LUND UNIVERSITY

Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditcykeln

Andersson, Fredrik N G; Jonung, Lars

Published in:
Ekonomisk Debatt

2015

Link to publication

Citation for published version (APA):
Andersson, F. N. G., & Jonung, L. (2015). Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditcykeln. *Ekonomisk Debatt*, *43*(8), 17-31.

Total number of authors:
2

General rights
Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:
Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.
• Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
• You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
• You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: https://creativecommons.org/licenses/

Take down policy
If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

Download date: 18. Jan. 2026

Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditcykeln

nr 8 2015 årgång 43

Finanskrisen 2008 har väckt starkt intresse för kreditvolymens och skuldsättningens roll i samhällsekonomin. Här kartlägger vi framväxten av en svensk kreditcykel. Den har längre varaktighet och större svängningar än den traditionella konjunkturcykeln samt en nära koppling till den internationella kreditcykeln. Långvarig och hög tillväxt i kreditvolymen i förhållande till den reala tillväxten leder till finansiella obalanser. Därmed ökar risken för abrupt korrigering, i värsta fall för en ny finansiell kris. För att minska risken krävs en omläggning av den ekonomiska politiken med målet att dämpa kreditexpansionen. Denna måste vara väl avvägd så att den inte i sig utlöser nästa krasch.

FREDRIK N G ANDERSSON OCH LARS JONUNG

Fredrik N G Andersson, fil dr, är verksam vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Hans forskning handlar om långsiktig ekonomisk utveckling. ngf.andersson@nek.lu.se

Lars Jonung, professor emeritus, är verksam vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap vid Ekonomihögskolan i Lund. Han var ordförande för Finanspolitiska rådet 2012–13. Hans forskning rör bl a penning- och finanspolitik samt doktrinhistoria. Lars.Jonung@nek.lu.se

De många finansiella kriser som inträffat genom historien är intimt förknippade med utvecklingen av mängden krediter. Kriserna har som regel föregåtts av en period med snabb kredittillväxt, låga realräntor och stark ekonomisk aktivitet. Extrem högkonjunktur, *boom*, har med tiden övergått i kraftig nedgång, *bust*, med åtföljande finansiell kris. När kraschen kommit, har kreditexpansionen strypts och räntorna stigit, vilket påskyndat krisförloppet. I spåren av krisen har tillväxten förblivit låg under lång tid.

Den globala finanskrisen 2008, vilken följde det gängse *boom-bust*-mönstret, har skapat ett starkt intresse för den s k kreditcykeln – ett intresse som knappast fanns före avregleringen av de finansiella marknaderna på 1980-talet. Avregleringen i kombination med en ny finansiell teknologi öppnade nämligen för en kraftig tillväxt av det finansiella systemet och för större fluktuationer i kredittillväxten än tidigare.

I denna uppsats kartlägger vi först det långsiktiga cykliska mönstret i kreditvolymen i Sverige och beskriver sambandet mellan den svenska och den internationella kreditcykeln. Diskussionen täcker de senaste fyrtio åren. På så vis fångar vi mönstret både före och efter den finansiella avregleringen i Sverige under den senare hälften av 1980-talet.[1] Vi jämför den svenska erfarenheten med utvecklingen i nitton OECD-länder. Sedan resonerar vi kring sambandet mellan kreditcykeln och finansiella obalanser och kriser. Avslutningsvis diskuterar vi framtiden där vi tar upp riskerna med den höga och långvariga kredittillväxten och skulduppbyggnaden i Sverige sedan mitten av 1990-talet.

Litteraturen kring relationen mellan kreditvolymen och finanskriser är

Många har hjälpt oss med konstruktiv kritik. Vi vill tacka Bengt Assarsson, Michael Bergman, Henrik Braconier, Hans Bäckström, Thomas Hagberg, Christina Jonung, Göran Lind och Stefan Palmqvist.

[1] Denna uppsats är en uppföljning av Jonung (2015) där ett budskap är att de SNS-ekonomer som rekommenderade normpolitik och finansiell avreglering i mitten av 1980-talet underskattade hur snabbt och kraftigt det finansiella systemet skulle expandera efter avregleringen.

omfattande och växande. Forskare som Gourinchas och Obstfeld (2012), Reinhart och Rogoff (2010) och Schularick och Taylor (2012) lägger fokus på det historiska mönstret. Ekonomer vid IMF som Claessens m fl (2011) och vid BIS som Borio (2012) diskuterar kreditcykeln och dess relation till finansiell instabilitet med data hämtade från de senaste årtiondena. Här kopplas kreditcykeln ihop med utvecklingen av priser på tillgångar som aktier och bostäder, med hävstångseffekter inom det finansiella systemet och med kapitalflöden över gränserna. Samvariationen mellan dessa olika variabler sammanfattas ibland med hjälp av begreppet den finansiella cykeln, se t ex Rey (2013). Av detta skäl uppmärksammar vi samband mellan den svenska kreditcykeln och de svenska tillgångspriserna, dvs vi studerar också den finansiella cykeln i Sverige.[2]

Den svenska kreditcykeln har inte uppmärksammats i någon större utsträckning tidigare. Ingves tar upp begreppet i ett föredrag i Nationalekonomiska Föreningen (2013). Vad vi vet är vår studie det första försöket att närmare beskriva den svenska kreditcykeln även om data över den svenska kreditstocken har ingått i några jämförande internationella studier.[3]

1. Hur ser den svenska kreditcykeln ut?

Den svenska kreditmarknadens utveckling 1963–2014 sammanfattas i figur 1, som återger kvoten mellan volymen totala krediter till hushåll och företag utanför finanssektorn och nominell BNP samt kvoten mellan hushållens skulder och deras disponibla inkomst. Bägge kvoterna ligger på en i stort sett konstant nivå fram till den finansiella avregleringen 1985. Skälet till denna stabilitet var regleringarna av kreditmarknaden. Syftet med dem var att begränsa tillväxten i kreditvolymen samt styra allokeringen av krediter efter rådande politiska preferenser. Eftersom Sverige i stort var finansiellt avskärmat från omvärlden genom valutaregleringen, hade Riksbanken goda möjligheter att bestämma kreditflödets storlek, dess fördelning mellan olika sektorer samt priset på krediter, dvs låneräntan.[4]

