



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

ANFÖRANDE

DATUM: 2012-11-14
TALARE: Vice riksbankschef Lars E O Svensson
PLATS: SNS

■ Penningpolitik, skulder och arbetslöshet*

Det har väl knappast undgått någon som följer svensk penningpolitik att Riksbankens direktion varit oenig sedan ganska lång tid tillbaka. De flesta har förmodligen också noterat att en minoritet i direktionen – bestående av min kollega Karolina Ekholm och jag, om nu någon inte redan kände till det – har förespråkade en mer expansiv politik än den som faktiskt bedrivits och som Riksbanken, enligt majoritetens rantebana, avser att bedriva framöver.

Däremot är jag inte lika övertygad om att alla har en tydlig bild av exakt vad åsiktsskillnaderna egentligen handlar om. Många har ju under senare tid kritiserat Riksbankens kommunikation för att vara otydlig och menat att det ibland har varit svårt att förstå exakt varför vissa beslut har fattats och varför de bedömts vara bättre än andra tänkbara alternativ.¹

Det jag tänkte göra här idag är att ge min bild av var de huvudsakliga skiljelinjerna går och beskriva varför jag landat i den syn jag har. Jag tror och hoppas att en sådan genomgång och inventering av argumenten kan räta ut eventuella frågetecken och att den kan utgöra en bra utgångspunkt för en fortsatt diskussion.

Skilnader i synen på penningpolitiken och dess möjligheter

Låt mig börja med att konstatera att oenighet i en penningpolitisk kommitté i sig inte är ett problem. Själva syftet med att en grupp ska besluta om penningpolitiken är att skapa förutsättningar för bättre beslut; grupper tenderar nämligen att fatta bättre beslut än enskilda beslutsfattare. Det handlar dels om att medlemmarnas erfarenheter och kunskaper läggs samman, eller "poolas", dels om att gruppen fungerar som en försäkring mot att utstickande preferenser hos en enskild individ får styra penningpolitiken – att det finns "checks and ba-

* Jag vill tacka Karolina Ekholm, Kerstin Hallsten, Per Jansson, Christina Nyman, Ulf Söderström och Anders Vredin för värdefulla diskussioner och synpunkter. Mikael Apel, Gabriela Guibourg och Staffan Viotti har bidragit till detta tal. De synpunkter som framförs är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter och medarbetare.

¹ Se till exempel Calmfors (2012).

lances". Att olika ledamöter gör lite olika bedömningar och landar i olika slutsatser är således inget anmärkningsvärt.

I Riksbankens fall har dock skillnaderna mellan minoriteten och majoriteten varit så pass stora och bestående att det är uppenbart att de knappast har att göra med tillfälliga skillnader i till exempel bedömningar av den ekonomiska utvecklingen. Snarare verkar det handla om mer djupgående skillnader i sättet att se på penningpolitiken och dess möjligheter. Inte heller detta behöver nödvändigtvis vara ett problem. Men det kräver, som ett minimum, att man gör en grundlig analys av vad skillnaderna består i och så gott det går försöker utvärdera de båda synsätten

Argumenten för en högre styrränta

Så hur har då den politik som Riksbanken bedrivit de senaste åren motiverats? Varför har man inte velat bedriva den mer expansiva politik som minoriteten förespråkat? Den hade ju resulterat i bättre målkuppfyllelse i termer av inflation och arbetslöshet, med högre inflation närmare målet och lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå. Min bild är att argumentationen åtminstone tidigare inte var särskilt tydlig och att motiveringarna har varierat en del.² Under senare tid verkar det dock ha skett en konvergens i argumentationen. Det argument mot en mer expansiv politik som huvudsakligen förts fram på sistone är att en sådan politik skulle vara alltför riskabel med tanke på hur stora hushållens skulder är.³ Låt mig därför i fortsättningen ta detta argument som utgångspunkt.

Den debatt som förts i direktionen avspeglar i mångt och mycket en bredare internationell debatt om sambandet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet, om huruvida hushållens skuldsättning är alltför hög och om penningpolitiken i så fall bör användas för att försöka begränsa skuldsättningen – även om den svenska diskussionen har en del specifika särdrag. I korthet kan man säga att de som menar att räntan bör hållas extra högt förefaller tänka på följande sätt.⁴ Om räntan är för låg drar hushållen på sig alltför stora skulder. En stor del av de lån hushållen tar går till köp av bostäder, varvid även bostadspriserna pressas upp. Om skuldsättningen och bostadsköpen baserats på alltför optimistiska kalkyler finns en risk för ett kraftigt fall i bostadspriserna när stämningläget av någon anledning vänder. Om priserna skulle falla skulle många hushåll hamna i ett läge där deras tillgångar minskat betydligt i värde medan deras skulder är oförändrade. De kan då vilja amortera ner sina skulder till en mer lämplig nivå. Detta leder till att de prioriterar sparande framför konsumtion. Efterfrågan i ekonomin utvecklas då svagt och arbetslösheten ökar. Bankerna kan under denna process drabbas av kreditförluster som i värsta fall kan bli så stora att de går omkull eller behöver stöd. Därmed hotas den finansiella stabiliteten.

Genom att hålla räntan högre kan centralbanken minska risken för en sådan utveckling, menar man. Visserligen medför den högre räntan att efterfrågan blir lägre och arbetslösheten högre än den annars skulle ha blivit och inflationen kan hamna under målet. Men denna "försäkringspremie" är värd att betala om

² I Svensson (2011b) tar jag upp några argument för och emot de räntehöjningar som inleddes sommaren 2010.

³ Se till exempel Ingves (2012) och Jansson (2012).

⁴ En politik där styrräntan används för att motverka en kredit- och skulduppbyggnad som bedöms innebära risker brukar kallas för att centralbanken "lutar sig mot vinden". För en beskrivning av argument för och emot en sådan politik, se till exempel Mishkin (2011).

■ man därigenom kan undvika ett mycket sämre utfall längre fram. Ungefär så tycks resonemangen gå.

Den här argumentationskedjan kan verka ganska intuitiv. Men den innehåller åtminstone ett par kritiska påståenden som behöver granskas närmare. Det första påståendet är att nivån på hushållens skulder i Sverige idag medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas. Det andra påståendet är att en högre reporänta märkbart kan minska dessa risker och att den minskade risken är värd den lägre inflation och högre arbetslöshet den högre reporäntan orsakar. Det vill säga, försäkringspremien i termer av lägre inflation och högre arbetslöshet är värd att betala. Underförstått finns också ett tredje påstående, nämligen att det inte finns något bättre tillgängligt instrument, med större eller samma effekt på riskerna och mindre effekt på inflation och arbetslöshet. Låt mig granska dessa påståenden närmare, med början med det andra och tredje påståendena.

Reporäntan inte ett lämpligt instrument

Oavsett om hushållens skulder i nuläget anses medföra stora risker eller inte är det viktigt att diskutera vilka instrument som är lämpliga att använda om man behöver begränsa sådana risker. Särskilt viktig i nuläget, eftersom det finns olika uppfattningar om riskerna med hushållens skuldsättning, är frågan om just reporäntan och penningpolitiken är lämpliga instrument eller om det finns andra tillgängliga verktyg som fungerar bättre.

