates." IMF Working Paper 20/67.
- Arestis, P. G. Chortareas och G. Magkoni (2015), "The financial development and growth nexus: A meta-analysis", *Journal of Economic Surveys* 29, 549-565.
- Baker, S. (2018), "Debt and the response to household income shocks: Validation and application of linked financial account data", *Journal of Political Economy*, 126(4), 1504-1555.
- Bank of England (2021), *Financial Stability Report*, december 2021.
- Becker, B., M. Fredelius, M. Skrutkowski och P.A. Westesson (2020), "Kan obligations-marknaden dämpa kreditcykeln?", FI-analys nr. 23, Finansinspektionen.
- Benguria, F. och A. Taylor (2020), "After the panic: Are financial crises demand or supply shocks? Evidence from international trade." *American Economic Review: Insights* 2, 509-26.
- Bernstein A., och P. Koudijs (2021), "The mortgage piggy bank: Building wealth through amortization", NBER Working Paper 28574.
- Biljanovska, M. och S. Chen (2023), "Differential effects of macroprudential policy", IMF Working Paper 23/43.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel och M. Martinez-Peria (2001), "Is the crisis problem growing more severe?", *Economic Policy* 16, 52-82.
- Borio, C. (2014), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", *Journal of Banking & Finance* 45, 182-198.

- Borio, C., I. Shim och H.S. Shin (2022), "Macro-financial stability frameworks: experience and challenges", BIS Working Papers No 1057.
- Braconier, H. och S. Palmqvist (2017), "Makrotillsynens roll i Sverige", *Ekonomisk Debatt* nr 4.
- Bunn, P. och M. Rostom (2015), "Household debt and spending in the United Kingdom," Staff Working Paper No. 554, Bank of England.
- Bäckman, C. och N. Khorunzhina (2020), "Interest-only mortgages and consumption growth: Evidence from a mortgage market reform", working paper.
- Bäckman, C., P. Moran och P. van Santen (2023), "Mortgage design, repayment schedules, and household borrowing", working paper.
- Bäckman, C. och C. Lutz (2020), "The impact of interest-only loans on affordability", *Regional Science and Urban Economics* 80.
- Calmfors, L., J. Hassler och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*.
- Campbell, J., N. Clara och J. Cocco (2021), "Structuring mortgages for macroeconomic stability", *Journal of Finance* 76, 2525-2576.
- Chen, J., D. Finnochiario, J. Lindé och K. Walentin (2023), "The costs of macroprudential deleveraging in a liquidity trap", Sveriges Riksbank working paper no.389, uppdaterat 2023.
- Committee on the Working of the Monetary System (1959), *Report*, London: HM Stationery Office.
- Corbae, D. och E. Quintin (2015), "Leverage and the foreclosure crisis", *Journal of Political Economy* 125, 1-65.
- Danmarks Nationalbank (2020), "Stricter lending requirements have made homeowners more robust", Analysis no. 1, 2020.
- Dávila, E. och A. Korinek (2017), "Pecuniary externalities in economies with financial frictions", *Review of Economic Studies* 85, 352-395.

- Defusco, A., S. Johnson och J. Mondragon (2020), "Regulating household leverage", *Review of Economic Studies* 87, 914-958.
- Diamond, D. och P. Dybvig (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy* 91, 401-419.
- Drehmann, M., C. Borio och K. Tsatsaronis (2012), "Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!", BIS Working Papers No. 380.
- Drehmann, M. och M. Juselius (2014), "Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements", *International Journal of Forecasting* 30(3), 759-780.
- Duval, R., G.H. Hong och Y. Timmer (2020), "Financial frictions and the great productivity slowdown", *Review of Financial Studies* 33, 475-503.
- Dynan, K. (2012), "Is household debt overhang holding back consumption?" *Brookings Papers on Economic Activity, Spring* 299-344.
- Englund, P. (2015), "The Swedish 1990s banking crisis. A revisit in the light of recent experience", the Riksbank Macroprudential Conference, 2015; Session 1 - Englund.pdf (riksbank.se).
- Englund, P. (2020a), *Bostadsmarknadens risker*, FORES.
- Englund, P. (2020b), *En ny bostadsbeskattning*. SNS förlag.
- Farhi, E. och I. Werning (2016), "A theory of macroprudential policies in the presence of nominal rigidities", *Econometrica* 84, 1645-1704.
- Favilukis, J., S. Ludvigson och S. van Nieuwerbergh (2017), "The macroeconomic effects of housing wealth, housing finance, and limited risk sharing in general equilibrium", *Journal of Political Economy* 125, 140-225.
- Finansinspektionen (2010), *Allmänna råd om begränsning av lån mot säkerhet i bostad*, beslutspromemoria, FI Dnr 10-1533.
- Finansinspektionen (2016a), *Föreskrifter om krav på amortering av bolån*, FI Dnr 14-16628.
- Finansinspektionen (2016b), *Bruttosoliditet som minimikrav minskar bankernas buffertar*, FI Analys nr 7.
- Finansinspektionen (2017), *Amorteringskravet har minskat hushållens skulder*, FI Analys nr 10.

- Finansinspektionen (2018), *Bolånetaket har minskat hushållens skulder*, FI Analys nr 12.
- Finansinspektionen (2019a), *Finansinspektionen och finansiell stabilitet*, FI Dnr 19–27340.
- Finansinspektionen (2019b), *Färre sårbara hushåll efter skärpt amorteringskrav*, FI Analys nr 17.
- Finansinspektionen (2021), *Samlad utvärdering av makrotillsynsåtgärder*, juni 2021.
- Finansinspektionen (2022a), *Hemställan om ändring av reglerna om ränteskillnadsersättning*, FI dnr 22–2458.
- Finansinspektionen (2022b), *Stabiliteteten i det finansiella systemet*, maj 2022.
- Finansinspektionen (2022c), *Låntagarbaserade åtgärder vid hög inflation och stigande räntor, rapport*, oktober 2022.
- Finansinspektionen (2023a), *Den svenska bolånemarknaden*, mars 2023.
- Finansinspektionen (2023b), *Stabiliteteten i det finansiella systemet*, maj 2023.
- Finansinspektionen (2023c), *Bankernas hantering av undantag från amorteringskraven*, rapport 16 juni 2023.
- Flodén, M., M. Kilström, J. Sigurdsson och R. Vestman (2021), “Household debt and monetary policy: revealing the cash-flow channel”, *Economic Journal* 131, 1742–1771.
- Forsström, V., N. Lindegren och L. Tingåker (2022), *Uppnår kapitalbuffertarna sitt syfte? – Samspelet mellan MREL och kapitalkraven*, FI Analys nr. 39, Finansinspektionen.
- Gertler, M., N. Kiyotaki och A. Prestipino (2020), “Credit booms, financial crises, and macroprudential policy”, *Review of Economic Dynamics* 37, S8 – S33.
- Greenwood, R., S.G. Hanson, A. Shleifer och J.A. Sørensen (2022), “Predictable financial crises”, *Journal of Finance* 57, 863-921.
- Guren, A., A. Krishnamurthy och T. McQuade (2021), “Mortgage design in an equilibrium model of the housing market”, *Journal of Finance* 76, 113-168.



- Hull, Isaiah, (2017), "Amortization requirements and household indebtedness: An application to Swedish-style mortgages". *European Economic Review* 91, 72–88.
- IMF (2023), *Article IV Consultation – Staff Report and Statement by the Executive Director for Sweden*.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2011), "Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons", *IMF Economic Review* 59:2.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2013), "When credit bites back", *Journal of Money, Credit, and Banking* 45:2, 3-28.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2015), "Leveraged bubbles", *Journal of Monetary Economics* 76: S1–S20.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2016), "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy* 31, 107-152.
- Jordà, O., M. Schularick och A. Taylor (2017), "Macrofinancial history and the new business cycle facts", *NBER Macroeconomics Annual*, vol 31.
- Kaplan, G. och G. Violante (2022), "The marginal propensity to consume in models with heterogeneous agents", *Annual Review of Economics* 14, 747-775.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Macmillan.
- King, R. och R. Levine (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right". *Quarterly Journal of Economics* 108, 717–738.
- Kirti, D. (2018), "Lending standards and output growth", IMF working paper 18/23.
- Kockerols, T. och C. Kok (2021), "'Leaning against the wind' Macroprudential policy, and the financial cycle", *International Journal of Central Banking* 17(5), 177-236.
- Korinek, A. och A. Simsek (2016), "Liquidity trap and excessive leverage", *American Economic Review* 106, 699-738.
- Krishnamurthy, A. och T. Muir (2017), "How credit cycles across a financial crisis", NBER working paper 23850.
- Laeven, L. och F. Valencia (2020), "Systemic banking crises database II", *IMF Economic Review* 68, 307-361.