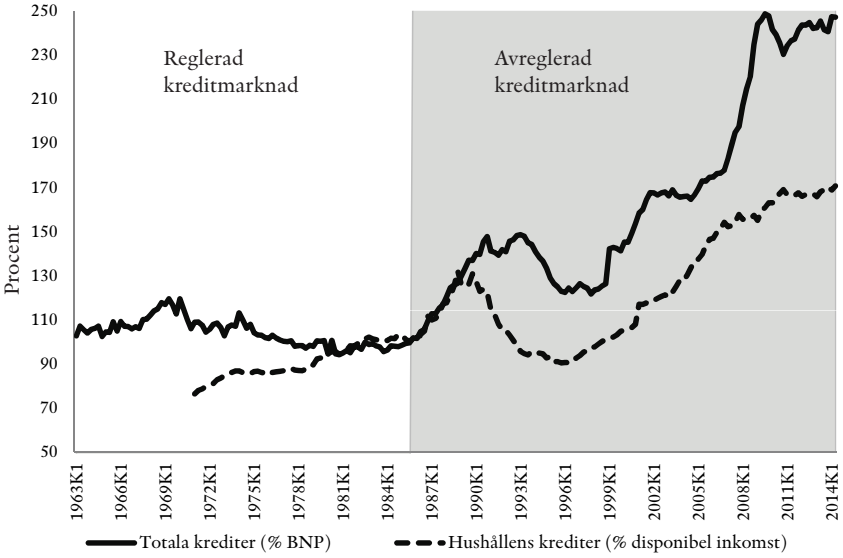
I november 1985 avskaffades den kvantitativa regleringen av bankernas utlåning. Med detta steg, den s k novemberrevolutionen, öppnades slussporten till kreditmarknaden. Utbudet av och efterfrågan på krediter ökade kraftigt. Båda kvoterna i figur 1 stiger kraftigt under åren 1986–90. Sedan följer en nästan lika stor nedgång under 1990-talskrisen.

Figur 1 visar på ett tydligt *boom-bust*-förlopp i kreditgivningen såväl totalt som enbart för hushållen under perioden 1986–95. Samma bild återkommer i den reala ekonomin: *boom* under den s k överhettningen och rekordlåg

2 En enhetlig definition av begreppet finansiell cykel saknas. Den konstrueras som regel med hjälp av tidsserier över olika finansiella storheter.

3 Begreppet kreditcykel nämns utan någon närmare diskussion eller definition i Finanskriskommitténs betänkande från 2013, se SOU 2013:6. Samma gäller för Riksbankens utredning om bostadsmarknaden, se Riksbanken (2011).

4 Se t ex Jonung (1993) för en beskrivning av uppkomsten och avvecklingen av kreditmarknadsregleringarna i Sverige under efterkrigstiden.



Figur 1
Totala krediter till privat sektor i Sverige i relation till BNP samt hushållens skuldkvot 1963–2014 (procentenheter)

Anm: Totala krediter omfattar lån till hushåll och företag utanför det finansiella systemet. Skuldkvoten anger relationen mellan hushållens lån och deras disponibla inkomst.
Källa: BIS, SCB och Sveriges riksbank.

arbetslöshet i slutet av 1980-talet följd av kraftigt produktionsbortfall och stor nedgång i sysselsättningen under *bust*-fasen i början 1990-talet.[5]

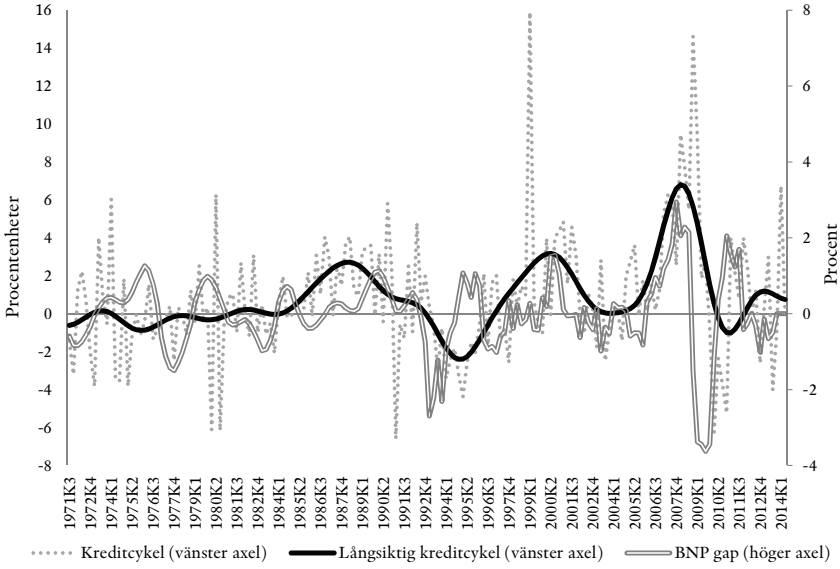
Från mitten av 1990-talet ökar krediterna återigen snabbare än BNP fram till 2008. Därefter har den totala kreditvolymen vuxit lika snabbt som BNP. Hushållens skulder har däremot fortsatt att växa i relation till disponibel inkomst även efter 2008. Trots de växande skulderna har hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst, den s k räntekvoten, sjunkit från 7 procent av disponibel inkomst år 1995 till ca 3 procent år 2014.[6]

En klar slutsats från figur 1 är att det konstanta sambandet mellan kreditmängden och samhällsekonomin som gällde fram till mitten av 1980-talet upphörde i samband med de finansiella avregleringarna. När regleringarna monterades ned, frikopplades kreditgivningen från den reala ekonomiska utvecklingen med snabb och långvarig kreditexpansion som följd. Nya finansiella instrument och tekniker drev på den raska tillväxten av den finansiella sektorn. Processen kan beskrivas som *finansifieringen* av den svenska ekonomin – en fundamental förändring i dess struktur.

Resonemanget får stöd av figur 2 som visar fluktuationerna på såväl kort som lång sikt i kvoten mellan totala krediter och nominell BNP under åren 1971–2014. Den långsiktiga kreditcykeln är här skattad som den långsiktiga utvecklingen i skuldkvoten där korta förändringar har filtrerats bort. Den beskriver variationer i skuldkvoten som varar i mer än 8 år. Den traditio-

5 Litteraturen om den svenska 1990-talskrisen är omfattande, för en översikt se t ex Jonung m fl (2009).
6 Se här figur 3.10 i Sveriges riksbank (2014).