Bostadspriser och skuldsättning hänger nära samman – hushållens skulder är huvudsakligen bolån och bolån står i en stabil relation till bostadspriserna. En central fråga är därför hur penningpolitiken påverkar bostadspriserna. Här finns en hel del forskning som använt olika angreppssätt och data från olika länder och perioder. Det finns visserligen en viss spridning i resultaten, men det typiska resultatet – det som man också fick i Riksbankens stora utredning från 2011 om riskerna på den svenska bostadsmarknaden⁵ – är att penningpolitiken har liten effekt på bostadspriserna. En procentenhet högre styrränta ger bara ungefär 3 procent lägre huspriser inom 2-3 år. Det innebär att man måste ta i mycket med räntan för att kunna påverka bostadspriserna och därmed indirekt hushållens skuldsättning. Detta får i sin tur stora negativa effekter i form av högre arbetslöshet och lägre inflation. Att sänka de svenska bostadspriserna (eller hindra dem från att öka) med 10 procent tycks kräva så stor räntehöjning att BNP skulle falla med ungefär 6 procent och arbetslösheten öka med ungefär 3 procentenheter (150 000 personer).⁶ Att använda penningpolitiken och höja styrräntan för att pressa ner bostadspriserna har därmed mycket höga realekonomiska kostnader – den försäkringspremie man måste betala i form av ökad arbetslöshet blir helt enkelt orimligt stor.

Som jämförelse med försäkringspremien 6 procent av BNP i ovanstående exempel kan nämnas att under 1990-talskrisen föll BNP från toppen före krisen tredje kvartalet 1990 till botten första kvartalet 1993 med ungefär 5 procent.

⁵ Sveriges Riksbank (2011).

⁶ Resultat med svenska data i Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) innebär att en minskning (eller att undvika en ökning) av fastighetspriserna med 10 procent under en sju-årsperiod normalt kräver en räntehöjning som leder till att BNP blir 6 procent lägre än den annars skulle ha blivit. Under antagande om en Okun-koefficient på 2 innebär detta en ökning av arbetslösheten på 3 procentenheter. Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010) finner, med data från 18 länder, att en minskning av fastighetspriserna med 10 procent normalt kräver en räntehöjning som leder till att BNP blir 4 procent lägre än den annars skulle ha blivit och således, med samma Okun-koefficient, till 2 procentenheter högre arbetslöshet.

Under krisen 2008-2009 föll BNP från toppen före krisen fjärde kvartalet 2007 till botten första kvartalet 2009 med ungefär 7,5 procent. Dessa fall i BNP är således av samma storleksordning som försäkringspremien. Om premie och skada är ungefär lika stora, är det en rimlig försäkring?

Det är visserligen möjligt att det i vissa speciella lägen kan uppkomma effekter även av relativt små räntehöjningar, i kombination med varnande ord från centralbanken och tillsynsmyndigheter. Som Charles Bean, vice centralbankschef vid Bank of England, framhöll i sin uppsats vid Jackson Hole-konferensen 2010: "[T]here may be times when a mixture of words and modest interest rate action can be effective in cooling excessive market exuberance[.]"⁷ En sådan effekt av begränsade räntehöjningar har dock så vitt jag vet inte kunnat beläggas. Dessutom är det knappast någon som kan hävda att den svenska bostads- och bolånemarknaden kännetecknas av "excessive market exuberance". Såvitt jag vet har ingen hänvisat till några indikatorer på överdriven och oralistisk optimism om den nuvarande prisutvecklingen på bostäder. I sin uppsats landar Bean i den uppfattning som idag stöds av såväl en omfattande forskning som praktiska erfarenheter:

"[G]enerally speaking, monetary policy seems too weak an instrument reliably to moderate a credit/asset-price boom without inflicting unacceptable collateral damage on activity. Instead, with an additional objective of managing credit growth and asset prices in order to avoid financial instability, one really wants another instrument that acts more directly on the source of the problem."⁸

Givet att styrräntan har så små effekter på bostadpriserna och så stora effekter på inflation och arbetslöshet verkar det helt enkelt inte möjligt att använda penningpolitiken och styrräntan för att i dagsläget begränsa hushållens skuldsättning utan att tydligt åsidosätta mandatet att upprätthålla prisstabilitet och uppnå högsta hållbara sysselsättning.⁹

Penningpolitiken kan knappast långsiktigt påverka reala bostadspriser och bostädernas belåningsgrad

En annan viktig fråga är om penningpolitiken långsiktigt kan påverka reala bostadspriser och bostädernas belåningsgrad och därmed långsiktigt påverka hushållens skuldsättning. En grundläggande och allmänt omfattad insikt i modern makroekonomi är att penningpolitiken inte kan påverka reala storheter som produktion, sysselsättning och arbetslöshet på lång sikt.¹⁰ På lång sikt kan penningpolitiken bara påverka nominella storheter, som prisnivå, inflation och växelkurs. Enligt samma allmänt omfattade insikt kan penningpolitiken på lång sikt inte heller påverka realräntor och reala tillgångspriser. På lång sikt kan

⁷ Bean, Paustian, Penalver och Taylor (2011).

⁸ Bernanke (2010, 2011) kommer till samma slutsats. Bernanke (2010, Slide 9) visar dessutom för 20 länder att sambandet mellan hur expansiv penningpolitiken är (mätt som avvikelser från en Taylorregel) och hur huspriserna utvecklats är mycket svagt, inte statistiskt signifikant, och bara förklarar 5 procent av variabiliteten i bostadsprisökningen mellan länderna.

⁹ Enligt Riksbankslagen: "Målet för penningpolitiken skall vara att *upprätthålla ett fast penningvärde*." Enligt Regeringspropositionen 1997/98:40: "Såsom myndighet under riksdagen skall Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och *hög sysselsättning*." (Kursivering tillagd.) "Hög sysselsättning" tolkar jag som "högsta hållbara sysselsättning".

¹⁰ Ett undantag är när genomsnittlig inflation under längre tid avviker från genomsnittliga inflationsförväntningar. Då ger en lägre genomsnittlig inflation än inflationsförväntningarna högre arbetslöshet, se Svensson (2012a).

penningpolitiken inte heller påverka bostadsstockens storlek och reala värde, eller hur den finansieras med hjälp av belåning och eget kapital. Detta bestäms i stället av reala och strukturella förhållanden i ekonomin, inklusive bostads- och bolånemarknadernas funktionssätt och bostads- och skattepolitik. Penningpolitiken kan bara påverka reala storheter under begränsad tid och göra att de under en begränsad period avviker från sina långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Som jag nämnde ovan har penningpolitiken mycket liten möjlighet att även på kort sikt påverka bostadspriser och skuldsättning.

Det talas ibland om "långsiktiga effekter av dagens penningpolitik" på hushållens skuldsättning, men enligt ovanstående resonemang har således penningpolitiken ingen långsiktig effekt på hushållens skuldsättning.¹¹ Penningpolitik är stabiliseringspolitik, inte strukturell politik. För att långsiktigt påverka hushållens skuldsättning krävs således strukturell politik, som finans-, skatte- och bostadspolitik samt politik för finansiell stabilitet, så kallad makrotillsyn.

