



# Skulder, bostadspriser och penningpolitik

Lars E.O. Svensson

[www.larseosvensson.net](http://www.larseosvensson.net)

Finansdagarna

25 april 2013

1



## Översikt

- Penningpolitikens mandat
- Facit från de senaste årens penningpolitik
- Penningpolitiken och hushållens skuldsättning
- Min slutsats

2

## Penningpolitikens mandat

- Riksbankslagen
  - ”Målet för penningpolitiken skall vara att upprätthålla ett **fast penningvärde**”
- Regeringspropositionen
  - ”Såsom myndighet under riksdagen ska Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta inflationsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och **hög sysselsättning**. ”
  - Hög sysselsättning = högsta hållbara sysselsättning
- Prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning
  - Högsta hållbara sysselsättning = längsta hållbara arbetslöshet
  - Stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå



3



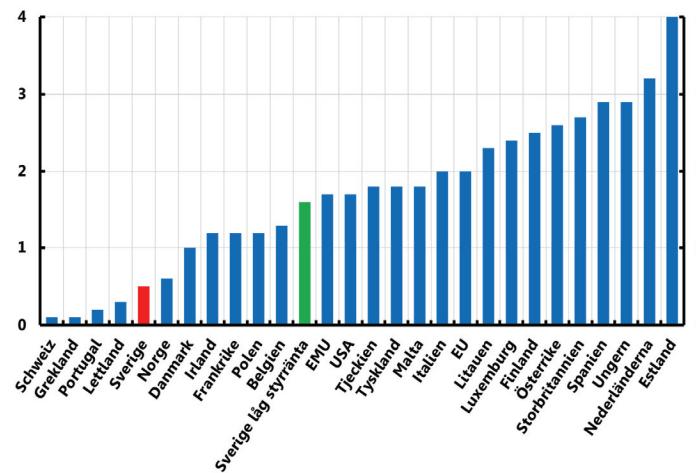
## Facit för det senaste årens penningpolitik

- Inflationen långt under målet
- Arbetslösheten långt över en långsiktigt hållbar nivå
- Hushållens skuldkot 3 procentenheter lägre än den skulle varit med ränta 0,25 procent sedan juni 2010 (174 procent av disponibel inkomst istället för ca 177)
- Spåren förskräcker

4

## HIKP-inflation, valda länder, februari 2013

Procent

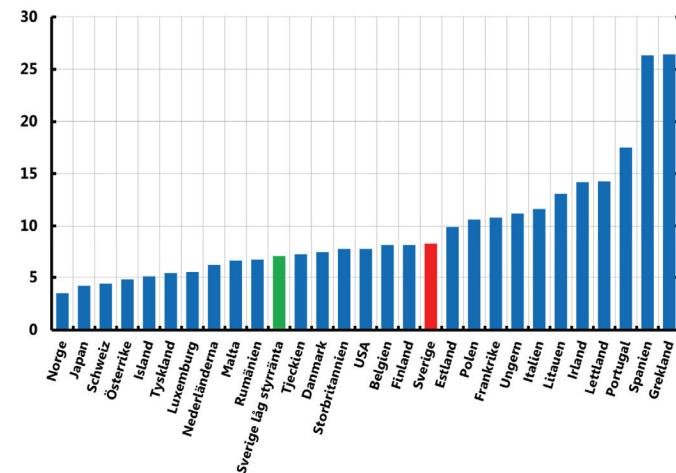


Note: Some observations from January or December

Source: Eurostat and own calculations 5

## Arbetslöshet, valda länder, februari 2013

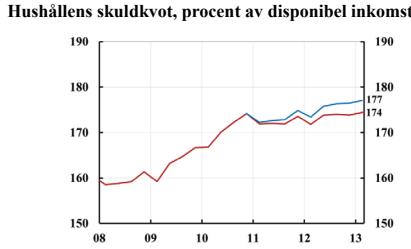
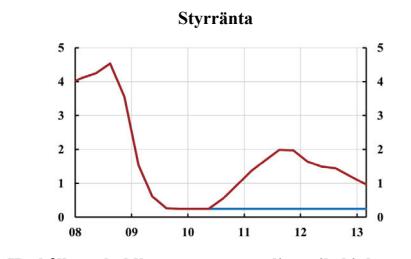
Procent av arbetskrafterna



Note: Some observations from January or December. Swizz unemployment rate from OECD, 2012Q4.

