

Rol overheid bij schuldafbouw consumenten

In de nasleep van de financiële crisis zit een deel van de Nederlandse consumenten in een proces van schuldafbouw. Als de economie nog verder verslechtert zal de overheid moeten ingrijpen om de herstructurering van schulden van huishoudens te bevorderen. Hierbij kunnen we leren van de ervaringen in andere landen.

**MICHEL
BIJLSMA**

Hoofd sector Markt-
ordering bij het
Centraal Planbureau

**NANCY
VAN BEERS**

Wetenschappelijk
medewerker bij het
Centraal Planbureau

Nederlanders hebben internationaal gezien hoge schuldenniveaus, vooral in de vorm van hypotheekschuld. In de nasleep van de financiële crisis staan door de dalende huizenprijzen ruim één miljoen huishoudens onder water: de marktwaarde van de woning is dan lager dan de hypotheek die op de woning rust (CBS, 2013b). Volgens het BKR (2013) hadden per 1 oktober 91.812 huiseigenaren een betalingsachterstand op hun hypotheek. Een achterstand wordt geregistreerd na vier maanden op rij niet betalen. De werkloosheid (de belangrijkste bepalende factor van betalingsproblemen bij consumenten) neemt nog steeds toe.

Weliswaar staan op geaggregeerd niveau tegenover de hoge schuldenniveaus aanzienlijke bezittingen, zoals pensioenen en de woning zelf, maar die bezittingen zijn niet altijd liquide. Daarbij bestaat er grote heterogeniteit tussen groepen consumenten. Vooral jonge huishoudens die een huis kochten op het hoogtepunt van de huizenzeepbel hebben hoge LTV-ratio's (*loan-to-value*) en zitten met een fikse restschuld als zij zich gedwongen zien hun huis te verkopen. Een deel van de Nederlandse consumenten zit dan ook in een proces van schuldafbouw.

In het uiterste geval kunnen consumenten hun schulden niet snel genoeg afbouwen en is een herstructurering van de schulden de enige optie. Dit betekent doorgaans dat zowel schuldeiser als schuldenaar een verlies zal moeten nemen. De vraag is of de overheid een rol moet spelen in het herstructureren van schulden van consumenten en zo ja, welke rol dan

precies. Overheidsingrijpen wordt doorgaans gerechtvaardigd als de markt geen efficiënte uitkomst genereert of als er sprake is van externe effecten.

INEFFICIËNTIES BIJ HERSTRUCTURERING

Coördinatieproblemen kunnen ervoor zorgen dat schuldeisers in eerste instantie weigeren te herstructureren en uiteindelijk overhaast overgaan tot liquidatie. Als er meerdere schuldeisers zijn, kan bij heronderhandelingen over schuldcontracten meeliftersgedrag ontstaan. Elke schuldeiser wacht dan het liefst tot anderen hun schulden hebben afgeschreven, zodat zij zelf minder of niet af hoeven te schrijven. Daardoor wordt er te weinig of helemaal niet geherstructureerd. Tegelijkertijd kan er een race ontstaan om als eerste geld zeker te stellen als het vermoeden ontstaat dat liquidatie onvermijdelijk is. Het gevolg kan zijn dat problemen uit de hand lopen en potentieel gezonde huishoudens failliet gaan. Dit is geen puur theoretische mogelijkheid. Pisorkski *et al.* (2010) vinden bijvoorbeeld dat problemleningen in een securitisatie sneller worden geliquideerd dan leningen die in de portfolio van banken terechtkomen, omdat banken eerder bereid zijn te heronderhandelen over leningen waarvan ze de enige eigenaar zijn.

Informatieproblemen kunnen leiden tot inefficiënte beslissingen om te herstructureren of te liquideren. Informatieproblemen treden bijvoorbeeld op als de schuldeiser niet goed kan bepalen wat de terugbetaalcapaciteit van een huishouden is, wanneer de schuldenaar niet weet hoe streng de kredietverlener is met herstructurering van schulden, of wanneer acties van kredietvertrekker dan wel schuldenaars om schulden beheersbaar te houden niet contracteerbaar zijn. Om strategisch gedrag van schuldenaars te ontmoedigen hebben schuldeisers dan een prikkel om herstructurering te weigeren (Foote *et al.*, 2008). Daardoor zullen sommige leningen niet worden geherstructureerd en eindigen in liquidatie, zelfs als schuldenaars hun lening niet meer kunnen betalen en failliet zullen gaan. Ook kunnen schuldenaars hun hakken in het zand zetten om zo te proberen betere heronderhandelingsresultaten