En uppgift för makrotillsynen

De stora negativa effekterna på ekonomin som helhet gör att det enligt min mening för närvarande knappast går att använda styrräntan och penningpolitiken för att påverka bostadspriser och hushållens skuldsättning utan att åsidosätta mandatet om prisstabilitet och högsta hållbara sysselsättning. Det är bättre att använda andra, mer riktade medel, som inte har lika stora reala kostnader. Exempel på sådana medel är bolånetak, avdragsregler för bolåneräntor, skatter, kapitalkrav, riskvikter, med mera.

Att hålla uppsikt på risker förknippade med hushållens skulder är en uppgift för det politikområde som kallas makrotillsyn. Idag finns visserligen inte något helt färdigutvecklat ramverk för makrotillsynen på plats i Sverige. Hur ett sådant ramverk ska se ut – exempelvis vilka verktyg som ska användas och av vem – är något som den av regeringen tillsatta finanskriskommittén håller på att titta på. Men åtgärder som tillhör makrotillsynens verktygslåda har ändå redan genomförts och till synes haft god effekt – jag tänker då främst på Finansinspektionens bolånetak. Enligt Finansinspektionens (2012) rapport om bolånemarknaden från mars har bolånetaket haft avsedd verkan, och belåningsgraden för nya bolån sjunker nu för första gången på många år.

En genväg i argumentationen

Penningpolitiken har alltså relativt liten effekt på bostadspriser och hushållens skuldsättning men relativt stor effekt på inflation och arbetslöshet. Det finns dessutom andra tillgängliga instrument som är bättre än reporäntan. Därför kan man hävda att det första påståendet ovan, att skuldutvecklingen hos hushållen i Sverige idag medför tillräckligt stora risker för att behöva åtgärdas, inte spelar så stor roll för penningpolitiken. Det är ju ändå inte penningpolitiken utan andra medel som bör användas om hushållens skulder behöver åtgärdas. Men låt mig ändå också diskutera detta första påstående.

¹¹ I Englunds (2011) uppsats om bostadsprisernas utveckling och förklaringsgrunder i Riksbankens utredning om riskerna på bostadsmarknaden spelar penningpolitiken ingen roll och de reala bostadspriserna förklaras av reala storheter. I den allmänna jämviktsmodellen för bostadspriser som estimerats på svenska data av Walentin och Sellin (2010) och även används i Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) har penningpolitiken ingen långsiktig effekt på bostadspriser och hushållens skuldsättning.

■ Hur ska man se på de svenska hushållens skulder i dagsläget? Här upplever jag att de som förespråkar en högre ränta på grund av hushållens skulder ofta tenderar att ta en genväg i argumentationen. Man hänvisar vanligtvis till den finansiella krisen och utvecklingen i andra länder som ett varnande exempel på hur illa det kan gå om man låter skulder byggas upp och bostadspriserna stiga. Man uttrycker sedan en oro för de svenska hushållens skulder och menar – utan att nämna den forskning som visat att penningpolitiken har mycket liten effekt på bostadspriser och skuldsättning – att en högre ränta är nödvändig för att förhindra en utveckling liknande den i de länder som drabbats hårt av finanskrisen. Ibland lägger man till ett argument som ungefär går ut på att även om vi inte skulle se några omedelbara hot i Sverige så behöver det inte betyda att de inte finns. I flera av de länder där det nu har gått riktigt illa såg man inte heller riskerna, så det behöver inte betyda någonting – en variant av argumentet "this time is (not) different".¹²

Låt mig understryka att jag på intet sätt menar att risker förknippade med hög skuldsättning ska ignoreras. I ljuset av vad som inträffat de senaste åren har jag svårt att tänka mig någon som inte skulle skriva under på att regeringar, lagstiftare och tillsynsmyndigheter bör göra allt som står i deras makt för att förebygga framtida kriser och deras konsekvenser. Men jag tycker ändå att argumentet att hushållens skuldsättning innebär stora risker och behöver åtgärdas måste kunna underbyggas på ett tillräckligt övertygande sätt.

När allt kommer omkring finns det *alltid* en liten risk att saker och ting kan gå riktigt illa. Om man nöjer sig med att hänvisa till detta skulle man därför kunna motivera i stort sett vilken politik som helst. Det man måste försöka göra tillräckligt trovärdigt är att risken för att det ska gå riktigt illa *är tillräckligt stor* för att behöva åtgärdas. Man måste även kunna visa att föreslagna åtgärder har tillräcklig effekt på riskerna i förhållande till åtgärdernas kostnader.

Det räcker alltså inte, som jag ser det, med att uttrycka en oro för hög skuldsättning och hänvisa till finanskrisen. Man måste, så gott det går, göra en bedömning av hushållens hela ekonomiska situation, inklusive deras balansräkning med både tillgångar och skulder samt deras betalningsförmåga, på basis av de fakta och analyser som finns till hands. Det gäller att försöka besvara frågor som "Vilka tecken finns på att hushållen är alltför högt skuldsatta?", "I vilken mån kan bostadspriserna förklaras med ekonomiska och strukturella faktorer?" och "Hur sårbara är de svenska bankerna och hushållen?". Sammantaget gäller det att bedöma om hushållens skulder är hållbara och om hushållen har tillräcklig motståndskraft mot störningar i form av ökade räntor, fall i bostadspriserna och ökad arbetslöshet samt vilka konsekvenser sådana störningar kan få för bankerna och för makroekonomin.

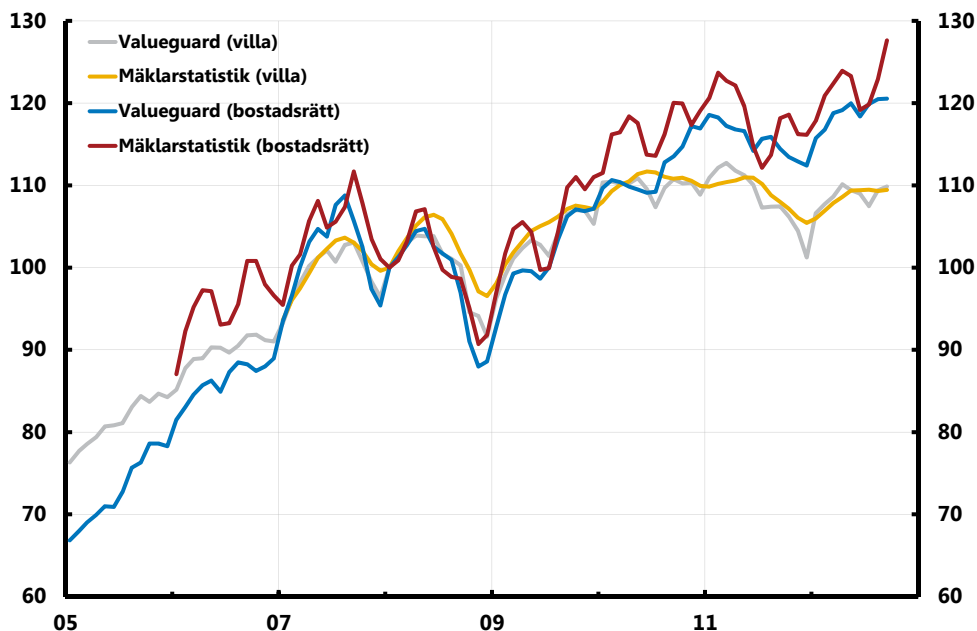
Hur stora är riskerna med hushållens skulder?

