

**Om åtgärder på längre sikt
för en väl fungerande finansiering
inom bostadssektorn**

15 oktober 2009

Titel: Om åtgärder på längre sikt för en väl fungerande finansiering inom
bostadssektorn
Redovisning av regeringsuppdrag

Utgiven av: Statens bostadskreditnämnd (BKN)
BKN:s dnr: 17-16/09

Innehåll

Innehåll.....	3
Sammanfattning	4
1. Inledning.....	5
1.1 Uppdraget.....	5
1.2 Finanskrisen och marknadernas funktionssätt.....	6
1.3 Rapportens innehåll och disposition	7
2. Incitaments- och transaktionsförhållanden.....	8
2.1 Bakgrund	8
2.2 BKN:s förslag till stimulans av upprustningar av miljonprogramsområden.....	10
2.3 Möjligheter till marknadsanpassade lånetransaktioner – exemplet danska bolånemodellen	11
2.4 Incitament till uthyrning.....	13
2.5 Några sammanfattande punkter.....	14
3. Etableringsförutsättningar – ömsesidiga organisationer	15
3.1 Bakgrund	15
3.2 Ömsesidiga bolåneinstitut – en brittisk modell	16
3.3 BKN:s förslag rörande kreditgarantiföreningar	17
3.4 Några sammanfattande punkter.....	18
4. Försäkringsmöjligheter - bostadspriser	18
4.1 Bakgrund	18
4.2 Att gardera sig mot bostadsprisrisker.....	19
4.3 Välfärdsvinster av riskhanteringsmöjligheter – några principiella utgångspunkter.....	20
4.4 Varför har marknadsutvecklingen varit trög?	21
4.5 Finns förutsättningar för en marknadsutveckling?.....	23
4.6 Några sammanfattande punkter.....	25
5. Överväganden och förslag.....	25
5.1 Underlag avseende incitamentsstrukturer och transaktionskostnader.....	26
5.2 Etableringsförutsättningar för ömsesidiga kredit- och garantiinstitut.....	27
5.3 Prisrisker på bostadsmarknaden – förutsättningar för hantering.....	27
Bilaga 1: Försäkringsmöjligheter - betalningar på bolån	29
Bilaga 2: Hybridlån och delat ägande – engelska riskdelningsmodeller	32

Sammanfattning

Finanskrisen har satt fokus på bolånemarknaderna och deras brister. Med utgångspunkt från marknadernas funktionssätt i ett mikroorienterat perspektiv föreslår BKN fördjupat utredningsarbete inom tre områden:

1. marknadernas funktionssätt med utgångspunkt från hur incitaments- och informationsasymmetrier liksom transaktionskostnader påverkar marknadsresultatet. BKN avser att engagera forskarvärlden i arbetet med att åstadkomma sådana analyser.
2. förutsättningarna för nya typer av aktörer som ömsesidiga kredit- och garantiinstitut att etablera sig på bolånemarknaden. En sådan utredning bör bl.a. innefatta att se närmare på building society-sektorn i Storbritannien.
3. förutsättningar för att hantera prisrisker på bostadsmarknaderna. Ett sådant utredningsarbete inriktas på om staten bör bidra till en marknadsutveckling – och i så fall hur. I arbetet bör ingå att närmare ta till vara olika internationella erfarenheter.

BKN pekar också på behovet av att kunna anpassa BKN:s garantiprodukter och/eller ta fram nya produkter för att finansieringen inom bostadssektorn ska fungera ändamålsenligt i olika situationer. BKN hänvisar därför till det förslag med sådana förutsättningar som lämnades till regeringen den 31 mars 2009: "Ett mer flexibelt garantisystem". BKN:s dnr 17-60/09.

1. Inledning

1.1 Uppdraget

Regeringen har infört åtgärder som syftar till att dämpa den finansiella oron framför allt inom banksektorn. Mot denna bakgrund fick BKN genom sitt regleringsbrev i uppdrag att analysera om det kan finnas behov av att anpassa BKN:s garantiprodukter och/eller ta fram nya produkter för att finansieringen inom bostadssektorn ska fungera ändamålsenligt även i sådana situationer som nu har uppkommit.¹

BKN:s analys skulle enligt uppdraget omfatta åtgärder som kan genomföras på kort sikt, vilka skulle redovisas till regeringen senast den 31 januari 2009. BKN lämnade en rapport i denna fråga till regeringen den 29 januari 2009.² Analysen ska också omfatta åtgärder som kan genomföras på längre sikt och dessa ska redovisas till regeringen senast den 15 oktober 2009. Samtliga förslag ska innehålla konsekvensbedömningar och författningsförslag.

Denna skrivelse utgör BKN:s rapportering avseende åtgärder på längre sikt.

Uppdragets innebörd

Långsiktigt väl fungerande bostadsmarknader där konsumenternas efterfrågan möter ett utbud av bostäder som svarar mot behoven.

Så formuleras det övergripande målet för området Bostadsmarknad i budgetpropositionen för 2010 (prop.2009/10:1, volym 10, sid.16). BKN tolkar uppdraget i perspektiv av denna övergripande målformulering. Åtgärder på längre sikt förutsätts därför representera förändringar för att mer långsiktigt förbättra marknadernas funktionssätt. I detta ligger fungerande finansiella marknader som ger tillgång till kapital och möjligheter till avvägt risktagande efter vars och ens förutsättningar, behov och prioriteringar. Krisen har åskådliggjort behovet av en genomlysning av sådana frågor.

En del av uppdraget är följaktligen, som BKN tolkar det, att fokusera analysen på förhållanden som kan ligga bakom brister i bostadsfinansieringen utifrån målet om långsiktigt väl fungerande marknader. Rapporten ägnas denna del.

En annan del är frågan om förutsättningar att anpassa BKN:s garantiprodukter för en flexibel – och därigenom effektiv - finansiell medverkan från staten. Den frågan har BKN redan behandlat i rapporten "Ett mer flexibelt garantisystem" som lämnades till regeringen i mars 2009.³ I rapporten konstateras att BKN:s

¹ Regleringsbrev för budgetåret 2009 avseende Statens bostadskreditnämnd. 2008-12-18. Dnr Fi2008/8053 (delvis)

² Översyn av BKN:s produkter med anledning av finanskrisen. Redovisning av regeringsuppdrag. 29 januari 2009. Dnr 17-16/09.

³ BKN-rapport: Ett mer flexibelt garantisystem. 31 mars 2009. Dnr 17-60/09.

handlingsutrymme för att på ett efterfråge- och situationsanpassat sätt erbjuda finansiell medverkan idag är insnävat av detaljbestämmelser.

Mot den bakgrunden lämnade BKN i rapporten ett förslag som ger förutsättningar för att kunna anpassa garantiprodukter och/eller ta fram nya produkter i olika situationer. Genomförs förslaget får BKN sådana möjligheter. Det kommer då att ge förutsättningar för BKN att understödja en ändamålsenlig finansiering inom bostadssektorn också i krisartade situationer.

1.2 Finanskrisen och marknadernas funktionssätt

En central åtgärd som regeringen omgående vidtog för att dämpa krisens skadeverkningar inom den finansiella sektorn var ett omfattande garantiprogram som administreras av Riksgälden. Genom detta program erbjuds kreditinstitut statliga garantier för sin upplåning. Programmet omfattar säkerställda obligationer med en löptid på högst fem år.

En av de åtgärder Riksbanken vidtagit är en kraftig sänkning av sin reporänta. Denna åtgärd har fått till följd att bolåneräntorna på marknaden har anpassats nedåt i väsentlig utsträckning. Den låga räntenivån är av stor betydelse för hushållens och företagens ekonomiska situation.

Under åren framöver kommer säkerligen mycken forskningsmöda att ägnas mekanismerna bakom finanskrisens uppkomst. BKN vill i sammanhanget nu enbart fästa uppmärksamheten på några faktorer bakom de finansiella marknadernas bristande funktionsförmåga. En brist som kan sägas återspegla att köparnas ställning på en marknad är förhållandevis svag.

En faktor torde förvisso vara att många köpare av bostadslån i USA varit mindre väl informerade om de finansiella risker de tar på sig i en bostadsfinansiering – och haft orealistiskt uppdrivna förväntningar på prisökningar på den underliggande tillgången.

En mer fundamental faktor bakom den globala finanskrisen torde emellertid ligga i efterföljande led när finansiella institut säljer finansiella produkter med en för köpare utsuddad koppling till bakomliggande risker. Sådana försäljningar av vidare transformerade finansiella produkter kan ske i flera led. Ju längre bort från den underliggande tillgången en ny produkt skapas, desto mer otydlig koppling till risken i den tillgången. Den finansiella industrin hamnar i princip i en produktion av tjänster som fjärrmar den från den grundläggande rollen att finansiera för samhället värdefulla investeringar. En utveckling som underbyggs av incitamentsstrukturer med ersättningsystem som byggs upp kring försäljningsvolym, strukturerade produkter och kortsiktiga vinster.

Hypotesen i ekonomisk teori om att all information finns inbegripen i priserna på finansiella instrument torde ha verkat förlamande på intresset hos aktörer av att faktiskt ifrågasätta riskerna med olika finansiella instrument. Ett intresse som hos flera aktörer sannolikt också begränsats av allmänna hänvisningar till marknadspraxis och förlitandet på kreditvärderingsinstitutens riskvärderingar.

