

Penningpolitiken, bostadsmarknaden och hushållens skulder

Lars E.O. Svensson

Stockholms universitet och
SIFR – Institutet för finansforskning

www.larseosvensson.net

Bostadsseminarium, World Trade Center, 4 juni 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 prisstabilitetsmålet, 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 = lägsta hållbara arbetslöshet
 - Stabilisera inflationen runt inflationsmålet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå
-

3

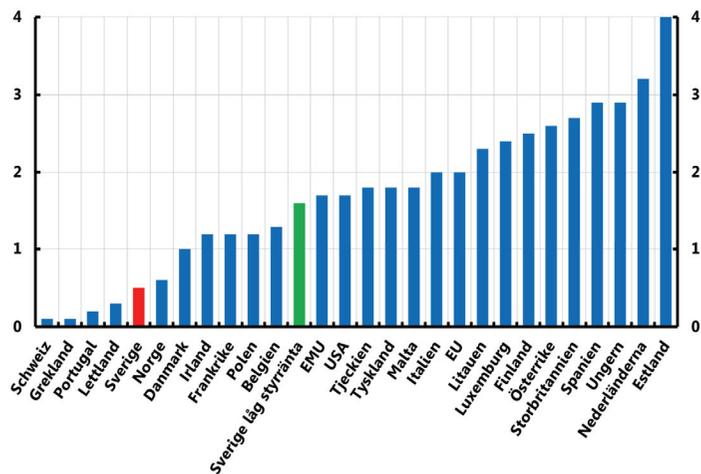
Facit för det senaste årens penningpolitik

- Inflationen långt under målet
 - Arbetslösheten långt över en långsiktigt hållbar nivå
 - Hushållens skuldkvot har kanske blivit 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

