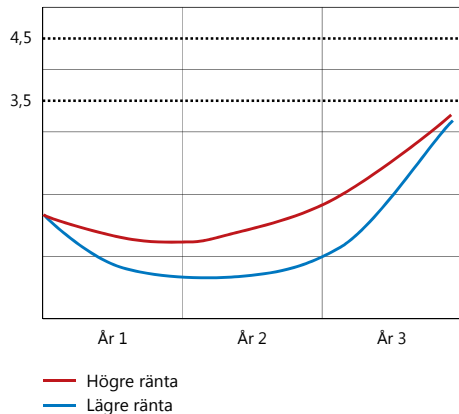


■ Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen

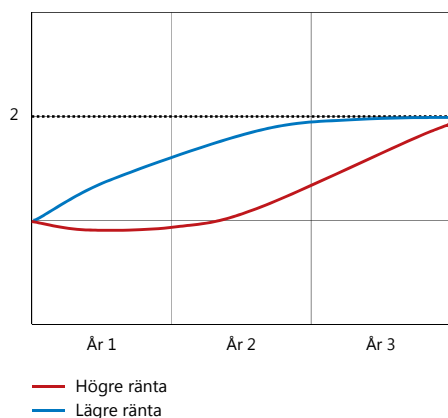
Diagram A1. Två räntebanor: högre och lägre
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan.

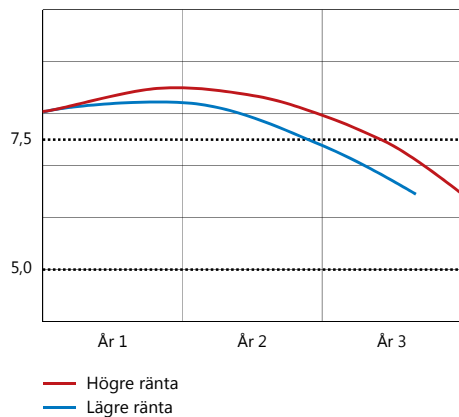
Källa: Riksbanken

Diagram A2. Inflationen vid två räntebanor: högre och lägre
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram A3. Arbetslösheten vid två räntebanor: högre och lägre
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga hållbara arbetslösheten på 5-7,5 procent.

Källa: Riksbanken

En fråga som diskuterats mycket i samband med de penningpolitiska besluten är hur riskerna förknippade med hushållens skuldsättning ska beaktas. Internationella erfarenheter visar att en hög skuldsättning kan innebära stora risker för ekonomin. Denna fördjupning beskriver principer för hur penningpolitiken kan ta hänsyn till hushållens skuldsättning inom ramen för den flexibla inflationsmålpolitiken.

Utgångspunkten är att anlägga ett mer långsiktigt fokus och blicka bortom det treårsperspektiv som normalt utgör grunden för Riksbankens prognoser. I den penningpolitiska avvägningen behöver man då inte bara ta ställning till hur reporäntan påverkar inflations- och konjunkturutsikterna de närmaste åren. Man behöver också bilda sig en uppfattning om reporäntans effekter på skuldsättningen och uppbyggnaden av finansiella obalanser – faktorer som kan utgöra risker för inflations- och konjunkturutsikterna på längre sikt. Det slutgiltiga penningpolitiska ställningstagandet innebär en avvägning mellan kortsiktiga effekter och långsiktiga risker, och utrymmet för olika bedömningar är stort.

Den penningpolitiska avvägningen utan hänsyn till finansiella obalanser – en principskiss

Riksbanken bedriver vad som brukar kallas flexibel inflationsmålpolitik. Förutom att stabilisera inflationen kring målet på 2 procent strävar Riksbanken efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen kring hållbara nivåer – detta brukar kallas att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin.¹⁰

Riksbanken har valt att göra prognoser för de närmaste tre åren, vilket normalt är tillräckligt för att inflationen ska väntas vara tillbaka på målet och resursutnyttjandet ska ha återgått till en normal nivå. I en penningpolitisk avvägning som inte beaktar finansiella obalanser väljs den bana som under den treåriga prognosperioden bäst stabiliserar inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Detta illustreras i diagram A1. För enkelhets skull visas två räntebanor: en högre och en lägre. Den lägre räntebanan innebär att inflationen mätt med KPIF hamnar närmare målet på 2 procent (se diagram A2). Dessutom normaliseras resursutnyttjandet – här illustrerat med arbetslösheten – snabbare (se diagram A3).¹¹ Enligt denna enkla principskiss framstår alltså den lägre räntebanan som mest lämplig.¹²

¹⁰ Se *Penningpolitiken i Sverige*, 2010. Sveriges riksbank.

