

Var avregleringen av kreditmarknaden en efterfrågechock?*

Det är en vanlig uppfattning att avregleringen av kreditmarknaden vid mitten av 1980-talet var en kraftig efterfrågestimulans. Vidgade belåningsmöjligheter, inte minst av fastighetskapitalet, antas ha drivit upp konsumtion och investeringar. I denna artikel granskas denna tes närmare mot bakgrund av tillgänglig forskning på området. Det visar sig dock vara svårt att finna tydliga tecken på brott i mönstren för hushållens konsumtion eller företagens investeringar i samband med avregleringen. Ett undantag är kontorsfastigheter där avregleringen sannolikt bidrog till att driva fram en prishubbla med överinvesteringar som följd. Denna sektors bidrag till aggregerad efterfrågan är dock ganska litet. Genomgången stödjer därför i huvudsak den uppfattning som var vanlig när avregleringen genomfördes, nämligen att regleringen av kreditmarknaden hade spelat ut sin roll.

Den 21 november 1985 upphävde Riksbanken gällande lånetak för banker och bostadsinstitut. Därmed var den inhemska svenska kreditmarknaden i allt väsentligt avreglerad. Under de tre följande åren ökade utlåningen från banker, bostadsinstitut och finansbolag till allmänheten med i genomsnitt 20 procent per år, dubbelt så snabbt som under de närmast föregående åren och väsentligt snabbare än under någon annan period efter andra världskriget. Den andra halvan av 80-talet såg också en historiskt sett enastående ökning av snart sagt alla tillgångspriser; prisnivån på kommersiella fastigheter ökade med ett par hundra procent och re-

alvärdet på ett index över samtliga tillgångsslag växte med 70 procent mellan 1985 och 1990. Under dessa år blev också den svenska ekonomin alltmer överhettad. Utvecklingen bröts på ett dramatiskt sätt under 1990-talets första år. Ett antal spektakulära fallissemanng förknippade med överbelånade fastigheter utvecklades snabbt till en mer allmän finansiell kris som kulminerade i samband med valutakrisen och övergivandet av den fasta växelkursen under hösten 1992.

Med detta konventionella sätt att skriva historien framstår det som närmast självklart att avregleringen av kreditmarknaden sådde fröet till finanskrisen. Avregleringen tolkas naturligen som en kraftig

Efter tio år som professor vid Uppsala universitet är PETER ENGLUND nu nyutnämnd professor vid Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm. Hans forskning har på senare tid framför allt behandlat bostadsmarknaden.

*Artikeln bygger på mina kommentarer till Lars Wohlin's uppsats, publicerad som Wohlin [1998], vid *Ekonomisk Debatts* symposium om finanskrisen den 4 mars 1998. Jag vill tacka Bo Begman, Katinka Hort, Lars Hörngren, Hans Lind, Stellan Lundström och Lars Wohlin för kommentarer som jag haft stor nytta av.

efterfrågestimulans som drev fram lånefinansierad överkonsumtion och felinvesteringar. När tillgångspriserna sedan omkring 1990 utsattes för negativa störningar genom stigande realräntor, skattereform och avvecklade bostadssubventioner hade systemet ingen motståndskraft. Den uppåtgående spiralen i tillgångspriser, produktion och konsumtion övergick snabbt till att bli nedåtgående med tre år av minskad produktion.

Mot denna bakgrund drar många bedömare slutsatsen att avregleringen antingen borde ha fördröjts eller genomförts i mer gradvisa former, eller att den åtminstone skulle ha åtföljts av en åtstramande finans- eller penningpolitik. Lars Wohlin artikel i *Ekonomisk Debatts* temanummer om finanskrisen är ett värt exempel på detta synsätt.¹ Wohlin kritiserar också akademiska ekonomer och ekonomiskpolitiska beslutsfattare för att inte till fullo (eller inte alls) ha insett dessa samband; det fanns en ”bristande insikt om den latent kreditefterfrågan som låg i fastighetsmarknaden” (Wohlin [1998, s 30]). Bland annat nämner han den kreditpolitiska utredningen (SOU 1982:52) – där Jan Wallander var ordförande och Staffan Viotti och jag var sekreterare – som exempel på att man bagatelliserade avregleringens effekter. Att Lars Wohlin uppfattning i frågan inte är någon efterhandskonstruktion framgår också av ett meningsbyte i Nationalekonomiska Föreningen i samband med att utredningens betänkande lades fram; se Wohlin [1983] och Englund och Wallander [1983]. Syftet med denna artikel är i första hand att diskutera i vilken utsträckning avregleringen verkligen utgjorde en efterfrågestimulans. Jag skall också kort beröra bristerna (och förtjänsterna) i den syn på avregleringens effekter som kreditpolitiska utredningen och andra ekonomer gav uttryck för.

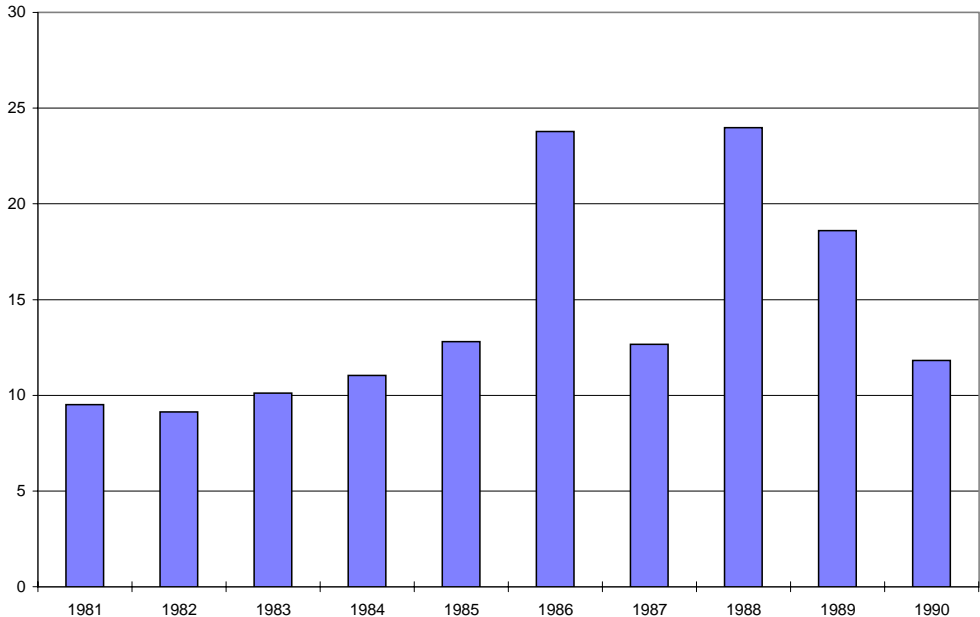
När man diskuterar effekterna av ändrade regelsystem för kreditmarknaden är det viktigt att komma ihåg att vissa indivi-