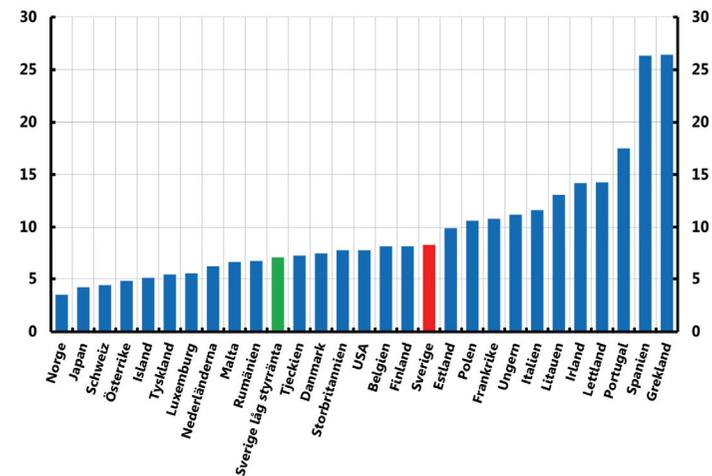


Note: Some observations from January or December

Source: Eurostat and own calculations 5

Arbetslöshet, valda länder, februari 2013

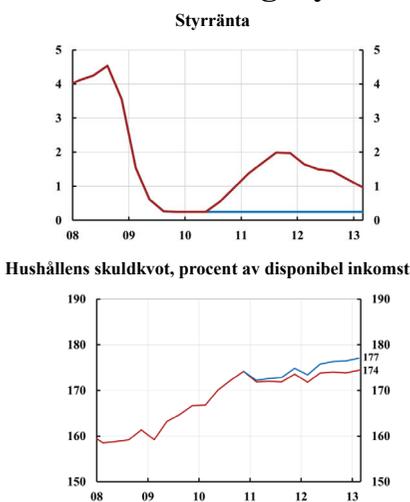
Procent av arbetskraften



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

Source: Eurostat, OECD and own calculations 6

Faktiskt utfall jämfört med kontrafaktisk låg styrränta 2010-2012

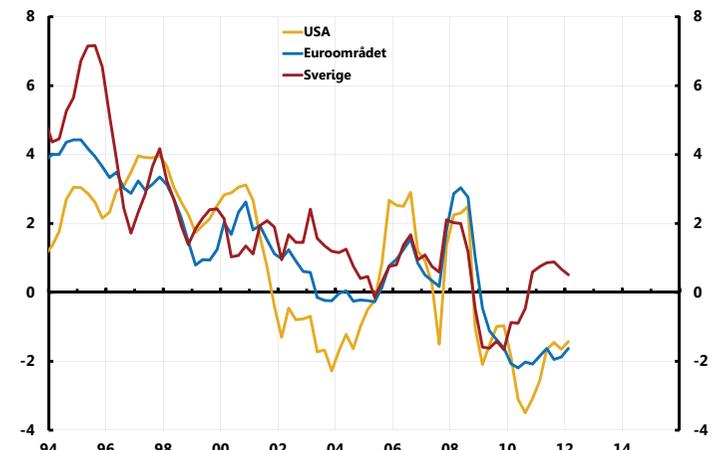


Källor: Riksbanken, SCB och egna beräkningar 7

Stram penningpolitik i Sverige: Hög kort realränta

Real ettårsränta i Sverige, euroområdet och USA

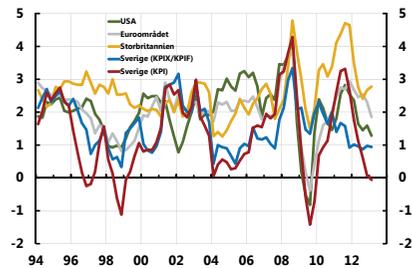
Procent



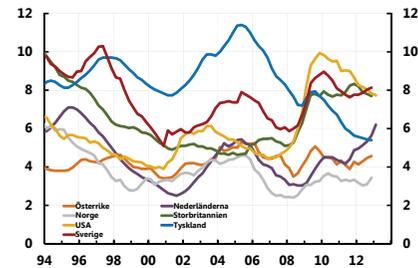
Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB, IMF, OECD, SCB och Riksbanken 8

Stram penningpolitik i Sverige: Låg inflation och hög arbetslöshet

Inflation i Sverige, euroområdet, Storbritannien och USA
Procent



Arbetslöshet i Sverige och valda länder
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.
Källa: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, IMF, OECD, 9 Office for National Statistics, SCB och Riksbanken

10

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.

Granska 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 procentenhet 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

11

Granska 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

12

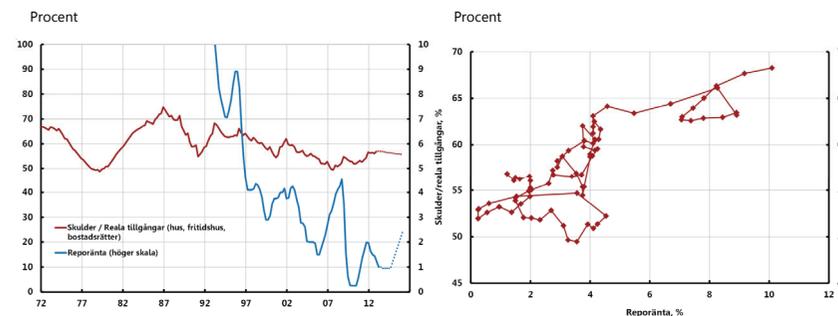
Granska påstående 2: Styrräntan effektiv?

- Styrräntan har **på lång sikt ingen effekt** på hushållens skuldkvot
 - $\text{Skuldkvot} = \text{Belåningsgrad} \times \text{Bostadspriser/Disponibel inkomst}$
 - Hög styrränta tycks inte ge inte lägre belåningsgrad

13

Granska påstående 2: Styrräntan effektiv?

Belåningsgrad och styrränta



Källa : Riksbanken 14

Granska påstående 2: Styrräntan effektiv?

- Styrräntan har **på lång sikt ingen effekt** på hushållens skuldkvot
 - $\text{Skuldkvot} = \text{Belåningsgrad} \times \text{Bostadspriser/Disponibel inkomst}$
 - 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**

15

Granska 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
 4. FI bevakar bankernas kreditprövning och låntagarnas betalningsförmåga och motståndskraft mot störningar
- Bankerna bidrar
 1. Tillämpar bolånetaket
 2. Sträng kreditprövning (FI bolånerapporter)
- **Påstående 3 håller inte**