En stark maktställning för säljare i relation till köpare kan sägas vara vanlig i många branscher. Till skillnad från andra branscher har i den finansiella sektorn det i många fall inneburit att kortsiktiga generösa ersättningsystem och förlustaffärer har kunnat förenas med långsiktig överlevnad genom statliga skyddsåtgärder.

Finanskrisen har satt fokus på de finansiella marknaderna och deras brister. De övergripande frågorna rörande riskhantering, kapitaltäckningskrav, ersättningsystem etc. i den finansiella sektorn liksom frågorna rörande regleringsmyndigheters roller är inte en uppgift för BKN. Det som däremot berör BKN:s verksamhetsområde är i sammanhanget två mer avgränsade frågor.

Den första frågan rör utvecklingen av tillgångspriser m.m. inom bostadssektorn, hur detta kopplar till ekonomin i övrigt och vilka risker för makroekonomiska störningar som kan byggas upp. Denna fråga behandlas inte närmare här utan behandlas på olika sätt främst i BKN:s marknadsrapporter.⁴

Den andra frågan rör marknadernas funktionssätt i ett mer mikroorienterat konsument- eller låntagarperspektiv. Det som här hamnar i blickpunkten är bolånemarknadernas funktionssätt i kopplingen till bygg- och bostadsmarknaderna. Kännetecknas bolånemarknaderna av en verkningsfull konkurrens? Finns valfrihet och ett varierande och transparent produktutbud till låga priser? Begränsas marknadsresultatet av bristande incitament, skillnader i informationstillgång eller alltför höga transaktionskostnader? Hur lätt eller svårt är det för nya aktörer att etablera sig? Finns goda riskhanteringsmöjligheter?

1.3 Rapportens innehåll och disposition

En marknads funktionssätt kan hämmas till följd av att ekonomiska aktörer har skilda incitament och olika informationstillgång – och då leda till över- eller underproduktion. En annan faktor som kan förklara ett sådant marknadsresultat är olika typer av transaktionskostnader. Dessa frågor belyses i avsnitt 2 tillsammans med några exempel.

En central fråga rörande marknadens funktionssätt är etableringsmöjligheterna – eller omvänt, graden av etableringshinder. En praktisk analys av en sådan

⁴ Se BKN:s marknadsrapporter på www.bkn.se

fråga är att se på förutsättningarna för aktörer att komma in på marknaden. BKN reser i kapitel 3 denna fråga med avseende på ömsesidiga kredit- och garantiinstitut.

Avsnitt 4 ägnas åt frågan om möjligheter att hantera bostadsprisrisker. Avsnittet innehåller en principiell beskrivning av fördelar med sådana möjligheter, några kommentarer rörande varför det varit trögt att etablera sådana marknader och en diskussion rörande en roll för staten att möjliggöra och underlätta att sådana marknader etableras.

BKN:s överväganden redovisas i avsnitt 5. De pekar på behov av fördjupad analys inom tre områden.

BKN har under senare år strävat efter att förbättra kunskapsläget om statliga åtgärder på bolånemarknaderna i olika länder. Tre rapporter har hittills tagits fram och tre ytterligare är under utarbetande. De framtagna rapporterna rör Storbritannien (2 rapporter) och Nederländerna. De tre rapporter som är under utarbetande rör Frankrike, Tyskland och en jämförande översiktlig rapport. Vissa av utredningsresultaten återfinns i det följande.

2. Incitaments- och transaktionsförhållanden

2.1 Bakgrund

En marknads funktionssätt kan hämmas till följd av missledande incitaments- och informationsförhållanden – och då leda till ett mindre bra marknadsresultat. Vidare kan olika typer av transaktionskostnader hämma marknadens verkningsförmåga.

Ekonomiska aktörer påverkas av de incitament som utvecklas genom prisbildning och avtalsutformning m.m. Inte minst i samband med kreditgivning uppkommer ett antal incitamentsproblem och intressekonflikter. De beslut som tas av olika aktörer påverkas givetvis också av den information som finns till hands eller kan tas fram – informationstillgångar som kanske kan styras och vara olika för olika aktörer. Ett exempel på fråga är om en företagsledning för vidare fullödlig information till sin styrelse och sina aktieägare.

Förhållandet att företagsledningar, aktieägare, långgivare, låntagare och eventuella garantigivare har olika utgångspunkter för sitt agerande kan – om incitament och informationsstruktur är missledande - medföra att ett ekonomisk agerande till exempel blir alltför riskfyllt eller för konserverande.

En företagsledning verkar på uppdrag av aktieägarna, men skillnader i incitament och information kan på ena eller andra sättet förorsaka kostnader. I

anglosaxisk litteratur används beteckningen "principal-agent problem" för den typen av situation. En "agents" strategier kan föra med sig att ett företags värde minskar. En kostnad uppkommer vidare för samhället i form av ett förhållandevis sämre marknadsresultat.

Ett skolboksexempel är relationen mellan aktieägares begränsade ansvar och långgivarens intresse. Begränsat ansvar kan innebära att aktieägare och/eller företagsledningar väljer mer riskfyllda projekt än som början överenskommit eller förespeglats. Ju mer som finansieras med lån, desto större är i princip risken för alltför omfattande riskfyllda investeringar – ett "överinvesteringsproblem".

Det finns också förhållanden och incitament som kan leda till alltför begränsade investeringar – "ett underinvesteringsproblem". En sådan situation existerar bland annat då aktieägare och/eller företagsledningar har incitament att förkasta lönsamma projekt. Det kan till exempel yttra sig på så sätt att aktieägare vägrar att tillskjuta mer kapital. I avsnitt 2.2 redovisas BKN:s förslag till stimulans till upprustningar av miljonprogramområden som sprunget ur situationer med underinvesteringsproblem.

Besläktat med underinvesteringsproblemet är att aktieägare och/eller företagsledning kan ha incitament att omfördela värden till förmån för sig själva då exempelvis ett företag är på väg mot obestånd. Incitament som kan förstärkas om verksamheten hålls under armarna av staten. Sådant agerande kan anta formen av utdelningar till aktieägare eller överkompensation till anställda. I anglosaxisk litteratur används i sammanhanget beteckningen "milking the property".

Transaktionskostnader inkluderar alla typer av kostnader som är förknippade med att söka och teckna avtal om en ny bostad eller en ny bostadsfinansiering och eventuellt avveckla en tidigare. Transaktionskostnaderna omfattar således olika sök- och informationskostnader, förhandlings- och avtalskostnader, övervakningskostnader, registrerings- och försäkringskostnader, skattekonsekvenser med mera.

Betydelsen av transaktionskostnader illustreras med två exempel. Det första exemplet i avsnitt 2.3 rör förutsättningarna för låntagare att amortera på lånen. Den danska bolånemodellen innebär möjligheter till sådan hantering med begränsade transaktionskostnader jämfört med förhållanden i Sverige och många andra länder. Det andra exemplet lämnas i avsnitt 2.4 och rör förutsättningarna för uthyrning av delar av bostaden. I jämförelse med t.ex. Norge är beskattningen av hyresinkomster annorlunda i Sverige, vilket fört med sig dels en minskad uthyrningsbenägenhet, men också en bostadsutformning som i mindre utsträckning möjliggör en avskild uthyrning.

2.2 BKN:s förslag till stimulans av upprustningar av miljonprogramsområden

Ett exempel på företeelsen underinvesteringar är utvecklingen i miljonprogramsområdena. Miljonprogramsområdena representerar stora potentialer för förbättringar av boendekvalitet och -miljö. Flera områden karakteriseras av segregation och utbredd utanförskap. BKN lämnade i december 2008 en rapport till regeringen med förslag för att söka komma till rätta med underinvesteringar i miljonprogramsområdena.⁵

BKN konstaterade i rapporten att fastighetsägarna har ansvaret för att investeringar i en god boendemiljö verkställs. De har också ansvar för att ordna finansiering av investeringarna. Det finns emellertid ett antal faktorer som verkar för en alltför låg investeringsverksamhet och som därmed kan konservera sämre boendemiljöer.

Ett centralt förhållande då det handlar om hyresfastigheter är att bostadsföretag och boende helt enkelt är olika aktörer med skilda mål och värderingar. Det kan uppkomma situationer då företag håller tillbaka investeringar med följd att de boende inte tillhandahålls en god och avvägd boendekvalitet över tiden. Med andra ord – den samhällsekonomiska lönsamheten av en investering kan skilja sig från den företags- eller privatekonomiska.

Följande faktorer illustrerar trögheter i investeringsbeslut:

1. Ägare har ett kortsiktigt perspektiv och är tveksamma till ägarinsatser
2. Ägare och företag har olika information och gör olika bedömningar
3. Potentiella långivare övervärderar risker
4. Investeringar i energisparande får svårt att konkurrera då de boende betalar energin direkt eller genom att företaget betraktar energikostnader som direkt överförbara på de boende
5. De boende känner sig vid sidan av och agerar mot förslag som ses som liktydiga med högre hyror
6. Omgivningsfaktorer eroderar värdet på fastigheter

Faktorer av de här slagen torde i första hand bli påtagliga just i områden där fastighetsägare fokuserar på kortsiktiga överskott, boende har en svag betalningsförmåga, omsättningen är stor och närvaron av omsorg och ansvar för området är förhållandevis svagt. Med andra ord gäller det flera av områdena inom miljonprogrammet.