Source: Eurostat, OECD and own calculations 6

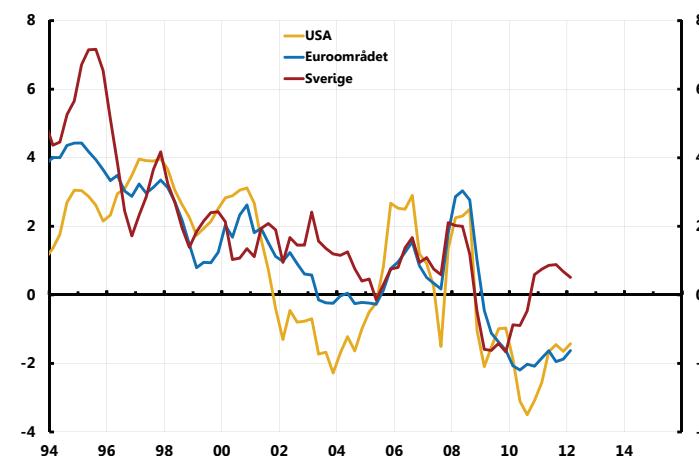
## Faktiskt utfall jämfört med kontrafaktisk låg styrränta 2010-2012



Källor: Riksbanken, SCB och egna beräkningar 7

## Stram penningpolitik i Sverige: Hög kort realränta

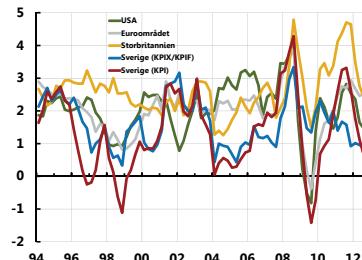
Real ettårsränta i Sverige, euroområdet och USA  
Procent



Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB, IMF, OECD, SCB och Riksbanken 8

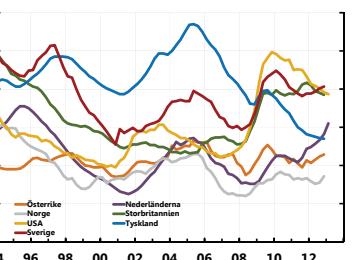
## Stram penningpolitik i Sverige: Låg inflation och hög arbetslöshet

Inflation i Sverige, euroområdet, Storbritannien  
och USA  
Procent



Anm. KPIX/KPIF för Sverige visar KPIX t.o.m. mars 2008, därefter KPIF. För Storbritannien visas RPIX t.o.m. 2003, därefter KPI. För euroområdet visas HIKP. För USA visas PCE-deflatorn.

Arbetslöshet i Sverige och valda länder  
Procent



Källa: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, IMF, OECD, Office for National Statistics, SCB och Riksbanken



## Penningpolitiken och hushållens skuldsättning

- Tre påståenden som alla måste vara sanna för att man ska försöka använda styrränta för att begränsa hushållens skuldsättning
  1. Nivån på hushållens skulder i Sverige idag medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas.
  2. En högre reporänta kan märkbart minska dessa risker och den minskade risken är värd den lägre inflation och högre arbetslöshet den högre reporäntan orsakar.
  3. Det finns inte något bättre tillgängligt medel, med större eller samma effekt på riskerna och mindre effekt på inflation och arbetslöshet.

10

## Påstående 2: Styrräntan effektiv?

- 2010-2012: 3 p.e. lägre skuldkvot, 1,2 p.e. högre arbetslöshet
- Omfattande teoretisk och empirisk forskning
- Styrräntan har **på kort sikt liten effekt** på hushållens skuldkvot (skuld/disponibel inkomst)
  - Nyckeltal: 1 procentenhets högre ränta i fyra kvartal ger...
    - ... ungefär 2 procent lägre bostadspriser och skulder
    - ... ungefär 1 procent lägre BNP och disponibel inkomst
    - ... dvs. ungefär 1 procent lägre skuldkvot (1,7 p.e.)
    - ... ungefär 0,5 procentenheter högre arbetslöshet
- 1,7 p.e. lägre skuldkvot kostar ungefär 25 000 jobb, men ingen märkbar effekt på eventuella risker med skuldsättningen



## Påstående 2: Styrräntan effektiv?

- Effekt av 1 p.e. högre ränta under ett år på bostadspriset, allt annat lika?
- $P_t$  bostadspriset år  $t$ ,  $b_t$  värdet av boendetjänsterna under år  $t$
- $P_0$  nuvärdet år 0 av framtida boendetjänster
- $$P_0 = \sum_{t=0}^T d_t b_t, \quad d_t = \frac{1}{\prod_{\tau=0}^t (1+i_\tau)}$$
- $$P_0 = b_0 + \frac{1}{1+i_0} P_1$$
- $$i_0 \uparrow 1 \text{ p.e.} \Rightarrow \frac{1}{1+i_0} \downarrow 1\%, P_1 \text{ oförändr.} \Rightarrow P_0 \downarrow 1\%$$
- 1 p.e. högre ränta under två år medför ungefär 2 % lägre pris
  - Detta visar ungefärlig storleksordning, liten effekt