Figur 2
Den svenska kreditcykeln och konjunkturcykeln i Sverige 1971–2014



Källa: Skattningar enligt Andersson och Jonung (2015). Data från BIS och Sveriges riksbank.

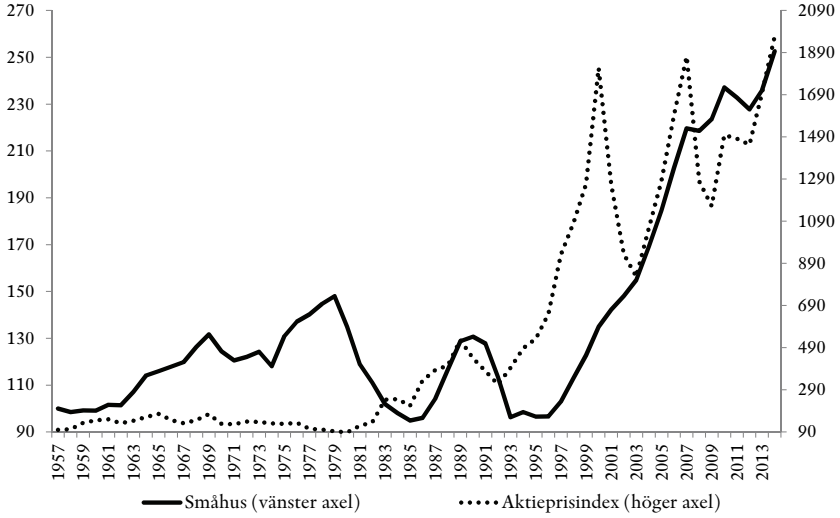
nella konjunkturcykeln, mätt som det s k *output*-gapet för BNP, ingår i figur 2 för att underlätta jämförelse av amplituden hos de olika cyklerna.[7]

Under regleringsregimen fram till 1986 är svängningarna i krediterna i förhållande till BNP, såväl de kortsiktiga som de långsiktiga, begränsade. Det går inte att definiera någon tydlig kreditcykel för dessa år. Efter avregleringen förändras bilden radikalt. Nu blir fluktuationerna betydligt starkare, inte minst på lång sikt. De långsiktiga svängningarna löper över längre tidsperioder, längre än den traditionella konjunkturcykeln som utgörs av fluktuationerna i real BNP. Volatiliteten i den långsiktiga kreditcykeln femdubblas jämfört med tiden före avregleringen. Även i förhållande till den traditionella konjunkturcykeln ökar volatiliteten. Utifrån mönstret i figur 2 vill vi fastslå att efter avregleringen har en tydlig långsiktig kreditcykel utvecklats i Sverige.

Mönstret av *boom-bust* finns också i tillgångspriserna, dvs i aktiekurser och huspriser. Detta framgår av figur 3 som visar börsindex och småhuspriser mätt i reala termer under 1957–2014. Eftersom i stort sett samma mönster som i figur 1 och 2 återkommer i figur 3, kan vi tala om en finansiell cykel i Sverige där kreditmängden, aktievärdena och fastighetspriserna utvecklas på ett likartat sätt.

Före den finansiella avregleringen, under 1960- och 1970-talet, ligger index för aktiepriser och huspriser i stort sett kring en konstant nivå. Under

[7] Bägge serierna är skattade med hjälp av ett s k *wavelet*-filter som är en metod för att dela upp tidsserier i korta cykler och långa trender. Se Andersson och Jonung (2015) för en närmare beskrivning.



Figur 3
Realt aktieprisindex (höger axel) och realt småhusprisindex (vänster axel) 1957–2014 (index = 100 för bägge serier år 1957)

Källa: Sveriges riksbank, SCB och Datastream.

1980-talet sker en omsvängning mot större volatilitet och högre tillväxt. Överhettningen i slutet av 1980-talet och krisen i början av 1990-talet återspeglas i ett *boom-bust* mönster i de båda tidserierna. Från mitten av 1990-talet uppvisar småhusprisindex en kraftig och i stort sett obruten uppgång. Aktiepriserna är mer volatila. IT-kraschen i början av 2000-talet liksom den globala finanskrisen 2008 dyker upp som tydliga nedgångar. Trots dessa är trenden för börsindex starkt positiv.

Börsvärdet stiger mycket kraftigare än värdet på småhus under perioden 1957–2014. Småhuspriserna går från en nivå på 100 år 1957 till 250 år 2014. Den genomsnittliga tillväxten i de reala småhuspriserna ligger på 4,9 procent efter 1995. Motsvarande siffror för aktiebörsen visar en närmast dramatisk ökning från 100 till 2 000, med en real årlig tillväxt på 6,7 procent sedan 1995.

Det faktum att uppgången i tillgångspriserna sammanfaller med en stark kreditexpansion betyder inte i sig att kreditökningen har orsakat inflationen i tillgångspriserna. För att gräva djupare kring dessa frågor har vi analyserat hur kreditvolymen påverkat reala huspriser under perioden 1971–2013 med hjälp av en enkel statistisk modell (tabell 1). Våra resultat visar att den växande kreditstocken har bidragit till stigande reala bostadspriser.[8] Effekten är tydlig för bostadspriserna i Stockholm. Samma effekt gäller för hela Sverige, fast i något mindre grad.

Det finns också tecken, förvisso svagare, på att stigande bostadspriser leder till en ökad efterfrågan på krediter. Även om hela uppgången i bostadspriserna inte är driven av växande utbud på krediter, så har tillgången på krediter efter avregleringen bidragit till att bostadspriserna har ökat mer än

8 Dessa tester beskrivs närmare i Andersson och Jonung (2015).

Tabell 1
Test för Granger-kausalitet mellan kreditvolymen och reala fastighetspriser i Sverige 1971–2013

Förklarande variabel	Beroende variabel	p-värde
Krediter/BNP	Reala fastighetspriser i Sverige	0,07
Krediter/BNP	Reala fastighetspriser i Stockholm	0,00
Reala fastighetspriser i Sverige	Krediter/BNP	0,22
Reala fastighetspriser i Stockholm	Krediter/BNP	0,05

Anm: Nollhypotesen är att den förklarande variabeln inte påverkar den beroende variabeln. Ett p-värde på mindre än 0,05 betyder att vi förkastar nollhypotesen med 95 procents sannolikhet. Skattningarna beskrivs närmare i Andersson och Jonung (2015).
Källa: Egna skattningar. Data är hämtade från BIS och Sveriges riksbank.

vad de annars skulle ha gjort. Sambandet gäller också om vi tar hänsyn till det låga bostadsbyggandet under senare år.