¹¹ Hur resursutnyttjandet ska mätas är i sig en svår fråga och Riksbanken använder flera olika mått. För enkelhetens skull används fortsättningsvis arbetslöshetens avvikelse från en långsiktigt hållbar nivå, men resonemanget gäller även för andra mått på resursutnyttjandet, exempelvis produktionens avvikelse från en långsiktigt hållbar nivå.

¹² Bortom prognoshorisonten antas att reporäntan närmar sig en långsiktig nivå på mellan 3,5 och 4,5 procent, samtidigt som inflationen och arbetslösheten går mot 2 procent respektive en långsiktigt hållbar nivå på mellan 5 och 7,5 procent.

Nya penningpolitiska erfarenheter efter den finansiella krisen

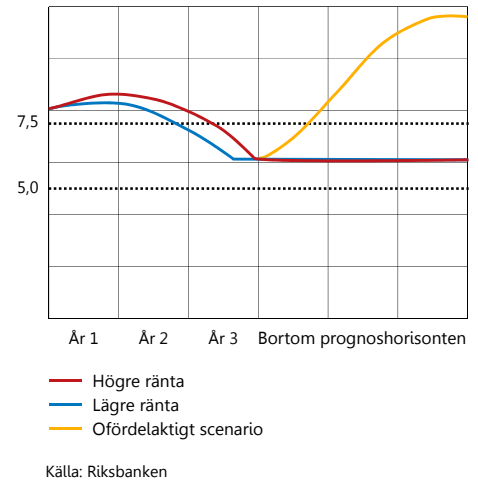
Som ett resultat av den finansiella krisen har frågan om huruvida penningpolitiken ska ta hänsyn till uppbyggnaden av finansiella obalanser aktualiserats, både i Sverige och i omvärlden. Den flexibla inflationsmålpolitiken är förenlig med att beakta finansiella obalanser i de penningpolitiska besluten, eftersom sådana obalanser i förlängningen riskerar att äventyra både den realekonomiska stabiliteten och inflationsstabiliteten.¹³ I ett riktigt dåligt scenario kan finansiella obalanser inte bara leda till ofördelaktiga makroekonomiska utfall utan även medföra risker för den finansiella stabiliteten. Riksbanken har inte bara som uppgift att främja prisstabilitet utan också "ett säkert och effektivt betalningsväsende", vilket vanligen tolkas som finansiell stabilitet.¹⁴

En penningpolitisk avvägning med hänsyn till hushållens skuldsättning och risken för dålig måluppfyllelse på längre sikt

Ett problem med den penningpolitiska avvägningen utan hänsyn till finansiella obalanser är att måluppfyllelsen på kort sikt kan verka god, samtidigt som man missar att finansiella obalanser byggs upp som ökar risken för en dålig måluppfyllelse på längre sikt. I en penningpolitisk avvägning som beaktar risker förknippade med hushållens skuldsättning är därför en naturlig startpunkt att blicka bortom den normala prognosperioden på 3 år. Så långt fram går det naturligtvis inte att göra "prognoser" i meningen ett visst konjunkturlöpp. Som en grov förenkling kan man tänka sig att ekonomin så långt fram kan befinna sig i två olika lägen. Med en viss sannolikhet befinner sig ekonomin i sin långsiktiga jämvikt, med en inflation på 2 procent och ett normalt resursutnyttjande, och med en viss sannolikhet drabbas ekonomin av ett ofördelaktigt scenario förknippat med hushållens skuldsättning, som här illustreras med hjälp av arbetslöshetens utveckling (se diagram A4).¹⁵ En lägre ränta skulle kunna bidra till att öka riskerna, det vill säga sannolikheten för att det ofördelaktiga scenariot ska inträffa, och möjligen även hur stora effekterna på arbetslösheten och inflationen blir om scenariot inträffar.