Vad säger då de fakta och de undersökningar som finns att tillgå? När det gäller hållbarheten i bostadspriserna indikerar exempelvis Riksbankens egen utredning om riskerna på bostadsmarknaden som jag nämnde tidigare att bostadspriserna kan i allt väsentligt förklaras av det man brukar kalla fundamen-

¹² Uttrycket anspelar på en bok om finansiella kriser i ett historiskt perspektiv av Reinhart och Rogoff (2009), *This Time is Different* (på svenska *Annorlunda nu. Åtta sekel av finansiell dårskap*). Titeln på boken är ironisk och anspelar på att det strax före varje finanskris funnits en tendens att betrakta just den aktuella situationen som speciell och olik den vid tidigare kriser. Många som hänvisar till boken tycks dock ha missat att penningpolitiken i boken för en mycket undanskymd roll som orsak till finansiella kriser.

tala faktorer, nämligen utvecklingen av disponibla inkomster, en långsiktig trend mot fallande reala bolåneräntor avskaffandet av förmögenhets- och fastighetsskatt, tak för kommunala fastighetsavgifter och liten nybyggnation. Det finns inga tecken på att svenska bostäder skulle vara övervärderade – att det finns en bostadsbubbla. Då bostadspriserna beror på fundamentala faktorer måste dessa ändras för att bostadspriserna ska ändras, och förändringar i fundamentala faktorer sker normalt ganska långsamt. Det minskar risken för stora fall i bostadspriserna.¹³ Om de fundamentala faktorerna är på hållbara nivåer blir också bostadspriserna hållbara. Ökningen av bostadspriserna tycks nu ha avstannat och de ligger ungefär på samma nivåer som vid slutet av 2010 (se diagram 1).

Diagram 1. Priser på småhus och bostadsrätter
Index 2008-01 = 100



Källor: Mäklarstatistik och Valueguard

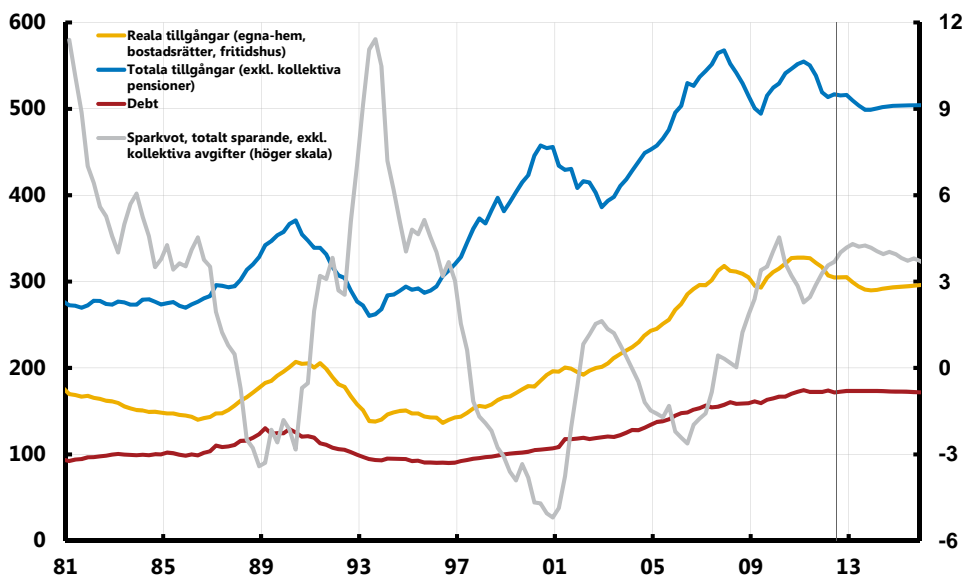
Är hushållens skuldsättning hållbar? Det kan man ha olika åsikter om, men låt mig här till att börja med notera att hushållen har mycket starka balansräkningar. Hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst, skuldkvoten, har ökat under flera år och är nu omkring 170 procent av disponibel inkomst (se diagram 2). Skuldkvoten har dock slutat växa sedan 2011 och Riksbankens prognos för de närmaste tre åren är en oförändrad skuldkvot. Hushållens har totala tillgångar, exklusive kollektiva pensionsförsäkringar, som vuxit i takt med skulderna och de är ungefär 510 procent av den disponibla inkomsten, det vill säga tre gånger så stora som skulderna (se diagram 2). Hushållens bruttosoliditet, nettotillgångar (eget kapital) i förhållande till totala tillgångar, är således nästan 70 procent. Förhållandet mellan hushållens skulder och finansiella och reala tillgångar (de senare bestående av egna hem, fritidshus och bostadsrät-

¹³ Ett exempel på ett fundamentalt förhållande som ändrades hastigt var den drastiskt minskade avdragsrätt för bolåneräntor som skattereformen i början på 1990-talet medförde. Bolåneräntan efter skatt ökade drastiskt för många låntagare. Även realräntan steg mycket kraftigt, trots djup lågkonjunktur, något som knappast lär hända med dagens etablerade inflationsmålspolitik.

ter) har varit tämligen stabilt och utan trend i flera decennier. Hushållens ökade skulder i förhållande till disponibel inkomst har således åtföljts av motsvarande ökade nettoförmögenhet i förhållande till disponibel inkomst. Hushållen har också kollektiva pensionsfordringar på mer än 120 procent av disponibel inkomst.

Diagram 2. Hushållens tillgångar och skulder i förhållande till disponibel inkomst

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Hushållens bruttosoliditet kan jämföras med förhållandet mellan eget kapital och totala tillgångar i bankerna och några stora svenska börsbolag 2011 (diagram 3). Hushållen har således en soliditet jämförbar med de mest solida börsbolagen och långt större än bankernas mycket små kvoter mellan kapital och tillgångar.¹⁴ Svenska hushåll har dessutom en god soliditet i ett internationellt perspektiv.¹⁵