- Levine, R. (2005), "Finance and growth: Theory and evidence" i P. Aghion och S. Durlauf (red.), *Handbook of Economic Growth*, volym 1, kapitel 12, sid. 865–934, Elsevier.
- Levine, R. (2021), "Finance, growth, and inequality", *IMF working paper* 21/164.
- López-Salido, D., J. Stein och E. Zakrajšek (2017), "Credit market sentiment and the business cycle", *Quarterly Journal of Economics* 132(3), 1373–1426.
- Lorenzoni, G. (2008), "Inefficient credit booms", *The Review of Economic Studies* 75, 809–833.
- Mendicino, C., K. Nikolov, J. Rubio-Ramirez, J. Suarez och D. Supera (2021), "How much capital should banks hold?", *ECB Research Bulletin* 27 January, 2021.
- Mian, A., och A. Sufi (2010), "Household leverage and the recession of 2007–2009," *IMF Economic Review* 58(1), 74–117.
- Mian, A., A. Sufi och E. Verner (2017), "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics* 132, 1755–1817.
- Mian, A., A. Sufi och E. Verner (2020), "How does credit supply expansion affect the real economy? The productive capacity and household demand channels", *Journal of Finance* 75, 949-995.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Mc Graw Hill.
- Niemeyer, J. (2016), "Basel III. Vad och varför", *Penning- och valutapolitik*, 2016:1, Sveriges Riksbank.
- Norges Bank (2022), "Vurdering av utlånsforskriften", brev till Finanstilsynet, analysevedlegg.
- Peydró, J.L., F. Rodriguez-Tous, J. Tripathy och A. Uluc (2020), "Macroprudential policy, mortgage cycles and distributional effects: Evidence from the UK", Bank of England Staff Working Paper No. 866.
- Price, F., B. Beckers och G. La Cava (2019), "The effect of mortgage debt on consumer spending: Evidence from household-level data", Research Discussion Paper RDP 2019-06, Reserve Bank of Australia.

- Reinhart, C. och K. Rogoff (2009), *This time is different. A panoramic view of eight centuries of financial Crises*. Princeton University Press.
- Richter, B., M. Schularick och P. Wachtel (2021), "When to lean against the wind", *Journal of Money, Credit, and Banking* 53, 4-39.
- Riksbanken (2011), *Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker*. En samhällsekonomisk analys. Sveriges Riksbank.
- Riksgälden (2019), *Finansiell krishantering. Riksgäldens arbete för den finansiella stabiliteten*. Dnr RG 2018/518.
- Schularick, M. och A. Taylor (2012), "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008." *American Economic Review* 102(2), 1029-61.
- SOU 1974:17, *Solidarisk bostadspolitik*.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*.
- SOU 2022:12, *Startlån till förstagångsköpare av bostad*.
- SOU 2022:51, *En ny statistik över hushållens tillgångar och skulder*.
- Stein, J. (2021), "Can policy tame the credit cycle?", *IMF Policy Review* 69, 5-22.
- Sufi, A. och A. Taylor (2022), "Financial crises: a survey", kapitel 7 i G. Gopinath, E. Helpman och K. Rogoff (red.) *Handbook of International Economics*, vol. 6.
- Svensson, L. E.O. (2016), "Amortization requirements may increase household indebtedness: A simple example, IMF Working Paper WP/16/83.
- Svensson, L.E.O. (2017), "Cost-benefit analysis of leaning against the wind", *Journal of Monetary Economics* 90, 193-213.
- Svensson, L.E.O. (2020), "Macroprudential policy and household debt: What is wrong with Swedish macroprudential policy?", *Nordic Economic Policy Review* 2020, 111-167.
- Svensson, L.E.O. (2021), "Household debt overhang did hardly cause a larger spending fall during the financial crisis in the UK", working paper.
- Tucker, P. (2016), *The design and governance of financial stability regimes*, Essays on International Finance, vol. 3. Centre for International Governance Innovation.

- Van Bakkum, S., M. Gabarro, R. Irani och J-L. Peydró (2021), "Take it to the limit? The effects of household leverage caps", working paper.
- Vollmer, U. (2022), "Monetary policy or macroprudential policies: What can tame the cycles?", *Journal of Economic Surveys* 36, 1510-1538.
- Wilhelmsson, M. (2022), "What is the impact of macroprudential regulations on the Swedish housing market?", *Journal of Housing Economics* 57.



# Appendix A

## Låntagarbaserade åtgärder i andra länder

Tabell A.1 ger en översikt över vilka typer av regleringar som används inom EU baserad på information från ESRB. I vissa fall är regleringarna lagligt bindande, medan det i andra fall handlar om rekommendationer från tillsynsmyndigheterna.

Tabell A.1 Låntagarbaserade åtgärder, 2022

	Belånings- grad (LTV)	Skuld- kvot (LTI)	Skuld- tjänstkvot (DSTI)	Amorterings- krav	Löptids- reglering	Stress- test
Belgien	X					
Bulgarien						X
Cypern	X		X			X
Danmark	X	X				
Estland	X		X		X	
Finland	X					X
Frankrike			X		X	
Island	X		X			
Irland	X	X				X
Lettland	X	X	X		X	
Liechtenstein	X			X		
Litauen	X		X		X	
Luxemburg	X					
Malta	X		X		X	
Nederländerna	X				X	
Norge	X	X		X		X
Polen	X		X		X	
Portugal	X		X		X	
Rumänien	X		X		X	
Slovakien	X	X	X	X	X	X

	Belånings- grad (LTV)	Skuld- kvot (LTI)	Skuld- tjänstkot (DSTI)	Amorterings- krav	Löptids- reglering	Stress- test
Slovenien	X		X		X	
Storbritannien		X				X
Sverige	X			X		
Tjeckien	X	X	X	X	X	X
Ungern	X		X			
Österrike	X		X		X	
<b>ANTAL</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>8</b>

Källa: ESRB; [www.esrb.europa.eu/national\\_policy/ccb/html/index.en.html](http://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html)

Olika sorters regleringar samspekar med varandra på flera sätt. I vissa länder, bland andra Danmark och Norge, är regleringarna också särskilt strikta i de mest expansiva regionerna där risken för överhettning på bostadsmarknaden är störst. Nedan presenteras kort huvuddragen i regleringarna i några länder som kan vara jämförbara med Sverige.

*Danmark* har inga strikta regleringar men en rad rekommendationer. Ett grundkrav är att alla låntagare ska klara en reguljär kreditprövning för ett 30-årigt lån med fast ränta och rak amortering. Härtill kommer begränsningar kopplade till såväl belåningsgrad som lånekot. I botten ligger ett bindande lånetak, infört 2014, på 95 procent av husets marknadsvärde.<sup>76</sup> Det kompletterades 2016 med ett antal riktlinjer knutna till skuldkvoten, beräknad på inkomsten före skatt. Vid en skuldkvot under 4 gäller inga restriktioner. Vid högre skuldkvot och en belåningsgrad över 60 procent gäller striktare restriktioner i tillväxtregioner än i landet i övrigt. För hela landet gäller att amorteringsfrihet bara får beviljas för lån med fast ränta. För tillväxtregioner gäller dessutom restriktioner kopplade till hushållets nettoförmögenhet, vilken inkluderar finansiella tillgångar liksom andra fastigheter. För en skuldkvot mellan 4 och 5 tillåts bara amorteringsfrihet om nettoförmögenheten förblir positiv efter ett prisfall på fastigheten med 10 procent. Vid en skuldkvot över 5 krävs att nettoförmögenheten är positiv även efter ett prisfall på 25 procent.<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Av de 95 procenten kan högst 80 procent komma från bolåneinstitut och resterande 15 procent från banklån.