I det samlade penningpolitiska övervägandet ställs de kortsiktiga effekterna av en viss räntebana mot de långsiktiga. För att få ett konkret exempel på hur övervägandet fungerar behöver vi bland annat svara på följande frågor. För det första: Vad för slags ofördelaktigt ekonomiskt scenario relaterat till hushållens skuldsättning riskerar att inträffa? För det andra: Hur kan penningpolitiken påverka risken för att scenariot inträffar? Slutligen behöver – för de olika

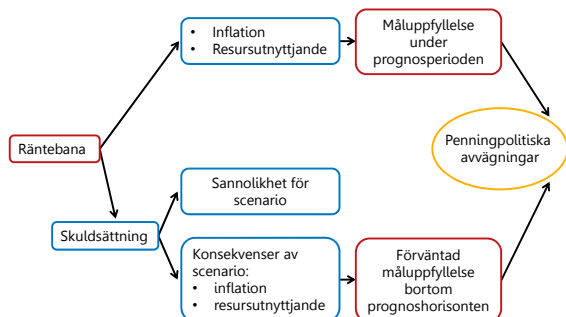
Diagram A4. Arbetslösheten vid högre och lägre räntebana samt risk för ofördelaktigt scenario bortom prognoshorisonten
Procent



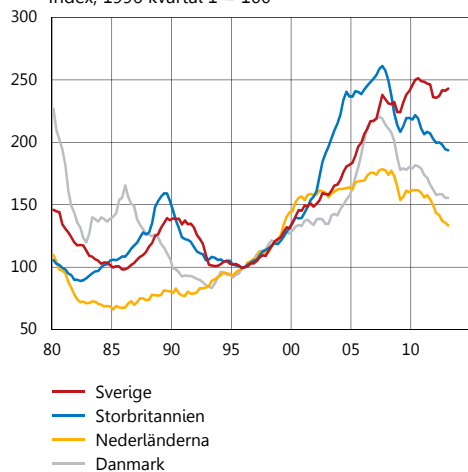
¹³ Se till exempel *Penningpolitiken i Sverige*, 2010. Sveriges riksbank. Där skrivs bland annat följande: "En penningpolitik med inflationsmål, där vikt samtidigt läggs vid att stabilisera utvecklingen av realekonomin, bidrar till en balanserad utveckling även på de finansiella marknaderna. Erfarenheten visar dock att tillgångspriser och skuldsättning även med en sådan politik ibland kan utvecklas på ett sätt som inte är hållbart på längre sikt. Det kan innebära risker för kraftiga priskorrigeringar i framtiden som i sin tur kan få ogynnsamma och allvarliga återverkningar på realekonomin och inflationen. Erfarenheten visar att det i första hand är fluktuationer i fastighetspriser och kreditvolymerna som skapar problem. Denna typ av risker låter sig inte alltid enkelt sifersättas eller fångas i det normala analys- och prognosarbetet, men de kan ändå behöva vägas in vid de penningpolitiska besluten."

¹⁴ Se *Riksbanken och finansiell stabilitet*, 2013. Sveriges riksbank.

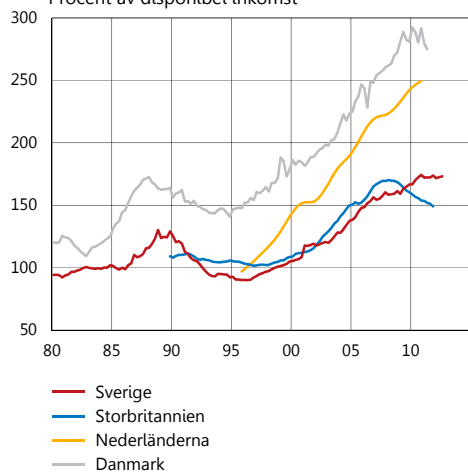
¹⁵ Egentligen skulle ett ofördelaktigt scenario kunna inträffa även inom den normala prognosperioden, alltså de närmaste 3 åren. Då kommer ekonomins utgångsläge att ha betydelse för hur mycket inflationen avviker från inflationsmålet och resursutnyttjandet från en normal nivå. Skillnaden mellan de olika räntebanorna har dock framförallt effekter på riskerna på längre sikt. Som ett förenklande antagande analyseras därför risken för ett ofördelaktigt förlopp bortom prognoshorisonten.