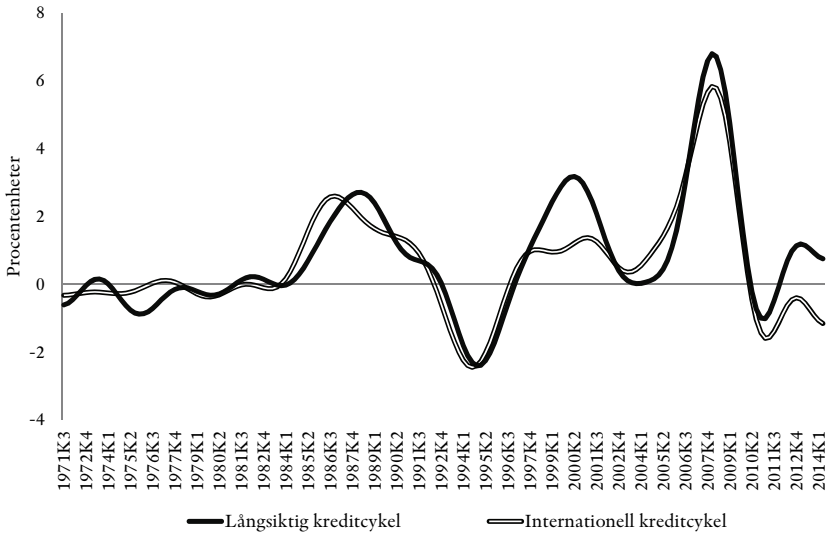
Vi ser ett mönster för åren efter den finansiella avregleringen där kreditexpansionen sammanfaller starkare med tillgångsprisinflationen än med inflationen på varumarknaden så som den mäts med konsumentprisindex. Det ligger nära till hands att dra slutsatsen att den snabba tillväxten i kreditvolymen varken har gett upphov till en markant högre ekonomisk tillväxt eller till snabbt stigande konsumentpriser. Under åren 1985–2014 var den genomsnittliga konsumentprisinflationen 2,7 procent och BNP-tillväxten 2,1 procent. Dessa siffror bör jämföras med en inflation på 6,4 procent och en ekonomisk tillväxt på 3,1 procent under den föregående trettioårsperioden 1955–84 då kreditexpansionen var klart lägre på grund av de rådande kreditregleringarna. Naturligtvis är orsakssambanden mer komplexa än vad dessa siffror säger.

En rad internationella studier har på senare tid ifrågasatt den konventionella uppfattningen att ett väl utvecklat finansiellt system bidrar till god ekonomisk tillväxt. Ett exempel är Arcand m fl (2015) som hävdar att en alltför stor finanssektor – gränsen går enligt dem vid en skuldkvot kring 100 procent för den privata sektorn – får negativa effekter på samhällsekonomin. Sverige skulle då redan ha passerat denna kritiska nivå.

2. Den internationella kreditcykeln

De finansiella avregleringarna, främst slopandet av valutaregleringen 1989, öppnade den svenska kreditmarknaden för internationella impulser. Dessa fick därmed en starkare roll än tidigare. Detta framgår i figur 4 som visar den långsiktiga svenska och långsiktiga internationella kreditcykeln. Den internationella cykeln är här skattad med en modell där kreditcykeln för varje land delas upp i två komponenter: en gemensam internationell cykel och en cykel specifik för varje land.[9] I skattningen av den internationella cykeln ingår 20 länder: Australien, Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Japan, Nederländerna,

[9] Modellen finns redovisad i Andersson och Jonung (2015).



Figur 4
Den svenska och internationella kreditcykeln 1971–2014

Källa: Skattningar enligt Andersson och Jonung (2015). Data från BIS.

Norge, Kanada, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA och Österrike.

Figur 4 framhäver en slående samvariation mellan den långsiktiga internationella och den långsiktiga svenska kreditcykeln. Tidsmässigt är de nästan helt korrelerade. Sverige ligger lite efter den internationella cykeln under 1980-talet. Från början av 1990-talet befinner vi oss helt i fas. Amplituden för de två cyklerna är i stort sett densamma.

Vi kartlägger hur nära varje lands kreditcykel följer internationella impulser i tabell 2. Här visas samvariationen mellan den nationella och den internationella kreditcykeln för två tidsperioder: åren före avregleringen (1971–84) och åren efter (1985–2014). För Sverige stiger samvariationen från 27 procent före till 82 procent efter nedmonteringen av kreditmarknadsregleringarna. Det är den största ändringen för något land i vårt urval. Generellt avviker små ekonomier mindre från den internationella cykeln än större ekonomier.

De gränsöverskridande finansiella flöden som följde efter den finansiella avregleringen i kombination med den snabba tillväxten av det internationella finansiella systemet och av den finansiella teknologin har minskat Riksbankens möjligheter att självständigt styra svensk penningpolitik. Hög finansiell integration undergräver den penningpolitiska autonomin även vid en flytande växelkurs. På grund av den internationella kreditcykeln och den globala finanscykeln fungerar den rörliga kursen för kronan i dag inte fullt ut som den ”stötdämpare” som ekonomer tidigare föreställt sig.[10]

[10] Se Rey (2013). Erfarenheten av volatila kapitalflöden, ett utslag av den globala finanscykeln, har bidragit till ett växande intresse för olika former av valutareglering.