te behalen. Als uitstel van herstructurering in een vroeg stadium ervoor zorgt dat in een later stadium alsnog schuldsanering nodig is, nu met steun van de overheid, dan hebben schuldeisers een prikkel om herstructurering inefficiënt lang uit te stellen. Banken wachten dan met herstructureren omdat dit de kans vergroot dat de overheid later zal bijspringen.

NEGATIEVE EXTERNE EFFECTEN

Verschillende negatieve externe effecten van onverwacht hoge schuldenniveaus van consumenten kunnen de gevolgen van inefficiënte herstructurering en liquidatie voor de samenleving versterken.

Gedwongen verkopen

Indien een huizenbezitter de maandelijkse hypotheeklasten niet meer kan dragen, kan de kredietverlener besluiten het huis (vaak onder de marktprijs) te verkopen. Lagere verkoopprijzen bij gedwongen verkopen voeren een negatieve druk uit op huizenprijzen en het vermogen van andere huishoudens doordat huizenkopers en taxateurs deze prijzen gebruiken om de prijs van andere huizen in de buurt te schatten (Harding *et al.*, 2009). Hierdoor zijn gezonde huizenbezitters soms niet in staat om hun hypotheek te herfinancieren of hun huis zonder restschuld te verkopen. Dat leidt tot een toename van het aantal huishoudens met problematische schulden en het aantal onnodige liquidaties. Via een verdere verslechtering van bankbalansen kan dit weer zorgen voor verdere inperking van krediet en een verdere druk op de huizenprijzen (Laeven en Laryea, 2009).

Onder water staan

Als huizenprijzen dalen, kunnen huishoudens onder water komen te staan: de marktwaarde van de woning is dan lager dan de hypotheek die op de woning rust. Hierdoor hebben huizenbezitters minder geld om te investeren in het huis. Melzer (2010) constateert dat huizenbezitters die onder water staan dertig procent minder uitgeven aan de verbetering en het onderhoud van hun huis dan huizenbezitters met een positief huizenvermogen. Dit heeft mogelijk een negatieve invloed op de waarde van andere woningen in de buurt. Slecht onderhouden en leegstaande huizen hebben een negatieve invloed op de visuele uitstraling en sociale cohesie in de buurt en bevorderen criminaliteit (Apgar *et al.*, 2005). Daarbij zullen hypotheekbezitters die bij verkoop met een moeilijk herfinancierbare restschuld achterblijven minder snel verhuizen. Hierdoor kan de doorstroming op de huizenmarkt en de arbeidsmobiliteit in het gedrang komen.

Schuldafbouw

De afbouw van schulden die volgt na een onverwachte daling van huizenprijzen kan ook leiden tot een afname van de geaggregeerde vraag doordat afbouw van hoge schulden consumenten dwingt minder te consumeren. De centrale vraag is waarom degenen die hun leningen terugbetaald krijgen, niet méér gaan consumeren, wat de afname in consumptie door huishoudens met hoge schulden zou compenseren. Hier kunnen verschillende mechanismen achter zitten. De schuldeisers kunnen grotendeels in het buitenland zitten. Ook kunnen prijsmechanismen niet goed werken vanwege de zogeheten *zero lower bound*, een renteniveau dat niet verder omlaag kan. Een ander mechanisme ontstaat als de neiging om te consumeren uit vermogen hoger

is voor debiteuren dan voor crediteuren (Tobin, 1980; King, 1994). Via de vraaguitval wordt de schuldafbouw een probleem voor de hele economie (Mian, 2013).

Door coördinatieproblemen of informatieasymmetrie verloopt herstructurering van problematische schulden dus niet altijd efficiënt. Maar ook als deze problemen zijn opgelost, bestaan er negatieve externe effecten van herstructurering waardoor schuldeisers en schuldenaars vanuit maatschappelijk perspectief inefficiënte beslissingen nemen. Overheidsingrijpen is dus gerechtvaardigd. De vraag is nu welke mogelijkheden de overheid heeft om in te grijpen en wat de gevolgen zijn van het inzetten van verschillende instrumenten.