Diagram A5. Schematisk skiss över penningpolitisk avvägning med hänsyn till hushållens skuldsättning

Källa: Riksbanken

Diagram A6. Reala bostadspriser i olika länder
Index, 1996 kvartal 1 = 100

Källor: Nationwide Building Society, NVM, SCB, Statistics Denmark, Statistics Netherlands och Office for National Statistics

Diagram A7. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst

Källor: Bank of England, Danmarks Nationalbank, Eurostat och Riksbanken

räntebanorna – de bedömda effekterna bortom prognoshorisonten vägas mot effekterna under den normala prognosperioden. Diagram A5 sammanfattar de olika bedömningar som behöver göras i en penningpolitisk avvägning som tar hänsyn till finansiella obalanser.

Den första frågan som behöver besvaras är alltså vilket scenario som riskerar att inträffa vid en hög skuldsättning hos hushållen.

Scenario baserat på internationella erfarenheter

I Sverige har bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökat mycket kraftigt sedan mitten av 1990-talet, och mer än i flera av de länder som har hamnat i stora problem de senaste åren i samband med att bostadspriserna fallit kraftigt (se diagram A6 och A7).

Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, som publicerades våren 2011, visade att det fanns förklaringar till de stigande svenska bostadspriserna i form av lågt bostadsbyggande, sjunkande realräntor och stigande inkomster.¹⁶ Samtidigt konstaterades i utredningen att priserna låg över en långsiktig trend och att ett framtida prisfall inte kunde uteslutas. En förklaring till detta var att flera av faktorerna bakom uppgången i bostadspriserna befann sig på historiskt onormala nivåer.

I utredningen konstaterades också att ett prisfall på den svenska bostadsmarknaden, under vissa förutsättningar, skulle kunna ha relativt begränsade effekter på makroekonomin. Detta bygger dock på genomsnittliga samband mellan bostadspriser och makroekonomin i Sverige. En faktor som betonades var svårigheten att ta hänsyn till att hushållens skuldsättning trendmässigt hade ökat sedan mitten av 1990-talet. Konsekvenserna av ett bostadsprisfall skulle sannolikt bli värre vid en hög skuldsättning bland hushållen.

Under de senaste åren har flera studier visat att en hög skuldsättning ger upphov till större negativa effekter på ekonomin av bostadsprisfall.¹⁷

Ett sätt att uppskatta vilka konsekvenser ett fall i bostadspriser skulle kunna innebära för svensk ekonomi är att bygga ett scenario baserat på internationella erfarenheter. Scenariot bygger på genomsnittliga makroekonomiska effekter från ett antal episoder i OECD-länder där huspriser har fallit och skuldsättningen har varit hög. Som ytterligare jämförelser illustreras även den genomsnittliga utvecklingen i Danmark, Nederländerna och Storbritannien under den senaste finansiella krisen samt utvecklingen under den svenska 90-talskrisen.

Scenariot baserat på de genomsnittliga förloppen kännetecknas, utöver kraftiga fall i priserna på bostäder, av att hushållens konsumtion, investeringarna och BNP faller, medan arbetslösheten stiger. Nominellt faller bostadspriserna med i genomsnitt cirka 10 procent,

¹⁶ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank.

¹⁷ Se Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen. Fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari 2013. Sveriges riksbank, samt exempelvis IMF World Economic Outlook, april 2012, A. R. Mian, K. Rao och A. Sufi (2011), "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", Chicago Booth Working paper, november 2011 samt K. Dynan. (2012) "Is A Household Debt Overhang Holding Back Consumption?", Brookings Papers on Economic Activity, vårupplagan.

medan de reala huspriserna faller mer. Hushållens konsumtion faller relativt kraftigt (se diagram A8). Nedgången i bostadspriserna för även med sig att investeringarna minskar. Sammantaget leder vi-kande efterfrågan till ett fall i BNP (se diagram A9). Effekten på arbetsmarknaden är stor och arbetslösheten stiger påtagligt, med som mest cirka 5 procentenheter (se diagram A10).