En låg investeringsverksamhet kan mer schematiskt ses som en följd av att framtida kapitaltillgångar värderas ner i förhållande till dagens löpande utgifter eller driftöverskott. Det gäller hyresbostäder där bostadsföretaget förfogar

⁵ BKN-rapport: Upprustning av miljonprogrammets flerbostadshus. Statlig medverkan i finansieringen. 19 december 2008. Dnr17-140/07.

över det framtida kapitalvärdet, men också egnahem där den boende förfogar över det framtida kapitalvärdet.

I princip kan den här typen av marknadsförhållanden innebära att stora upprustningsprojekt kan vara förenade med betydande nytto- eller värdeökningar i en samhällsekonomisk mening, men att de ändå inte blir beslutade och genomförda. En situation med underinvesteringar inträder. Värden urholkas och det blir än trögare att besluta om genomgripande upprustningar och få en god finansiering – en negativ spiral har uppkommit.

Det centrala motivet för staten att stimulera investeringsverksamheten med finansiella åtgärder är just att söka korrigeras för de faktorer som hämmar marknadernas funktionssätt – och därigenom förbättra förutsättningarna för de boende att få en tillfredställande boendekvalitet. Förenklat kan det sägas vara att bryta negativa spiraler av det här slaget.

BKN konstaterar att det i Tyskland finns statliga stödprogram för att stimulera och få till stånd upprustningar av nedgångna bostadsområden. Ett stort sådant program har gällt upprustningar i städer i östra Tyskland (Stadtumbau Ost). Programmet syftade inte enbart till fysiska upprustningar, utan också till att få till stånd en socialt blandad och attraktiv innerstad i de östtyska städerna. Ett motsvarande, om än mindre, program finns avseende västra Tyskland (Stadtumbau West).

BKN:s förslag rörande miljonprogrammet är exempel på en möjlig statlig åtgärd för att söka komma till rätta med en situation med underinvesteringar.

2.3 Möjligheter till marknadsanpassade lånetransaktioner – exemplet danska bolånemodellen

Det danska bolånesystemet innebär särskilda möjligheter för låntagare att amortera av lånen. En låntagare kan amortera av lånet på vanligt sätt genom betalningar, men utan särskilda avgifter. Låntagaren kan emellertid också amortera sitt lån genom att köpa upp bolåneobligationer på marknaden till marknadspris och lämna dem till långivaren som amortering på sitt lån med obligationens nominella belopp. Transaktionen "låneåterbetalning" kan genomföras till marknadsvärde. Den möjligheten är fördelaktig i lägen med fallande bostadspriser och fallande obligationspriser. Genom att utnyttja den möjligheten till låneåterbetalning kan en låntagare anpassa sin skuld till sjunkande bostadspriser och bibehålla en positiv egen bostadsförmögenhet.⁶

⁶ Den danska modellen beskrivs bl.a. i:

- a) A Frankel, J Gyntelberg, K Kjeldsen, M Persson: "The Danish mortgage market". BIS Quarterly Review 2004
- b) IMF Country Report No 07/123, March 2007: "The Danish Mortgage Market: A Comparative Analysis"
- c) Realkredit Danmark: "Danish Mortgage Bonds". August 2007

Det danska bolånesystemet har under finanskrisen framhållits som en föredömlig modell.⁷ Den europeiska kommissionen uppmärksammar i policydokumentet *White Paper on the Integration of EU Mortgage Credit Markets* också den danska möjligheten till tidig återbetalning av bostadslån. Kommissionen pekar på att effektiva mekanismer för tidiga återbetalningar är en nyckelkomponent när det gäller att skapa en konkurrenskraftig bolånemarknad i Europa.

Den särskilda återbetalningsmöjligheten följer av den s.k. balansprincipen. Balansprincipen innebär att när ett bolån lämnas till en kund är banken skyldig att matcha lånet med ett motsvarande lån på upplåningssidan, en *realkreditobligation*, för att finansiera lånet. Matchningen gäller exempelvis löptid, räntor och avbetalningsprofil.

Matchningen innebär en spegling av kassaflödena in och ut för banken under lånets (utlåningens) och skuldsedelns (inlåningens) löptid. Det kan uttryckas som att kassaflödena obönhörligen är fastkedjade vid varandra. En följd av balansprincipen är att samma juridiska person som bär risken för betalningsinställelser från de slutliga låntagarna på bostadsmarknaden också har betalningsskyldigheterna som låntagare på kapitalmarknaden.

Den utlånande banken ansvarar också för låntagarnas inbetalningar (räntor och avbetalningar) och förmedlar dessa till obligationsinnehavarna. För denna service betalar låntagaren en avgift.

Bolånen har ofta en lång löptid (20-30 år), fasta eller takbegränsade räntesatser och är annuitetslån. Regelverket anger att bolån kan lämnas upp till 80 % av marknadsvärdet för ägar- och hyresbostäder. Andra gränser (LTV-krav) gäller för t ex jordbruks- och affärsfastigheter.

En spegelbild av bolåntagarnas möjligheter till förtida betalningar – givet kraven på matchning – är att investerarna (i skuldsedlar som innebär inlåning) bär en reinvesteringsrisk. I övrigt är investerarna/obligationsinnehavarna skyddade mot risk via balansprincipen, LTV-kraven m.m.⁸

Bolånemarknaden är den centrala obligationsmarknaden i Danmark. Obligationerna handlas via Köpenhamns fondbörs. Obligationerna är helt standardiserade, vilket medverkar till en enhetlig prissättning och, i sin tur, en ytterst likvid marknad. Transaktionerna är smidiga och transparenta, vilket bidrar till låga transaktionskostnader.

⁷ Se t.ex. Economist: "A slice of Danish. An ancient Scandinavian model may help modern mortgage markets". Dec 30th 2008.

⁸ "These regulations are the most detailed and restrictive Moody's has seen so far and therefore provide significant support for the Danish mortgage system" (Moody's Special Comment: Danish Mortgage Banks – Highly Secure Financial Instruments. May 2002)

Avsnittet syftar till att illustrera låga transaktionskostnader för att göra ett visst slag av transaktion, nämligen transaktionen "låneamortering" som kan genomföras till obligationernas marknadsvärde. Denna transaktion är fördelaktig i vissa marknadslägen och den låga kostnaden är karakteristisk för det danska bolånesystemet.

2.4 Incitament till uthyrning

I december 2008 lämnade BKN en kunskapsöversikt rörande sambanden mellan bostadsmarknad, arbetskraftens rörlighet och tillväxt.⁹ Rapporten innehöll inga förslag. En slutsats i rapporten rörande rörligheten var att frågan om sätt att minska transaktionskostnader bör fokuseras snarare än frågan om en viss storlek på hyressektorn.

I rapporten hänvisades också till studier som lyfte fram möjligheten att påverka bostadsutbudet genom att se över incitamenten i fråga om uthyrning av bostäder: BKN konstaterade i rapporten att om fler villor och bostadsrätter (och framtida ägarlägenheter) hyrs ut kan detta bidra till en mer flexibel bostadsmarknad.

BKN konstaterade sammanfattningsvis i rapporten att tillgången till bostäder inte bara handlar om nybyggnation utan också om hur flyttkedjor skapas, hur incitament för uthyrning kan förbättras och hur man på annat vis kan utnyttja det nuvarande beståndet mer effektivt. BKN noterade också att frågan om att göra utbudet av det nuvarande bostadsbeståndet mer tillgängligt för *de unga* i flera rapporter anses vara en särskilt viktig fråga.

Genom att öka incitamenten att utnyttja det befintliga bostadsbeståndet kan utbudet av bostäder anpassas till efterfrågan snabbare och till än lägre kostnad än om anpassningen enbart sker via nyproduktion och rivning. Regeringen har under senare tid ökat möjligheterna att hyra ur hyreslägenheter i andra hand¹⁰ liksom ökat schablonavdraget för intäkter från uthyrning av den egna bostaden¹¹, i syfte att öka utbudet av tillgängliga bostäder på marknaden. De genomförda förändringarna tar i första hand sikte på de fall då en privatperson under kortare eller längre tid inte kan eller vill disponera sin bostad själv.

En delvis annan tanke är att öka intresset för att upplåta delar av den egna bostaden. Två tredjedelar av de svenska hushållen som består av två vuxna över 45 år, bor i fyra rum och kök eller större bostad. De allra flesta av dessa hushåll bor i småhus, där de tidigare haft hemmavarande barn. De ytor som då utnyttjas mindre utgör ett potentiellt utbud på bostadsmarknaden.

⁹ BKN-rapport. Samband mellan bostadsmarknad, arbetskraftens rörlighet och tillväxt. 12 december 2008. Dnr 17-83/08.

¹⁰ Prop. 2008/09:27, bet. 2008/09:CU8, rskr. 2008/09:73

¹¹ Prop. 2008/09:47, bet. 2008/09:FiU1, rskr. 2008/09:46

Utredningen om privatpersoners uthyrning av den egna bostaden skriver i sitt slutbetänkande, SOU 2007:74, om den norska bostadsmarknaden där inkomster för uthyrning av upp till halva den egna bostaden är skattefri.