Tabell 2
Samvariationen mellan den internationella kreditcykeln och den nationella kreditcykeln före och efter den finansiella avregleringen (procent)

Land	1971–84 Före avregleringen	1985–2014 Efter avregleringen
Sverige	27	82
Irland	64	94
Spanien	41	80
Italien	73	78
Danmark	39	71
Portugal	80	71
Grekland	50	70
Norge	89	69
Kanada	39	64
Österrike	49	55
Storbritannien	72	52
Belgien	46	47
Finland	58	46
Japan	85	42
Frankrike	62	38
Schweiz	82	37
Australien	34	35
USA	14	31
Nederländerna	64	16
Tyskland	51	2

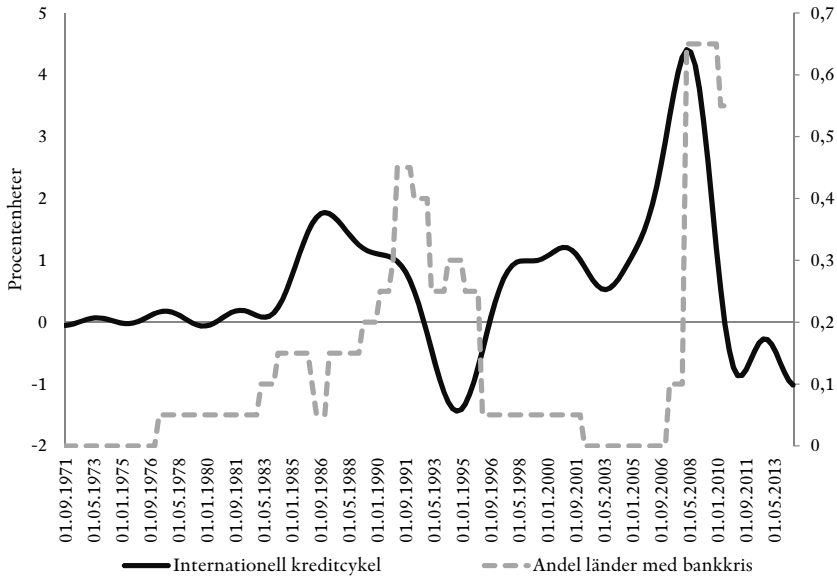
Anm: Länderna är sorterade efter graden av samvariation mellan den nationella och den internationella kreditcykeln efter den finansiella avregleringen med undantag för Sverige som placerats högst.
Källa: Data hämtade från BIS. Skattningarna beskrivs i Andersson och Jonung (2015).

3. Kreditcykeln och finansiella kriser

Det finns en väl dokumenterad koppling mellan ändringar i kreditvolymen och finansiella kriser. *Boom-bust*-förloppet i krediter och krascher följer ett gemensamt mönster över tiden och över länder.[11] Figur 5 visar vårt mått på den internationella kreditcykeln och antalet länder som varje år träffats av bankkris under 1971–2014. Två krisvågor framhävs i figur 5: den första i slutet av 1980- och i början av 1990-talet och den andra i samband med den globala finanskrisen 2008. Varje våg av bankkriser har föregåtts av en period med stark kredittillväxt, dvs kreditcykeln är den centrala drivkraften bakom bankkriser.

Vi har studerat i vilken utsträckning som det går att förutsäga sannolikheten för framtida bankkriser med hjälp av vårt mått på den internationella kreditcykeln. Våra resultat pekar på en statistiskt säkerställd korrelation mellan en större uppgång i den internationella kreditcykeln och andelen

[11] Se t ex Reinhart och Rogoff (2010) för mönstret under de senaste 800 åren, Schularik och Taylor (2012) för 14 länder för 1870–2008 och Jonung m fl (2009) för de nordiska länderna under 1990-talets kris.



Figur 5
Den globala kreditcykeln och förekomst av bankkriser 1971–2014

Anm: Figuren anger andelen länder med bankkris av de 20 länder som ingår i urvalet för beräkningen av den internationella kreditcykeln.
Källa: Skattningar enligt Andersson och Jonung (2015) samt Reinhart och Rogoff (2011).

Tabell 3
Skattad sannolikhetsmodell för bankkris

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
$Kris_{t-1}$	3,92***	3,90***	3,46***	3,39***
$Kreditcykel_{t-4}$	0,11**			
$Kreditcykel_{t-8}$		0,19**		
$Kreditcykel_{t-12}$			0,19***	
$Keditcykel_{t-16}$				0,09
Konstant	–2,00	–1,88***	–1,71***	–1,69***
McFadden R^2	0,81	0,82	0,81	0,78
Schwarz informationskriteria	0,34	0,33	0,36	0,40

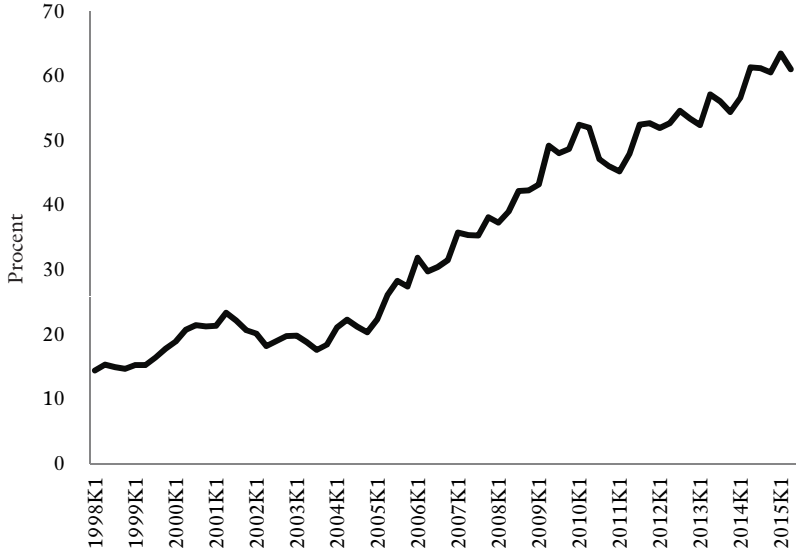
Anm: Modellen skattar sambandet mellan andelen länder med finanskris och kreditcykeln. Kreditcykeln är tidsförskjuten mellan ett kvartal och fyra år. ***, ** och * visar signifikansen på 1%-, 5%- och 10%-nivån.
Källa: Data från Reinhart och Rogoff (2011) och BIS. Se också Andersson och Jonung (2015).

länder som drabbas av bankkris.[12] Enligt tabell 3 kan bankkriser prognosticeras med hygglig precision med hjälp av kreditcykeln två till tre år före deras utbrott.