11

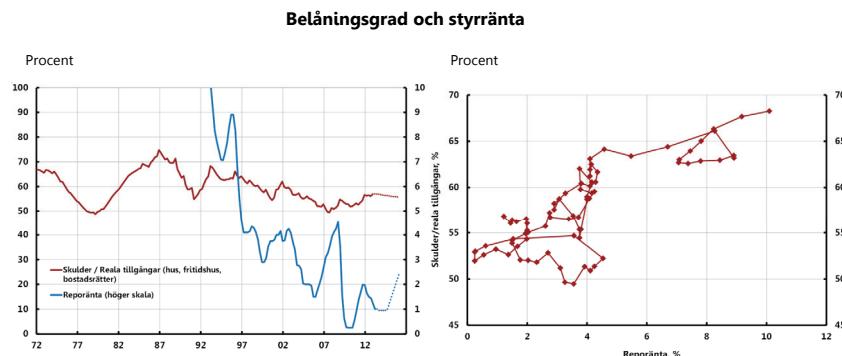
12

## Påstående 2: Styrräntan effektiv?

- Styrräntan har **på lång sikt ingen effekt** på hushållens skuldkvot
  - Skuldkvot = Belåningsgrad x Bostadspriser/Disponibel inkomst
  - Hög styrränta tycks inte ge inte lägre belåningsgrad

13

## Påstående 2: Styrräntan effektiv?



Källa : Riksbanken 14

## Påstående 2: Styrräntan effektiv?

- Styrräntan har **på lång sikt ingen effekt** på hushållens skuldkvot
  - Skuldkvot = Belåningsgrad x Bostadspriser/Disponibel inkomst
  - Hög styrränta tycks inte ge inte lägre belåningsgrad
  - Bostadspriser/Disponibel inkomst bestäms av faktorer (bl.a. lång real bolåneränta efter skatt) som penningpolitiken vid låg och stabil inflation inte kan påverka
  - På lång sikt ingen effekt
- **Påstående 2 håller inte**
- Tillräckligt för att inte använda styrräntan för att försöka påverka skuldsättningen

15

## Påstående 3: Inga andra instrument?

- Regeringen och Finansinspektionen har vidtagit eller aviserat flera åtgärder
  1. Bolånetaket
  2. Skärpt kapitaltäckning för systemviktiga banker
  3. Höjda riskvikter på bolån
- Bankerna bidrar
  1. Tillämpar bolånetaket
  2. Sträng kreditprövning (FI bolånerapporter)
- **Påstående 3 håller inte**

16

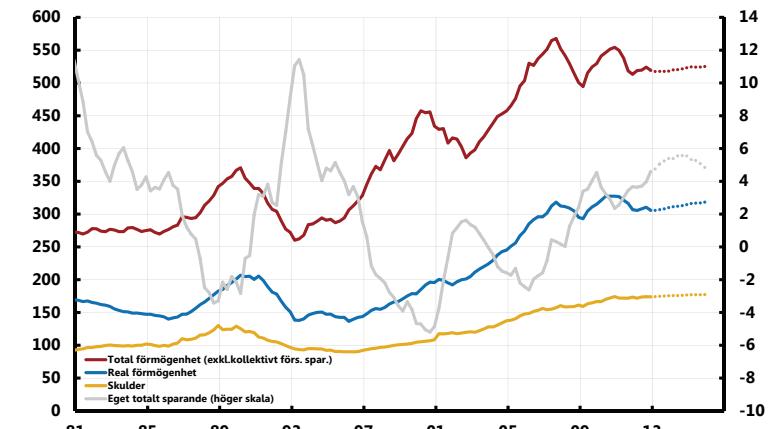
## Påstående 1: Skuldsättningen problem?