der och företag alltid kommer att ha begränsade möjligheter att få krediter, även i en värld helt utan statliga regleringar. Det har aldrig varit, och kommer aldrig att bli, fullständigt fritt fram att låna för vem som helst, utan banker och andra kreditinstitut måste alltid göra någon form av (mer eller mindre summarisk) kreditprövning. Låntagarens förmåga att betala tillbaka lånet är aldrig hundra procentigt säker, och banken har normalt ett underläge gentemot kunden när det gäller att bedöma dennes betalningsförmåga (och -vilja). För att hantera denna situation har kreditinstituten utvecklat olika typer av kontrakt med mer eller mindre tydliga inslag av kvantitativa begränsningar, exempelvis krav på säkerhet och kontantinsats. Dessa gränser kan normalt tänjas på. Ofta sker detta till priset av en något högre räntesats för topplån än för bottenlån eller för lån utan formell säkerhet jämfört med hypotekslån, men förr eller senare inträder ett läge där ytterligare upplåning inte är möjlig överhuvudtaget. Vad frågan egentligen gäller är huruvida de tidigare kvantitativa regleringarna ledde till påtagligt hårdare lånebegränsningar än vad som skulle ha varit fallet på en oreglerad marknad och i vilken utsträckning detta i så fall påverkade den aggregerade efterfrågan. Innebar avregleringen en efterfrågechock i den svenska ekonomin?

Vem lånade?

Regleringarna lade ett tak på sk oprioriterad utlåning, dvs lån till annat än näringslivets investeringar och hushållens förvärv av nyproducerade egna hem. Genom likviditetskvoter och placeringsplikt sattes också en gräns för den totala utlåningen oavsett ändamål. *Figur 1* visar vad som hände med kreditinstitutens utlåning när regleringarna försvann: ökningstakten

¹ En annan exponent för samma syn är Jonung och Stymne [1997].

Figur 1 Utlåning från banker, bostadsinstitut och finansbolag 1981–1990, procentuell ökningstakt

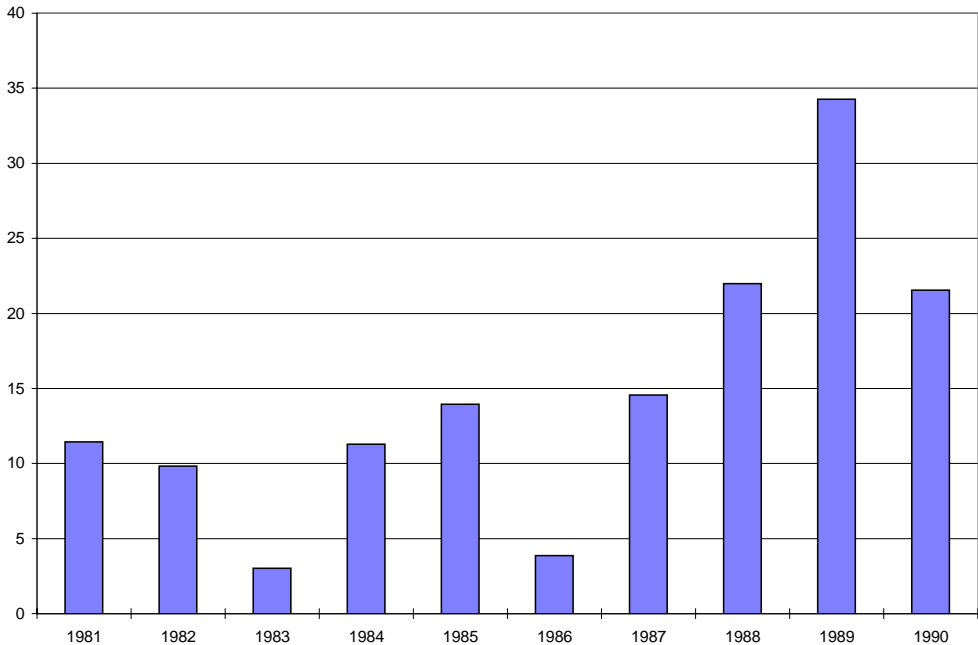
Källa: Finansräkenskaperna

nästan fördubblades. Med detta facit i hand är det tämligen uppenbart att de avvecklade regleringarna hade varit verkningfulla i den meningen att det fanns en tidigare otillfredsställd efterfrågan på krediter från banker och bostadsinstitut som först kunde tillfredsställas efter 1985. Det skulle te sig långsökt att försöka förklara den stora låneexpansionen med att allmänna makroekonomiska faktorer skulle ha ökat efterfrågan på krediter i en sådan utsträckning. För att gå bortom detta konstaterande och kunna ta ställning till hur regleringsavvecklingen påverkade den aggregerade efterfrågan behöver vi besvara tre frågor: (1) till vilka sektorer gick den ökade utlåningen?; (2) vad användes pengarna till?; (3) vilka sekundära effekter följde av den ökade belåningen? Låt oss först kort försöka besvara den första frågan för att därefter ägna oss åt de båda andra frågorna.

Det är dessvärre inte helt lätt att ge en

klar bild av hur den ökade utlåningen fördelades på olika sektorer. Olika statistik-källor och olika definitioner ger skiljaktiga bilder av låneexpansionen. *Figur 2* illustrerar skuldutvecklingen bland de icke-finansiella företagen enligt finansräkenskaperna. Sett över hela femårsperioden efter avregleringen ökade företagens lån i nästan exakt samma takt som utlåningen från finansinstituten, 129 mot 128 procent. Tidsprofilen är dock annorlunda; företagens låneexpansion faller främst på åren 1989 och 1990, medan kreditinstitutens utlåning ökade snabbast åren närmast efter avregleringen. Av allt att döma ökade utlåningen till fastighetsförvaltande företag särskilt snabbt. För bankernas utlåning framgår detta av specialbearbetningar av finansräkenskapernas data presenterade i Wallander [1994]. Mellan 1986 och 1990 ökade bankernas utlåning till fastighetsförvaltande företag med 250 procent mot 130 procent för deras totala utlåning.

Figur 2 Icke-finansiella företags låneskuld (netto), procentuell ökningstakt



Källa: Finansräkenskaperna

För hushållssektorn noterar finansräkenskaperna en något måttligare ökning, med 84 procent mellan 1985 och 1990. Som framgår av *Figur 3* är dock tidsprofilen annorlunda än för företagen; den genomsnittliga ökningstakten var 17 procent per år mellan 1985 och 1988 men blott 7 procent mellan 1988 och 1990.

Vad användes lånen till?