16

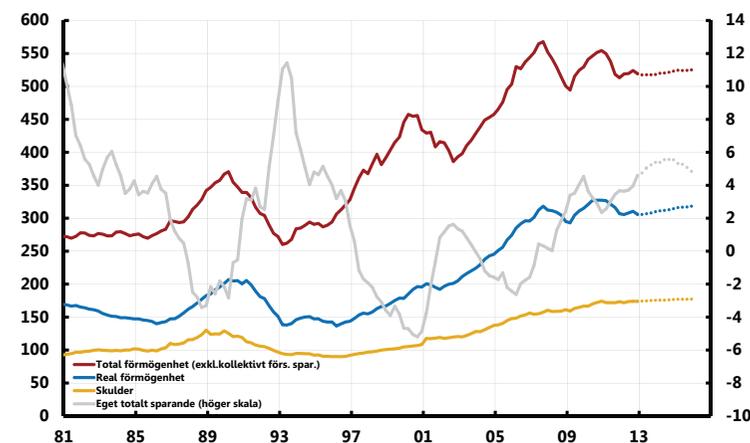
Påstående 1: Skuldsättningen problem?

- Hushållen har starka balansräkningar
- God bruttosoliditet
- Bostadspriser i linje med fundamenta (och har stabiliserats)
- Hushållen har lång finansiering och kortare placering
- Stabil och 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

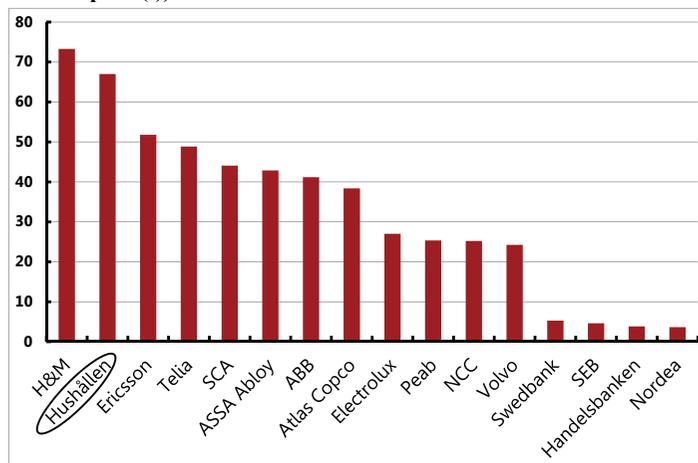


Anm. Kollektivt försäringssparande ca 120 % av disponibel inkomst dec. 2012.

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 (!))

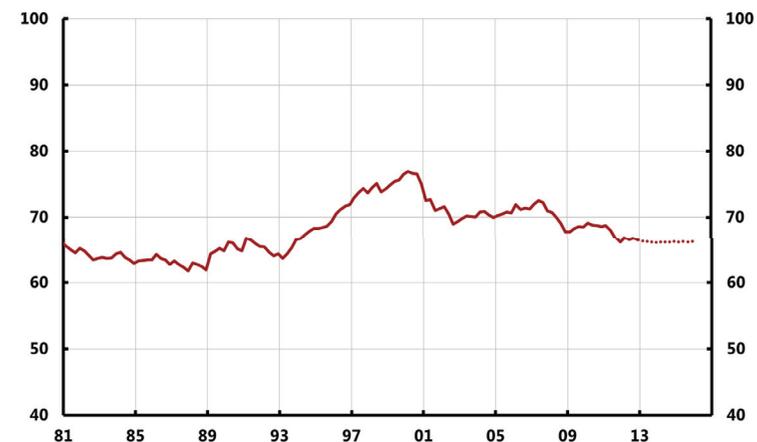


Källor: Dagens Industri (soliditeten 2011 för börsbolag och svenska banker) och Riksbanken (hushållens soliditet).

19

Hushållens bruttosoliditet

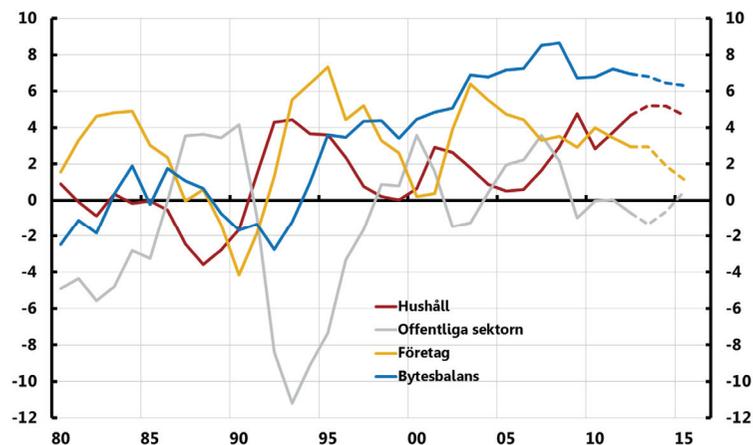
Nettoförmögenhet som andel av totala tillgångar (exkl. kollektivt försäringssparande), procent