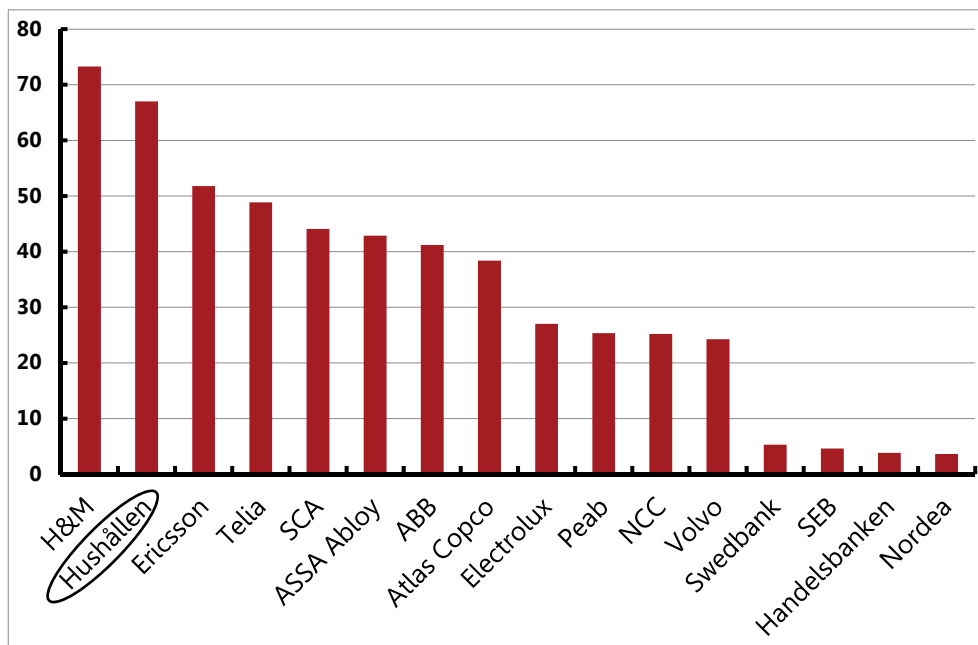
Hushållens räntekostnader för skuldstocken är inte hög i ett historiskt perspektiv. För närvarande är de drygt 4 procent av disponibel inkomst. Med en hög bolåneränta på 7 procent före skatt blir bolåneränta efter skatt ungefär 5 procent. Med en ränta efter skatt på 5 procent blir räntebetalningen 5 procent av 170 procent, det vill säga 8,5 procent av disponibel inkomst. Det är inte särskilt

¹⁴ Hushållen har till skillnad från de stora börsföretagen och bankerna en separat disponibel inkomst som huvudsakligen består av löner och som kan ses som avkastningen av hushållens humankapital. Hushållens humankapital ingår inte i den vanliga balansräkningen för hushållen. För att bedöma värdet av humankapitalet kan man lågt räknat ta nuvärdet av 20 års disponibel inkomst (många unga hushåll kommer att arbeta under en betydligt längre period). Med 5 procent ränta efter skatt och en disponibel inkomst som växer med 4 procent blir nuvärdet av detta ungefär 1 800 procent av disponibel inkomst (för många unga hushåll växer disponibel inkomst snabbare). Det genomsnittliga återstående överskottet av disponibel inkomst i en så kallad kvar-att-leva-på-analys – som beskrivs i fotnot 17 – är ungefär 58 procent. Nuvärdet av detta överskott är då ungefär 1 000 procent av disponibel inkomst. När dessa siffror jämförs med en skuld på 170 procent och läggs till reala och finansiella tillgångar på 510 procent verkar onekligen hushållens soliditet och betalningsförmåga tämligen god.

¹⁵ Isaksen, Lassenius Kramp, Funch Sørensen och Vester Sørensen (2011).

hög, i synnerhet inte jämfört med kostnaden för att hyra en bostad, som kan vara i genomsnitt 20 procent av disponibel inkomst. Vid bedömningen av om hushållens skuldkvot på 170 procent i förhållande till disponibel inkomst är långsiktigt hållbar är dock det relevanta en beräkning av hushållens nettoräntebetalningar, det vill säga de räntebetalningar som hushållen måste fullgöra för att hålla skuldkvoten konstant. Då gäller det att ta hänsyn till att disponibel inkomst växer över tiden. Med en disponibel inkomst som kan antas växa med 4 procent på lång sikt skall således 4 procent dras från bolåneräntan före skatt på 5 procent. Då återstår bara 1 procent av skulden på 170 procent, det vill säga nettoräntebetalningen på lång sikt för att hålla skuldkvoten konstant blir bara 1,7 procent av disponibel inkomst.¹⁶ Enligt detta resonemang är en skuld på 170 procent hållbar med avsevärd marginal.

Diagram 3. Soliditet för hushållen, några stora börsbolag och svenska banker
 Procent



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

Hushållens skuldsituation analyseras också i Finansinspektionens rapport om den svenska bolånemarknaden (Finansinspektionen 2012). I rapporten konstaterar Finansinspektionen att bolånetaket har haft effekt. Hushållens belåningsgrad för nya lån minskade under 2011, och andelen hushåll som har en belåningsgrad över 85 procent har halverats jämfört med 2009 till knappt nio procent. Bankerna gör en strikt kreditprövning av låntagarna med en så kallad kvar-att-leva-på-kalkyl med en hög bolåneränta.¹⁷ Stresstester visar också att

¹⁶ En hög bolåneränta efter skatt kan vara 5 procent. En långsiktig nivå på reporäntan på 4 procent plus en historiskt hög spread på 3 procentenheter ger en bolåneränta före skatt på 7 procent, efter skatt ungefär 5 procent $((1-0,3)*7=4,9)$. Från detta ska dras en skattning av hållbar tillväxt av disponibel inkomst, säg 4 procent – summan av 2 procent realt och 2 procent inflation. Kvar får vi 1 procent. Se Svensson (2012b).

¹⁷ I en kvar-att-leva-på-kalkyl beräknas skillnaden mellan disponibel inkomst och boende- och driftskostnader, eventuella underhållsbidragskostnader och en schablon för hushållets levnadsomkostnader.

de allra flesta hushåll som har tagit ett nytt bolån, och som ju är de mest sårbara, har en god återbetalningsförmåga och är motståndskraftiga mot ränteuppgångar, bostadsprisfall och ökad arbetslöshet.¹⁸ I motsats till vad fallet var under 1990-talskrisen lär dock inte stora ränteuppgångar sammanfalla med hög arbetslöshet. Finansinspektionens slutsats är att "även vid antaganden om kraftiga prisfall och arbetslöshet påverkas endast en begränsad andel av hushållen. Det tyder på att de svenska bolånen i dagsläget inte hotar den finansiella stabiliteten". Dessutom har motståndskraften testats även i verkligheten, i realtid. Finanzkrisen 2008-2009 drabbade hushållen i Sverige genom ett stort fall i BNP, en snabbt ökande arbetslöshet och bostadspriser som föll 10-20 procent beroende på vilken statistik som används (diagram 1). Under den senaste tiden har eurokrisen inneburit ett nytt stresstest. Även dessa test har de svenska hushållen och bolånetagarna klarat bra.

Även Riksbankens utredning om riskerna på bostadsmarknaden konstaterade att motståndskraften på den svenska bolånemarknaden var god. Där skattades effekterna på ekonomin av ett husprisfall på 20 procent och slutsatsen var att effekterna var relativt små, i synnerhet om de motverkas med mer expansiv penningpolitik.¹⁹

En viktig indikator på hållbarhet och motståndskraft är hushållens sparkvot. De svenska hushållens sparkvot är nu historiskt hög medan den var mycket låg före 1990-talskrisen, minus 3 procent som lägst (diagram 2). En hög sparkvot innebär att hushållen ökar sina reala och finansiella tillgångar och att deras konsumtion inte är lånefinansierad. En låg sparkvot och en lånefinansierad konsumtionsboom, som i Sverige före 1990-talskrisen och i USA före den senaste krisen, är däremot problematisk och inte hållbar. Studier tyder på att sannolikheten att råka ut för ett stort husprisfall nästan fördubblas om sparkvoten är ovanligt låg.²⁰

En viktig skillnad mellan Sverige och länder som upplevt kraftiga husprisfall, som exempelvis Irland, Spanien och USA, är att de senare också hade en byggboom (se diagram 4). Den medförde så småningom en överproduktion av bostäder vilket i sin tur bidrog till att huspriserna föll extra mycket när marknaden väl började vika. En byggboom verkar vara en viktig - kanske nödvändig - ingrediens i en utveckling mot en kris i fastighetssektorn.