<sup>77</sup> Se Danmarks Nationalbank (2020).

*Norge* var tidigt ute efter finanskrisen med regleringar riktade mot hushållens skulder. 2010 infördes ett lånetak för bolån på 90 procent av husets värde, vilket sänktes till 85 procent året därpå. Därefter har regleringar avseende både skuldkvot och amorteringstakt liksom stresstester införts och ändrats vid flera tillfällen. Idag gäller ett skuldkvotstak på 5 gånger hushållsinkomsten och ett amorteringskrav på 2 procent per år för bolån med belåningsgrad över 60 procent. I stället för 2,5 procents årlig amortering kan man bestämma amorteringarna utifrån ett motsvarande annuitetslån med 30 års löptid. Regleringarna tillämpas för varje bank genom så kallade flexibilitetskvoter, som innebär att 10 procent av det samlade värdet på nya bolån tillåts bryta mot kraven (5 procent för konsumtionslån). Regleringarna är dessutom differentierade mellan Oslo och övriga landet och mellan primär- och sekundärbostäder. Stress-testerna har ändrats vid flera tillfällen. Idag krävs att låntagaren ska klara en räntehöjning med 3 procentenheter samtidigt som stressräntan ska vara minst 7 procent.<sup>78</sup>

I *Finland* infördes lånetak 2014 på 95 procent av marknadsvärdet för förstagångsköpare och 90 procent för övriga låntagare. Taket för de senare sänktes sedan 2018 till 85 procent men höjdes åter till 90 procent under pandemin 2020 för att sedan sänkas tillbaka till 85 procent i oktober 2021. Till skillnad från många andra länder är kravet formulerat som ett tak på bolånet i förhållande till ställda säkerheter. En bolånetagare kan köpa en garanti av långivare eller staten, men också använda andra fastigheter och värdepapper som tilläggssäkerheter. Utan tilläggssäkerheter är lånetaket 75 procent. Härtill rekommenderas bankerna sedan 2010 att stresstesta låntagarna så att dessa klarar en ränta på 6 procent för ett lån med 25 års livstid. Det är värt att notera att Finland inte har något krav kopplat till hushållens skuldkvot.

*Nederländerna* har av tradition tillåtit mycket höga belåningsgrader. I kombination med avdragsgilla räntor har detta bidragit till hög skuldsättning med belåningsgrader ofta över 100 procent. Först 2001 sattes en gräns för belåningsgraden på 106 procent, vilken sedan sänkts gradvis till 100 procent från 2018. Fortfarande är det alltså möjligt att köpa ett hus utan egen kontantinsats. Avdragsrätten för räntor har också stimulerat höga skulder och amorteringsfria lån. Från 2011 tillåts dock högst 50 procent av hushållets bolån

---

<sup>78</sup> Se Norges Bank (2022).



vara amorteringsfria. I syfte att ytterligare stimulera till amorteringar begränsades också avdragsrätten för räntor till att bara gälla för lån med amorteringar och en löptid på högst 30 år.<sup>79</sup>

I *Storbritannien* är den viktigaste regleringen knuten till skuldkvoten. För varje bank gäller att maximalt 15 procent av värdet av alla nya bolån får ha en skuldkvot över 4,5. Därtill krävs att låntagaren ska klara ett stresstest och kunna bära en 3 procent högre ränta över en femårsperiod.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Se Bernstein och Koudijs (2021), avsnitt 2.

<sup>80</sup> Se Bank of England (2021).

# Appendix B

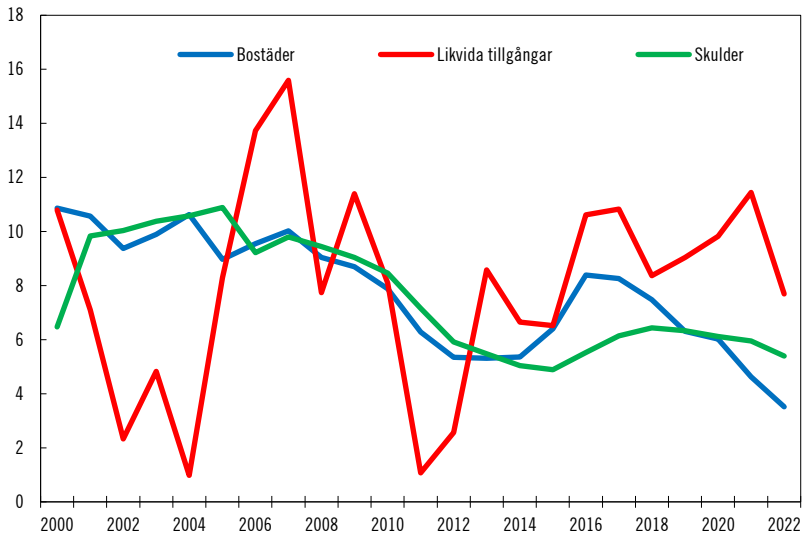
## **Effekter av regleringar av hushållens bostadslån**

Detta appendix ger en kort översikt över utvärderingar av olika regleringar av hushållens bostadslån. Den första delen behandlar lånetak och amorteringskrav i Sverige och refererar i huvudsak till utvärderingar gjorda inom Finansinspektionen. I en andra del redogörs för studier av regleringar i andra länder.

### **Skuldutvecklingen i Sverige**

Eftersom lånetak och amorteringskrav endast berör nya lån och amorteringskraven är riktade mot låneskuldens utveckling över tid, kan man knappast vänta sig att se något tydligt utslag i aggregerade data. I figur B.1, som visar ökningstakten för skulder, huspriser och finansiella tillgångar, kan man möjligen skönja vissa effekter. Efter att lånetaket införts 2010 avtog ökningstakten i såväl skulder som huspriser och finansiella tillgångar tydligt. Däremot är sambandet med de båda amorteringskravens införande 2016 och 2018 mindre klart.

**Figur B.1 Hushållens skulder, finansiella tillgångar och bostadsinnehav, procentuell ökningstakt, fem års genomsnitt**



Anm.: Figuren anger ökningstakter av motsvarande siffror i figur 5.3

Det går inte att dra stora växlar på aggregerade data, och det är knappast den totala skuldutvecklingen som är intressant utan snarare andelen hushåll med små finansiella marginaler, dvs hushåll med en skuld på gränsen för vad kreditbedömningar och lånerestriktioner tillåter och utan tillräcklig buffertsparande. Hur många dessa är och hur de påverkats av lånerestriktionerna vet vi tyvärr inte så mycket om, eftersom det saknas data över enskilda hushålls skulder och tillgångar.<sup>81,82</sup>