Många villaägare i Sverige torde redan i dag ha möjlighet att hyra ut något rum i sin bostad och en mer generös skattelagstiftning skulle för dessa medföra att det blev värt att ta på sig det extra besvär som det innebär att upplåta en del av den egna bostaden. Med en skattelagstiftning som gör det mer intressant att upplåta en del av bostaden är det vidare inte otänkbart att vissa villaägare skulle besluta sig för att genom en enkel ombyggnad av huset åstadkomma en mindre uthyrningslägenhet i den egna villan.

En ordning där uthyrning av en del av den egna bostaden under vissa skeden av livet blir en normal del av ett bostadsinnehav kommer också att påverka utformningen av nya bostäder. Utredningen skriver vidare:

Enligt uppgift från det norska Kommunal- og regionaldepartementet har denna regel haft stor betydelse för utformningen av norska småhus. Huvuddelen av den norska hyresmarknaden utgörs enligt departementet av små lägenheter i sådana hus där ägaren själv bor.

I betänkandet fann utredningen att en skattebefrielse vid uthyrning av del av den egna bostaden skulle leda till stora kontroll- och utredningssvårigheter, och avstod med hänsyn till detta från att lämna något förslag. Att bedöma hur omfattande dessa svårigheter är - och väga dem mot den nytta ett bättre nyttjande av bostadsbeståndet innebär - är en uppgift som återstår. Likaså kan andra metoder för att skapa incitament till ökad uthyrning av del bostad övervägas.

2.5 Några sammanfattande punkter

- Marknadernas funktionssätt bör på ett mer heltäckande sätt ses över med utgångspunkt från hur incitamentsstrukturer och transaktionskostnader kan verka hämmande
- BKN:s lämnade förslag om garantilån för upprustningar av miljonprogramsområden syftar till att komma till rätta med ett underinvesteringsproblem

3. Etableringsförutsättningar – ömsesidiga organisationer

3.1 Bakgrund

BKN angav i en rapport 2006 att en central uppgift för att förbättra marknadernas funktionssätt är att motverka etableringshinder för såväl konsumenter som producenter.¹²

För en fungerande konkurrens krävs att nya aktörer har tillträde till marknaden och kan utveckla produkter och tjänster i enlighet med konsumenternas efterfrågan. En sådan marknadynamik ska också föra med sig kostnads- och prispress till gagn för de slutliga konsumenterna. Det finns emellertid större eller mindre etableringshinder på olika marknader. Hinder som mer eller mindre står i vägen för en bra och dynamisk marknadsutveckling. Hinder kan till exempel följa av kostnadsfördelar av olika slag (storleksberoende eller inte), transaktions- och informationskostnader, vertikal integration, leverantörsrelationer m.m.

Grundprincipen är således att konkurrens, med möjligheter för nya och andra aktörer att etablera sig på marknaden, ska ge konsumenter valfrihet, trygghet och värde för pengarna.

Samtidigt finns krav på finansiell reglering och etableringskrav på marknaden för att bl.a. tillförsäkra systemstabilitet. Vilka etableringskrav understödjer en väl fungerande marknad och vilka etableringshinder motverkar en fungerande konkurrens?

De frågorna har inget enkelt svar som systemövergripande frågor. Det som däremot kan vara en praktisk väg i riktning mot en väl fungerande marknad är att ställa frågan om det finns exempel på alternativa aktörer som skulle kunna bidra till en positiv marknadsutveckling – om förutsättningarna för etablering är på plats.

BKN har valt att fästa uppmärksamheten på två sådana slag av finansiella aktörer.

Det första exemplet på vad som skulle kunna vara sådana alternativa eller kompletterande aktörer är från Storbritannien och utgörs av "building societies". Exemplet "building societies" redovisas översiktligt i avsnitt 3.2.¹³

Det andra exemplet gäller kreditgarantiföreningar. BKN har på regeringens uppdrag analyserat behovet av privata garantiföreningar där små och

¹² BKN-rapport: Statliga bostadskreditgarantier i framtiden. 20 december 2006. Dnr 17-315/06.

¹³ Ett annat exempel på en typ av kompletterande aktörer på marknaden är de tyska garantibankerna. En analys av makroekonomiska fördelar som de tyska garantibankerna bibringar den tyska ekonomin redovisas i en studie från universitetet i Trier. Institut für Mittelstandsökonomie: "The Macroeconomic Benefits of German Guarantee Banks" University of Trier. Februari 2006.

medelstora företag som verkar på bostadsmarknaden är sammanslutna. Syftet med ett eventuellt stöd till att sådana föreningar skulle kunna etableras var just att fler aktörer skulle kunna delta så att förutsättningarna för konkurrens ökar. Resultatet av BKN:s analys sammanfattas i avsnitt 3.3.

3.2 Ömsesidiga bolåneinstitut – en brittisk modell¹⁴

I Storbritannien finns "building societies". De är en form av ömsesidiga finansiella institut som lämnar bolån och tillhandahåller vissa andra finansiella tjänster. De tillkom och utvecklades i syfte att stödja finansiering av egna hem. De är ägda av sina medlemmar, vilka har rätt att rösta och få information enligt särskilda regler. Merparten av dem som har sparkonto och/eller bolån är medlemmar. Till skillnad från banker finns inga externa aktieägare som kräver utdelning och de är heller inte bolag.

Lagen föreskriver "building societies" som en särskild slags institut med särskilt reglerade verksamhetsförutsättningar. De kan till exempel inte dela ut överskott och deras möjligheter att finansiera verksamheten på kapitalmarknaden är begränsad. Begränsningsreglerna har varierat över tiden. En lagändring 1986 gav vidare handlingsutrymme jämfört med tidigare. De snävare regler som gällde dessförinnan syftade till att tillförsäkra en "lågrisk"-verksamhet kombinerat med möjligheter till billig finansiering.

Building societies har 2009 ca 23 miljoner medlemmar. De har tillgångar på ca £ 385 miljarder, varav ca £ 240 miljarder är bolån. Bolånen svarade för ca 20 % av bolånemarknaden. De har inte undgått finanskrisens verkningar, men framställs på olika håll som en tilltalande och hållbar modell i ljuset av erfarenheterna från krisen.

C. Whitehead skriver t. ex. i sin rapport:

"Even so the fundamentals – of mutual organisations owned by their borrowers and depositors carries with it an ethos of security and risk aversion which is currently appealing. In this context, many commentators are suggesting that the building society concept will increasingly be seen as a sustainable model in the new environment."¹⁵

En brittisk rapport som utarbetats med anledning av finanskrisen lyfter fram frågan om etableringshinder. I rapporten uppmärksammas bl.a. att förtroende och betalningsinfrastruktur är exempel på faktorer som skapar etableringshinder och därigenom utgör hinder för en verkningsfull konkurrens.¹⁶ En av de åtgärder som föreslås i rapporten är att förbättra

¹⁴ Detta avsnitt baseras i huvudsak på C. Whitehead: "The Nature and Role of Building Societies in the UK". BKN-rapport. 19 december 2008. Dnr 17-64/08

¹⁵ a.a. sid. 12.

¹⁶ HM Treasury: "Reforming Financial Markets". July 2009. Sid 119 f.f.

förutsättningarna för ömsesidiga institut (*building societies* och liknande) i syfte att underbygga konkurrens och valfrihet genom diversifiering:

”supporting competition and choice through diversity, most importantly through maintaining a strong mutually-owned financial sector ...”¹⁷

I översynen av förutsättningarna ingår bl.a. att överväga att kopiera inslag från kontinentaleuropeiska modeller liksom begränsningsreglerna för finansiering.¹⁸ Synen på den roll *building societies* – och andra ömsesidiga institut - kan spela formuleras som:

”... The Government believes that financial mutuals can provide a robust alternative to financial services companies in the future. In order to have this strength for the future, it is important that the mutual sector has:

- Good corporate governance;
- A modern legislative and regulatory framework; and
- Access to capital and funding through modern markets;”¹⁹

3.3 BKN:s förslag rörande kreditgarantiföreningar²⁰

BKN har genomfört en intressent- och behovsanalys avseende kreditgarantiföreningar med inriktning på byggande och boende. Analysen pekar åt att många marknadsaktörer av olika skäl upplever brister i finansieringsmöjligheterna på marknaderna lokalt och strukturellt – och att garantiföreningar kan vara intressanta komplement i olika situationer. Det finns dock inslag i undersökningsresultaten som pekar på att garantiföreningar är en okänd företeelse och närmast får stå för ett upplevt behov av ”någonting” som kompletterar marknaden.

Sammantaget bedömer BKN mot bakgrund av intressentanalysen att en garantiförening bör kunna attrahera engagemang och ha en viktig funktion att fylla inte minst för att stödja mindre aktörer inom bygg- och bostadssektorn.

Den modell BKN föreslår är ett system av privata kreditgarantiföreningar som ges möjlighet att växa fram alltefter det engagemang och den efterfrågan som finns. Statens roll blir dels att stödja uppbyggnaden av systemet, dels att bidra till att föreningen får bra finansiella förutsättningar. Statens roll blir på sikt att bidra till systemets kapacitet och förtroende.

BKN:s förslag har tre huvudkomponenter. En del är ett stöd till garantiorganisationen under ett uppbyggnadsskede med 5 mkr per år under tre

¹⁷ a.a. sid. 16 (Executive summary)

¹⁸ a.a. sid 127-133 och sid. 160-162

¹⁹ a.a. sid. 129.