Inflationen faller något i scenariot (se diagram A11). Effekten på inflationen hänger dock delvis samman med växelkursens utveckling. De historiska episoder som utgör grunden för scenariot omfattar länder och perioder med både flytande och fast växelkurs och det finns stor osäkerhet om vad som skulle hända med inflationen.¹⁸

Effekterna skulle kunna bli annorlunda i Sverige

De internationella erfarenheterna, illustrerade i ett scenario med genomsnittliga förlopp, visar alltså att konsekvenserna för ekonomin kan bli allvariga av ett husprisfall vid en hög skuldsättning bland hushållen. Effekterna är större än de effekter av ett bostadsprisfall i Sverige som framkom i Riksbankens utredning om bostadsmarknaden.¹⁹ Hur tillämpliga de internationella erfarenheterna är på den svenska ekonomin beror på flera faktorer. Som nämndes tidigare omfattar de internationella förloppen regimer med både fast och rörlig växelkurs, och en rörlig växelkurs ökar givetvis penningpolitikens möjligheter att parera de negativa effekterna på ekonomin med räntesänkningar. Historiskt har den svenska kronan försvagats kraftigt i tider av finansiell oro, vilket kan få stora effekter på inflationen. Men oavsett om inflationen till syvende och sist sjunker eller stiger som en effekt av bostadsprisfallet skulle osäkerheten kring den framtida inflationsutvecklingen påtagligt öka, vilket i sig försvårar möjligheten att uppfylla inflationsmålet.

En annan viktig fråga är hur den finansiella stabiliteten påverkas av ett bostadsprisfall. De internationella förloppen omfattar också regelrätta bankkriser, vilket gör att effekterna på ekonomin kan överdrivas. För Sveriges del talar mycket för att bankernas direkta kreditförluster på bolån trots allt kan bli begränsade.²⁰ Däremot kommer den svaga makroekonomiska utvecklingen antagligen att ge upphov till kreditförluster i utlåningen till företag, på grund av en sjunkande efterfrågan på företagets varor och tjänster. Svenska banker är också i hög grad beroende av utländsk marknadsfinansiering. Ett fall i bostadspriserna riskerar att leda till ett minskat förtroende bland de utländska investerarna och att bankernas tillgång till finansiering blir både mer svårtillgänglig och dyrare. Detta kan i sin tur leda till dyrare bolån för svenska konsumenter, vilket ytterligare bidrar till att fördjupa konjunkturedgången.²¹

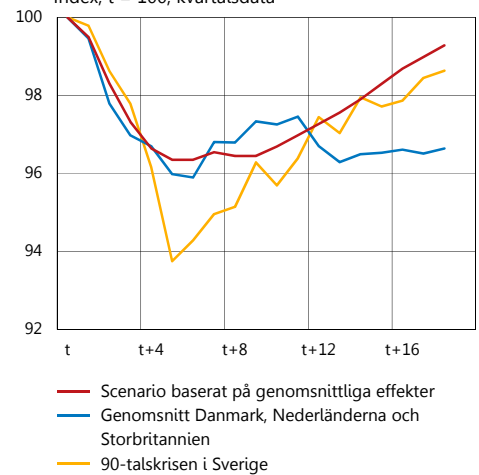
¹⁸ I diagrammet visas den kraftiga nedväxling av inflationen som ägde rum i samband med den svenska 90-talskrisen. Krisen föregicks av en period med mycket hög inflation på över 10 procent.

¹⁹ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank. Där analyseras konsekvenserna av ett 20-procentigt fall i de reala bostadspriserna.

²⁰ Se också Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank samt Höjda riskvikter för svenska bolån främjar den finansiella stabiliteten. Fördjupning i *Finansiell stabilitet 2012:2*. Sveriges riksbank.

²¹ Dessutom är en stor andel av de svenska bolånen tagna till rörlig ränta, vilket ökar hushållens exponering mot ränteförändringar. Se till exempel Höjda riskvikter för svenska bolån främjar den finansiella stabiliteten. Fördjupning i *Finansiell stabilitet 2012:2*. Sveriges riksbank.