BELEIDSOPTIES

Diverse Europese landen en de Verenigde Staten hebben als reactie op toenemende problemen met consumentenschulden sinds het begin van de financiële crisis maatregelen doorgevoerd om schuldherstructurering te versnellen, heronderhandelingen te faciliteren, herstructurering door banken af te dwingen of surseance op faillissementen op te leggen. Tabel 1 geeft een classificatie van de verschillende typen overheidsingrijpen.

Herstructurering financieren

Ten eerste kan de overheid een herstructureringsprogramma opzetten, dat vaak bestaat uit twee componenten. Ten eerste het geven van financiële prikkels aan schuldeisers, bijvoorbeeld door middel van belastingkortingen op geherstructureerde leningen. Ten tweede het verstrekken van een directe subsidie aan schuldenaars, bijvoorbeeld in de vorm van een subsidie op rentebetalingen, of de mogelijkheid om restschulden goedkoop te financieren. Als dergelijke financiële prikkels voldoende compenseren voor private transactiekosten, kunnen ze ervoor zorgen dat beide partijen meewerken. Tegelijkertijd kan een herstructureringsprogramma hoge kosten en administratieve belasting met zich meebrengen voor de overheid, bijvoorbeeld als een programma complexe en gedetailleerde eisen omvat. Daarnaast kan strategisch gedrag van zowel schuldeisers als schuldenaars de effectiviteit van het herstructureringsprogramma beperken.

In de VS bestaat sinds februari 2009 het herstructureringsprogramma Making Home Affordable (MHA), een vrijwillig herstructureringsprogramma dat als doel heeft faillissementen van huishoudens te voorkomen en de huizenmarkt te stabiliseren. Het programma biedt huishoudens verschillende opties om de maandelijkse hypotheekbetalingen te verlagen, zoals verlaging van de rentevoet van de hypotheek (tot een rentevoet van twee procent), verlenging van de betalingstermijn (tot maximaal veertig jaar) en verlaging van de hoofdsom met een bedrag dat pas later, bijvoorbeeld op de vervaldag, terugbetaald hoeft te worden. Omdat de financiële prikkels voor schuldeisers om deel te nemen in eerste instantie niet sterk genoeg bleken en de toelatingseisen voor schuldenaars te streng waren, is het programma in juni 2012 aangepast. Sinds de start van het programma zijn 1,1 miljoen huizenbezitters in de VS direct geholpen door het programma, dat recent verlengd is tot eind 2015. In Nederland bestaat de woonkostentoeslag, een tijdelijke inkomensaanvulling speciaal bedoeld voor huishoudens van wie het inkomen plotseling erg laag is en daardoor hun huur of hypotheek niet meer kunnen betalen. Daarnaast kent Nederland een uitgebreid sociaal