²⁰ Se vidare: ”Privat/offentliga garantiorganisationer för finansiering inom bygg- och bostadssektorn”. BKN-rapport. 19 december 2008 . Dnr 17-47/08.

år. Organisationen ska åtminstone 1 gång per kvartal rapportera hur uppbyggnadsarbetet utvecklas. En andra komponent är en statlig återförsäkring för verksamheten som ställs av BKN i enlighet med de allmänna reglerna för statlig garantigivning och inom en ram på 1 mdkr. Den tredje delen är en statlig kapitalinsats motsvarande 20 % av de medel som tillskjuts av andra intressenter – dock högst 100 mkr. Medlen föreslås antingen betalas in eller kunna kallas på.

3.4 Några sammanfattande punkter

- BKN bedömer att ömsesidiga organisationer kan bidra till bättre fungerande bolånemarknader ur konsumenternas synvinkel.
- BKN bedömer att resultaten av den pågående översynen av verksamhetsförutsättningarna för "building societies" i Storbritannien bör ingå i ett bredare utredningsunderlag rörande förutsättningar för ömsesidiga kreditorganisationer i Sverige.
- Kreditgarantiföreningar kan också vara aktörer som bidrar till bättre fungerande bolånemarknader.

4. Försäkringsmöjligheter - bostadspriser²¹

4.1 Bakgrund

Beträffande riskhanteringsmöjligheter vill BKN ur ett låntagarperspektiv fästa uppmärksamheten på tre tänkbara händelser som var och en ger upphov till en efterfrågan på skyddsmöjligheter:

1. sjunkande bostadspriser
2. höjda räntekostnader
3. minskad betalningsförmåga till följd av sjukdom, arbetslöshet m.m.

I ett antal andra länder, t.ex. England, är marknadens utbud av räntebindningsalternativ förhållandevis begränsat. Frågan om förutsättningar att kunna försäkra sig mot höjda räntekostnader får då en framträdande position. I Sverige erbjuder bolångivarna av tradition olika räntebindningsalternativ och låntagarnas val har generellt sett varierat över tiden. Mot den bakgrunden berör BKN här inte närmare frågan om skydd mot höjda räntekostnader.

Marknader som möjliggör försäkring av betalningar på bolån är under utveckling i Sverige. I bilaga 1 lämnas en översiktlig beskrivning av den

²¹ Avsnitten 4.2-4.5 baseras helt på P Englund: "Metoder för att hantera prisrisker på bostadsmarknaderna". BKN-rapport. 15 oktober 2009. Dnr 17-115/09.

försäkringsmöjligheten. BKN berör för tillfället heller inte vidare frågan om betalningsförsäkringar.

Då återstår i sammanhanget frågan om möjligheter att hantera bostadsprisrisker – en marknad som kan beskrivas som helt outvecklad.

4.2 Att gardera sig mot bostadsprisrisker

Den egna bostaden är för de flesta hushåll den största investeringen i livet. Men husköpet är normalt inte resultatet av en traditionell investeringskalkyl där avkastning ställs mot risk. Det är främst ett konsumtionsbeslut, ofta med stort finansiellt risktagande som biprodukt. Många husägare har en mycket obalanserad och högt belånad tillgångsportfölj, där bostadens värde utgör flera hundra procent av nettoförmögenheten. Högbelånade hushåll – i USA idag eller i Sverige i början av 1990-talet – har fått se hur snabbt det egna fastighetskapitalet kan raderas ut av fallande priser. Trots att de finansiella marknaderna utvecklats så snabbt på senare år – inte minst med anknytning till bostadsfinansiering – saknas det fortfarande finansiella instrument eller försäkringskontrakt som gör det möjligt för enskilda hushåll att gardera sig mot svängningar i fastighetspriser och boendekostnader. Medan den enskilda individen i allt större utsträckning förväntas ta finansiellt ansvar för sitt pensionssparande och gardera sig mot risker förknippade med ohälsa och ålderdom, saknas möjligheter att på motsvarande sätt hantera de risker som följer av boendevalet.

Det är inte så långsökt att modern finansiell teknologi skulle kunna användas också för att hantera risker förknippade med hushållens boende. Det borde då gå att teckna kontrakt som gör det möjligt för hushållen att hålla isär beslut om att investera i bostadskapital från beslut om att konsumera boende.

I valet av bostad är besluten om konsumtionsval och förmögenhetsplaceringar sammanlänkade. Visserligen är det möjligt att hyra en bostad och därigenom konsumera boende utan att investera. Likaså är det möjligt att investera i andra tillgångar vars avkastning följer ungefär samma mönster som bostäder, exempelvis fastighetsbolag eller olika fonder (t.ex. Real Estate Investment Trusts, REITs, som är vanliga i USA och många europeiska länder, men inte tillåtna i Sverige av skatteskäl). I praktiken önskar dock flertalet hushåll konsumera boendetjänster genom att äga sin bostad, och investeringen blir då en direkt konsekvens av konsumtionsvalet.

I detta avsnitt uppmärksammas behovet av nya metoder att gardera sig mot bostadsprisrisker och frågan hur sådana marknader kan komma till stånd. Först poängteras fördelar med att kunna hantera bostadsprisrisker. Därefter behandlas frågan varför marknads- och produktutvecklingen hittills varit så trög på området. Avslutningsvis tas frågan upp om förutsättningar för en marknadsutveckling inom området.

4.3 Välfärdsvinster av riskhanteringsmöjligheter – några principiella utgångspunkter

De finansiella marknaderna har expanderat mycket snabbt under senare år fram till dagens kris, inte minst gäller det marknaden för bostadsfinansiering. I Sverige var avregleringen på 1980-talet en vattendelare och marknaden har därefter gradvis utvecklats. I USA revolutionerades bolånemarknaden under början av 2000-talet genom en kombination av innovationer som gjorde ägande tillgängligt för nya grupper. Båda dessa episoder följdes av omfattande finansiella systemkriser som riskerar att skymma de i grunden positiva effekterna för många hushåll. Samtidigt illustrerar kriserna – med kraftiga fall i fastighetspriser såväl i Sverige på 1990-talet som i USA idag – de stora prisriskerna som bostadsägarna är utsatta för.

Med en ökande skuldsättning bland hushållen ökar också behoven av att gardera sig mot prisrisker på tillgångssidan.

En direkt konsekvens av högre belåningsgrader är att hushållen utsätter sig för större finansiella risker. Andelen eget kapital motsvarar ju det prisfall som ett hushåll kan tåla utan att det egna kapitalet uttraderas. Konsekvenserna av negativt eget kapital beror också på lånekontraktets utformning. I USA är hushållen i allmänhet begränsat betalningsskyldiga²². Om låntagaren inte fullgör sina skyldigheter har långivaren rätt till den fastighet som lämnats som säkerhet men inte till låntagarens övriga tillgångar eller inkomster. Om husets värde understiger lånebeloppet tjänar låntagaren således på att sluta betala på lånet och låta långivaren ta över fastigheten. Låntagaren kan sägas ha en option att "sälja" fastigheten till långivaren för ett pris lika med lånebeloppet. Denna säljoption begränsar låntagarens risktagande. I Europa existerar normalt inte någon sådan säljoption, eftersom låntagaren är fortsatt betalningsskyldig även efter att långivaren tagit över den fastighet som lämnats som säkerhet. Av det skälet har europeiska hushåll intresse av att sköta sina lånebetalningar även om det egna kapitalet är negativt. De kan således inte vältra över prisrisken på långivaren så som fallet är i USA.

För de flesta hushållen är, som nämndes inledningsvis, den egna bostaden den största investering som ett hushåll gör. Den egna bostaden upptar en oproportionerlig andel i ett hushålls portfölj. En fråga är då hur stora risker hushållen utsätter sig för.

För att belysa den frågan behöver avkastningen på en investering i en egen bostad definieras och mätas. Avkastningen består i princip av två komponenter: kapitalvinster (och -förluster) samt värdet av boendetjänster

²² Reglerna varierar något från delstat till delstat.

(den implicita hyra som ägaren "betalar till sig själv"). Av dessa komponenter är kapitalvinsterna de mest variabla.

Med hjälp av data över priser och hyror kan man sedan mäta hur riskfylld den egna bostaden är jämfört med andra investeringar. I olika studier framstår den egna bostaden som en ganska genomsnittlig investering. Såväl avkastningens medelvärde som dess varians ligger högre än för obligationer, men lägre än för aktier.

Den egna bostaden är attraktiv sett ur ett rent investeringsperspektiv. Detta kan belysas genom en enkel portföljanalys, som maximerar en förmögensportföljs förväntade avkastning under restriktionen att dess varians inte får överstiga ett visst värde. Ett antal sådana studier indikerar samstämmigt att den optimala andelen bostadskapital ligger någonstans mellan 30 och 70 procent av nettoförmögenheten. Det innebär alltså att den som hyr sin bostad är underinvesterad i bostadskapital, medan flertalet ägare är överinvesterade. Båda kategorier skulle alltså ha intresse av att kunna ändra sin exponering mot bostadsmarknaden. Ägaren skulle vilja gardera sig mot prisrisken för en del av sitt ägande, medan hyresgästen skulle vilja öka sin exponering mot fastighetspriset.

Sådana beräkningar, om än av exempelkaraktär, illustrerar att det skulle ha stor betydelse om man kunde utveckla marknader vars avkastning var nära knuten till utvecklingen av ett fastighetsprisindex. Attraktiviteten i ett investeringsperspektiv borde således vara ännu större om hushållet kunde påverka sin exponering i den egna fastigheten.