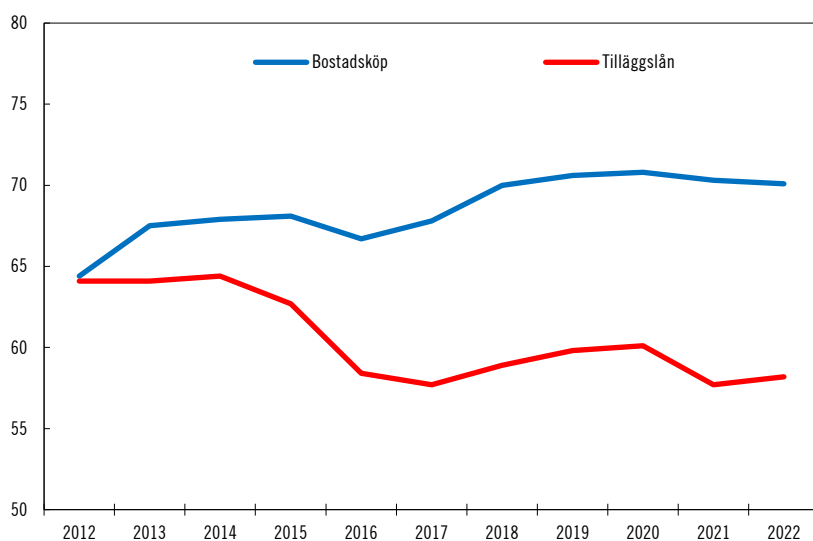
Finansinspektionens bolåneundersökningar ger dock en viss bild av skuldernas utveckling på mikronivå. Undersökningarna bygger på urval bestående av samtliga nya bolånetagare hos de stora bolåneinstituterna under ett par höstveckor varje år (25 – 30 tusen låntagare). De visar således effekter på den intensiva marginalen, de hushåll som faktiskt tar lån, men inte den extensiva marginalen, valet att ta eller inte ta lån. Figur B.2 visar den totala belåningsgraden (LTV) upp-

<sup>81</sup> Sådana data fanns fram till och med 2007. En utredning, SOU 2022:51, som för närvarande remissbehandlas, har presenterat en modell för hur en individbaserad statistik över hushållens tillgångar och skulder åter kan tas fram.

<sup>82</sup> Andersson och Vestman (2021) använder data på kapitalinkomster för att imputera tillgångsvärden. De visar, baserat på data från 2012, att innehavet av likvida finansiella tillgångar är mycket ojämnt fördelat, och att det även bland hushåll med stora skulder finns många som i stort sett saknar en finansiell buffert.

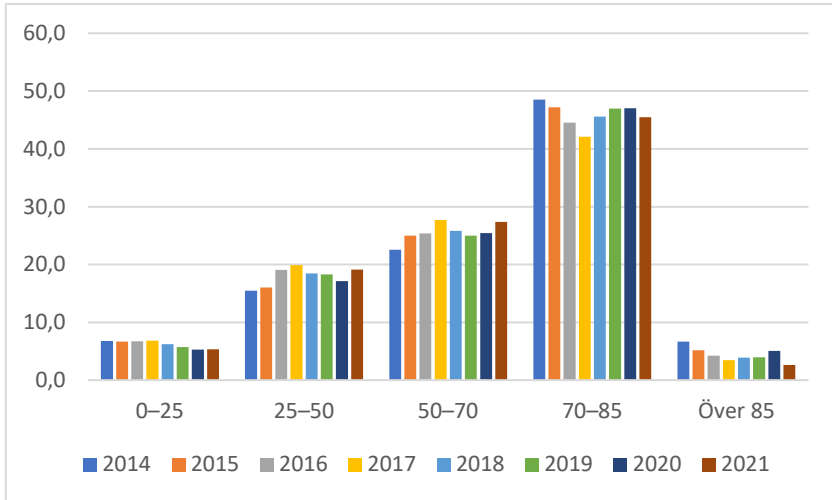
delad på lån för bostadsköp och tillägglån till befintliga lån. Sedan 2012 har den genomsnittliga belåningsgraden ökat från 64 till 70 procent för lån i samband med bostadsköp, medan den gått ned från 64 till 58 procent för tillägglån. Skillnaden i utveckling är en naturlig följd av de snabba prisökningarna under perioden. Allt fler bostadsköpare har blivit beroende av maximala lån, medan gamla låntagare har fått ökat belåningsutrymme. I genomsnitt över alla nya bolånetagare har därför belåningsgraden ökat endast obetydligt från 64,3 procent 2012 till 65,0 procent 2021.

**Figur B.2** Genomsnittlig belåningsgrad bolånetagare, procent



Källa: Finansinspektionen (2023a), figur 8.

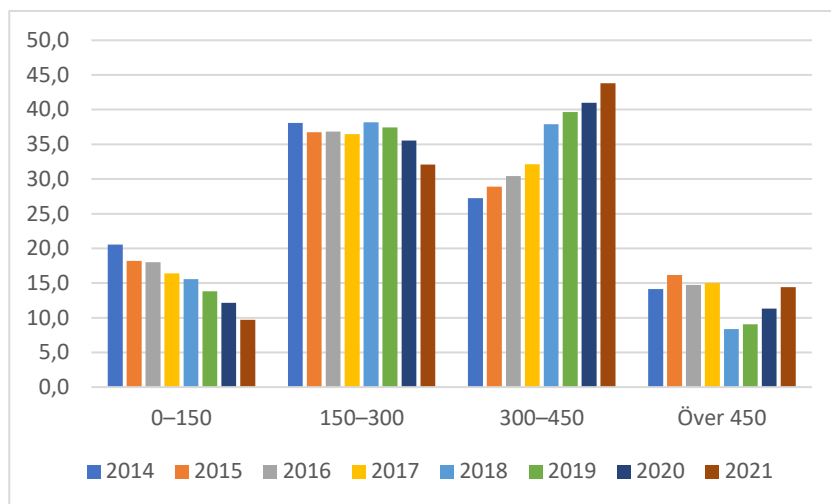
Intressantare än genomsnittet är hur stor andel av låntagarna som är högbelånade. Detta framgår av figur B.3, där de nya låntagarna indelas i grupper efter belåningsgrad. Andelen med belåningsgrad över 85 procent har minskat från nära 7 procent 2014 till under 3 procent 2022, medan andelen mellan 70 och 85 procent har varit relativt stabil. Dessa siffror inkluderar både lån för husköp och tillägglån liksom blancolån tagna i samma bank som bolånet, men däremot inte blancolån tagna i andra banker. Andelen låntagare över 85 procent är därför sannolikt något underskattad.

**Figur B.3** Nya bolånetagare fördelade efter belåningsgrad, procent

Källa: Finansinspektionen (2023a), figur 9.

Sett i relation till inkomst ser bilden något annorlunda ut. Som framgår av figur B.4 minskade andelen högbelånade låntagare med en skuldkvot över 4,5 från 15 till 8 procent när det andra amorteringskravet infördes 2018, men andelen har därefter gradvis ökat till 13 procent 2022. Andelen med en skuldkvot mellan 3 och 4,5 har ökat från 27 procent 2014 till 43 procent 2022. Ökningen är en naturlig följd av att bostadspriserna ökat snabbare än hushållens inkomster.

Figur B.4 Nya bolånetagare fördelade efter skuldkvot, procentandelar



Källa: Finansinspektionen (2023a), figur 10.

### Effekter av bolånetak och amorteringskrav på hushållens skulder

Finansinspektionen har gjort en serie utvärderingar av de kortsiktiga effekterna efter att de olika regleringarna införts. Gemensamt för dessa utvärderingar är att de bygger på jämförelser mellan två grupper av bolånetagare: de som är direkt påverkade av regleringen och de som är opåverkade. Slutsatser dras sedan genom att jämföra skuldens utveckling och bostadens värde för de båda grupperna. Tidshorisonten är typiskt sett ganska kort, ett eller ett par år efter regleringens införande.

Utvärderingen av *bolånetaket* kombinerar data över nya bolånetagare 2009 och 2011.<sup>83</sup> Ett tecken på att taket fick viss effekt är att fördelningen över belåningsgrader försköts åt vänster efter takets införande. Andelen hushåll med belåningsgrad över 85 procent minskade och samtidigt ökade koncentrationen av hushåll just under 85 procent. Effekterna av taket kan beräknas genom att dela in låntagarna i två grupper efter belåningsgrad: över och under 85 procent. Under antagande att den senare gruppens beteende inte påverkats av lånetaket och att de båda grupperna skulle ha följt samma trend om lånetaket inte införts kan slutsatser dras utifrån

<sup>83</sup> Finansinspektionen (2018).

skillnaden mellan de båda grupperna. Den skattade effekten är att den grupp som påverkats lånade 13 procent mindre och köpte hus som var 10 procent billigare än som annars hade varit fallet. Eftersom de flesta inte påverkades av lånetaket blev den samlade effekten mycket mindre. I genomsnitt köpte nya bolånetagare bostäder som var 1,6 procent billigare och lånade 2,1 procent mindre än vad som annars varit fallet. De exakta siffrorna ska tas med en viss nypa salt, bland annat på grund av brister i data vilka diskuteras i rapporten.