- Hushållen har starka balansräkningar
- God bruttosoliditet
- Bostadspriser i linje med fundamenta (och har stabilisering)
- Hushållen har lång finansiering och kortare placering
- Stabil måttlig belåningsgrad
- Högt hushållssparande
- Nya låntagare har god betalningsförmåga och god motståndskraft mot räntehöjningar, prisfall och inkomstbortfall (FI bolånerapporter)
- Gamla låntagare har ännu bättre betalningsförmåga och större motståndskraft (nya lån per år ca 5-6% av lånestocken)

17

## Hushållens totala tillgångar, reala tillgångar, skulder och sparande

Andel av disponibel inkomst

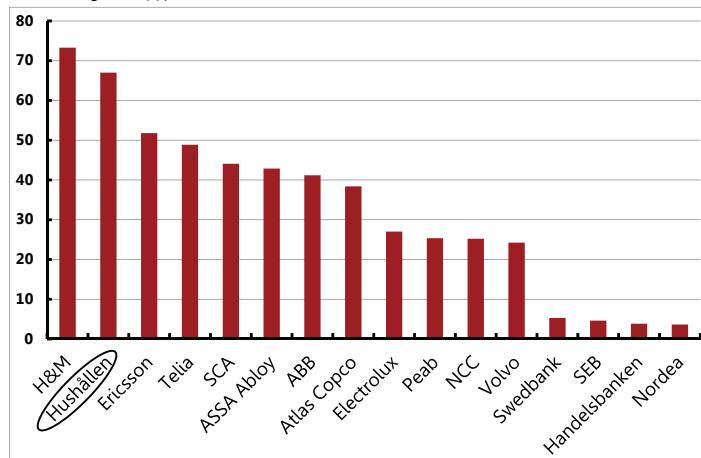


Anm. Kollektivt försäkringsparande ca 120 % av disponibel inkomst dec. 2012.

Källor: SCB och Riksbanken 18

## Bruttosoliditet för hushållen, några stora börsbolag och svenska banker

Eget kapital i procent av totala tillgångar (exkl. kollektiva försäkringar, exkl. humankapital (!))

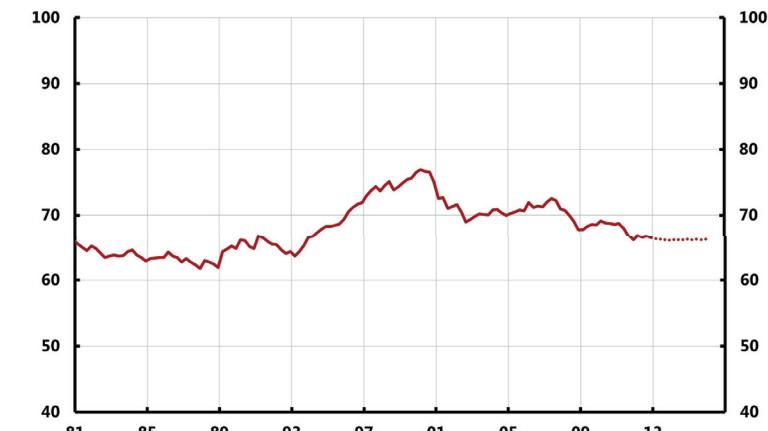


Källor: Dagens Industri (soliditeten 2011 för börsbolag och svenska banker) och Riksbanken (hushållens soliditet).

19

## Hushållens bruttosoliditet

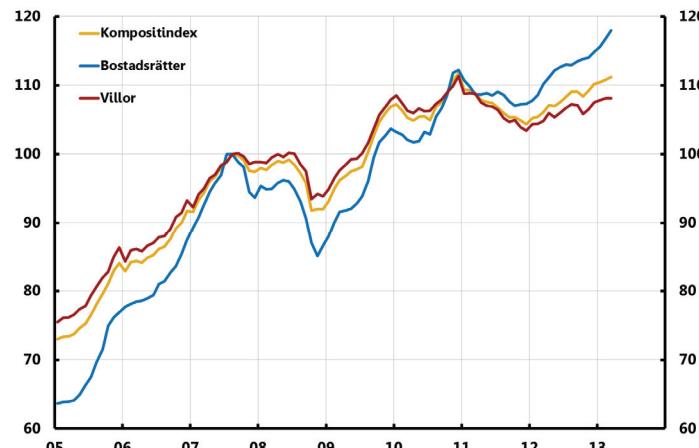
Nettförmögenhet som andel av totala tillgångar (exkl. kollektivt försäkringsparande), procent



Källor: SCB och Riksbanken 20

## Nominella priser på villor och bostadsrätter

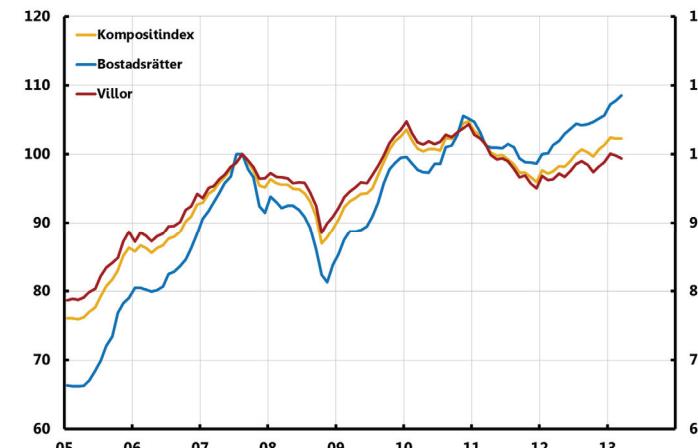
Index, augusti 2007 = 100, säsongsrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken 21