Stark kreditexpansion leder således till ökad sannolikhet för bankkris. Det innebär inte att alla länder med snabb kredittillväxt i dag kommer att drabbas av finansiell krasch imorgon. Vi vill sammanfatta vårt resultat på

[12] Se Andersson och Jonung (2015).

Figur 6
Svenska bankers utlandsfinansiering i relation till BNP, 1998–2015 (procent)



Källa: Sveriges riksbank.

följande sätt: kreditexpansion är en nödvändig men inte en tillräcklig förutsättning för bankkris.

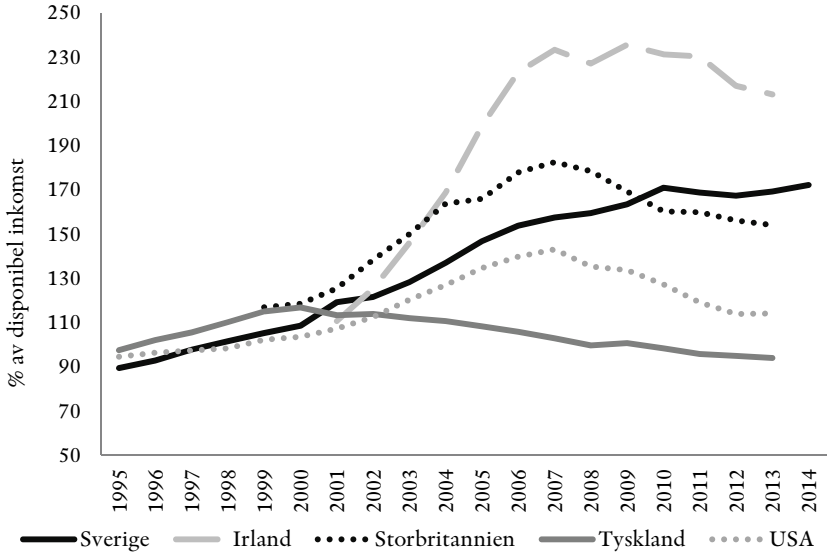
4. Vart är Sverige på väg?

Sverige drabbades av en finansiell kris i början på 1990-talet. Sedan dess har vi varit förskonade från större bankkriser. Det svenska banksystemet behöll sin stabilitet under den globala finanskrisen 2008, bl a genom stöd från Riksbanken och Riksgälden. Trots att Sverige klarade den globala finanskrisen 2008 och eurokrisen relativt väl, ser vi tecken på finansiella obalanser såväl i hushållens och bankernas skuldsättning som i dagens bostadspriser.

Uppgången i den totala skuldkvoten, som omfattar lån till både hushåll och företag, stannade förvisso av efter finanskrisen 2008. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst har emellertid fortsatt att växa efter 2008 (figur 1). De förväntas stiga åtminstone fram till 2018 och nå nya rekordnivåer enligt Sveriges riksbank (2015).

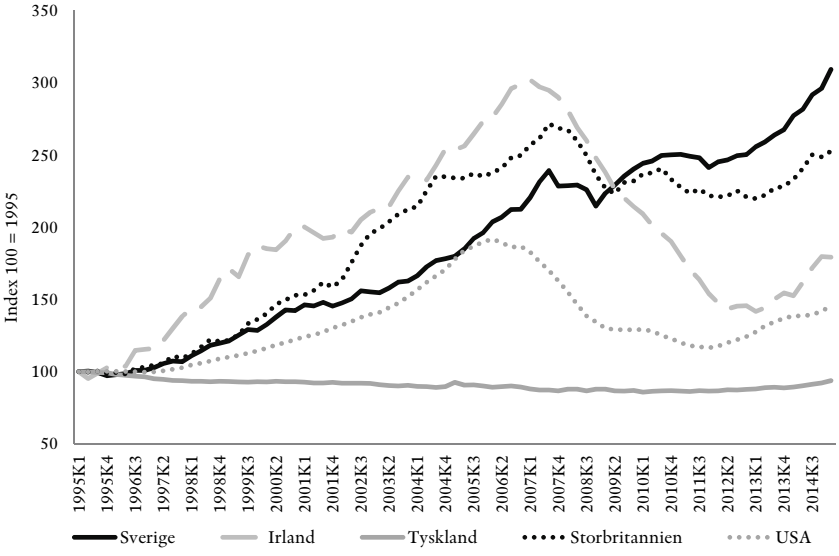
Ett annat tecken på finansiell sårbarhet är de svenska bankernas stora upplåning i utlandet (figur 6). Den växte i förhållande till BNP från 20 procent 2002–04 till ca 60 procent år 2015. Bankerna är i dag starkt beroende av internationell finansiering. Skulle denna kanal plötsligt blockeras, så skulle bankväsendets stabilitet raskt vara hotad.

Tillgångspriserna i Sverige, dvs aktiepriser och bostadspriser, har stigit under lång tid. Aktiepriserna ökade under 2014 med 15–20 procent. Fastighetspriserna följer ett liknande mönster. Ser vi på tiden från senare hälften av 1800-talet fram till i dag är uppgången i huspriser, aktiepriser



Figur 7
Hushållens skulder i relation till disponibel inkomst 1995–2014 (procentenheter)

Källa: OECD.



Figur 8
Realt husprisindex 1995–2014 (index = 100 år 1995)

Källa: BIS och Datastream.

och kreditvolym under de senaste 20 åren unik.[13]

En jämförelse med Irland, Storbritannien, USA och Tyskland ger perspektiv på den svenska skuldkvoten (figur 7) och fastighetspriserna (figur 8). Fram till den globala finanskrisens utbrott har alla länder utom Tyskland stigande skuldkvot och stigande fastighetspriser. Efter 2008 sjunker skuld-

[13] Se Edvinson m fl (2014).

kvoten och fastighetspriserna i USA, Storbritannien och Irland, länder som drabbats av djup finansiell kris. Skuldkvoten faller något långsammare på Irland på grund av att den djupa irländska krisen pressar ned den disponibla inkomsten. Sverige avviker från mönstret. Efter 2008 fortskrider tillväxten i skulduppbyggnad och fastighetspriser. Under 2014 passerade den svenska boprisuppgången den irländska toppen 2007 (figur 8).