Samtidigt kan bolånetaket ha påverkat det finansiella sparandet. Värdet på hushållens finansiella tillgångar minskade under första halvåret 2011, just efter bolånetakets införande, vilket delvis kan ha berott på att bostadsköpare använde eget sparande i större utsträckning än tidigare. Men ett par år senare ökade det finansiella sparandet igen, kanske därför att hushållen nu behövde spara till en större framtida handpenning. I brist på individdata över tillgångar går det inte att dra några mer precisa slutsatser om effekter på sparandet.

Det *första amorteringskravet* har utvärderats med en liknande metod. I Finansinspektionen (2017) delas låntagarna in i tre grupper beroende på hur mycket de lånar och därmed hur de påverkas av amorteringskravet: en första grupp med belåningsgrader mellan 50 och 70 procent som ska amortera minst 1 procent, en andra grupp med belåningsgrader över 70 procent som ska amortera minst 2 procent samt en kontrollgrupp med belåningsgrader under 50 procent som inte omfattas av amorteringskravet. Liksom vid utvärderingen av lånetaket dras slutsatser genom att jämföra utvecklingen i de båda första grupperna med kontrollgruppen.

Ett amorteringskrav utgör ett tvångssparande som är en påfrestning på låntagarens kassaflöde under en rad av år. Det finns flera sätt att minska denna påfrestning. Hushållet kan ta ett mindre lån, utnyttja sparade medel, köpa en billigare bostad och/eller dra ned på andra utgifter. Det är inte självklart att välja ett mindre lån. Den motsatta reaktionen är också möjlig. Genom att ta ett större lån, om detta vore möjligt, skulle behovet av annan anpassning bli mindre och inverkan på låntagarens konsumtionsprofil begränsas. Ett större lån kan också användas för att täcka kravet på amorteringar.<sup>84</sup>

---

<sup>84</sup> Se Svensson (2016) för ett numeriskt exempel. Hull (2017) analyserar möjligheten att ta nya lån efterhand för att täcka amorteringarna.

Resultaten, som enbart avser effekter under det första året med amorteringskrav, visar att kravet medförde en 4 procent lägre skuldkvot för dem med en belåningsgrad över 70 procent, medan skuldkvoten inte påverkades för dem med en belåningsgrad mellan 50 och 70 procent. För båda grupperna finns det dock en relativt kraftig substitutionseffekt genom att bostadslån bytts mot blanco-lån. För den högbelånade gruppen minskade bostadslånen med så mycket som 14 procent medan blancolånen ökade med 10 procent. För den lågbelånade gruppen minskade bostadslånen med 9 procent och blancolånen ökade lika mycket.

Amorteringskraven påverkade också hur dyra bostäder som efterfrågades. Värdet på köpta småhus minskade med 9 procent för den högbelånade gruppen och med 4 procent för hushåll med belåningsgrad mellan 50 och 70 procent, allt räknat i förhållande till kontrollgruppen. Däremot syns ingen signifikant effekt på värdet av köpta bostadsrätter för någon av grupperna. Detta är lite förvånande eftersom det ligger nära till hands att tro att bostadsrättsmarknaden, där förstagångsköpare spelar en viktig roll, påverkas mer av låne-restriktioner. Möjligen kan skillnaden avspegla att köpare av bostadsrätter i högre utsträckning kunde få finansiellt stöd av sina föräldrar. Effekterna kan synas relativt små, men fångar bara de hushåll som faktiskt köpte en bostad (den intensiva marginalen), men inte de hushåll som på grund av amorteringskravet kan ha avstått från bostadsköp (den extensiva marginalen).

Enligt det *skärpta amorteringskravet* från mars 2018 ska nya bolånetagare med en skuldkvot över 450 procent av inkomsten amortera 1 procentenhet mer av lånet per år jämfört med det tidigare kravet, alltså 3 resp. 2 procent över och under 70 procent belåningsgrad. I Finansinspektionens utvärdering<sup>85</sup> definieras kontrollgruppen som låntagare med skuldkvoter mellan 300 och 420 procent och låntagare med skuldkvoter däröver betraktas som omfattade av kravet.<sup>86</sup> Med denna gränsdragning finner man att det extra amorteringskravet sänkte skuldkvoten för de låntagare som påverkas med 8 procent vare sig man betraktar de totala skulderna eller enbart bostadslånen. Någon överflyttning från bostadslån till blanco-lån

---

<sup>85</sup> Finansinspektionen (2019b).

<sup>86</sup> Som motiv för att dra gränsen lägre än 450 procent anges att "vissa hushåll tycks ha valt att låna så mycket mindre att de kommer ner i en skuldkvot under 450 procent och därigenom inte behöver amortera den extra procentenheten" Finansinspektionen (2019b), sid. 5.



observeras alltså inte för det skärpta kravet. Effekten på priset på den köpta bostaden skattas till minus 7 procent.

Amorteringskravet har också analyserats av Bäckman m.fl. (2023). De visar att en betydande andel av låntagarna har tagit lån med belåningsgrader precis på endera av de båda gränserna för amorteringskraven. De skattar att 7,5 respektive 12,9 procent av alla låntagare har kommit att ligga på 50- respektive 70-procentsgränsen till följd av kraven och lånar 5 respektive 4 procent mindre än de annars skulle ha gjort. Det visar sig också att en stor del av de som valt att lägga sig på en gräns hade möjlighet att ta ett större lån enligt bankernas KALP-kalkyler. De valde således att inte utnyttja denna möjlighet att neutralisera kravens effekter. Det kan tolkas som att många hushåll ser amorteringar som en kostnad snarare än som ett sparande. Det innebär också att amorteringskravens effekt på hushållens skulder är starkare än de skulle vara om hushållen vore fullt ekonomiskt rationella.

De kortsiktiga effekterna av amorteringskraven på skuldsättningen tycks alltså ha varit begränsade. De tydligaste effekterna är att många tagit dyrare blancolån i stället för lån med bostaden som säkerhet. De uppmätta effekterna på bostadsvalet och den totala skuldsättningen får betraktas som små. Väl så viktiga är effekterna på låntagarnas kassaflöden. För många hushåll har skuldbetalningarna, inklusive amorteringar, ökat. Sett över alla utestående lån ökade den genomsnittliga skuldbetalningskvoten, uttryckt som andel av hushållens inkomster, från drygt 7 procent 2015, till ca 9 procent 2020. För låntagare i den nionde decilen i fördelningen av disponibel inkomst ökade skuldbetalningskvoten från ca. 14 procent 2015 till ca. 17 procent 2020.<sup>87</sup>

## Effekter på bostadspriser

Eftersom såväl lånetak som amorteringskrav ökar kapitalkostnaderna för vissa hushåll, kommer de också att påverka efterfrågan på ägda bostäder negativt vilket också framgår av Finansinspektionens utvärderingar. Därigenom borde de också verka dämpande på bostadspriserna. Wilhelmsson (2022) använder

---

<sup>87</sup> Som motiv för att dra gränsen lägre än 450 procent anges att "vissa hushåll tycks ha valt att låna så mycket mindre att de kommer ner i en skuldkvot under 450 procent och därigenom inte behöver amortera den extra procentenheten" Finansinspektionen (2019b), sid. 5.

mikrodata över samtliga transaktionspriser på småhus och bostadsrätter under perioden 2008–2019. Han skattar en hedonisk pris-ekvation och identifierar en regleringseffekt som skillnaden i pris omedelbart efter jämfört med före en reform (*regression discontinuity*). Med denna metod finner han att lånetaket inte hade någon priseffekt, men att det första amorteringskravet sänkte bostadspriserna med 7 procent och det andra amorteringskravet hade nästan lika stor effekt.