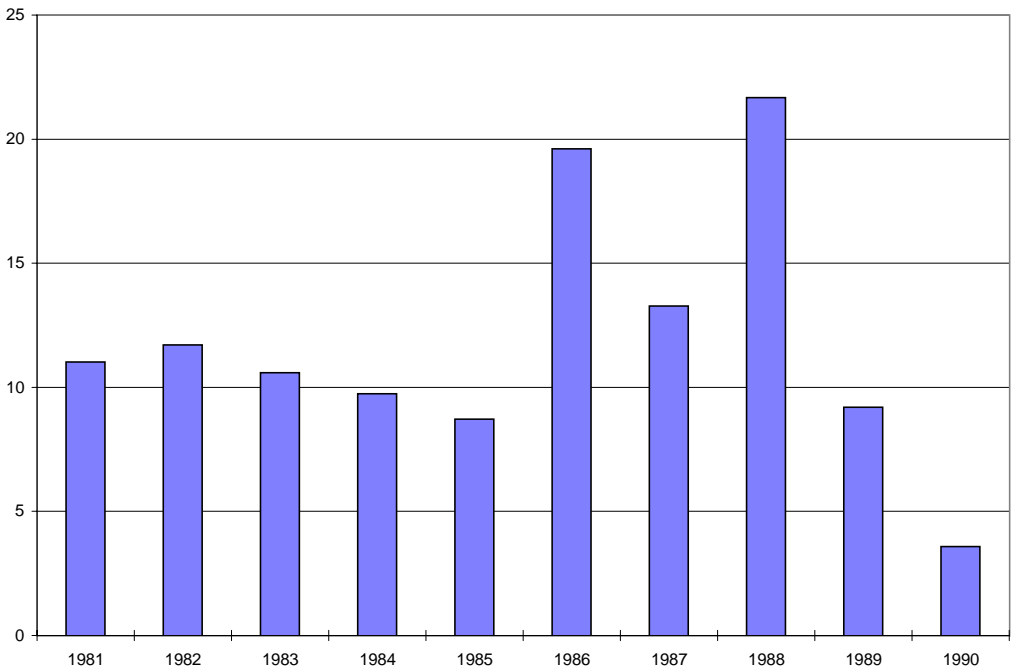
Frågan är då vad den ökade belåningen användes till. Här kan man tänka sig åtminstone fyra svar: (1) överföring av krediter till kreditinstituten från andra långivare (den "grå" sektorn), (2) andra typer av finansiella portföljomplaceringar (t ex skattearbitrage i olika former), (3) ökade investeringar, och (4) ökad konsumtion.

Den kreditpolitiska utredningen tog starkt intryck av en undersökning gjord av Stefan Ingves [1982] som tydde på ett

ganska tydligt omvänt samband mellan kreditexpansionen på den reglerade marknaden och olika former av oreglerad kreditgivning, t ex handelskrediter. Det är därför inte konstigt att Riksbanken till en början (af Jochnick [1987]) såg inflyttning av "gråa" krediter till den "vita" marknaden som en betydelsefull, och önskad, effekt av avregleringen. Det gällde bl a de krediter som bankerna tidigare temporärt lyft ur de egna portföljerna kring månadsskiftena för att kringgå utlåningstaken. Mig veterligt har det tyvärr inte gjorts några ordentliga studier av detta svårgripbara område. Rimligen var det åtminstone till en början en viktig faktor.

Avregleringen underlättade olika typer av portföljomplaceringar. Genom kombinationen av mycket höga marginalsatser och asymmetrier i beskattningen av kapitalinkomster existerade rika möjligheter för mer eller mindre riskfyllt skattearbitra-

Figur 3 Hushållens låneskuld (netto), procentuell ökningstakt

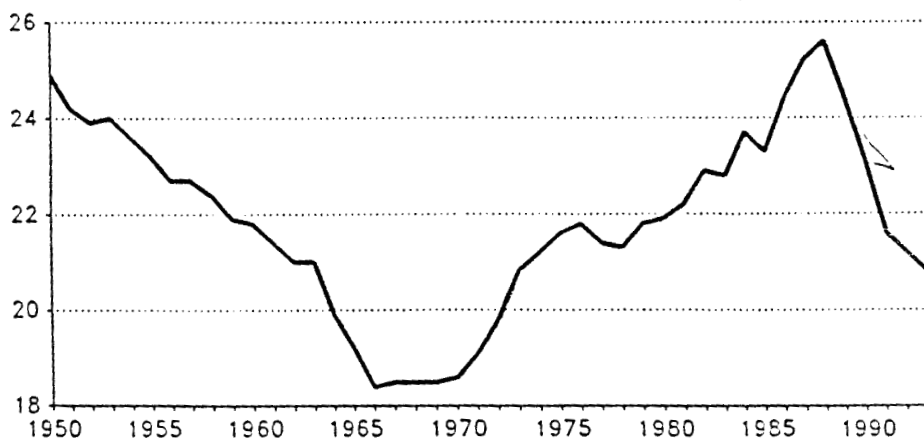


ge, alltifrån belånat allemanssparande till mer sofistikerade finansiella transaktioner (se t ex Angelin och Jennergren [1995] för en betydande fallstudie av sk partnerleasing). Efter avregleringen blev det rimligen lättare att exploatera dessa möjligheter. En ytlig bild av betydelsen av sådana transaktioner kan man få genom att studera förändringar av hushållens förmögenhetsportföljer; användes de ökade skulderna till ökade finansiella placeringar? Att så i viss utsträckning var fallet visas av att värdet av hushållens finansiella tillgångar ökade från 82 procent av BNP 1985 till 102 procent av BNP 1988, dock för att sedan falla tillbaka till 87 procent 1990. Många skattemotiverade transaktioner involverar emellertid också företag varför det inte går att få grepp på omfattningen bara genom att studera hushållssektorn.

I båda dessa avseenden – portföljomplaceringar och omflyttning av krediter mel-

lan låntagare – förefaller det sannolikt att avregleringen kan ha haft stor betydelse. Den kan ha medfört välfärdsvinster i form av effektivare riskspridning och minskade kostnader för informationshantering på kreditmarknaderna, men den kan också ha gett upphov till välfärdskostnader till följd av att samhällsekonomiskt felaktiga signaler från skattesystemet kunnat få större genomslag. Vilken av dessa effekter som än överväger, har de dock endast sekundära effekter på aggregerad efterfrågan. Den viktigaste effekten är sannolikt att skatteintäkterna kan ha minskat, och hushållens disponibelinkomster ökat, till följd av ökat skattearbitrage. Vidare skulle starka effekter på effektiviteten i riskhanteringen kunna spilla över på aggregerad efterfrågan. Båda dessa effekter påverkar aggregerad efterfrågan i expansiv riktning, men kvantitativt kan de knappast ha varit särskilt viktiga. Låt oss därför koncentrera

Figur 4 Hushållens skuldkvot 1950–1993, procent



Källa: Berg [1988] och uppdateringar från Lennart Berg

oss på de tunga efterfrågekomponenterna: hushållens konsumtion och företagens investeringar.

Hushållen

En första uppfattning om avregleringens betydelse för hushållens skuldsättning ges av *Figur 4* som anger den samlade hushållssektorns skulder som andel av deras marknadsvärderade tillgångar. Som synes framstår inte åren närmast efter avregleringen som särskilt dramatiska i detta perspektiv. I stället faller de väl in i en trend av gradvis ökad skuldsättning från mitten av 1960-talet, och brottet i utvecklingen i mitten av 1980-talet är inte särskilt dramatiskt. Det bör dock poängteras att den fortsatta ökningen av skuldsättningsgraden efter 1985 sammanfaller med en snabb ökning i nämnaren till följd av ökande tillgångspriser, detta i motsättning till tidigare perioder med en svagare prisutveckling.