Källor: SCB och Riksbanken 20

Finansiellt sparande i olika sektorer

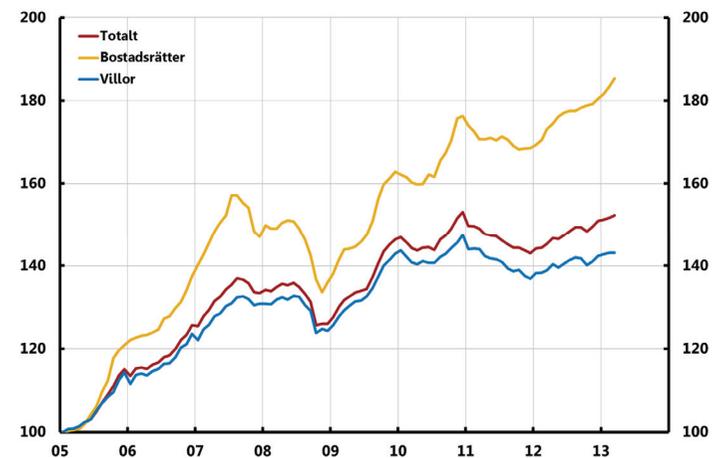
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken 21

Nominella priser på villor och bostadsrätter

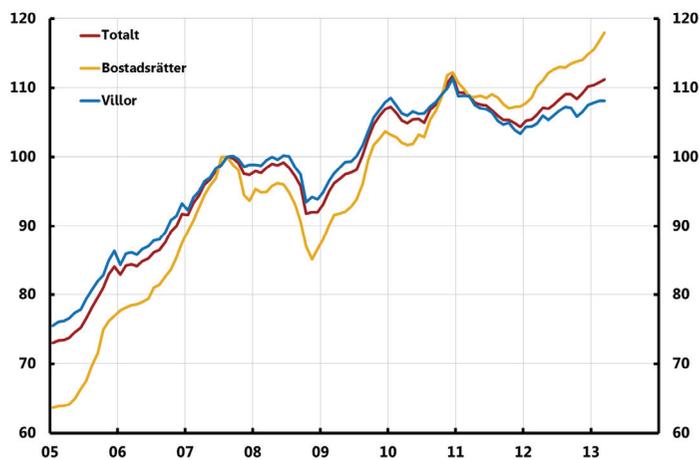
Index, Jan 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken 22

Nominella priser på villor och bostadsrätter

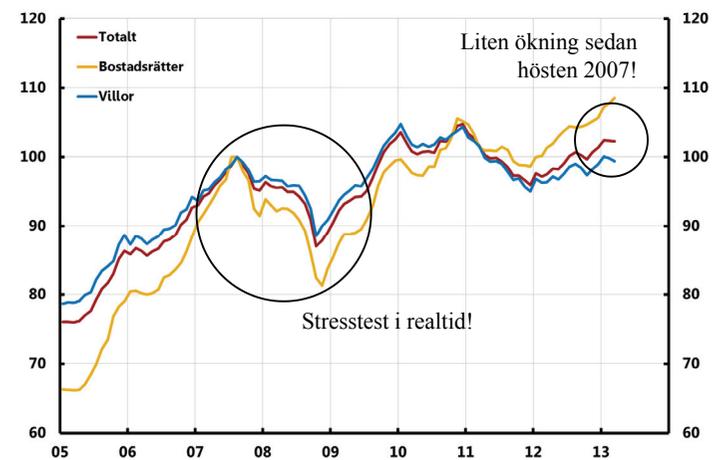
Index, Aug 2007 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken 23