### Internationella studier

Det finns relativt gott om studier som visar att regleringar riktade mot hushållens bostadslån i någon mån lyckats begränsa skuldsättningen. Defusco m.fl. (2020) analyserar effekterna av en del av det s.k. Dodd-Frank-regelverket enligt vilken låntagarnas skuldkvot för en viss klass av bostadslån inte får överstiga 43 procent. De finner att åtgärden eliminerade 15 procent av marknaden för den typen av lån och minskade skuldkvoten för 20 procent av låntagarna. Däremot var effekten på betalningsinställelser och kreditförluster små.

Acharya med flera (2022) analyserar effekterna av att Irland 2015 införde tak på såväl belåningsgrad (LTV) som skuldkvot (LTI). Taken lades på varje enskild banks utlåning med utrymme för en viss andel lån utöver taket. På så vis kom effekterna att variera mellan olika banker och olika regioner. Studien visar att taken ledde till att utlåning omfördelades från låg- till höginkomsttagare och från regioner med höga huspriser till regioner med lägre priser. Därtill fann man att huspriserna pressades ned i regioner med hög prisnivå.

För Nederländerna studerar Van Bekkum m.fl. (2021) effekterna av ett tak på belåningsgrad som infördes 2011. I Nederländerna löper bostadslån med full regressrätt, vilket innebar att belåningsgrader en bra bit över 100 procent var vanliga på 00-talet. Reformen 2011 satte ett tak på 106 procent (med tanken att de extra 6 procenten skulle täcka transaktionskostnader för lagfart, mäklare mm). Studien finner att när bolånen minskade ned till det nya taket minskade samtidigt hushållens totala skuldsättning lika mycket. Läckaget till andra lån som inte omfattades av taket var således obefintligt. Samtidigt visade det sig att regleringen ledde till att hushållens likvida till-

gångar minskade. Vidare fann man att lånetaket ledde till att färre hushåll än tidigare övergick från hyresrätt till äganderätt.

I en studie på danska data studerar Bäckman och Khorunzhina (2020) effekten av införandet av amorteringsfria lån 2003. Fyra år senare var 40 procent av alla danska bolån amorteringsfria. Det visar sig att hushåll som *ex ante* kunde förväntas vara mer benägna att välja amorteringsfrihet också ökade sin konsumtion mer än andra hushåll efter reformen. Resultatet kan med omvänt förtecken tolkas som att ett amorteringskrav skulle få en åtstramande effekt på konsumtionen.

Regleringarna har således haft en återhållande effekt på hushållens skulder i flera länder. Frågan är i vilken utsträckning de också minskat hushållens känslighet för ekonomiska störningar. Av naturliga skäl är detta en svårare fråga att belysa. Storbritannien införde 2014 en begränsning av skuldkvoterna (DTI) för brittiska bostadslån. Regleringen var riktad mot bankerna så att, för varje bank, inte mer än 15 procent av beviljade lån fick ha en skuldkvot över 4,5. Beroende på sammansättningen av låntagare slog regleringen olika hårt mot olika banker, olika regioner och olika inkomstgrupper. Peydró m.fl. (2020) visar att de banker som tidigare hade mer än 15 procent av sina lån över gränsen, och därför påverkades direkt av regleringen, minskade andelen lån med skuldkvot över gränsen med i genomsnitt 4 procent, och av de lån som ändå gavs över gränsen minskade andelen till låginkomsttagare med 5 procent. Regleringen gav också upphov till viss substitution genom att låntagare sökte sig till banker som inte begränsades av regleringen. På så vis motverkades effekterna på skuldsättningen. Regleringen påverkade också huspriserna negativt i de områden med en stor andel banker med lån över gränsen och en stor andel låginkomsttagare.

Regleringens effekter var inte begränsade till det omedelbara genomslaget på skuldsättningen. Två år efter regleringen av skuldkvoterna röstade britterna för Brexit, vilket inverkar negativt på bostadsmarknaden med fallande huspriser som följd. Genom att olika områden hade påverkats olika mycket av skuldkvotstaket kunde man nu studera huruvida skuldminskningen hade bidragit till att dämpa effekterna av en störning av det slag som Brexit-omröstningen utgjorde. Det visade sig att så var fallet. Huspriserna föll mindre i de regioner som påverkats mest av regleringen av skuldkvoterna.

Ett annat exempel på en studie som inte bara tittar på de kortsiktiga effekterna på skuldsättningen av att införa en reglering utan också studerar om regleringen i någon mening gjort hushållen mer robusta är Aastveit m.fl. (2022). De studerar effekterna av att Norge 2010 införde ett lånetak på 90 procent av bostadens värde, vilket sedan sänktes till 85 procent 2012. Med hjälp av administrativa data på hushållsnivå kan de följa effekterna på hushållens balansräkningar och bostadsval. Studien är särskilt intressant eftersom den inte är begränsad till effekter på skuldsättning utan också studerar hur hushållens buffertsparande i likvida tillgångar påverkades. Därigenom kan den också belysa effekter på hushållens motståndskraft mot chocker. Studien finner att lånetaket ledde till att färre hushåll köpte en bostad och att skuldsättningen för dem som köpte bostad minskade. Detta minskade i sig hushållens sårbarhet för störningar och är i linje med liknande resultat från andra länder och andra regleringar. Samtidigt visade det sig att låntagarna tärde på sina finansiella tillgångar för att finansiera sina bostadsköp. Deras likviditet blev därigenom varaktigt lägre, vilket ökade deras sårbarhet.

Det norska lånetaket hade således motstridiga effekter på hushållens motståndskraft. För att undersöka nettoeffekten kombinerar författarna data på inkomst- och förmögenhetschocker som drabbat hushållen med estimat av marginella konsumtionsbenägenheter från tidigare norska studier på hushållsdata. Det visar sig att nettoeffekten är att konsumtionens volatilitet ökat och inte minskat. Effekten av ett lägre buffertsparande dominerar således effekten av en lägre skuld. De visar också att hushåll som blivit arbetslösa blivit mer benägna att sälja sin bostad till följd av reformen. Lånetaket tycks således ha gjort de norska hushållen mer och inte mindre känsliga för störningar.

Effekter på buffertsparande har även studerats för en holländsk reform av Bernstein och Koudijs (2021). Som nämnts infördes 2013 skatteincitament för att välja lån med amorteringar, vilket fick till effekt att nästan alla nya lån kom att löpa med amorteringar. Studien fokuserar på hur detta påverkade låntagarnas buffertsparande och finner att det i stort sett inte påverkades alls. De ökade amorteringarna gick i stället ut över konsumtion och fritid. De ökade amorteringarna gav således upphov till ett lika stort ökat sparande. Effekten på hushållens förmögenhet var också bestående ännu fem år efter reformens genomförande. Till skillnad från det norska

lånetaket tycks således den holländska amorteringsreformen ha bidragit till att göra hushållens balansräkningar mer robusta.

Det är svårt att dra några generella slutsatser från det fåtal av studier som inte bara tittar på effekter på skuldsättning utan försöker att gå steget längre och analysera effekter som mer direkt relaterar till den finansiella stabiliteten. Den norska studien tyder på att nettoeffekten på den finansiella stabiliteten är negativ, medan studierna för Storbritannien och Nederländerna tyder på vissa positiva effekter.