En annan viktig skillnad mellan dagens situation i Sverige och den i Sverige före 1990-talskrisen och i Baltikum, Irland, Portugal och Spanien före den senaste krisen är att ekonomierna i de senare fallen var tydligt överhettade med ohållbar tillväxt och pris- och löneinflation. Man kan knappast hävda att den svenska ekonomin idag är överhettad eller ens att detta gäller för bygg- och bostadssektorn. Bostadspriserna tycks som sagt ha planat ut (diagram 1).

Bankerna tar hänsyn till låntagarens hela lånesituation och antar i genomsnitt en bolåneränta på ungefär 8 procent vid beräkning av räntekostnader samt antar en viss amortering. (Finansinspektionen 2012.)

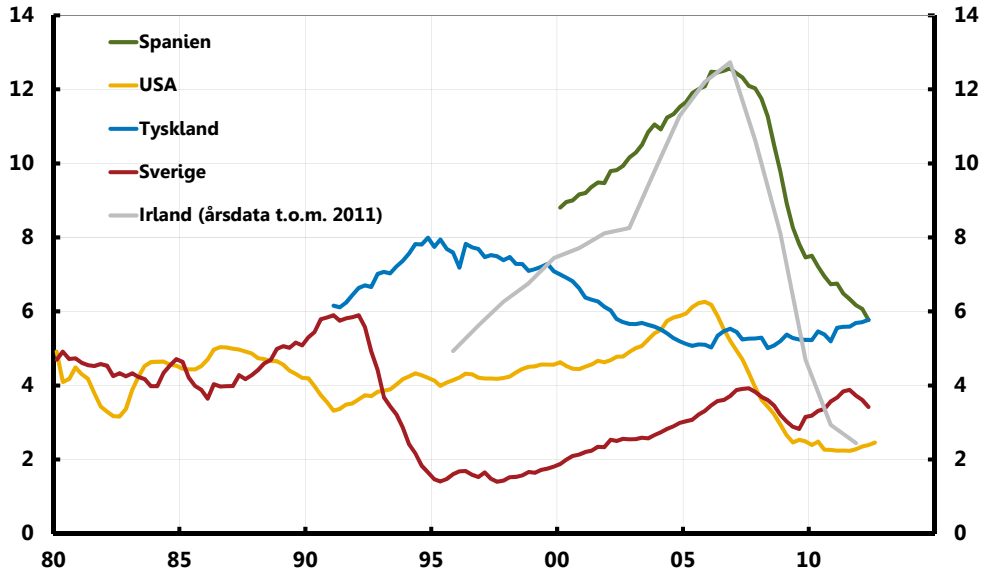
¹⁸ Ett stresstest av bostadspriser i rapporten visar att ett stort prisfall på 40 procent och en uppgång av arbetslösheten med 20 procentenheter utan a-kassa medför att bara 10 procent av de nya låntagarna får en belåningsgrad över 100 procent och ett underskott i en kvar-att-leva-på-kalkyl. (Finansinspektionen 2012, diagram 17.)

¹⁹ Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011). I det penningpolitiska protokollet från mötet i juni 2010 (Sveriges Riksbank 2010), visar jag att en mer expansiv penningpolitik än som antas i Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011) i det närmaste kan neutralisera effekterna på inflation och BNP av ett husprisfall, även med hänsyn till nollrestriktionen för reporäntan.

²⁰ Armelius och Dillén (2011).

Diagram 4. Bostadsinvesteringar

Procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Central Statistics Office Ireland, Federal Statistical Office, Germany, National Statistics Institute, Spain och SCB

Hur ser det då ut med långivarnas, det vill säga bankernas, motståndskraft? Bristande soliditet i bankerna skapade stora problem i Sverige under 1990-talskrisen och gör det också för närvarande i flera länder i Europa. Men enligt Riksbankens egna finansiella stabilitetsrapporter är banksystemet i Sverige idag välkapitaliserat och välfungerande.²¹ Även om vi således skulle få ett fall i bostadspriserna som, mot förmodan, skulle ge problem i hushållssektorn som helhet, så är risken att detta i sin tur skulle leda till problem för bankerna liten. Här är det värt att notera att under 1990-talskrisen, när huspriserna föll dramatiskt, var det inte lånen till hushållen som orsakade de stora kreditförlusterna utan utlåningen till kommersiella fastigheter.

Den slutsats jag sammantaget landar i när det gäller frågan om riskerna med hushållens nuvarande skulder är att det inte verkar gå att belägga att de skulle vara så stora att de hotar den finansiella stabiliteten eller makroekonomin. Men detta är inte huvudskälet till att jag menar att penningpolitiken inte bör användas för att begränsa hushållens skulder – huvudskälet är att penningpolitiken och styrrentan är olämpliga för detta syfte.

Varför mer expansiv penningpolitik?

En väl avvägd penningpolitik handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabilisering av inflationen runt 2 procent och stabilisering av realekonomin runt en långsiktigt hållbar utvecklingsbana. Den realekonomiska storhet som det enligt min uppfattning är lämpligast att fokusera på är arbetslösheten.²² Penningpolitiken bör alltså försöka stabilisera arbetslösheten kring den

²¹ Se till exempel Finansiell Stabilitet 2012:1.

²² Jag utvecklar detta i till exempel Svensson (2011a).

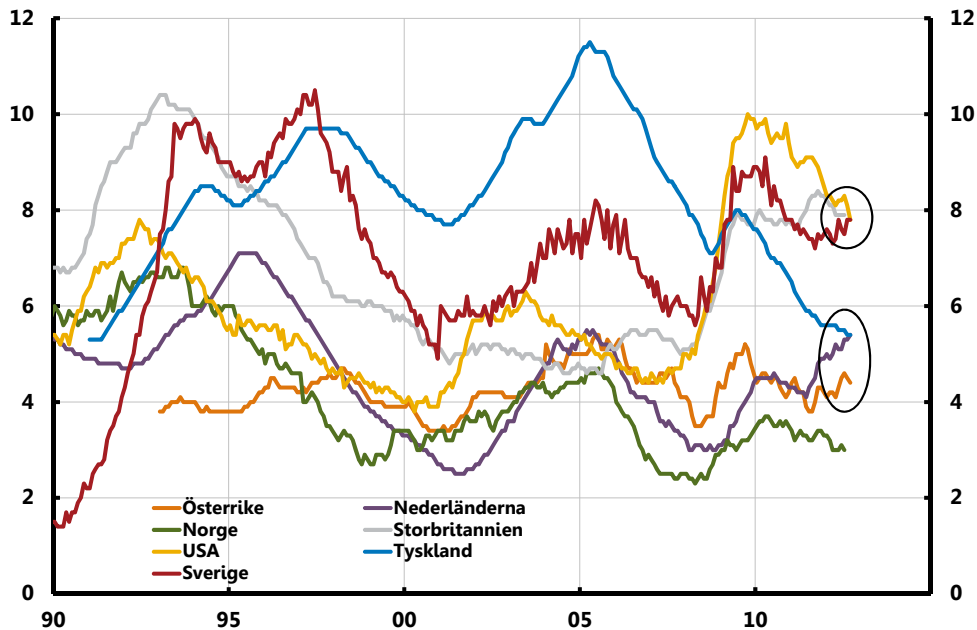
nivå som bedöms vara den långsiktigt hållbara. Hur ser det då ut med målfyllelsen?