För marknader att etableras krävs intresse från båda sidor på marknaden: bostadsägare som vill avbörda sig sin exponering mot fastighetspriserna likaväl som hyresgäster som kan tjäna på en viss andel bostadskapital i sin portfölj.

Det kan avslutningsvis konstateras att balansen mellan investeringsrisken (att tillgångspriset på fastigheter varierar) och konsumtionsrisken (att priset på boendetjänster, hyran, varierar) inte bara beror på hushållets boende idag – hur stort det är och var det är beläget – utan också på hushållets planer för framtiden.

4.4 Varför har marknadsutvecklingen varit trög?

Det kan tyckas förvånande att inga framgångsrika marknader kopplade till fastighetsprisindex kommit att utvecklas, trots vissa försök och trots att det varit lätt för ekonomer och andra att peka på behovet av sådana marknader. Den som mest energiskt drivit frågan är den amerikanske ekonomen Robert Shiller som i olika sammanhang och under lång tid framhållit att det saknas marknader för de stora riskerna i livet, däribland bostadskostnaderna.

Det är viktigt att poängtera att de som skulle ha intresse av sådana marknader inte bara är bostadsägare som vill minska sin exponering mot prisutvecklingen på den marknad där de bor, utan också de hushåll – vare sig de är ägare eller hyresgäster i utgångsläget – som vill ha del i prisutvecklingen på marknader dit de överväger att flytta i framtiden. Slutligen är det också de hyresgäster och institutionella investerare som vill addera lite husprisrisk för att på så vis få bättre balanserade portföljer.

Under de senaste två decennierna har det lanserats ett antal mer eller mindre konkreta förslag till marknader och kontraktsformer som skulle göra det möjligt för gemene man att gardera sig mot boendeprisrisker. Dessa förslag har delvis haft olika utgångspunkter och syftat till att lösa olika problem. Vissa kontrakt har varit konstruerade för att lösa problemen för dem som redan äger sin bostad, medan andra siktar in sig på att utveckla marknader som kan vara till nytta både för dem som vill öka och för dem som vill minska sin exponering mot bostadsmarknaden. Vissa kontrakt gör det möjligt att skydda sig mot prisutvecklingen på en enskild fastighet, medan andra är kopplade till den allmänna husprisutvecklingen i ett större område.

Man kan fråga sig varför indexderivat ännu inte slagit igenom i större skala, särskilt inte sådana som är kopplade till index för bostadspriser. Varför är inte handeln mer aktiv? Det finns flera förklaringar till detta. En kan naturligtvis vara att sådana marknader inte fyller ett så stort genuint behov eller att det rör sig om nya produkter som behöver en lång inkörningsperiod. En annan förklaring hänger samman med en viktig skillnad i förhållande till andra derivatmarknader. På dessa finns det typiskt sett två kategorier av investerare: dels sådana som söker gardera en position i den underliggande tillgången, dels sådana som söker göra arbitragevinster genom att utnyttja (kortsiktiga) avvikelser mellan derivatpriset och priset på de underliggande tillgångarna. Arbitragehandeln svarar normalt för större volymer och bidrar därigenom till att skapa likviditet i marknaden - till glädje för alla aktörer. Men sådana arbitragetransaktioner är inte möjliga när det gäller fastighetsderivat, eftersom de underliggande tillgångarna är hela marknadsbeståndet av fastigheter, varav flertalet inte är i närheten av att handlas på marknaden. Detta är en fundamental förklaring till att det är svårt att utveckla en högljudd derivatmarknad knuten till bostadsprisindex.

Utvecklingen av nya derivatmarknader är mycket intressant. Än så länge är de dock i sin linda och prisbildningen påverkas av tillfälligheter och bristande likviditet. Även om marknaderna skulle växa och stabiliseras framöver, är det inte sannolikt att de skulle komma att användas av gemene man.

Derivatkontrakt i allmänhet framstår nog för många som svårbegripliga och riskfyllda i sig, även om poängen är att de kan användas till att minska risker. Vidare avser de kontrakt som erbjuds idag mycket stora geografiska områden;

På grund av problemen med moralisk risk riskerar försäkringsprodukter knutna till priset på en enskild fastighet att bli alltför dyra eller kringgåddade av

insnävande villkor. Kontrakt knutna till index kan därför ha större potential, även om de ännu är oprövade

En anledning till hushållens än så länge måttliga intresse kan naturligtvis vara att de inte agerar i enlighet med ekonomernas rationella modeller. Senare års forskning har sökt psykologiska förklaringar till investerarnas beteende. En observation är att de flesta hushåll har mycket få finansiella tillgångar. Deras placeringar är mycket mindre diversifierade än vad som är optimalt, även vad avser aktier. Det finns uppenbarligen trögheter – beroende på bristande information, kunskap och intresse – som behöver undanröjas för att intressera hushållen för helt nya placeringar. Särskilt anmärkningsvärt är att många hushåll har en oproportionerlig andel av kapitalet investerat i just det företag, eller den region, där de arbetar, något som förstärker den risk som följer med att utvecklingen av deras arbetsinkomster hänger samman med hur det går för företaget. Förklaringen skulle vara att det finns en tendens att investera i välkända aktier eller att aktieinnehavet t.o.m. kan uppfattas som ett sätt att stödja det lokala näringslivet.

Psykologiska faktorer kan förvisso hålla tillbaka utvecklingen av marknaden för nya finansiella produkter, men de kan knappast ses som fundamentala hinder. Likaväl som hushållen har lärt sig att välja (rationellt eller ej) mellan olika bindningstider för sina låneräntor, borde de kunna vänja sig vid att välja graden av försäkring mot variationer i huspriser. Däremot aktualiseras frågan hur en sådan produkt skulle konstrueras och marknadsföras. Med tanke på att det huvudsakliga intresset kommer från två grupper – högt belånade husägare och de som sparar till en framtida bostad – förefaller indexerade lånekontrakt resp. bosparkonton i förstone att vara en mer framkomlig väg än rena försäkringskontrakt.

4.5 Finns förutsättningar för en marknadsutveckling?

Möjligheten att gardera sig mot varierande huspriser kan vara av stort värde för många hushåll. Som framhållits är hushållens intressen heterogena beroende på (o)balansen mellan deras nuvarande och framtida bostadskonsumtion. Det finns därför goda förutsättningar för en väl fungerande marknad där vissa hushåll efterfrågar försäkringar mot fallande priser i den marknad där de är "överinvesterade", medan andra hushåll söker en positiv exponering mot bostadspriser på marknader där de räknar med att bo i framtiden och därför är villiga att ta på sig extra prisrisk. Det borde alltså finnas hushåll på båda sidor av marknaden. Trots detta och trots den snabba utveckling av marknader för derivat och andra finansiella kontrakt under det senaste decenniet går det knappast att peka på något framgångsrikt exempel där försäkringsmarknader prövats i verkligheten. Utvecklingen de allra senaste åren – med en likvid kommersiell swapmarknad i London och början på en börshandlad futuresmarknad i Chicago – tyder dock på att tiden nu kan vara mogen. Vad är det då som behövs för en mer allmän spridning?

Vi har särskiljt fyra olika slags marknader som kan göra det möjligt att handla i husprisrisker: indexderivat, försäkringskontrakt, låne- och sparkontrakt samt deläggande. Dessa ska inte ses som alternativ utan som komplement till varandra. För det enskilda hushållet har deläggande och riktade försäkrings- och låneprodukter uppenbara fördelar framför indexderivat. Den viktigaste är att de kan skräddarsys efter det enskilda hushållets behov, medan finansiella instrument som ska handlas på anonyma marknader måste standardiseras. Detta innebär dock inte att marknader för indexderivat är överflödiga. Derivat är nämligen anonyma finansiella instrument som i princip lätt kan omsättas på en likvid andrahandsmarknad. Indexderivat skulle vara attraktiva för en institution som gått in som delägare eller utfärdat försäkringskontrakt, men som vill minska eller eliminera sin exponering mot husprisrisker.

Ett enskilt hushåll vill naturligtvis helst gardera sig mot prisutvecklingen på det egna huset, mätt med skillnaden mellan inköps- och försäljningspris. Frågan är dock i vilken utsträckning detta kan bli praktiskt möjligt. Problemen hänger samman med moralisk risk. Existensen av en försäkring skulle påverka beslut om skötsel, underhåll mm. I princip undanröjer en försäkring det som är den stora poängen med ägande, nämligen att den som fattar besluten också får bära den ekonomiska konsekvensen. Ett liknande problem gäller konsekvenserna av valet av tidpunkt och former för försäljning.

En slutsats är därför att det är svårt att tänka sig kontrakt som gör det möjligt att försäkra hela den specifika risken med en enskild fastighet. Praktiskt genomförbara kontrakt måste nog antingen vara kopplade till ett index eller en extern värdering av fastigheten. Fördelen med ett index är då att man kommer runt den svåra frågan om att värdera underhåll och drift.

I Storbritannien tillämpas en modell med "shared equity" i syfte att underlätta för enskilda att äga sin bostad. Den modellen innebär en riskdelning för den enskilde bostadsinnehavaren som gör den intressant också som ett rent riskhanteringsinstrument. Den brittiska modellen, som belyses i bilaga 2, bör utgöra en referenspunkt i det fortsatta utredningsarbetet.