Reala priser på villor och bostadsrätter

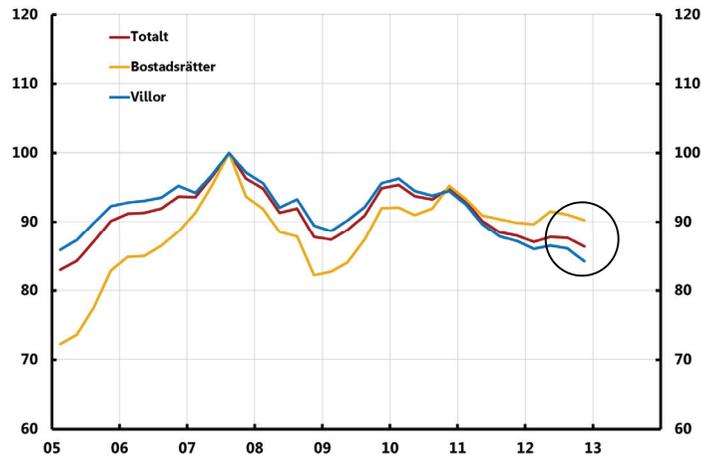
Index, augusti 2007 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard, SCB och Riksbanken 24

Reala priser på villor och bostadsrätter i förhållande till disponibel inkomst

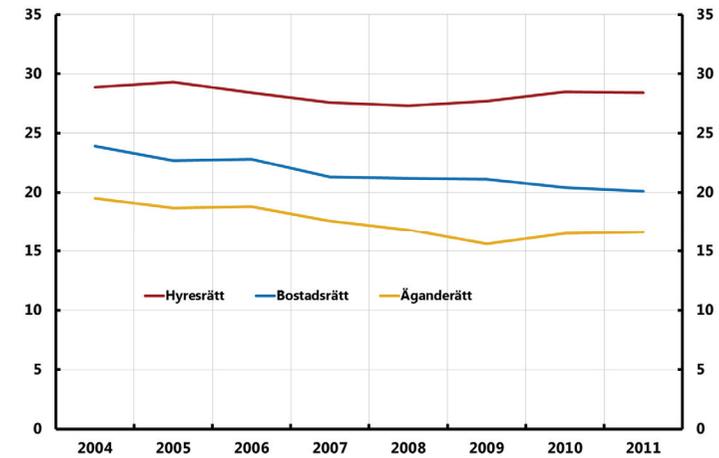
Index, augusti 2007 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard, SCB och Riksbanken 25

Boendeutgift som andel av disponibel inkomst

Procent



Källa: SCB 26

Svensk 5-årig realränta

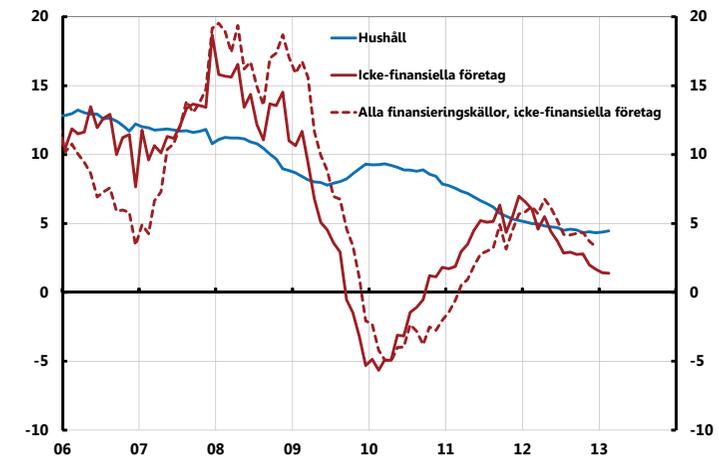
Procent



Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken 27

Utlåning till hushåll och företag

Årlig tillväxttakt, procent



Källor: SCB och Riksbanken 28

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
 - Övervärderade bostäder relativt fundamenta
 - Snabbt stigande bostadspriser
 - Snabbt ökande skulder
 - Dålig kreditprövning (betalningsförmåga, motståndskraft, ”subprime”!)
 - Spekulativt beteende, ”buy to let”, etc.
 - Högt belåningsgrad
 - Låg bruttosoliditet hos låntagare
 - Högt byggande
 - Överoptimistiska förväntningar
 - Dåligt kapitaliserade banker, stora off-balance-sheet-åtaganden
 - Svårövervakad och svårreglerad finanssektor (jfr 4 storbanker!)
 - Lågt sparande
 - Dåliga statsfinanser
 - Bytesbalansunderskott
 - ...