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders

te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik

Beleidsinstrumenten ter bestrijding economische gevolgen overmatige schuldenlast

TABEL 1

Instrument	Vormen	Voorbeelden	Nederland
Subsidies van de overheid aan schuldeisers	Garantie kredietrisico hypotheekverstrekking Belastingkorting geherstructureerde leningen Lagere rente op kredietfaciliteiten	NewBuy en Help to Buy Scheme (VK) Impliciete overheidsgarantie op gesecuritiseerde hypotheeken van Fannie Mae en Freddie Mac (VS)	Nationale Hypotheek Garantie (NHG)
Subsidies van de overheid aan schuldenaars	Inkomenssteun Subsidies rentebetalingen en herfinancieringen en garanties op betalingen	Mortgage payment subsidy (VS) Support for Mortgage Interest (VK)	Woonkostentoeslag Sociaal vangnet NHG
Faciliteren van heronderhandelingen tussen schuldeisers en schuldenaars	Herstructureringsprogramma Vergemakkelijken van buitengerechtelijke onderhandelingen door het uitzetten van richtlijnen of het vaststellen van een juridisch bindend kader Invoering of hervorming van faillissementsregelingen om een ordelijke afwikkeling van de overmatige schuldenlast makkelijker te maken	Making Home Affordable Program (VS) The Office of the Debtor's Ombudsman (IJsland) Mogelijkheid aflossen of omzetten van leningen in vreemde valuta naar eigen valuta tegen gunstige wisselkoers (Hongarije, Kroatië) Mogelijkheid afwaardering hypotheekschulden tot 110% van de onderpandwaarde (IJsland) Vrijwillige richtlijnen en gedragscodes voor banken om consumentenschulden te herstructureren (IJsland, Ierland, Letland en Portugal) Invoering of aanpassing persoonlijke faillissementswetgeving (Ierland, Estland, IJsland, Italië, Letland, Litouwen en Polen)	Wet gemeentelijke schuldhulpverlening (minnelijk traject)
Gedwongen herstructurering	Verplichte herstructurering Surseance op faillissementen	Illegaal verklaring van leningen in buitenlandse valuta (IJsland) Speciale wetgeving omtrent onhoudbare hypotheekschulden (Portugal en Griekenland) Door de overheid opgelegde uitstel van executie van hypotheeken (Grote Depressie VS, Griekenland, Hongarije) Quota op het aantal faillissementen (Hongarije)	Wet schuldsanering natuurlijke personen (wettelijk traject)
Preventie overmatige schulden	Hervorming wetgeving afsluiten van een hypotheek: hoogte hypotheek beperken, afschrijvingsperiode verkorten, aflossingsvrije hypotheek inperken, hypotheekrenteaftrek beperken en acceptatiecriteria verscherpen		LTV van 106 procent naar 100 procent Maximaal 50 procent nieuwe hypotheeken aflossingsvrij Hypotheekrenteaftrek alleen bij annuïtaire aflossing Aftrek rente bij restschuld

vangnet. Dit functioneert als een verzekering die afbetaling van schulden in geval van bijvoorbeeld werkloosheid mogelijk maakt en zo het aantal faillissementen beperkt.

Herstructurering faciliteren

De tweede mogelijkheid betreft het verminderen van coördinatieproblemen door heronderhandelingen tussen schuldeisers en schuldenaars te faciliteren. Indien vrijwillige heronderhandelingen gerechtelijke procedures kunnen voorkomen, leidt dit tot snellere, kosteneffectievere en marktvriendelijkere heronderhandelingen. Daarnaast kan aanpassing van het juridisch kader sommige negatieve externe effecten van herstructurering verkleinen, bijvoorbeeld door de duur van het herstructureringsproces te beperken.

Overheden in IJsland, Ierland, Letland en Portugal hebben vrijwillige richtlijnen en gedragscodes voor banken opgezet om consumentenschulden te herstructureren. De Letse overheid heeft in 2009 richtlijnen voor banken ontwikkeld over hoe om te gaan met betalingsachterstanden, welke door de banken opgenomen zijn in de interne procedures. Portugal heeft in 2012 richtlijnen geïntroduceerd voor vrijwillige herstructurering van consumentenschulden met de hulp van schuldbemiddelingsfaciliteiten. IJsland heeft in augustus 2010 The Office of the Debtors' Ombudsman (DO) opgezet, een overheidsorganisatie die optreedt als bemiddelaar bij onderhandelingen met schuldeisers. Hoewel de DO succesvol was in het herstructureren van individuele schulden, zijn er te weinig aanvragen behandeld omdat het een-op-een-processen waren. Estland, IJsland, Italië, Letland, Litouwen en Polen hebben een persoonlijk-faillissementswet aangenomen

men of aangepast. De Ierse overheid heeft een geheel nieuwe faillissementswetgeving aangenomen om onder andere de periode tot kwijtschelding van de schulden onder bepaalde voorwaarden te verkorten van twaalf tot drie jaar. Omdat het niet-gerechtelijke procedures betreft, zijn de lasten voor het gerechtelijke systeem in Ierland aanzienlijk verminderd (Liu en Rosenberg, 2013; Van Beers en Bijlsma, 2013). Het invoeren of aanpassen van de faillissementswetgeving kan herstructurering dus faciliteren. Maar het kan ook moreel risico bij schuldenaars en schuldeisers in de hand werken. Doordat liquidatie minder ingrijpend is, schrikt het mogelijk minder af. Er is nog geen onderzoek gedaan naar dit effect in de landen met aangepaste faillissementswetgeving. In Nederland kunnen huishoudens met betalingsproblemen in eerste instantie de hulp inroepen van schuldverleners in het minnelijk traject, de Wet gemeentelijke schuldhulpverlening (Wgs). Hierbij probeert de schuldhulpverlener een betalingsregeling met de schuldeisers te treffen door middel van bemiddeling of sanering. In 2012 meldden 84.250 personen zich voor de Wgs, bijna een verdubbeling ten opzichte van 2008 (NVVK, 2012).