# Statens offentliga utredningar 2023

---

## Kronologisk förteckning

---

1. Skärpta straff för flerfaldig brottslighet. Ju.
2. En inre marknad för digitala tjänster – ansvarsfordelning mellan myndigheter. Fi.
3. Nya regler om nödlidande kreditavtal och inkassoverksamhet. Ju.
4. Posttjänst för hela slanten. Finansieringsmodeller för framtidens samhällsomfattande posttjänst. Fi.
5. Från delar till helhet. Tvångsvården som en del av en sammanhållen och personcentrerad vårdkedja. S.
6. En lag om tilläggs-skatt för företag i stora koncerner. Fi.
7. På egna ben. Utvecklad samverkan för individers etablering på arbetsmarknaden. A.
8. Arbetslivskriminalitet – arbetet i Sverige, en bedömning av omfattningen, lärdomar från Danmark och Finland. A.
9. Ett statligt huvudmannskap för personlig assistans. Ökad likvärdighet, långsiktighet och kvalitet. S.
10. Tandvårdens stöd till våldsutsatta patienter. S.
11. Tillfälligt miljötillstånd för samhällsviktig verksamhet – för ökad försörjningsberedskap. KN.
12. Förstärkt skydd för demokratin och domstolarnas oberoende. Ju.
13. Patientöversikter inom EES och Sverige. S.
14. Organisera för hållbar utveckling. KN.
15. Förnybart i tanken. Ett styrmedelsförslag för en stärkt bioekonomi. LI.
16. Staten och betalningarna. Del 1 och 2. Fi.
17. En tydligare bestämmelse om hets mot folkgrupp. Ju.
18. Värdet av vinden. Kompensation, incitament och planering för en hållbar fortsatt utbyggnad av vindkraften. Del 1 och 2. KN.
19. Statlig forskningsfinansiering. Underlagsrapporter. U.
20. Förbud mot bottenfrålning i marina skyddade områden. LI.
21. Informationsförsörjning på skolområdet. Skolverkets ansvar. U.
22. Datalagring och åtkomst till elektronisk information. Ju.
23. Ett modernare socialförsäkringsskydd för gravida. S.
24. Etablering för fler – jämställda möjligheter till integration. A.
25. Kunskapskrav för permanent uppehållstillstånd. Ju.
26. Översyn av entreprenörsansvaret. A.
27. Kamerabevakning för ett bättre djurskydd. LI.
28. Samhället mot skolattacker. U.
29. Varje rörelse räknas – hur skapar vi ett samhälle som främjar fysisk aktivitet? S.
30. Ett trygghetssystem för alla. Nytt regelverk för sjukpenninggrundande inkomst. S.
31. Framtidens yrkeshögskola – stabil, effektiv och hållbar. U.
32. Biometri – för en effektivare brottsbekämpning. Ju.
33. Ett förbättrat resegarantisystem. Fi.
34. Bolag och brott – några åtgärder mot oseriösa företag. Ju.
35. Nya regler om hållbarhetsredovisning. Ju.
36. Genomförande av minimilöne-direktivet. A.

37. Förstärkt skydd för den personliga integriteten. Behovet av åtgärder mot oskuldskontroller, oskuldssintyg och oskuldssingrepp samt omvändelseför-sök. Ju.
38. Ett förstärkt konsumentskydd mot riskfylld kreditgivning och överskuldssättning. Fi.
39. En inre marknad för digitala tjänster – kompletteringar och ändringar i svensk rätt. Fi.
40. Förbättrade möjligheter för barn att utkräva sina rättigheter enligt barnkonventionen. S.
41. Förutsättningarna för en ny kollektiv-avtalad arbetslöshetsförsäkring. A.
42. Ett modernare regelverk för legalise-ringar, apostille och andra former av intyganden. UD.
43. En samordnad registerkontroll för upphandlande myndigheter och enheter. Fi.
44. En översyn av regleringen om frihets-berövande påföljder för unga. Ju.
45. Övergångsrestriktioner – ökat förtroende för offentlig verk-samhet. Fi.
46. Jakt och fiske i renbetesland. LI.
47. En utvecklad arbetsgivardeklaration – åtgärder mot missbruk av välfärdssystemen. Fi.
48. Rätt förutsättningar för sjukskriv-ning. S.
49. Skyddet för EU:s finansiella intressen. Ändringar och kompletteringar i svensk rätt. Fi.
50. En modell för svensk försörjnings-beredskap. Fö.
51. Signalspaning i försvars-underrättelseverksamhet – frågor med anledning av Europadomstolens dom. Fö.
52. Ett stärkt och samlat skydd av välfärdssystemen. S.
53. En ändamålsenlig arbetsskadeförsäk-ring – för bättre ekonomisk trygghet, kunskap och rättssäkerhet. Volym 1 och 2. S.
54. Centraliseringen av administrativa tjänster till Statens servicecenter – en utvärdering. Fi.
55. Vem äger fastigheten. Ju.
56. Några smittskyddsfrågor inom social-tjänsten och socialförsäkringen. S.
57. Åtgärder för tryggare bostadsområden. Ju.
58. Kultursamhället – utvecklad sam-verkan mellan stat, region och kommun. Ku.
59. Ny myndighetsstruktur för finansiering av forskning och innovation. U.
60. Utökade möjligheter att använda preventiva tvångsmedel 2. Ju.
61. En säker och tillgänglig statlig e-legitimation. Fi.
62. Vi kan bättre!  
Kunskapsbaserad narkotikapolitik med liv och hälsa i fokus. S.
63. Sveriges säkerhet i etern. Ku.
64. Ett förändrat regelverk för framtidens el- och gasnät. KN.
65. Bättre information om hyresbostäder. Kartläggning av andrahands-marknaden och ett förbättrat lägen-hetsregister. LI.
66. För barn och unga i samhällsvård. S.
67. Anonyma vittnen. Ju.
68. Som om vi aldrig funnits – exkludering och assimilering av tornedalingar, kväner och lantalaiset. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan – eksklyteerinki ja assimileerinki tornionlaaksolaisista, kväänistä ja lantalaisista. *Slutbetänkande*. Som om vi aldrig funnits. Vår sanning och verklighet. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Meän tottuus ja toelisuus. *Intervjuberättelser*. Som om vi aldrig funnits. Tolv tematiska forskarrapporter. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Kakstoista temattista tutkintoraporttia. *Forskarrapporter*. Ku.
69. Ökat informationsflöde till brottsbekämpningen. En ny huvud-regel. Ju.

70. Ordning och reda – förstärkt och tillförlitlig byggkontroll. LI.
71. Speciallivsmedel till barn inom öppen hälso- och sjukvård. S.
72. En enklare hantering av vattenfrågor vid planläggning och byggande. LI.
73. Genomförandet av vaccineringen mot sjukdomen covid-19 – en utvärdering. S.
74. Förenklade förutsättningar för ett hållbart vattenbruk. LI.
75. Stärkt konstitutionell beredskap. Ju.
76. Vidareanvändning av hälsodata för vård och klinisk forskning. S.
77. Behörig myndighet enligt EU:s avskogningsförordning. LI.
78. Hemlig dataavläsning – utvärdering och permanent lagstiftning. Ju.
79. Arbetsrätten under krig och krigsfara. A.
80. Ett starkare straffrättsligt skydd – mot sexuella kränkningar, bedrägerier i vissa fall och brott med hatmotiv avseende kön. Ju.
81. Ett enklare bilstöd. S.
82. Ökad kontroll över tandvårdssektorn. S.
83. Samordnat juridiskt stöd och vägledning för hälso- och sjukvårdens digitalisering. S.
84. En hållbar bioekonomistrategi – för ett välmående fossilfritt samhälle. LI.
85. Långtidsutredningen 2023. Finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Huvudbetänkande*. Fi.
86. Trends in GDP Growth and its Driving Factors. *Bilaga 1 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
87. Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan. *Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
88. Ränte-tillväxt-differensen – utveckling och drivkrafter. *Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
89. Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet. *Bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
90. Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige. *Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
91. Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
92. Nytt ramverk för finanspolitiken. *Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
93. Budgetprocessen i det finanspolitiska ramverket. *Bilaga 8 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.