29

Påstående 1: Skuldsättningen problem?

- Inget tröskelvärde för skulder (jfr Reinhart och Rogoff)
- Alla skulder är inte dåliga
- Om skulder är bra eller dåliga beror på vad de finansierar
- Sverige ser bra ut beträffande faktorer bakom kriser
- **Påstående 1 kan ifrågasättas**
- Men det räcker med att **påstående 2 och 3 inte håller** för slutsatsen att man ska inte använda styrräntan för att begränsa skuldsättningen

30

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)

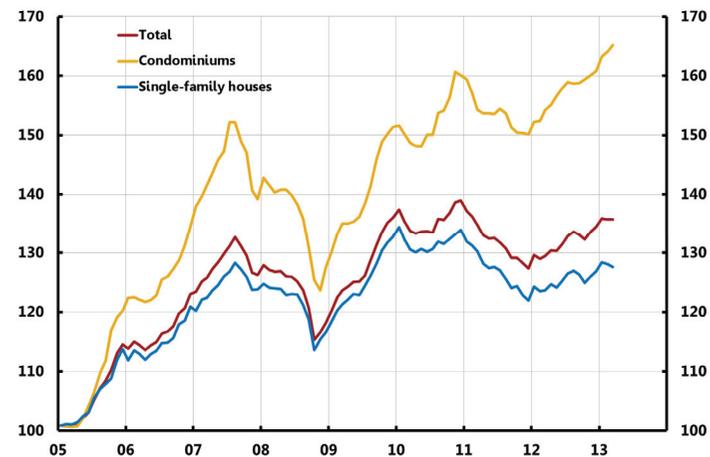
31

32

Extrabilder

Reala priser på villor och bostadsrätter

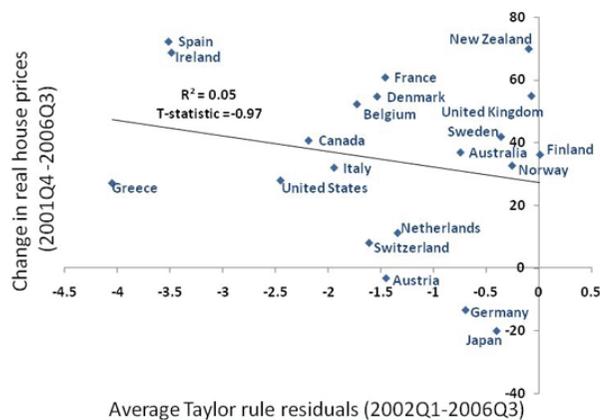
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard, SCB och Riksbanken 34

33

Monetary Policy and House Prices in the Advanced Economies

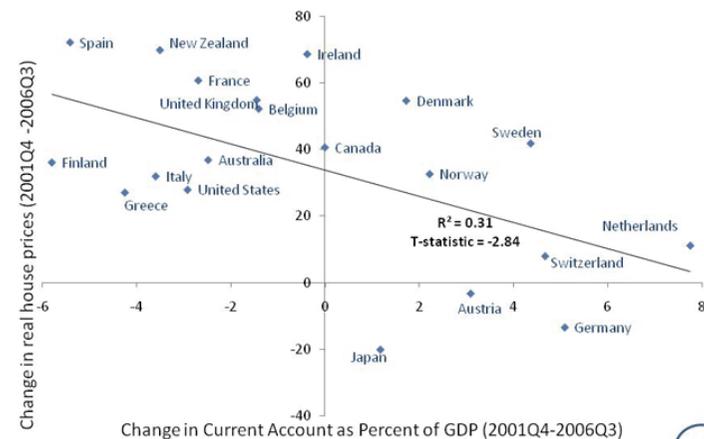


Source: International Monetary Fund.