I en rapport till Bankkriskommittén – Edin, Englund och Ekman [1995] – studerade vi närmare hur de ökade skulderna fördelades på olika hushåll med hjälp av data över enskilda individer från SCBs in-

komstfördelningsundersökningar (HINK) för åren 1982–1991. Det allmänna mönster vi fann motsade inte hypotesen att skuldökningen i stor utsträckning användes till ökad konsumtion. I vår sammanfattning (sid 111f.) konstateras bl a att skuldökningen efter 1985 var koncentrerad till medelstora lån i intervallet 50 000–250 000 kronor, d v s sådana lån som man i första hand skulle förknippa med utgifter för löpande konsumtion och inköp av bilar och båtar. Vidare fann vi ett åldersmönster som stämmer med hypotesen att det främst är tidigare ransonerade grupper som ökat sina skulder. Det gäller äldre småhusägare, en grupp som tidigare torde haft svårt att rebelåna sina hus, samt yngre hyresgäster, vilka normalt har mycket små belåningsbara tillgångar. Vidare fann vi en liten ökning av belåningsgraderna bland förstagångsköpare av småhus. För att belysa lånens användning studerade vi också korrelationen mellan graden av skuldökning å ena sidan och tre sätt att ”använda” lånen å den andra: ökat fastighetsinnehav, ökat innehav av finansiella tillgångar och minskad nettoförmögenhet. Det visade sig att de båda förra korrelationerna försvagades efter 1985

medan den senare förstärktes, vilket kan tolkas som ett tecken på att skuldökningen finansierade ökad konsumtion.

Samma datamaterial analyserades väsentligt djupare i en uppsats i Erik Ekmans avhandling, Ekman [1997]. Han estimerar där konsumtion som en funktion av inkomst, nettoförmögenhet (= summa tillgångar – summa skulder) samt värdet av hushållets fastighetsinnehav². För att fånga livscykelmönster tillåts samtliga koefficienter variera med hushållsförståndarens ålder. Ekman finner tre resultat som är särskilt intressanta i vårt sammanhang. För det första är den marginella konsumtionsbenägenheten ur nettoförmögenheten betydande, ca 0,1. För det andra är konsumtionsbenägenheten ur fastighetsförmögenheten (= summan av regressionskoefficienterna för nettoförmögenhet och fastigheter) negativ för unga och svagt positiv för äldre hushåll. En tolkning av detta i förstörande förvånande resultat är att unga hushåll är på väg uppåt i bostadskarriären, och att den negativa effekten av ett högre inköpspris för nästa hus därför leder till ökat sparande och en negativ nettoeffekt på konsumtionen. För det tredje är de skattade koefficienterna stabila över tiden. Det finns således inga tecken på ett strukturellt brott omkring tiden för avregleringen. Avregleringen åtföljdes visserligen av ökad konsumtion särskilt hos de hushåll som lånade mest, men detta var endast det mönster man skulle väntat sig mot bakgrund av ökade inkomster och tillgångspriser.

Under de båda åren direkt efter avregleringen ökade hushållens reala konsumtion per capita med drygt fyra procent per år. Det ligger nära till hands att hänföra denna konsumtionsboom till avregleringen och den ökade skuldsättningen, och Ekmans resultat kan därför tyckas förvånande. Det visar sig emellertid att mikrosimuleringar med hjälp av den skattade ekvationen förmår att spåra den faktiska konsumtionsutvecklingen väl. Tolkningen är att den snabba ökningen av hushållens

löneinkomster under dessa år är huvudförklaringen till att konsumtionen ökade så snabbt. Den tolkningen kan tyckas stå i strid mot det faktum att de disponibla inkomsterna enligt nationalräkenskaperna (NR) inte ökade särskilt snabbt åren närmast efter avregleringen. Som framhållits av Agell och Berg [1996] ger detta dock en missvisande bild av hushållens inkomster, särskilt under dessa år. I nationalräkenskapernas inkomstmått ingår nämligen utdelningar och räntor men inte kapitalvinster. Just när belånade investeringar ökar ger ett sådant mått en underskattning av inkomstutvecklingen.³ Det kan därför vara rimligare att titta på ett inkomstmått som helt exkluderar räntor och utdelningar (d v s är lika med summan av löne- och företagarinkomster och transfereringar). Enligt ett sådant mått ökade hushållens reala inkomster per capita med 7 procent mellan 1985 och 1988, att jämföra med 3 procent för de disponibla inkomsterna enligt NR. Inkomstutvecklingen är därför fullt tillräcklig som förklaring till konsumtionsboomen.

Frågan om avregleringens betydelse har också studerats utifrån aggregerade data av Agell och Berg [1996]. Även de utgår från livscykelteorin, enligt vilken konsum-

² Fastighetsinnehavet ingår ju också som en komponent i nettoförmögenheten, varför regressionskoefficienten för fastigheter mäter effekten av ökat fastighetsinnehav på bekostnad av andra tillgångar.

³ Enligt NR definieras disponibel inkomst som summan av löne- och företagarinkomster, räntor (netto) och utdelningar samt imputerad inkomst av eget hem, där den senare posten är schablonberäknad enligt en ränta långt under de skuldräntor som gällde på 1980-talet. Om hushållen lånefinansierar investeringar i aktier eller egna hem, med bibehållen nettoförmögenhet, resulterar det därför i en minskad disponibel inkomst enligt NR:s sätt att mäta, eftersom direktavkastningen på aktier resp schablonavkastningen på småhus är långt lägre än den nominella låneräntan.

tionen i avsaknad av lånerestriktioner enbart bestäms av det diskonterade nuvärdet av hushållets samlade livstidsinkomster, oberoende av inkomsternas tidsprofil. Om den teorin kombineras med ett antagande om att framtida förändringar av livstidsinkomsten inte går att förutse (rationella förväntningar) följer det att förändringar i konsumtion också blir oförutsebara bortsett från en eventuell trend (konsumtionen följer en s k *random walk*). Om det däremot förekommer lånerestriktioner (på grund av regleringar eller av andra skäl) kommer konsumtionen också att påverkas av andra faktorer, inte minst hushållens aktuella inkomst. Höga inkomster idag lättar på lånerestriktionerna och stimulerar konsumtionen utöver vad som svarar mot ökade livstidsinkomster. Man kan därför testa för betydelsen av lånerestriktioner genom att estimeras ekvationer där förändringen i konsumtion förklaras av förändringen i inkomst och en konstant. Enligt den rena livscykelteorin skall koefficienten framför inkomsttermen vara noll, och graden av avvikelser från noll kan därför tolkas som ett tecken på betydelsen av kreditrestriktioner. Agell och Berg [1996] utnyttjar årsdata för efterkrigstiden för att skatta sådana ekvationer för Sverige (s k Euler-ekvationer). För att undersöka om det inträffat några förändringar genomför de en rekursiv serie estimationer, först för perioden 1950–1975 och därefter med inkludering av ytterligare ett år i taget. De skattade koefficienterna framför inkomsttermen ligger i nivå med vad man funnit för andra länder med välutvecklade kreditmarknader, t ex USA. Om avregleringen skulle ha lättat på lånerestriktionerna borde de skattade koefficientvärdena falla när data efter 1985 inkluderas. Man finner emellertid inga som helst tecken på att så är fallet. De skattade koefficienterna ligger alldeles stilla under hela 1980-talet för att sedan visa en svag tendens att stiga efter 1990.