Herstructurering verplichten

Een derde middel voor de overheid om te interveniëren in de schuldproblemen van consumenten is het verplicht opleggen van herstructurering van problematische schulden. Daarnaast kan de overheid de financiële sector een surseance op faillissementen opleggen, waarbij zij gedurende een bepaalde periode geen hypotheeken mag executeren. Maatregelen waarbij herstructurering afgedwongen wordt, blijken vaak duur en administratief belastend te zijn. Daarbij ondermijnt de inmenging

in persoonlijkenschuldcontracten de kredietdiscipline en kan het tot een hogere prijs van krediet leiden als kredietverstrekkers rekening gaan houden met overheidsingrijpen. Het is dus belangrijk de kosten zo eerlijk mogelijk tussen schuldeiser en schuldenaar te verdelen, ook om te voorkomen dat de stabiliteit van de financiële sector in het geding komt. Desondanks kan het instrument van nut zijn als het schuldenprobleem erg verspreid is en het inzetten van andere instrumenten niet meer mogelijk is.

In Hongarije, waar het merendeel van de schulden in de aanloop naar de crisis in buitenlandse valuta was, heeft de overheid in 2011/2012 enkele maatregelen genomen om het aantal faillissementen van huishoudens te beperken. Zo kregen huishoudens de mogelijkheid leningen in buitenlandse valuta vroegtijdig af te lossen tegen een gunstige wisselkoers (ongeveer 25 procent onder de officiële wisselkoers), de wisselkoers van de lening voor een periode van vijf jaar vast te zetten (*exchange rate cap*) en niet-presterende leningen tot 25 procent af te laten schrijven en deze leningen naar eigen valuta om te zetten. Omdat de kosten volledig gedragen werden door de banken kwam de stabiliteit van de bancaire sector in gevaar. In december 2011 is het programma aangepast zodat banken de mogelijkheid kregen om verliezen als gevolg van de afschrijvingen voor dertig procent af te trekken van de bankbelasting en de kosten van de *exchange rate cap* eerlijk verdeeld werden tussen banken en de overheid. Vanwege de complexiteit van het programma was deelname eraan beperkt. Wel waren de kosten aanzienlijk, waarbij twee derde gedragen is door de banken en een derde door de overheid. In IJsland oordeelde het hooggerechtshof medio 2010 dat leningen geïndexeerd in vreemde valuta illegaal zijn en huishoudens niet gehouden zijn de hogere rente te betalen. Dit heeft tot een forse afschrijving van consumentenschulden geleid. Schuldenaars in Portugal hebben, onder bepaalde voorwaarden en als laatste redmiddel, de mogelijkheid de eigendomsrechten van de hypotheek over te dragen aan de bank of een overheidsinstelling, waarna zij kwijtgescholden zijn van de hypotheekschuld tot de geschatte waarde van de woning. In Griekenland en Hongarije hebben overheden uitstel van executie van hypotheek opgelegd voor een bepaalde periode (Liu en Rosenberg, 2013; Van Beers en Bijlsma, 2013). In Nederland kan bij het mislukken van de Wgs een beroep gedaan worden op het wettelijk traject, de Wet schuldsanering natuurlijke personen (Wsnp). Hierbij kan de rechtbank beslissen tot een dwangregeling of wettelijke sanering indien een schuldeiser onterecht weigert te herstructureren. In 2012 zijn 11.300 personen op deze manier ingestroomd in de Wsnp (CBS, 2013a).

Ten slotte is het van belang dat overmatige schuldenproblemen in de toekomst voorkomen worden door middel van hervorming van wetgeving omtrent het afsluiten van een hypotheek. Voorbeelden zijn het beperken van de hoogte van nieuwe hypotheek, het verkorten van de afschrijvingsperiode van hypotheek en het verscherpen van acceptatiecriteria. Ook in Nederland is er sprake van strengere hypotheekregels. Zo wordt de LTV-ratio afgebouwd tot honderd procent, mag nog maximaal vijftig procent van de waarde van het huis aflossingsvrij gefinancierd worden en is hypotheekrenteaftrek alleen nog mogelijk bij annuïtaire aflossing. Verlaging van de LTV-ratio brengt echter ook kosten met zich mee. Het creëert immers kredietrestricties voor consumenten die toekomstig verwacht inkomen willen gebruiken om een huis te financieren.