Inflationen är i dagsläget mycket låg. I oktober var KPI-inflationen 0,4 procent. Enligt Riksbankens prognoser kommer den att ligga under en procent som årsgenomsnitt både 2012 och 2013. KPI-inflationen påverkas dock av Riksbankens reporänteförändringar och det senaste årets räntesänkningar har bidragit till den låga KPI-inflationen. Men även KPIF-inflationen, som ger en bättre bild av inflationstrycket i perioder av stora ränteförändringar, kommer att ligga kring en procent som årsgenomsnitt 2012 och 2013. Inflationen ligger alltså med alla mått mätt betydligt under målet. Enligt Konjunkturinstitutets bedömning av konjunkturläget i augusti 2012 kommer både KPI- och KPIF-inflationen att ligga betydligt under målet både 2013 och 2014, trots att prognoserna utgår från en betydligt lägre räntebana än Riksbankens.²³ Sverige har lägst inflation i Europa.

Hur är det med den realekonomiska utvecklingen? Utsikterna ser sämre ut än tidigare för både världsekonomin och den svenska ekonomin. Den svenska exporten har bromsat in kraftigt och tillväxten bedöms nu bli svagare. Arbetslösheten är mycket hög, 7,8 procent säsongsjusterad i september, och dessutom stigande (diagram 5). Det betyder att Sverige har lika hög arbetslöshet som USA och nästan lika hög som Storbritannien (7,9 procent). Samtidigt är arbetslösheten betydligt lägre i andra länder som kan tyckas vara jämförbara med Sverige, såsom Tyskland (5,4 procent), Nederländerna (5,4 procent), Österrike (4,4 procent) och Norge (3 procent).²⁴

Diagram 5. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

De flesta håller nog med mig om att den faktiska arbetslösheten nu är betydligt högre än varje rimlig skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten,

²³ Konjunkturinstitutet (2012, diagram 12 och 43).

²⁴ Data är hämtade från Eurostat och Bureau of Labor Statistics. På grund av skillnader i publiceringstidpunkter mellan länderna avser de senaste siffrorna juli (Storbritannien och Norge), samt september (Nederländerna, Tyskland, Österrike, Sverige och USA).

■ även om jag givetvis vet att skattningar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten är osäkra.²⁵

Varför har penningpolitiken varit så stram att den nu resulterat i så låg inflation och så hög arbetslöshet, en måluppfyllelse som måste betraktas som mycket dålig? Varför började räntan höjas sommaren 2010, trots att prognosen för KPIF-inflationen då låg under målet och prognosen för arbetslösheten låg över varje rimlig skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten?²⁶ Rimligtvis är skälet att penningpolitiken varit inriktad på att begränsa hushållens skuldsättning, även om detta syfte inte uttalats lika klart som på sistone. En mer expansiv penningpolitik, i linje med vad Karolina Ekholm och jag har förespråkat, hade lett till ett bättre utfall i termer av inflation och arbetslöshet.

Hur hög är kostnaden för den nuvarande politiken? Hur mycket lägre hade arbetslösheten blivit med en mer expansiv penningpolitik? Antag att inflationen hade blivit 1 procentenhet högre och således legat nära målet idag. Enligt en empirisk skattning med svenska data leder 1 procentenhet högre inflation till ungefär 1,3 procentenheter lägre arbetslöshet, motsvarande ungefär 65 000 färre arbetslösa.²⁷ Detta skulle kanske gett upphov till 4 procent högre bostadspriser enligt resultaten från Claussen, Jonsson och Lagerwall (2011).²⁸ Hade detta ökat riskerna med hushållens skuldsättning så mycket att det trots allt är bättre med 65 000 fler arbetslösa?²⁹ Inte såvitt jag kan se.

Den öppna debatten positiv

Som har framgått bottnar alltså mycket av den debatt som förts i skillnader i synen på om hushållens skuldsättning medför risker för den finansiella stabiliteten och makroekonomin, om penningpolitiken är ett lämpligt medel för att påverka hushållens skuldsättning och om det är värt att pressa ner inflationen och upp arbetslösheten för att minska riskerna med skuldsättningen. Eftersom en stramare penningpolitik enligt en betydande forskning har liten påverkan på hushållens skuldsättning men stora negativa konsekvenser i form av låg inflation och hög arbetslöshet och det finns mer effektiva medel som redan används drar jag slutsatsen att penningpolitiken inte bör användas för att försöka på-

²⁵ Med den långsiktigt hållbara arbetslösheten, även kallad långsiktig jämviktsarbetslöshet, avses arbetslösheten i ett så kallat steady state där ekonomin befinner sig i ett tillstånd av så kallad balanserad eller likformig tillväxt, effekten av alla störningar har klingat ut och förväntningar infrias. Det ska inte förväxlas med andra mer kortsiktiga jämviktsbegrepp. Enligt Rogerson (1997) är det det enda jämviktsbegrepp för arbetslösheten som är väldefinierat. Finansdepartementets (2011) bedömning från april 2011 innebär en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 5 procent. Konjunkturinstitutets (2011) bedömning från december 2011 innebär en långsiktigt hållbar arbetslöshet på 5,8 procent. Riksbankens (2012b) bedömning från juli 2012 ligger i ett intervall med mittpunkten 6,25 procent. Min egen bedömning är att Riksbankens mittpunkt är en överskattning med ungefär 0,75 procentenheter och att den långsiktigt hållbara arbetslösheten således är ungefär 5,5 procent (Sveriges Riksbank 2012a, appendix).

²⁶ I Svensson (2011b) noterar jag att prognoserna för inflation och arbetslöshet såg liknande ut för Sverige och USA under sommaren 2010 och att i detta läge behöll Federal Reserve styrräntan nära noll och började förbereda QE2, andra omgången av kvantitativa lättnader, medan Riksbanken började höja styrräntan.

²⁷ Svensson (2012a). Skattningen är förstas osäker. Som visas i Svensson (2012a) är ett 95-procentigt konfidensintervall för punktskattningen $1,3 (= 1/0,75)$ procentenheter ett intervall mellan $1/1,1 = 0,9$ procentenheter och $1/0,4 = 2,5$ procentenheter, motsvarande ett konfidensintervall för skattningen 65 000 arbetslösa mellan 45 000 och 125 000. En skattning med Riksbankens modell Ramses, i enlighet med de effekter av olika räntebanor som beskrivs i Svensson (2010), leder till ungefär samma punktskattning på 1,3 procentenheter.