9

Källa: Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary policy and the housing bubble", AEA meeting, January 2010. 35

Current Accounts and House Prices in the Advanced Economies



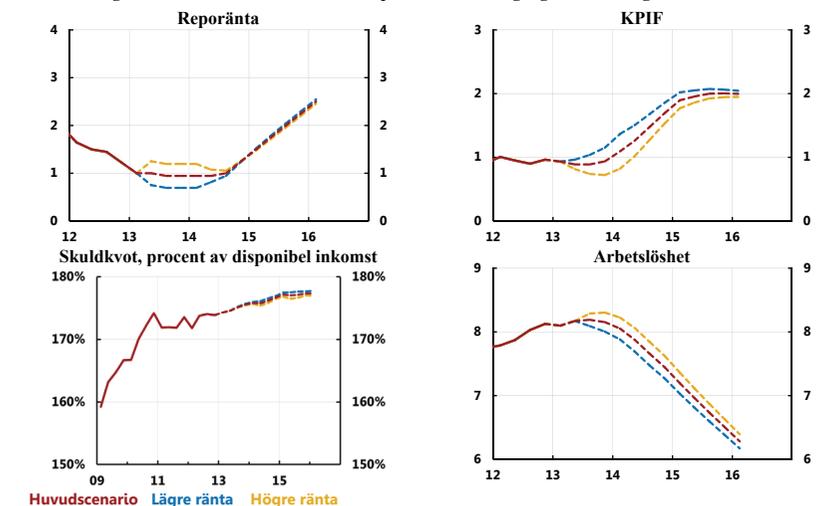
Source: International Monetary Fund, Haver Analytics, and Federal Reserve staff calculations.

10

Källa: Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary policy and the housing bubble", AEA meeting, January 2010. 36

Penningpolitiska alternativ runt huvudscenariot inklusive effekter på skuldkvoten

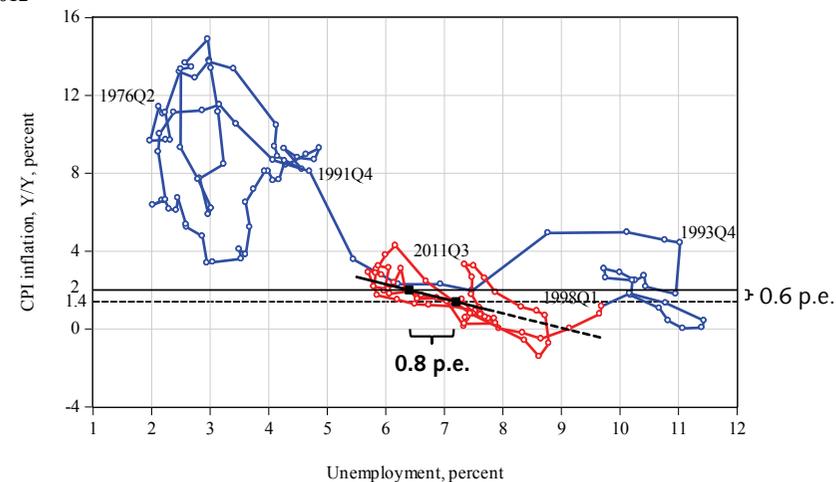
Omvärldsrentor enligt huvudscenariot. Långsiktig arbetslöshet 6,25 %.
Effekter enligt Ramses, delvis förväntat. Effekt på skuldkvot enligt egna beräkningar



Källor: SCB, Riksbanken och egna beräkningar 37

Penningpolitiken för stram sedan 1997

Arbetslöshet och årlig KPI-inflation 1976-2012 och den långsiktiga Phillipskurvan 1997-2012



Källa: Svensson, Lars E.O. (2013), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", www.larseosvensson.net

38

Average inflation in some countries

Country	Target	Index	Period	Average	Deviation
Sweden	2 (1995-)	CPI	1997-2011	1.4	- 0.6
	2 (1995-)	CPI	1997-2007	1.3	- 0.7
Australia	2-3 (1993-)	CPI	1997-2011	2.7	0.2
Canada	2 (1995-)	CPI	1997-2011	2.0	0.0
UK	2.5 (1992-2003)	RPIX	1997-2003	2.4	- 0.1
	2 (2004-)	CPI	2004-2007	2.0	0.0
	2 (2004-)	CPI	2008-2011	3.4	1.4
Euro zone	(< 2) (1999-)	HICP	2000-2011	2.1	
US	(<= 2) (2000-)	core CPI	2000-2011	2.0	
		core PCE	2000-2011	1.9	

39