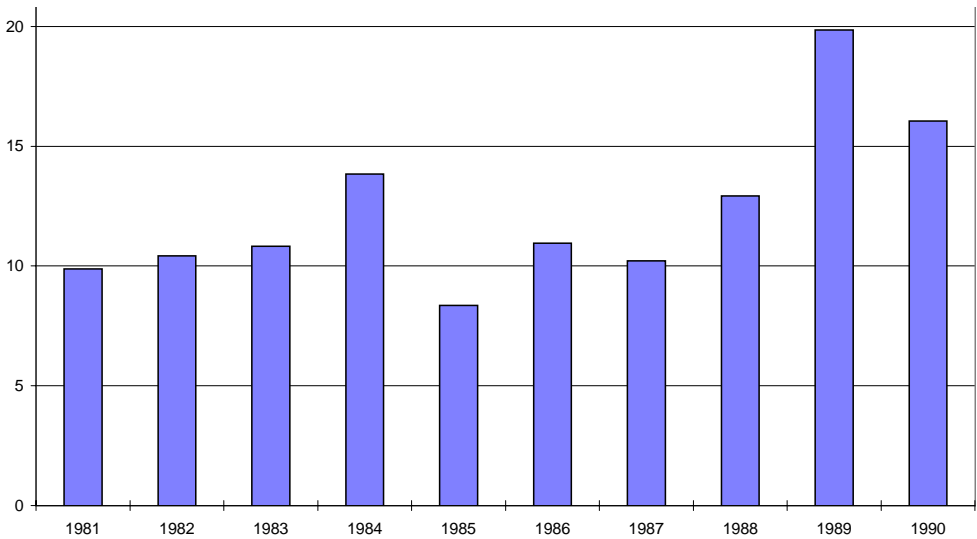
Låt oss sammanfatta. Det råder ingen tvekan om att hushållen lånade mer än tidigare under åren närmast efter 1985. Sett i

relation till förmögenhetsutvecklingen rörde det sig dock inte om något tydligt brott i förhållande till en långsiktig trend. Tillgängliga ekonometriska studier av konsumtionsutvecklingen tyder inte heller på några strukturella brott under dessa år. Aggregerade Euler-ekvationer tillmäter inkomstutvecklingen lika stor betydelse för konsumtionen som tidigare. Det kan möjligen vara förvånande att tecken på lånerestriktioner tycks kvarstå, men tolkningen är naturligtvis att det även i ett oreglerat system finns gränser för bankernas vilja att ge krediter (även om det ibland hävdats att så inte var fallet på 80-talet). Inte heller mikrobaserade studier finner något strukturellt skift. Man skall dock komma ihåg att det här rör sig om konsumtionens utveckling betingad på hushållens förmögenhet. Det återstår därför att besvara frågan i vilken utsträckning tillgångspriserna påverkades av avregleringen. Till detta skall vi återkomma nedan.

Företagen

Näringslivets investeringar ökade åren efter avregleringen men i ganska måttlig takt. Undantag är investeringar i kommersiella fastigheter (SNI 8) och bostäder, som ökade med 78 resp 29 procent mellan 1985 och 1990. Industriinvesteringarna ökade däremot bara med knappa 20 procent under samma period. Det skulle ändå kunna vara så att vanliga producerande företags investeringar påverkats av avregleringen. För att studera den frågan har Hansen och Lindberg [1997] utnyttjat data från företagsstatistiken omfattande en panel av företag i tillverkningsindustrin (SNI 31–38) som varit i kontinuerlig existens under åtminstone sex år mellan 1979 och 1994. De estimerar investeringsekvationer som svarar mot optimalitetsvillkor i företagets dynamiska beslutsproblem (Euler-ekvationer). Förekomsten av lånerestriktioner fångas upp genom att företagens marginella lånekostnader betraktas som en växande funktion av skuldsättningsgra-

Figur 5 Icke-finansiella företag, procentuell skuldökning enligt företagsstatistiken



Källa: SOS: Företagen

den. Kurvaturen på denna lånekostnadsfunktion kan betraktas som ett mått på graden av restriktioner på kreditmarknaden. Resultaten tyder på förekomsten av vissa sådana extrakostnader, men det föreligger ingen större skillnad i detta avseende mellan åren före och efter 1985. Detta gäller även för mindre företag (20–49 anställda), en grupp som kunde väntas vara särskilt utsatt för sådana restriktioner.

Hansen och Lindbergs resultat skall ses mot bakgrund av att skuldökningen enligt företagsstatistiken var ganska måttlig, särskilt om koncernskulder inte räknas med; se *Figur 5*.⁴ Diskrepansen mot finansräkenskaperna (*Figur 2*), som grundas på statistik från finansinstituten över utlåningen, beror sannolikt till stor del på att fastighetsförvaltande företag inte finns med i företagsstatistiken till skillnad från finansräkenskaperna. Vidare är företag med mindre än 20 anställda endast representerade genom ett urval. Även med reservationer för osäkerheten i dataunderlaget är det rimligt att dra slutsatsen att ev avregleringseffekter på investeringarna är begränsade till kommersiella fastigheter.

Direkta och indirekta effekter

Det är alltså svårt att finna resultat som tyder på att avregleringen haft *direkta* effekter på hushållens konsumtion och företagens investeringar. Detta förhållande kan ges olika tolkningar. En är att det helt enkelt bottnar i metodproblem hos de olika studierna och/eller kvalitetsproblem hos de data som använts. Framför allt råder det brist på data för att belysa hur de fastighetsförvaltande företagen påverkades. Det är heller ingen tvekan om att det förekommer mycket stora mätfel såväl i hushållsdata, vilka i stor utsträckning bygger på hushållens egna redovisning av tillgångar och skulder på deklarationsblanketterna⁵, som i företagsdata, vilka utgår från företagens redovisningar och

⁴Medianföretag i Hansen och Lindbergs panel uppvisar i själva verket en minskad skuldsättning under hela perioden.

⁵Den tidigare nämnda studien av Ekman [1997] är ett gott exempel. Hans data innehåller inget direkt mått på hushållens konsum-

därför färgas av bokslutskonventioner. En annan tolkning är att resultaten färgas av att det är början av 80-talet som utgör jämförelseperiod i flera av studierna. Under dessa år hölls *efterfrågan* på krediter tillbaka av en allmänt svag konjunktur, och kreditregleringarna fick mindre betydelse av detta skäl. Om samma regleringar fortfarande hade varit i kraft även under 80-talets senare hälft kunde de i en mer överhettad konjunktur ändå ha satt en broms på kreditgivningen.