# Statens offentliga utredningar 2023

## Systematisk förteckning

---

### Arbetsmarknadsdepartementet

- På egna ben.  
Utvecklad samverkan för individers etablering på arbetsmarknaden. [7]
- Arbetslivskriminalitet – arbetet i Sverige, en bedömning av omfattningen, lärdomar från Danmark och Finland. [8]
- Etablering för fler – jämställda möjligheter till integration. [24]
- Översyn av entreprenörsansvaret. [26]
- Genomförande av minimilönedirektivet. [36]
- Förutsättningarna för en ny kollektivavtalad arbetslöshetsförsäkring. [41]
- Arbetsrätten under krig och krigsfara. [79]

### Finansdepartementet

- En inre marknad för digitala tjänster – ansvarsfördelning mellan myndigheter. [2]
- Posttjänst för hela slanten.  
Finansieringsmodeller för framtidens samhällsomfattande posttjänst. [4]
- En lag om tilläggsskatt för företag i stora koncerner. [6]
- Staten och betalningarna. Del 1 och 2. [16]
- Ett förbättrat resegarantisystem. [33]
- Ett förstärkt konsumentskydd mot riskfylld kreditgivning och överskuld sättning. [38]
- En inre marknad för digitala tjänster - kompletteringar och ändringar i svensk rätt. [39]
- En samordnad registerkontroll för upphandlande myndigheter och enheter. [43]
- Övergångsrestriktioner – ökat förtroende för offentlig verksamhet. [45]
- En utvecklad arbetsgivardeklaration – åtgärder mot missbruk av välfärdssystemen. [47]

- Skyddet för EU:s finansiella intressen.  
Ändringar och kompletteringar i svensk rätt. [49]
- Centraliseringen av administrativa tjänster till Statens servicecenter – en utvärdering. [54]
- En säker och tillgänglig statlig e-legitimation. [61]
- Långtidsutredningen 2023. Finanspolitisk konjunkturstabilisering.  
*Huvudbetänkande*. [85]
- Trends in GDP Growth and its Driving Factors. *Bilaga 1 till Långtidsutredningen 2023*. [86]
- Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan. *Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023*. [87]
- Ränte-tillväxt-differensen – utveckling och drivkrafter. *Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2023*. [88]
- Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet. *Bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023*. [89]
- Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige. *Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023*. [90]
- Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2023*. [91]
- Nytt ramverk för finanspolitiken. *Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023*. [92]
- Budgetprocessen i det finanspolitiska ramverket. *Bilaga 8 till Långtidsutredningen 2023*. [93]

### Försvarsdepartementet

- En modell för svensk försörjningsberedskap. [50]
- Signalspaning i försvarsunderrättelseverksamhet – frågor med anledning av Europadomstolens dom. [51]

## **Justitiedepartementet**

- Skärpta straff för flerfaldig brottslighet. [1]
- Nya regler om nödlidande kreditavtal och inkassoverksamhet. [3]
- Förstärkt skydd för demokratin och domstolarnas oberoende. [12]
- En tydligare bestämmelse om hets mot folkgrupp. [17]
- Datalagring och åtkomst till elektronisk information. [22]
- Kunskapskrav för permanent uppehållstillstånd. [25]
- Biometri – för en effektivare brottsbekämpning. [32]
- Bolag och brott – några åtgärder mot oseriösa företag. [34]
- Nya regler om hållbarhetsredovisning. [35]
- Förstärkt skydd för den personliga integriteten. Behovet av åtgärder mot oskuldskontroller, oskuldsintyg och oskuldsgrepp samt omvändelseförsök. [37]
- En översyn av regleringen om frihetsberövande påföljder för unga. [44]
- Vem äger fastigheten. [55]
- Åtgärder för tryggare bostadsområden. [57]
- Utökade möjligheter att använda preventiva tvångsmedel 2. [60]
- Anonyma vittnen. [67]
- Ökat informationsflöde till brottsbekämpningen. En ny huvudregel. [69]
- Stärkt konstitutionell beredskap. [75]
- Hemlig dataavläsning – utvärdering och permanent lagstiftning. [78]
- Ett starkare straffrättsligt skydd – mot sexuella kränkningar, bedrägerier i vissa fall och brott med hatmotiv avseende kön. [80]

## **Klimat- och näringslivsdepartementet**

- Tillfälligt miljötillstånd för samhällsviktig verksamhet – för ökad försörjningsberedskap. [11]
- Organisera för hållbar utveckling. [14]

- Värdet av vinden. Kompensation, incitament och planering för en hållbar fortsatt utbyggnad av vindkraften. Del 1 och 2. [18]
- Ett förändrat regelverk för framtidens el- och gasnät. [64]

## **Kulturdepartementet**

- Kultursamhället – utvecklad samverkan mellan stat, region och kommun. [58]
- Sveriges säkerhet i etern. [63]
- Som om vi aldrig funnits – exkludering och assimilering av tornedalingar, kväner och lantalaiset. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan – eksklyteerinki ja assimileerinki tornionlaaksolaisista, kväänistä ja lantalaisista. *Slutbetänkande*. Som om vi aldrig funnits. Vår sanning och verklighet. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Meän tottuus ja toelisuus. *Intervjuberättelser*. Som om vi aldrig funnits. Tolv tematiska forskarrapporter. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Kakstoista temattista tutkintoraporttia. *Forskarrapporter*. [68]

## **Landsbygds- och infrastrukturdepartementet**

- Förnybart i tanken. Ett styrmedelsförslag för en stärkt bioekonomi. [15]
- Förbud mot bottenrålning i marina skyddade områden. [20]
- Kamerabevakning för ett bättre djurskydd. [27]
- Jakt och fiske i renbetesland. [46]
- Bättre information om hyresbostäder. Kartläggning av andrahandsmarknaden och ett förbättrat lägenhetsregister. [65]
- Ordning och reda – förstärkt och tillförlitlig byggkontroll. [70]
- En enklare hantering av vattenfrågor vid planläggning och byggande. [72]
- Förenklade förutsättningar för ett hållbart vattenbruk. [74]
- Behörig myndighet enligt EU:s avskogningsförordning. [77]

En hållbar bioekonomistragi.  
– för ett välmående fossilfritt samhälle.  
[84]

### **Socialdepartementet**

Från delar till helhet. Tvångsvården  
som en del av en sammanhållen och  
personcentrerad vårdkedja. [5]

Ett statligt huvudmannaskap  
för personlig assistans.  
Ökad likvärdighet, långsiktighet  
och kvalitet. [9]

Tandvårdens stöd till våldsutsatta  
patienter. [10]

Patientöversikter inom EES och Sverige.  
[13]

Ett modernare socialförsäkringsskydd för  
gravida. [23]

Varje rörelse räknas – hur skapar vi ett  
samhälle som främjar fysisk aktivitet?  
[29]

Ett trygghetssystem för alla. Nytt  
regelverk för sjukpenninggrundande  
inkomst. [30]

Förbättrade möjligheter för barn att  
utkräva sina rättigheter enligt barn-  
konventionen. [40]

Rätt förutsättningar för sjukskrivning. [48]

Ett stärkt och samlat skydd  
av välfärdssystemen. [52]

En ändamålsenlig arbetsskadeförsäkring  
– för bättre ekonomisk trygghet,  
kunskap och rättssäkerhet. Volym 1  
och 2. [53]

Några smittskyddsfrågor inom social-  
tjänsten och socialförsäkringen. [56]

Vi kan bättre!  
Kunskapsbaserad narkotikapolitik med  
liv och hälsa i fokus. [62]

För barn och unga i samhällsvård. [66]

Speciallivsmedel till barn inom öppen  
hälso- och sjukvård. [71]

Genomförandet av vaccineringen mot  
sjukdomen covid-19 – en utvärdering.  
[73]

Vidareanvändning av hälsodata för vård  
och klinisk forskning. [76]

Ett enklare bilstöd. [81]

Ökad kontroll över tandvårdssektorn. [82]

Samordnat juridiskt stöd  
och vägledning för hälso-  
och sjukvårdens digitalisering. [83]

### **Utbildningsdepartementet**

Statlig forskningsfinansiering.  
Underlagsrapporter. [19]

Informationsförsörjning på skolområdet.  
Skolverkets ansvar. [21]

Samhället mot skolattacker. [28]

Framtidens yrkeshögskola  
– stabil, effektiv och hållbar. [31]

Ny myndighetsstruktur för finansiering av  
forskning och innovation. [59]

### **Utrikesdepartementet**

Ett modernare regelverk för legaliseringar,  
apostille och andra former av intygan-  
den. [42]