## Reala priser på villor och bostadsrätter

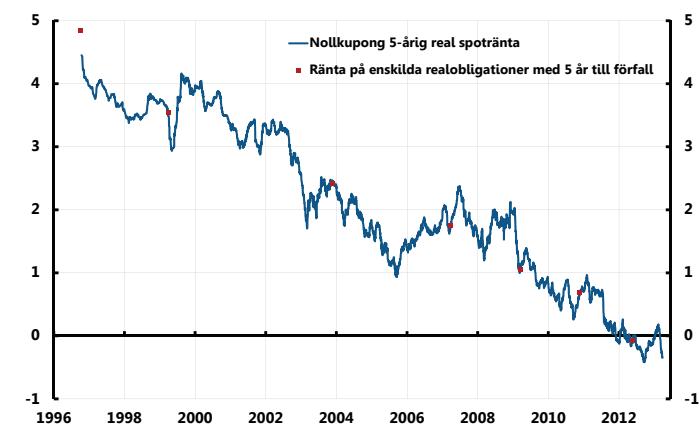
Index, augusti 2007 = 100, säsongsrensade data



Källor: Valueguard, SCB och Riksbanken 22

## Svensk 5-årig realränta

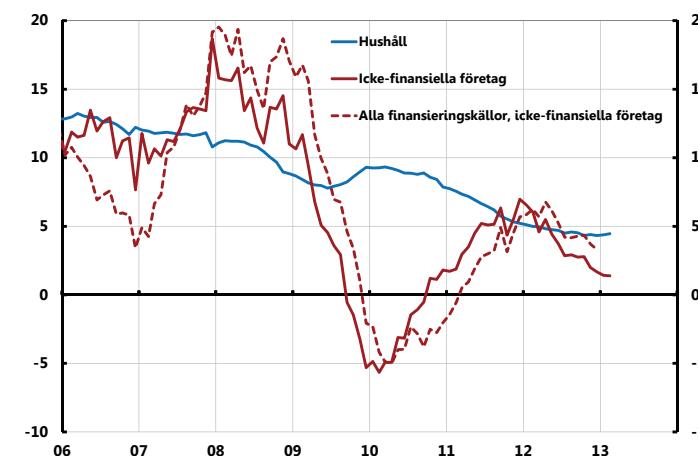
Procent



Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken 23

## Utlåning till hushåll och företag

Årlig tillväxttakt, procent



Källor: SCB och Riksbanken 24



## Påstående 1: Skuldsättningen problem?

- Bristfällig analys av risker: "Hushållen skulder är på en nivå som gett problem i andra länder." **Och?**
- Faktorer bakom kriser i andra länder?
  - Överhettad ekonomi
  - Snabbt stigande bostadspriser
  - Dålig kreditprövning (betalningsförmåga, motståndskraft, "subprime"!)
  - Hög belåningsgrad
  - Högt byggande
  - Dåligt kapitaliserade banker, stora off-balance-sheet-åtaganden
  - Svårövervakad och svårreglerad finanssektor (jfr 4 storbanker!)
  - Lågt sparande
  - Bytesbalansunderskott
  - Överväderade bostäder relativt fundamenta
  - Snabbt ökande skulder
  - Låg bruttosoliditet hos låntagare
  - Överoptimistiska förväntningar
  - ...
- Inget tröskelvärde för skulder (jfr Reinhart och Rogoff...)
- Alla skulder är inte dåliga, det beror bl.a. på vad de finansierar

25



## Påstående 1: Skuldsättningen problem?

- Sverige ser bra ut beträffande faktorer bakom kriser
- **Påstående 1 kan ifrågasättas**
- Men det räcker med att påstående 2 inte håller för slutsatsen att man ska inte använda styrräntan för att begränsa skuldsättningen

26



## Min slutsats

- Facit från penningpolitiken de senaste åren förskräcker
- Penningpolitiken i Sverige ska stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå
- Penningpolitiken och styrräntan ska inte användas för att stabilisera hushållens skuldsättning
- Om skuldsättningen är/blir ett problem, hantera med andra tillgängliga medel
- Regeringen och Finansinspektionen har redan effektiva medel beträffande skuldsättningen och fler kan skapas/är på gång (Finanskriskommittén)

27



28