I den svenska debatten finns många förklaringar till stigande bopriser och växande skuldkvot för hushållen såsom omvandlingen av hyresrätter till bostadsrätter, sänkningen av fastighetsskatten, lågt bostadsbyggande, planmonopol för nybyggnation och flyttskatter.[14] Dessa specifika faktorer får dock inte dölja den främsta drivkraften bakom stigande bopriser, nämligen riklig tillgång på kredit till låg realränta. Mönstret för Tyskland i figur 7 och 8 med stillaliggande fastighetspriser och konstant skuldkvot visar hur central kreditvolymen är för boprisernas bestämning.

Naturligtvis vet vi inte vad som kommer att hända med hushållens skulder i framtiden. Vi kan finna ett möjligt svar genom att ställa frågan: på vilken nivå bör en rimlig långsiktig skuldkvot ligga? Ett besked får vi genom att studera räntekvoten för hushållen. Den anger hur stor andel av sin inkomst som hushållen är villiga att använda för betalning av räntan på sina lån. Sedan 1970-talet, med undantag för åren 1989–93, har kvoten varit förhållandevis konstant. Om vi antar att hushållen i framtiden vill lägga lika stor del av sin disponibla inkomst på ränteutgifter som det historiska genomsnittet, kan ett mått på den hållbara skuldnivån beräknas.

I tabell 4 utgår vi från räntekvoten och räntorna under åren 2000–08, vilken var en relativt stabil period för svensk ekonomi. Under dessa år låg medelvärdet för hushållens skuldränta efter skatteavdrag på 3,1 procent och den genomsnittliga räntekvoten på 4,1 procent. Om vi utgår från att hushållen i framtiden har samma preferenser rörande räntekvoten samt att räntan i framtiden återgår till det långsiktiga medelvärdet efter skatteavdrag på 3,1 procent, blir den långsiktigt hållbara skulden 131 procent av disponibel inkomst (tabell 4).

Denna enkla kalkyl säger att skuldkvoten i framtiden bör minska med 40 till 50 procentenheter från dagens nivå. Detta kan tyckas som en mindre korrigering, men den motsvarar sex månaders disponibel inkomst för ett genomsnittligt hushåll. För de hushåll som har tagit stora bostadslån under 2010-talet blir den nödvändiga korrigeringen ännu större.

Skuldkvoten kan pressas ned på olika vägar. Ett argument, ofta framfört i debatten, bygger på idén att låg ränta stimulerar till högre tillväxt och därigenom till växande disponibla inkomster. Genom en högre tillväxt skulle då skuldkvoten kunna stabiliseras. Trots de låga räntorna under senare tid ser vi inga tecken på denna process. I stället har tillväxten i hushållens skulder accelererat till 7 procent under 2015. För att hålla skuldkvoten konstant med en så snabb skulduppbyggnad krävs en real inkomstökning på 5 procent om året om vi antar en inflation på 2 procent. Vi tror dock inte att

[14] Se bl a Sveriges riksbank (2011).

Tabell 4
Långsiktigt hållbara hushållsskulder vid olika räntekvoter och räntenivåer

Ränta efter skatteavdrag	Räntekvot		
	Genomsnitt 4,1%	Min 3,4%	Max 5,1%
Genomsnitt: 3,1 %	131 %	110 %	164 %
Min: 2,3 %	176 %	149 %	220 %
Max: 4,0 %	101 %	85 %	126 %

Anm: Räntekvoterna och räntesatserna är beräknade för perioden 2000–08.
Källa: Egna skattningar.

Riksbanken kan skapa en så hög och bestående tillväxttakt genom expansiv penningpolitik.

Ett annat räkneexempel vilar på att svensk ekonomi växer med 2 procent realt, säg 4–5 procent nominellt, dvs inflationen ligger kring inflationsmålet på 2 procent. Med dessa antaganden skulle den förväntade skuldnivån på 188 procent år 2018 falla till en mer hållbar nivå kring 130 procent år 2026. En förutsättning för kalkylen är att kreditvolymen i kronor ligger helt konstant under 10 år. Även detta förefaller oss orealistiskt. Det skulle kräva nya regleringar liknande dem som låste kredittillväxten under regleringsregimen på 1950- och 1960-talet.

Ett mer negativt scenario bygger på det klassiska mönstret för finansiella kriser. Vändningen från boom till krasch kommer traditionellt när någon impuls får räntan att stiga kraftigt och mer eller mindre oväntat. Denna impuls kan ha ett inhemskt ursprung, t ex genom åtgärder som försämrar lånevillkoren såsom amorteringskrav och lånetak. Den kan också komma internationellt via kopplingen mellan den internationella och svenska kreditcykeln. I dagsläget förefaller en amerikansk ränteuppgång ligga nära till hands. När Federal Reserve höjer de amerikanska räntorna är det troligt att de långa internationella räntorna följer med uppåt. Därmed stiger också det svenska ränteläget oberoende av den svenska konjunkturen.

När den svenska räntan pressas upp, ökar också hushållens räntekvot. Detta förstärker deras benägenhet att amortera på sina banklån för att sänka skuldkvoten och på så sätt hålla nere räntekvoten. När hushållen minskar sin konsumtion och ökar sitt sparande, faller den totala efterfrågan i samhällsekonomin. Sysselsättningen sjunker. Pessimism och oro inför framtiden sprider sig. Bankerna blir mindre villiga att låna ut. Vi kan hamna i den negativa deflationsspiral som Fisher (1933) beskriver när ekonomin går från kraftig *boom* till kraftig *bust*.

Hur realistiskt är ett sådant scenario? Det är omöjligt att ge ett svar. Framtiden är naturligtvis inte krisfri. Krisen kommer, så mycket vet vi. Men vi vet inte när, vad som utlöser den och hur stark den blir.

Framväxten av den svenska kreditcykeln och dess nära koppling till den globala kreditcykeln skapar potentiella källor till negativa störningar och kris. Här har en tydlig motsättning mellan målet finansiell stabilitet och

målet monetär stabilitet, dvs inflationsmålet, vuxit fram.[15] Två perspektiv måste nämligen vägas mot varandra: det kortsiktiga som karaktäriserar inflationsmålets fokus på den traditionella konjunkturcykeln, som vanligtvis har en längd på 4–5 år, och det mer långsiktiga som utmärker kreditcykeln, i vårt fall kring 8 år.