CONCLUSIE

Ondanks de aanwezigheid van allerlei soorten van marktfaalen die schulderstructurering belemmeren, zijn er sinds het begin van de crisis in Nederland vooralsnog weinig extra stappen ondernomen om herstructureren van schuld makkelijker te maken. Moeten er in Nederland ook maatregelen genomen worden die financiële prikkels geven voor herstructurering, zoals in de VS of Ierland? Dit hangt af van de economische ontwikkelingen. Als de economie herstelt volgens de huidige prognoses is dit waarschijnlijk niet nodig. Als herstel uitblijft, luidt het antwoord mogelijk anders. De lessen uit ervaringen bij andere landen: wees ruimhartig, vermijd een *case-by-case*-benadering, en houd rekening met eventuele kwetsbaarheden bij banken. Onafhankelijk van de economische ontwikkeling is het verstandig na te gaan of er voldoende mogelijkheden voor herfinanciering van de restschuld van hypotheek zijn. Ten tweede is een belangrijke vraag of faillissementswetgeving aangepast moet worden om herstructurering makkelijker te maken. In diverse EU-landen is wetgeving aangepast naar aanleiding van de crisis. Hier zou een diepgaande studie van de voor- en nadelen op zijn plaats zijn. Tot slot, vanuit het licht van preventie moeten we ons in Nederland afvragen welke LTV-ratio voor huizenbezitters optimaal is. Beleidsmakers moeten de juiste balans vinden tussen het voorkomen van schuldenproblematiek en het onnodig creëren van kredietrestricties door de mogelijkheid om te lenen tegen toekomstig inkomen in te beperken.

LITERATUUR

- Apgar, W.C., M. Duda en R.N. Gorey (2005) The municipal cost of foreclosures: a Chicago case study. *Homeownership Preservation Foundation Housing Finance Policy Research Paper*, 1.
- Beers, N. van en M. Bijlsma (2013) *Afbouw van consumentenschuld – welke rol voor de overheid?* CPB Achtergronddocument. Den Haag: Centraal Planbureau.
- BKR (2013) *Hypotheekbarometer, oktober 2013*. Persbericht op perskamer.bkr.nl.
- CBS (2013a) *Minder nieuwe schuldsaneringen in 2012*. Persbericht op www.cbs.nl.
- CBS (2013b) *Eigen woning van ruim één miljoen huishoudens onder water*. Publicatie op www.cbs.nl.
- Foote, C., K. Gerardi en P. Willen (2008) Negative equity and foreclosure: theory and evidence. *Journal of Urban Economics*, 6(2), 234–245.
- Harding, J.P., E. Rosenblatt en V.W. Yao (2009) The contagion effect of foreclosed properties. *Journal of Urban Economics*, 66(3), 164–178.
- King, M. (1994) Debt deflation: theory and evidence. *European Economic Review*, 38(3–4), 419–445.
- Laeven, L. en T. Laryea (2009) Principals of household debt restructuring. *IMF Staff position note*, 15.
- Liu, Y. en C.B. Rosenberg (2013) Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis – a review of the economics and legal toolbox. *IMF Working Paper*, 44.
- Melzer, B. (2010) *Debt overhang: reduced investment by homeowners with negative equity*. Chicago: Kellogg School of Management Working Paper.
- Mian, A. (2013) *Testimony on 'State of the American Dream: economic policy and the future of the middle class'*. Washington: Committee on Banking, Housing and Urban Affairs – Subcommittee on Economic Policy.
- NHG (2013) *Kwartalbericht, 2e kwartaal 2013*. Publicatie op www.nhg.nl.
- NVVK (2012) *Jaarverslag 2012*. Publicatie op www.nvkk.eu.
- Pisorski, T., A. Seru en V. Vig (2010) Securitization and distressed loan renegotiation: evidence from the subprime mortgage crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 369–397.
- Tobin, J. (1980) *Asset accumulation and economic activity: reflections on contemporaneous macroeconomic theory*. Oxford: Basil Blackwell.