Icke desto mindre kunde man väl vänta sig att avregleringen, om den verkligen vore en dramatisk händelse, skulle ha lämnat tydligare spår i tillgängliga data. Man bör nog ta resultaten på allvar: hushållens konsumtion och företagens investeringar tycks ha hämmats ganska litet av de regleringar som var i kraft under den tidigare halvan av 1980-talet. Detta är egentligen inte så förvånande. Företagen hade ju varit konsekvent prioriterade under regleringssystemet. Krediter avsedda för hushållens konsumtion tillhörde visserligen den s k oprioriterade utlåningen, vilken det sattes tak på, och rebelåning av äldre fastigheter försvårades utan tvekan (åtminstone lockades den presumtive låntagaren att uppge att lånet skulle användas till att renovera fastigheten snarare än till löpande konsumtion). Samtidigt torde rådande system för räntesubventioner till bostadsbyggnad ha dragit i motsatt riktning och gjort vissa hushåll "överbelånade". Högbelåning, upp till 95 procent av byggkostnaderna, var ju en förutsättning för att komma i åtnjutande av dessa mycket stora subventioner⁶. Nettoresultatet av dessa motverkande mekanismer är inte uppenbart. Vad vi vet är att de svenska hushållen sedan länge haft högre belåningsgrader än hushållen i flertalet andra länder (se t ex Japelli och Pagano [1989]).

Fastighetspriserna

Slutsatsen att avregleringen inte tycks ha påverkat konsumtion och investeringar i

högre grad är betingad på tillgångsprisernas utveckling: givet hushållens förmögenhet och företagets vinster avvek inte konsumtions- och investeringsefterfrågan från tidigare mönster. Samtidigt vet vi att tillgångspriserna steg snabbt just under dessa år, och i den mån som stegringarna var ett resultat av avregleringen kan denna därigenom ha haft viktiga indirekta effekter på konsumtion och investeringar. Det finns därför skäl att närmare diskutera avregleringens betydelse för tillgångsprisernas utveckling.

Den mest spektakulära prisutvecklingen företer utan tvekan de kommersiella fastigheterna. Den bild som tecknas i *Figur 6*, tidigare publicerad i Jaffee [1994], har fått många att tala om en prisbubbla. Prisökningarna i Stockholms innerstad framstår som extrema, inte minst i jämförelse med vår omvärld. Det finns, vad jag vet, inga systematiska studier av drivkrafterna bakom denna utveckling. Med tanke på datamaterialets kvalitet kan man kanske också betvivla det meningsfulla i att försöka sig på en sådan studie. Redan från *Figur 6* kan man dock göra två enkla observationer. Den första är att prisernas *ökningstakt* faktiskt var högre under den kreditreglerade första halvan av 80-talet än efter avregleringen 1985; mellan 1980 och 1985 ökade prisindex med ca 275%, mellan 1985 och 1990 med 140%. Den andra observationen är att det är före 1985 som ökningen är särskilt snabb i Stockholm, medan Stockholm

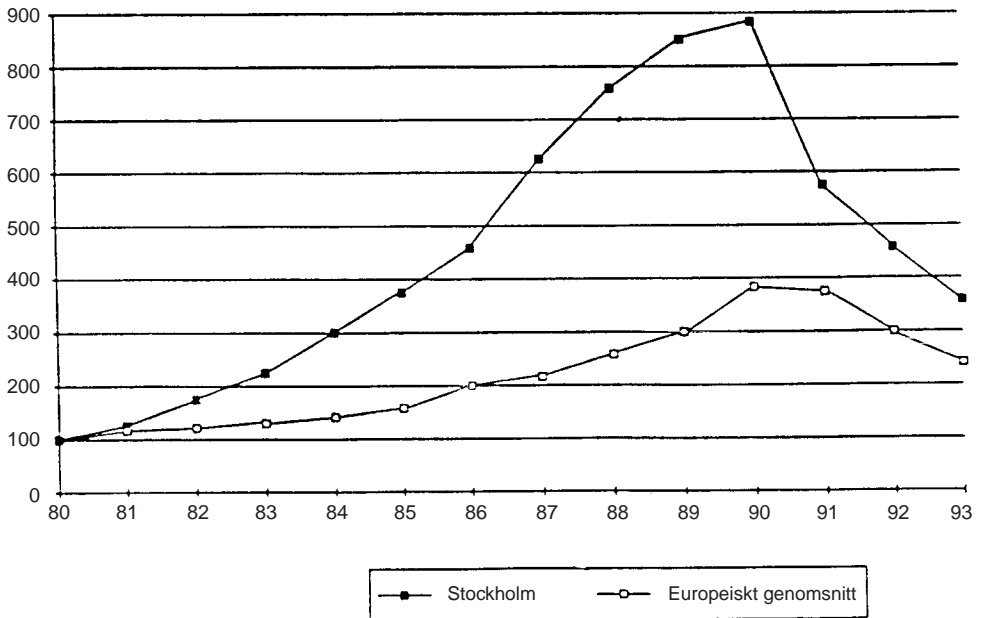
forts. fotnot 5

tion, utan denna variabel måste beräknas som summan av årets inkomster och förändringen av förmögenheten under året. Det förvånar inte att detta resulterar i ett antal extrema observationer, vilka kan misstänkas ha stora inslag av mätfel. En stor del av Ekmans studie ägnas därför åt att, med olika metoder, reducera betydelsen av extremobservationer.

⁶I nuvärdetermer efter skatt motsvarade subventionerna under 1980-talet 20-30 procent av fastighetens värde; se Berger et al. [1998].

Figur 6 Nominella priser på kommersiella fastigheter i Stockholm och Europa

Index 1980 = 100



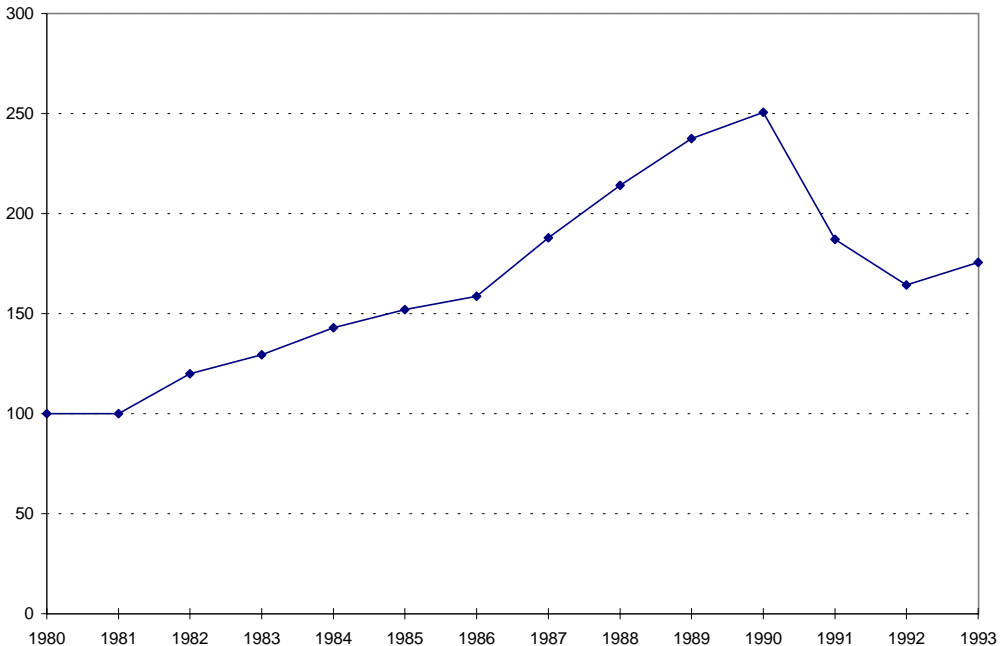
Källor Ljungqvist Fastighetsvärderingar och Jones Lang Wooton, återgiven från Jaffee [1994]