Sammanfattningsvis finns grund för att hävda att marknader för att hantera bostadsprisrisker skulle vara välfärdshöjande. Avsaknaden av sådana marknader är ett marknadsmisslyckande. Viktiga anledningar till att marknader inte utvecklas brukar vara transaktions- och informationskostnader. I det här fallet är en sådan kostnad att det saknas ett tillräckligt väl fungerande och aktuellt system för prisinformation. För det andra behöver utvecklingen av försäkrings- och derivatmarknader löpa parallellt för att skapa likviditet på derivatmarknaderna och därigenom förutsättningar för rimliga priser på försäkringsprodukter.

4.6 Några sammanfattande punkter

- Det finns betydande potentiella välfärdsvinster
- Det finns frågetecken rörande orsakerna till varför en marknadsutveckling inte kommit spontant
- Det potentiella värdet av möjligheter att hantera prISRISKEr på bostadsmarknaderna är stort, vilket enligt BKN motiverar fortsatt utredningsarbete avseende förutsättningarna för en marknadsutveckling

5. Överväganden och förslag

I budgetpropositionen för 2010 (prop.2009/10:1, volym 10, sid.16) formuleras det övergripande målet för Bostadsmarknad som långsiktigt väl fungerande bostadsmarknader där konsumenternas efterfrågan möter ett utbud av bostäder som svarar mot behoven. Det är den primära utgångspunkten för BKN:s överväganden.

Tillgången till och prissättningen av bostäder kan beskrivas som en växelverkan mellan boendemarknader, byggmarknader och bostadsfinansieringsmarknader och behovet av statlig intervention (t.ex. garantiprogram) följer av specifika marknadsbrister.

En dynamisk och väl fungerande marknad ska bära med sig efterfrågeanpassning, låga priser, produktutveckling och trygghet. Det är dock inte alltid så tydligt när de kriterierna är tillräckligt väl uppfyllda.

Finanskrisen kan ses som exempel på missförhållanden som lett fram till ett gigantiskt – och därigenom tydligt - marknadsmisslyckande. Marknadsbrister på olika sätt förekommer mer eller mindre på olika marknader också under mer normala förhållanden. Få marknader fungerar helt perfekt, men många marknader förmår att tillhandahålla efterfrågade och trygga produkter och tjänster till låga kostnader och förhållandevis låga priser.

En fungerande marknad ur konsumentens/låntagarens synvinkel är inte bara en fråga om priser, kvantiteter och aktörer i enskilda tidpunkter. I ett dynamiskt perspektiv är viktiga frågor – förutom vad konsumenten betalar – konsumentanpassning, produktutveckling och konsumentskydd. Fungerande finansiella marknader ger tillgång till kapital och möjligheter till avvägt risktagande efter vars och ens förutsättningar, behov och prioriteringar.

Det motsatta förhållandet, dvs. mindre väl fungerande marknader, kan för en låntagare innebära:

1. avslag på kreditansökan²³
2. frånvaro av låne- eller försäkringsprodukter
3. för höga priser
4. för strama villkor
5. för komplicerade rutiner
6. dålig service etc.

På ett generellt plan kan det uttryckas som att utbudet – i detta fallet av kredit- och kreditförsäkringsmöjligheter – inte i grunden är styrt av efterfrågan.

Med inriktning mot långsiktigt väl fungerande marknader leder BKN:s överväganden fram till tre förslag på fördjupat utredningsarbete.

5.1 Underlag avseende incitamentsstrukturer och transaktionskostnader

En marknads funktionssätt kan hämmas av incitamentsstrukturen och skillnader i informationstillgång. Den kan också hämmas av olika typer av transaktionskostnader.

Ekonomiska aktörer påverkas av de incitament som utvecklas genom prisbildning och avtalsutformning m.m. Inte minst i samband med kreditgivning uppkommer ett antal incitamentsproblem och intressekonflikter.

Incitaments- och informationsasymmetrier kan leda till mindre bra resultat såväl ur samhällets synvinkel som med avseende på enskilda företagsvärden. Intressekonflikter kan leda till att ett ekonomisk agerande blir alltför riskfyllt eller för passivt. De kan också leda till att ett företags utveckling försämras bl.a. genom att medel ”tappas ur”.

BKN:s förslag till stimulans till upprustningar av miljonprogramområden är t.ex. härlett från situationer med underinvesteringsproblem.

Transaktionskostnader inkluderar alla typer av kostnader som är förknippade med att söka och teckna avtal om en ny bostad eller en ny bostadsfinansiering och eventuellt avveckla en tidigare. Transaktionskostnaderna omfattar således olika sök- och informationskostnader, förhandlings- och avtalskostnader, övervakningskostnader, registrerings- och försäkringskostnader, skattekonsekvenser med mera.

Betydelsen av transaktionskostnader illustreras med ett par exempel. Ett rör förutsättningarna för låntagares amorteringar i olika marknadslägen. Det andra exemplet gäller förutsättningarna för uthyrning av delar av bostaden.

²³ Det ska i sammanhanget betonas att avslag på en kreditansökan, en hög avgift eller strama villkor inte nödvändigtvis behöver vara uttryck för en marknadsbrist – men kan vara det.

BKN föreslår att marknadernas funktionssätt på ett mer heltäckande ses över med utgångspunkt från hur incitaments- och informationsasymmetrier liksom transaktionskostnader påverkar marknadsresultatet.

En grund i ett kommande utredningsarbete med den inriktningen är kartläggningar och beskrivningar av marknadsförhållandena. BKN avser att bedriva ett sådant utredningsarbete och att engagera forskarvärlden i det analysarbetet.

5.2 Etableringsförutsättningar för ömsesidiga kredit- och garantiinstitut

Marknader som ska fungera tryggt men ändå dynamiskt, effektivt men ändå rättvist, behöver innehålla olika typer av aktörer.

BKN har lämnat ett förslag till regeringen rörande kreditgarantiorganisationer inom bygg- och bostadsområdet. Förslaget syftar till att underlätta för sådana garantiorganisationer att etablera sig på marknaden.

En brittisk rapport som utarbetats med anledning av finanskrisen sätter fokus på vikten av att motverka etableringshinder och möjliggöra för olika slag av aktörer på en marknad. Ett framträdande exempel på en kompletterande aktör är *building societies*, som svarar för ca 20 % av bolånemarknaden i Storbritannien. Som en följd av finanskrisen övervägs och aktualiseras nu förändringar av vissa bestämmelser för *building society* – sektorn, vilket utgör ett centralt inslag i en strategi för väl fungerande marknader.

BKN föreslår en närmare utredning av förutsättningarna för olika slag av aktörer inom bostadsfinansieringsområdet att etablera sig på marknaden. En sådan utredning ska innefatta att se närmare på *building society*- sektorn i Storbritannien och de förslag till förbättrade förutsättningar som nu övervägs av den brittiska regeringen. Andra inslag i en sådan utredning bör vara systemet med Bausparkassen i Tyskland liksom de av BKN utredda kreditgarantiorganisationerna. En översyn av etableringsförutsättningarna bör alltså omfatta kreditgarantiföreningar även om det av BKN lämnade förslaget står på egna ben.

BKN:s förslag är således fördjupade analyser med den inriktningen. BKN avser att i den fördjupade analysen samråda med närmast berörda myndigheter och andra aktörer.

5.3 Prisrisker på bostadsmarknaden – förutsättningar för hantering

Möjligheten att gardera sig mot rörelser i bostadspriser kan vara av stort värde för många hushåll. Det finns förutsättningar för marknader att utvecklas genom att det bör finnas såväl hushåll som efterfrågar försäkringar mot

fallande priser, som hushåll som söker en positiv exponering mot bostadspriser. Trots detta och trots den snabba utvecklingen av marknader för derivat och andra finansiella kontrakt under det senast decenniet går det knappast att peka på något framgångsrikt exempel där försäkringsmarknader prövats i verkligheten.

I avsnitt 4 anges fyra olika slags marknader som kan göra det möjligt att handla i huspriser: indexderivat, försäkringskontrakt, låne- och sparkontrakt samt delägande. För det enskilda hushållet har delägande och riktade försäkrings- och låneprodukter uppenbara fördelar framför indexderivat. Ett enskilt hushåll vill naturligtvis gardera sig mot prisutvecklingen på det egna huset, men ett sådant arrangemang skapar sannolikt betydande problem med moralisk risk ("moral hazard"). Förekomsten av moralisk risk aktualiserar självriskarrangemang och det är svårt att tänka sig kontrakt som innebär att hela den specifika risken med en fastighet skulle kunna försäkras bort.

Det behöver utvecklas tillräckligt väl fungerande system med adekvat prisinformation, vilket saknas idag. En marknadsutveckling synes också kräva en parallell utveckling av derivat- och försäkringsmarknader.

Sammanfattningsvis är det potentiella värdet av möjligheter att hantera prisrisker på bostadsmarknaderna mycket stort. Det motiverar enligt BKN ett fortsatt utredningsarbete avseende förutsättningarna för en faktisk marknadsutveckling – trots de frågetecken som följer av den hittillsvarande frånvaron av framgångsrika exempel.