I Sverige har ansvaret för inflationsmålet lagts på Riksbanken och ansvaret för finansiell stabilitet, dvs för kreditcykeln, på Finansinspektionen.[16] Konflikt kan lätt uppstå mellan dessa två myndigheter eftersom konjunkturcykeln och kreditcykeln inte följer varandra. Ett läge kan uppstå där Riksbanken önskar stimulera ekonomin med lägre ränta för att nå inflationsmålet samtidigt som Finansinspektionen vill strama åt kreditgivningen med högre ränta för att värna om den finansiella stabiliteten och därmed motverka Riksbankens politik. Framtiden får utvisa hur väl denna organisatoriska uppdelning kommer att fungera.

5. Slutsatser

Det finns en tydlig långsiktig kreditcykel i Sverige. Den växte fram efter den finansiella avregleringen under 1980-talet. Den svenska kreditcykeln är nära kopplad till den internationella. Samvariationen är ca 80 procent – internationellt sett en hög siffra. Den internationella kreditcykeln är i sin tur nära knuten till frekvensen av bankkriser.

Vad säger detta om framtiden? Den snabba och långvariga tillväxten i kreditvolymen i förhållande till den reala tillväxten har medfört växande finansiella obalanser och därmed stigande risker för abrupt korrigering. I många länder har hushållens skuldkvot fallit efter krisen 2008. I Sverige har den däremot fortsatt att växa. Bostadspriserna har stigit raskt i Sverige under lång tid. En uppgång i realräntan – även till en relativt låg nivå – kan sätta högbelånade hushåll i en besvärlig situation där värdet av deras bostad faller samtidigt som skulden ligger kvar på oförändrad nominell nivå.

Det krävs inte någon fantasi för att måla upp en hotfull bild av Sveriges finansiella framtid. Alla de historiskt sett nödvändiga ingredienserna för en kommande finanskris finns på plats.

Den ekonomiska politiken ställs inför svåra utmaningar när det gäller att minska riskerna för framtida kris eftersom det ekonomisk-politiska landskapet har ändrats så kraftigt genom den finansiella revolution som följt med avregleringen. Den internationella kreditcykeln i kombination med Sveriges finansiella öppenhet har begränsat förutsättningarna för Riksbanken att bedriva en självständig penningpolitik trots en rörlig växelkurs för kronan.

Vår slutsats blir att med nuvarande inriktning av stabiliseringspolitiken

[15] En aktuell debatt gäller i vilken utsträckning som en centralbank med inflationsmål bör ta hänsyn till finansiell stabilitet. Se t ex IMF (2015) för en översikt. Något entydigt svar finns inte.

[16] Till bilden hör att Riksbanken har avsvurit sig ansvar för tillgångprisernas utveckling, se t ex Ingves och af Jochnick (2015).

får vi acceptera en ny ”normal” situation där mönstret av krasch-boom-krasch blir en mer frekvent del av vår ekonomiska vardag. För att undvika detta krävs en omläggning av penning- och finanspolitiken samt av övrig ekonomisk politik som påverkar den finansiella stabiliteten. Målet måste vara att skapa bättre kontroll över den inhemska kreditcykeln. Omläggningen måste vara väl avvägd så att den inte i sig utlöser nästa finanskris.

REFERENSER

Andersson, F N G och L Jonung (2015), ”Boom, krasch, boom. Den svenska kreditcykeln”, Policy Paper 2015:2, Knut Wicksells centrum för finansvetenskap, Lund.

Arcand, J L, E Berkes och U Panizza (2015), ”Too Much Finance?”, *Journal of Economic Growth*, vol 20, s 105–148.

Borio, C (2012), ”The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, BIS Working Paper 395, Basel.

Claessens, S, M A Kose och M E Terrones (2011), ”Financial Cycles: What? How? When?”, IMF Working Paper 11/76, Washington.

Edvinson, R, T Jacobson och D Waldenström (2014), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden: Volume II: House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank Balance Sheet, 1620–2012*, Ekerlids förlag, Sveriges riksbank, Stockholm.

Fisher, I (1933), ”The Debt Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, vol 1, s 337–357.

Gourinchas, P-O och M Obstfeld (2012), ”Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol 4, s 226–265.

Ingves, S och K af Jochnick (2015), ”Vi värnar inflationsmålet”, Brännpunkt, *Svenska Dagbladet*, 23 mars 2015.

IMF (2015), ”Monetary Policy and Financial Stability”, Staff Report, augusti, IMF, Washington DC.

Jonung, L (1993), ”Kreditregleringarnas uppgång och fall”, kap 13 i Werin, L (red), *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945–1990*, SNS förlag, Kristianstad.

Jonung, L (2015), ”Trettio år på *Vägen till ett stabilare Sverige*. Var står vi nu?”, kap 2 i Swedenborg, B (red), *Svensk ekonomisk politik – då, nu och i framtiden. Festskrift tillägnad Hans Tson Söderström*, Dialogos Förlag, Falun.

Jonung, L, J Kiander och P Vartia (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar, London.

Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar (2013), ”Utmaningar för penningpolitiken i ljuset av den finansiella krisen”, *Ekonomisk Debatt*, årg 41, nr 6, s 66–88.

Reinhart, C M och K Rogoff (2010), *Annorlunda nu – åtta sekel av finansiell dårskap*, SNS förlag, Stockholm.

Reinhart, C M och K Rogoff (2011), ”From Financial Crash to Debt Crisis”, *American Economic Review*, vol 101, s 1676–1706.

Rey, H (2013), ”Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, uppsats presenterad vid Jackson Hole symposiet, augusti 2013, http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, Sveriges riksbank, Stockholm.

Sveriges riksbank (2014), *Finansiell stabilitet* 2014:2, Sveriges riksbank, Stockholm.

Sveriges riksbank (2015), *Penningpolitisk rapport*, februari, Sveriges riksbank, Stockholm.

Schularick, M och A M Taylor (2012), ”Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises 1870–2008”, *American Economic Review*, vol 102, s 1029–1061.

SOU (2013:6), *Att förebygga och hantera finansiella kriser*, delbetänkande av Finanskriskommittén.