mellan 1985 och 1990 ligger obetydligt över det europeiska genomsnittet på 135%. Den snabba prisökningen under början av 80-talet brukar tillskrivas genomslaget för ett reallt synsätt. Traditionella sk byggmästarekalkyler, som krävde positivt kassaflöde från en fastighets första år, ersattes av reala kalkyler där avkastningskraven anpassades efter förväntade kapitalvinster. Försäkringsbolagen gick i bräsch för denna utveckling, som innebar sänkta avkastningskrav och stigande fastighetsvärden. Samtidigt började hyrorna på kommersiella fastigheter, som varit reglerade till 1972, att skjuta i höjden. Mellan 1980 och 1985 ökade hyresnivån på kommersiella fastigheter i Stockholm med 150 procent (Jaffee [1994] figur 5.3).

Frågan är nu i vilken utsträckning den fortsatta prisexplosionen efter 1985 kan ses som en bubbla driven av överbelåning

och orealistiska förväntningar. När man talar om en prisbubbla, menar man något i stil med att priserna drivits upp av förväntningar om framtida prisstegringar utan kontakt med ekonomiska fundamenta. För fastigheter består fundamenta av hyresintäkter, och "fundamentavärdet" på en fastighet utgörs därför i princip av det diskonterade nuvärdet av framtida hyresintäkter under fastighetens ekonomiska livslängd. En "gangsterkalkyl" av fundamentala värden kan göras om man antar att fastighetens livslängd är oändlig, att diskonteringsräntan är konstant, att hyresintäkterna växer i konstant takt samt att inga riskjusteringar behöver göras. I så fall blir fastighetspriset (P) lika med dagens hyresnivå (h) dividerad med diskonteringsräntan (r) minus hyrnas tillväxttakt (g); $P = h/(r-g)$. Kvoten mellan P och h brukar benämnas kapitaliseringsfaktor i värderingssammanhang – den faktor som

Figur 7 Kapitaliseringsfaktor på kommersiella fastigheter i Stockholms innerstad (1980=100)



Källa: Jaffee (1994), figur 5.3 och 5.4

dagens hyror skall multipliceras med för att ge fastighetsvärdet. Som framgår av *Figur 7*, ökade kapitaliseringsfaktorn med ca 50 procent mellan 1980 och 1985 och med ytterligare ca 60 procent fram till 1990.

Hur rimlig är uppfattningen att fastighetspriserna drevs av orealistiska förväntningar om framtiden (kalla det bubblor eller ej)? Ett sätt att tänka är att utgå från ett antagande om den reala diskonteringsräntan och sedan fråga sig vilken real tillväxttakt i hyror som kapitaliseringsfaktorn implicerar. Låt oss sätta diskonteringsräntan till 4 procent för hela perioden och anta att 1980 års värdering var baserad på långsiktigt konstanta hyresnivåer. I så fall svarar 1985 års kapitaliseringsgrad mot en förväntad framtida hyrestillväxt på 1,4 procent, och värderingen under toppåren 1989 och 1990 motsvarar hyrestillväxter om 2,3 resp 2,4 pro-

cent.⁷ Detta är förvisso höga tal, särskilt med tanke på att de ska uppfattas som långsiktigt hållbara ökningstakter. Det är dock inte lätt att bedöma hur (o)realistiska de är. Tyvärr är det mycket ont om konsistenta långsiktiga serier över hyresindexar i andra länder som skulle kunna tjäna som jämförelsenorm; enligt studier av Wheaton och Torto [1994] och Webb och Fisher [1996] skulle hyresnivåerna för kontorslokaler ha varit reallt konstanta eller t o m svagt fallande i ett antal amerikanska städer på 1980-talet. Grundläggande teori för hyresbildning i tätorter (t ex DiPasquale och Wheaton [1996]) säger att hyresnivåerna i centrala lägen be-

⁷ Om man utgår från att 1980 års priser baserades på en hyrestillväxt på 1 procent blir motsvarande tal 2,0, 2,8 resp 2,9 procent för 1985, 1989 och 1990.

ror på regionens storlek och inkomstnivå och att således hyresnivåernas tillväxttakt skall relateras till den regionala tillväxten. Under perioden 1971–1991 växte produktionsvärdet i Stockholmsregionen med i genomsnitt 2,6 procent per år att jämföra med 1,4 procent för genomsnittet av landets mindre regioner (Nutek [1994], tab 4.2). Rimligen borde sådana skillnader avspeglas i hyrorna. En varaktig hyrestillväxt på ett par procent om året framstår ändå som mycket hög. Sammantaget är min tolkning därför att fastighetspriserna under slutet av 1980-talet endast kan ha motiverats utifrån fundamenta av den som hade mycket starka förväntningar på Stockholmsregionens framtida tillväxt.

För småhuspriserna är dataunderlaget mycket bättre och här finns också grundligare studier gjorda. Katinka Hort [1997] har studerat prisutvecklingen mellan 1974 och 1994 i de 20 största svenska tätortsområdena. Hon finner att husprisernas utveckling väl förklaras av framför allt tre fundamentala variabler: realinkomster, realränta efter skatt och byggkostnader. Härtill kommer en stark egenprisdynamik; husprisernas stegring ett visst år påverkar nästa års ökningstakt utöver vad som förklaras av fundamenta. Det finns inga tydliga tecken på strukturella förändringar i modellen efter 1985, utan prisboomen under senare delen av 80-talet fångas väl. Däremot har modellen svårigheter att följa prisnedgången på 90-talet. En möjlig tolkning av detta är att den ökade skuldsättningen som gradvis byggdes upp under 80-talet gjorde hushållens bostadsefterfrågan, och därmed småhuspriserna, känsligare än tidigare för störningar.⁸ En annan tolkning är att nedgången beror på en starkt ökad pessimism och osäkerhet om framtiden som inte fångas av modellen.