²⁸ Om 3 procentenheter lägre arbetslöshet motsvarar ungefär 10 procent högre bostadspriser ger 1,3 procent lägre arbetslöshet ungefär $1,3 * 10 / 3 = 4,3$ procent högre bostadspriser.

²⁹ Med ännu högre inflation och en inflation över målet, vilket enligt Qvigstad (2005) kriterium är motiverat när arbetslösheten är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten, hade arbetslösheten kunnat bli ännu lägre, och bostadspriserna marginellt högre.

verka skuldsättningen. Dessutom är det enligt min mening inte klart att nuvarande nivå på hushållens skulder innebär några risker för den finansiella stabiliteten eller makroekonomin. Men återigen - eventuella risker bör och kan hanteras med andra medel än penningpolitiken. Penningpolitiken bör istället inriktas på att upprätthålla prisstabilitet och uppnå lägsta hållbara arbetslöshet.

Låt mig avsluta i en positiv anda. Tidigare var det, som jag ser det, inte helt lätt att avgöra var den huvudsakliga skiljelinjen gick i synen på penningpolitiken och diskussionen tenderade därför att bli mindre fokuserad än den borde ha varit. Under senare tid har skiljelinjen blivit tydligare, vilket är bra.

Ett förhållande som jag tror att det ändå råder ganska stor enighet om är att det finns bättre lämpade verktyg än reporäntan för att hantera hushållens skuldsättning och verka för finansiell stabilitet. Penningpolitiken bör vara "the last line of defense" och inte det man i första hand tar till. Som jag konstaterade tidigare håller frågan om hur ramverket för makrotillsynen ska se ut på att utredas. När väl ett sådant ramverk finns på plats borde man kunna komma överens om att "frigöra" penningpolitiken och plocka bort en av de uppgifter som vissa idag uppenbarligen anser att penningpolitiken bör ta ansvar för – att förhindra alltför stor skulduppbyggnad hos hushållen. Därmed skulle också med stor säkerhet meningsskiljaktigheterna om penningpolitiken minska avsevärt. Förhoppningsvis kommer detta inte att dröja alltför länge.

I Sverige har vi medvetet valt att ha en hög grad av öppenhet kring penningpolitiken. Det innebär att de diskussioner vi har inom direktionen förs, så att säga, inför öppen ridå i våra protokoll och tal. I många andra centralbanker kommer meningsskiljaktigheter av den här typen aldrig upp till ytan.

Den här öppenheten har förstås vissa konsekvenser och inte alla av dem är positiva. Exempelvis kan det ibland bli väl stort fokus på just motsättningar och åsiktsskillnader inom direktionen – och i värsta fall på "person" snarare än "politik". Men en positiv effekt som man kanske inte alltid tänker på är att aktuella och viktiga frågor, ofta sådana som är i den vetenskapliga forskningsfronten, snabbt når in i Riksbankens praktiska arbete. Det faktum att direktionen offentligt debatterar vilken roll styrräntan bör spela för att påverka hushållens skulder innebär att Riksbankens analysapparat aktiveras mer kring frågan än vad som förmodligen varit fallet utan denna öppna diskussion.

Även om jag inte skulle säga att det än så länge finns några mer konkreta resultat så är det definitivt så att ett betydande tankearbete ägnas åt frågan. Jag tror inte att det hade varit fallet – i varje fall inte i lika hög utsträckning – om alla i direktionen varit överens om att hålla räntan lite högre för att dämpa hushållens skulder. Den öppna debatten bidrar med andra ord förhoppningsvis till att föra utvecklingen framåt.

Referenser

Armelius, Hanna, och Hans Dillén, "Sambandet mellan hushållens sparande och husprisfall", Ekonomisk kommentar nr 4, 2011, Sveriges Riksbank.

Assenmacher-Wesche, Katrin, och Stefan Gerlach (2010), "Monetary Policy and Financial Imbalances: Facts and Fiction", *Economic Policy* 25, s. 437-482.

Bean, C., M. Paustian, A. Penalver och T. Taylor (2011), "Monetary Policy After the Fall", i *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, s. 267-328, Federal Reserve Bank of Kansas City.

■ Bernanke, Ben (2010), AER Papers and Proceedings [tal vid AEA meeting, januari 2010]

Bernanke, Ben (2011), "The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice", anförande vid the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, 18 oktober 2011.

Calmfors, Lars (2012), "Riksbanken måste bli tydligare", kolumn i Dagens Nyheter, 13 september.

Claussen, Carl Anderas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i Sveriges Riksbank (2011), s. 67-95.

Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i Sveriges Riksbank (2011), s. 23-65.

Finansinspektionen (2012), "Den svenska bolånemarknaden", 13 mars 2012.

Ingves, Stefan (2012), "Stora risker med alltför låg ränta", Svenska Dagbladet, 18 oktober.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen och Søren Vester Sørensen (2011), "Household Balance Sheets and Debt – an International Country Study", Danmarks Nationalbank Monetary Review, 4th Quarter 2011, Part 2, s. 39-81.

Jansson, Per (2012), "Min syn på inflationsmålpolitiken", anförande vid Karlstads universitet, 11 oktober.

Konjunkturinstitutet (2012), Konjunkturläget, augusti 2012.

Mishkin, Frederic S. (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER Working Paper No. 16755.

Qvigstad, Jan F. (2005), "When Does an Interest Rate Path 'Look Good'? Criteria for an Appropriate Future Interest Rate Path – A Practitioner's Approach", Staff Memo No. 2005/6, Norges Bank.

Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton University Press (på svenska *Annorlunda nu. Åtta sekel av finansiell dårskap*, SNS förlag).

Rogerson, Richard (1997), "Theory Ahead of Language in the Economics of Unemployment", *Journal of Economic Perspectives* 11 (Winter), s. 73-92.

Svensson, Lars E.O. (2010), "Varför lägre reporäntebana?", anförande vid Umeå universitet, 24 februari 2012.

Svensson, L. E. O. (2011a), "För en bättre penningpolitik: Fokusera på inflation och arbetslöshet", anförande vid Luleå tekniska universitet, 8 mars 2011.

Svensson, Lars E. O. (2011b), "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and United States", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, s. 289-332.

Svensson, Lars E.O. (2012a), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target," working paper, www.larseosvensson.net.

Svensson, Lars E.O. (2012b), "Utmaningar för Riksbanken - penningpolitik och finansiell stabilitet," *Ekonomisk Debatt* nr 5 2012, årgång 40, 17-29.

- Sveriges Riskbank (2010), Penningpolitiskt protokoll Nr 3, 30 juni 2010.
- Sveriges Riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, www.riksbank.se.
- Sveriges Riksbank (2012a), Penningpolitiskt protokoll Nr 3, 3 juli 2012.
- Sveriges Riksbank (2012b), Penningpolitisk rapport, juli 2012.
- Walentin K. och P. Sellin P. (2010), "Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism," Sveriges Riksbank Working Paper No. 239.