BKN föreslår ett fortsatt utredningsarbete med den inriktningen. Ett sådant arbete ska bedrivas i samverkan med forskare och andra aktörer och innefatta överväganden rörande:

1. riskdelning genom den brittiska modellen med "shared equity"
2. den danska bolånemodellen med dess transaktionsmöjligheter
3. hur förutsättningarna för förstagångsköpare påverkas
4. frågan om eventuella statliga åtgärder för att stödja en marknadsutveckling

Bilaga 1: Försäkringsmöjligheter - betalningar på bolån

En försämrad betalningsförmåga kan uppkomma till följd av sjukdom, ofrivillig arbetslöshet eller motsvarande händelser. Innebörden för en bolåntagare är sämre förutsättningar att klara betalningarna på sitt bolån och risken att behöva lämna sin bostad.

På marknaden erbjuds idag vissa möjligheter att försäkra sina bolånebetalningar gentemot sådana händelser. De grupper av försäkringstagare som accepteras av dem som ställer försäkring kan då mot avgift försäkra sina bolånebetalningar under en period.

BKN ser för närvarande inte någon anledning att utveckla modeller eller produkter avsedda att skydda bostadsägare med lån mot inkomstbortfall. I jämförelse med Storbritannien, där det finns både privata och offentliga försäkringar som täcker lånekostnader vid inkomstbortfall, uppvisar den svenska marknaden tre tydliga skillnader:

1. Andelen ägda bostäder är lägre på den svenska marknaden än i Storbritannien – knappt 55% jämfört med drygt 70.
2. Det svenska skyddet mot inkomstbortfall är betydligt starkare än det brittiska och omfattar betydligt större grupper. Genom en kombination av den allmänna arbetslöshetsförsäkringen och av fackföreningarna upphandlade inkomstbortfallsförsäkringar har de allra flesta svenska löntagare med fast anställning en inkomst på 80% av den nuvarande garanterad under åtminstone ett halvt år efter det att de blivit arbetslösa.
3. Den svenska marknaden för bolåneförsäkringar är under utveckling.

Den produkt som flera svenska banker tillhandahåller är en försäkring som kan tecknas på fasta belopp upp till 15 000 kronor per månad och låntagare. Ersättningen utbetalas månadsvis i förskott under maximalt 12 månader i sträck, efter en inledande karenstid. Det finns också livskydd som helt eller delvis löser lån om en medlåntagare skulle avlida innan 65 års ålder.

Exempel från Storbritannien

Ett centralt mål i brittisk bostadspolitik är ägande och att folk ska ha råd att äga. Under 80-talet började den konservativa regeringen på nationell nivå att inrikta sig på ägande. Politiken har syftat till att ge incitament till dem som bor i allmännyttiga bostäder att övergå till att äga sitt hem och, genom att ge bidrag till nya bostäder ämnade åt låginkomsttagare, göra det möjligt för låginkomsttagare att äga sitt boende. Politiken har gett resultat: 1961 var

andelen bostadsägare 44 procent, 1981 var den 60 procent och 2001 var andelen bostadsägare 70 procent. Målet är att 75 procent ska äga sin bostad.

En spegelbild av ökat ägande är emellertid att fler hushåll blir direkt utsatta för risk för husprisnedgångar, höjda räntekostnader och minskad betalningsförmåga till följd av exempelvis sjukdom eller arbetslöshet. Mot den bakgrunden framhålls det som centralt att bolånemarknaderna fungerar väl, vilket förutsätts innefatta möjligheter att försäkra lånebetalningar mot försämrad betalningsförmåga till följd av olycka, sjukdom eller arbetslöshet.²⁴

Vad gäller risk för minskad betalningsförmåga vid arbetslöshet finns dels det statliga programmet *Income Support for Mortgage Interest*, som utgör en del av socialförsäkringssystemet, dels en privat marknad för betalningsförsäkringar för bolån, *Mortgage Payment Protection Insurance* (MPPI), som växt fram delvis med statligt stöd. Tanken var att de privata försäkringarna skulle träda in och komplettera de statliga i allt högre utsträckning. I början av 2008 var andelen bolåntagare som hade privat betalningsförsäkring knappt 20 procent. Det var en något lägre siffra än fem år tidigare.²⁵

Forskning har visat att de med hög risk för arbetslöshet och små finansiella resurser inte tecknar privata bolåneförsäkringar för arbetslöshet i någon större utsträckning. Det betyder att det finns risk för att de privata försäkringarna inte når de mest utsatta.²⁶ En aktuell fråga är därför om det sker en "överförsäljning" till grupper som kanske är mindre behövande av skydd och en "underförsäljning" till de mer behövande.

Detta tillsammans med lågkonjunkturen har bidragit till att den statliga försäkringen nu åter blir mer generös. I dagsläget ser reglerna för *Income support for mortgage interest* ut enligt följande:

Försäkringen är en del av det totala socialförsäkringssystemet och förutsätter att den enskilde är kvalificerad för arbetslöshetsförsäkring. Till arbetslöshetsförsäkringen, som utgörs av en fast summa beroende på ålder och hushållssammansättning, finns möjligheten att få ett påslag för att täcka vissa boendekostnader. I dessa kostnader inkluderas räntor på bostadslån på upp till 200 000 pund. Utbetalningar av ersättning sker efter en karenstid på 13 veckor. (Tidigare betalade staten räntorna efter en period om 39 veckor för lån på upp till 100 000 pund). De nya reglerna gäller tills vidare.

De privata försäkringarna kan utformas efter den enskildes behov och täcka såväl sjukdom som arbetslöshet. De omfattar alla lånekostnader, och kan förses med en karenstid och tidsbegränsning för att hålla nere premierna.

²⁴ HM Treasury: Housing Finance Review. March 2008. Sid 3-10.

²⁵ HM Treasury: Housing Finance Review. March 2008. Sid 52

²⁶ Unemployment insurance for mortgage borrowers: is it viable and does it cover those most in need?

Författare: Pryce, Gwilym; Keoghan, Margaret

Försäkringarna säljs oberoende av långivarna och för den enskilde konsumenten är det lätt att jämföra olika erbjudanden via Internet.

Bilaga 2: Hybridlån och delat ägande – engelska riskdelningsmodeller

Under perioden närmast före finanskrisen steg huspriserna kraftigt och det blev allt svårare för hushåll att få råd till en bostad. Ett av regeringens svar på den situationen var förändringar av förutsättningarna för att få tillgång till hybridlån. Hybridlån har blivit ett centralt politiskt instrument för att nå målen om ägande och att ha råd att äga i England. Begreppet "shared equity" används i sammanhanget och omfattar i princip två slag av system.

För det första avses ett finansieringsstöd i form av ett ägarkapitalliknande lån – ett hybridlån – i princip utan krav på löpande betalningar.²⁷ Hybridlånet lämnas på toppen och kombineras med ett ordinärt bolån med fastigheten som säkerhet i botten. Hybridlånet är vanligen lika stort som den egna insatsen. Lånevillkoren innebär att betalningar på hybridlånet ska göras i samband med försäljning och betalningens storlek är då beroende av försäljningsvärdet. Om försäljningsvärdet är lågt gör långivaren en förlust. Om försäljningsvärdet är högt, kan långivaren få en förhållandevis stor återbetalning. Det kan uttryckas som att långivaren får en ägarkapitalliknande ersättning.

För det andra används begreppet även för former av deläggande där köparen först köper en del i en bostad och sedan har möjligheten att successivt öka ägarandelen till ett fullt ägande ("shared ownership").

Delat ägande ("shared ownership") introducerades redan på 1980-talet.²⁸ Program för delat ägande syftar i princip till att öka möjligheterna att bli bostadsägare genom att tillhandahålla former för ett successivt ägarövertagande.

De brittiska modellerna för att stödja ägarinträde på bostadsmarknaden beskrivs mer utförligt i en BKN-rapport författad av Christine Whitehead.²⁹

En innebörd av stödformerna är att den enskilde bostadsägarens exponering mot prisrisk begränsas. Stödformen kan därför övervägas som modell för att hantera sådana bostadsprisrisker som behandlas i avsnitt 4 i huvudtexten.

²⁷ Det finns också olika blandade modeller. Både *Ownhome* och *My choice Homebuy* är hybridlån som tillhandahålls för förstagångs köpare och andra hushåll med låga inkomster. *Ownhome* innebär att bostadsköparen kan ta ett hybridlån (av motsvarande allmännyttan) på upp till 40 procent av priset på bostaden (resten lånas som ett vanligt bostadslån). För hybridlånet betalas ingen ränta de första fem åren. Efter fem år introduceras en låg ränta på 1,75 procent och efter 11 år höjs räntan ytterligare något. Med *My Choice Home buy* kan bostadsköparen låna upp till 50 procent som ett hybridlån (av motsvarande allmännyttan) och resten lånas som ett vanligt bostadslån. Räntan är låg; 1,75 procent. Ingen deposition krävs varken för *Own Home* eller *My choice Homebuy*.

²⁸ *Shared Ownership* innebär att bostaden delvis ägs av hushållet och delvis av en social hyresvärd. Ytterligare program såsom *Do it yourself shared ownership* (ersattes av *Homebuy* 1999), *Leasehold schemes for Elderly*, *Starter Home*, *Key worker living* etc. med mera har introducerats över åren.

²⁹ C Whitehead: "Policies to increase affordable housing: experience in England" BKN-rapport 19 december 2008. Dnr 17-64/08.