Slutsatser

I denna artikel har jag letat efter stöd i statistik och vetenskapliga studier för te-

sen att avregleringen skulle ha inneburit en kraftig efterfrågestimulans under senare delen av 1980-talet. Sådant stöd visar sig svårt att finna. Hade avregleringen alltså inga effekter? Nej, det vill jag naturligtvis inte hävda. När vi lyfter näsan från de akademiska uppsatserna och de statistiska publikationerna måste vi i bayesiansk anda göra en sammanvägning mellan våra förutfattade meningar och de resultat som olika studier visar. För min del resulterar det i följande uppfattning:

Avregleringen kan ha haft vissa effekter på hushållens konsumtion, men dessa var små i förhållande till influenserna från inkomstutvecklingen. Likaså var dess effekter på småhuspriserna sannolikt positiva men små. De efter hand ökade belåningsgraderna kom dock att göra konsumtion och småhuspriser mer känsliga för störningar. Därigenom bidrog avregleringen till att göra 90-talskrisen djupare än den annars skulle ha blivit. Företagens investeringar påverkades i huvudsak knappast alls. Undantaget är kommersiella fastigheter. Det skulle visserligen gå att hävda att 80-talets uppvärdering av fastighetskapitalet helt var ett resultat av allmänt ljusare framtidsutsikter. Utifrån kännedom om kvaliteten i de fastighetsvärderingar (se Lind [1998]) och den kreditprövning som gjordes under denna period ter det sig dock som en äventyrlig position att försvara. Avregleringen och resulterande högbelåning bidrog säkert till att driva upp fastighetspriserna och därigenom också till att göra nybyggande extra lönsamt. Här har vi trots allt en efterfrågechock om än av rätt måttlig omfattning; hela uppgången av nybyggandet av kommersiella lokaler mellan 1985 och 1990 motsvarar 0,6 procent av BNP, varav kanske ett par promille kan hänföras till avregleringen.

⁸Ett sådant positivt samband mellan belåningsgrader och husprisvolatilitet tycks gälla i USA; se Lamont och Stein [1997].

Lars Wohlin kan ha rätt i att man i samband med avregleringen bagatellisera de makroekonomiska verkningar som kunde väntas följa. Det är nog generellt så att det är svårt att få utrymme för en nyanserad diskussion av övergångsproblem i samband med stora strukturella reformer. Skattereformen är ett annat exempel – och ett mer träffande sådant enligt min mening; se Agell m fl [1995] kap 6 – där makroekonomiska sidoverkningar negligerades. I debattstridens hetta är förrespråkarna naturligen fyllda av övertygelse om reformens långsiktiga riktighet. Det ligger då nära till hands att uppfatta en diskussion om övergångsproblem som den obotfärdiges förhinder och därför vifta bort den, särskilt när sådana problem lyfts fram av dem som är motståndare till reformen av andra skäl. Det fanns säkert sådana underlåtenhetssynder i den debatt som föregick kreditavregleringen. Men med facit i hand tror jag inte underlåtenheten framför allt gällde analysen av efterfrågeeffekterna. Den stora bristen var att alltför få insåg att avregleringen öppnade dörrarna till en värld där konkurrensen mellan olika institut kunde bedrivas med nya medel och där samtidigt riskanalys blev mycket viktigare än i den gamla regleringsvärlden. Det gäller såväl kvaliteten i bedömningen av de enskilda kreditriskerna som värderingen av den samlade risken i en hel kreditportfölj. Här finns ett spår som leder raka vägen från avregleringen till bankkrisen. Ett bra självtest på kvaliteten på ens egen riskanalys när det begav sig är att försöka dra sig till minnes vilken uppfattning man hade om lämpligt kapitaltäckningskrav för fastighetskrediter i samband med att de nya Basel-reglerna diskuterades i slutet av 80-talet. Vi är nog några stycken som rodnar lätt vid tanken på detta.

Referenser

Agell, J & Berg, L, [1996], "Does Financial Deregulation Cause a Consumption

Boom?", *Scandinavian Journal of Economics*, vol 98, nr 4, s 579–601.

Agell, J, Englund, P & Södersten, J, [1995], *Svensk skattepolitik i teori och praktik. 1991 års skattereform*, SOU 1995:104, bilaga 1.

Angelin, K & Jennergren, P, [1995], "Partner Leasing in Sweden", *Tax Reform Evaluation Report* nr 4, Konjunkturinstitutet och Ekonomiska Rådet.

Berg, L, [1988], *Hushållens sparande och konsumtion*, expertrapport till Spardelegationen.

Berger, T, Englund, P, Hendershott, P H & Turner, B, [1998], "Another Look at the Capitalization of Interest Subsidies: Evidence from Sweden", National Bureau of Economic Research, Working Paper nr 6365.

DiPasquale, D & Wheaton, W C [1996], *Urban Economics and Real Estate Markets*, Prentice Hall.

Edin, P-A, Englund, P & Ekman, E, [1995], "Avregleringen och hushållens skulder", i *Bankerna under krisen*. Fyra rapporter till bankkriskommittén, Stockholm 1995.

Ekman, E, [1997], "Consumption and Savings over the Life-Cycle", i Ekman, E, *Household and Corporate Behaviour under Uncertainty*, Economic Studies 29, nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.

Englund, P & Wallander, J, [1983], "Svar till Wohlin", *Ekonomisk Debatt*, årg 11, nr 2, s 123–130.

Hansen, S & Lindberg, S, [1997], "Agency Costs, Financial Deregulation, and Corporate Investment – An Euler Equation Approach to Panel Data for Swedish Firms", working paper 1997:20, nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.

Hort, K, [1997], "The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968–94" i Hort, K, *On Price Formation and Quantity Adjustment in Swedish Housing Markets*, Economic Studies 34, nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.

Ingves, S, [1982], "Den oreglerade kreditmarknaden", i SOU 1982:53, *Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter*, expertrapporter från kreditpolitiska utredningen.

Jaffee, D M, [1994], *Den svenska fastighetskrisen*, SNS Förlag.

- Japelli, T & Pagano, M, [1989], "Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison", *American Economic Review*, vol 79, s 1088–1105.
- af Jochnick, K, [1987], "Kreditmarknaden första året utan utlåningstak", *Kredit- och valutaöversikt*, nr 1, s 5–19.
- Jonung, L & Stymne, J, [1997], "The Great Regime Shift: Asset Markets and Economic Activity in Sweden, 1985–93", i Capie, F & Wood, G E (red), *Asset Prices and the Real Economy*, Macmillan Press.
- Lamont, O & Stein J C, [1997], "Leverage and House-Price Dynamics in U.S. Cities", National Bureau of Economic Research, Working Paper nr 5961.
- Lind, H, [1998], "Bubblor och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985–1990", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 1, s 31–40.
- Nutek, [1994], *Sveriges ekonomiska geografi*, bilaga 5 till LU95.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*, betänkande av kreditpolitiska utredningen.
- Wallander, J, [1994], "Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar", i *Bankkrisen*, rapporter av H. Lindgren m fl, Bankkris-kommittén, Stockholm.
- Wheaton, W C & Torto, R G, [1994], "Office Rent Indices and Their Behavior over Time", *Journal of Urban Economics*, vol 39, s 1–19.
- Webb, R B & Fisher, J D, [1996], "Development of an Effective Rent (Lease) Index for the Chicago CBD", *Journal of Urban Economics*, vol 35, s 121–139.
- Wohlin, L, [1983], "Kreditpolitik i omvandling", *Ekonomisk Debatt*, årg 11, nr 1, s 7–16.
- Wohlin, L, [1998], "Bankkrisens upprinnelse", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 1, s 21–30.