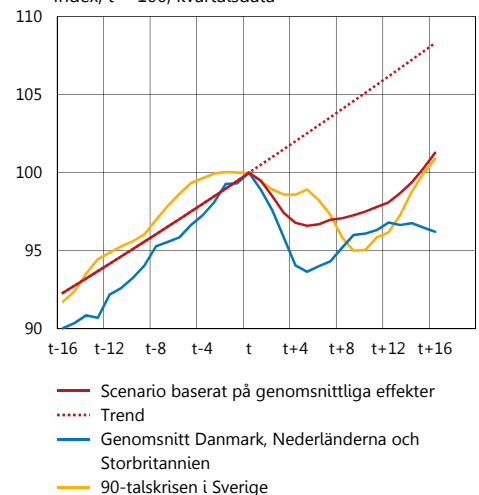
Diagram A8. Hushållens konsumtion i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Index, t = 100, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1991 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

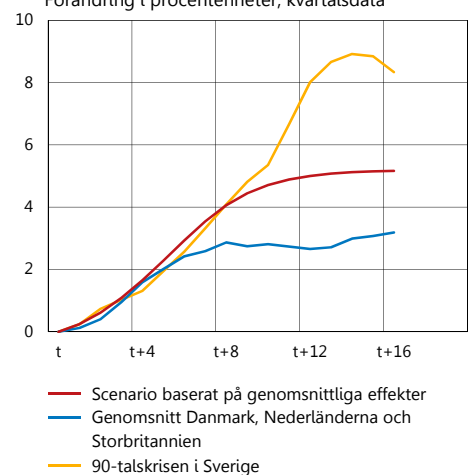
Diagram A9. BNP i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Index, t = 100, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A10. Arbetslöshet i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Förändring i procentenheter, kvartalsdata

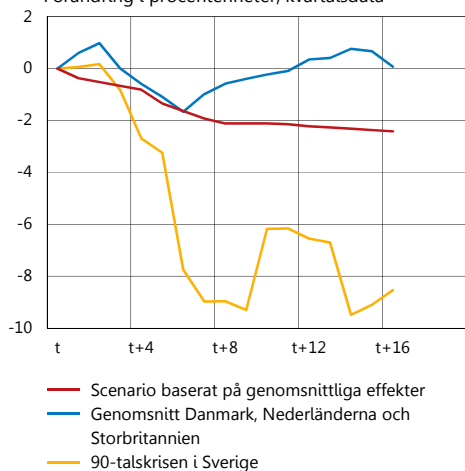


Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A11. Inflationsutveckling i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning

Förändring i procentenheter, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

För Sveriges del finns också ett antal andra faktorer som både skulle kunna minska riskerna för ett fall i bostadspriserna och mildra konsekvenserna av ett sådant. I flera av de länder där bostadspriser först ökat kraftigt för att sedan falla kraftigt har utvecklingen karakteriserats av att bytesbalansen som andel av BNP minskat under perioden med stigande bostadspriser, som ett resultat av lågt sparande bland hushållen och en kraftig uppgång i bostadsinvesteringarna.²² I samband med bostadsprisfallet har dessa förlopp reverserats: Hushållen har ökat sitt sparande påtagligt, och ett överutbud på bostäder har uppstått, vilket hämmat bostadsinvesteringarna. Detta är dock inte något som kännetecknar situationen i Sverige, där bytesbalansen uppvisat stora överskott, vilket i sin tur är en avspeglning av att bostadsbyggandet varit lågt samtidigt som hushållens sparande varit högt under flera år. Hur mycket dessa faktorer minskar risken för – och konsekvenserna av – ett bostadsprisfall är naturligtvis svårt att uppskatta.²³

Penningpolitikens effekter på riskerna

Vi ska nu gå över till att analysera den andra frågan, hur påverkar penningpolitiken risken för att ett ofördelaktigt scenario inträffar? För att underlätta diskussionen delar vi upp frågan i två delar. För det första: Hur påverkas sannolikheten för och effekten av scenariot av förändringar i hushållens skuldsättning? För det andra: Hur påverkas hushållens skuldsättning av penningpolitiken?

Risken för scenariot påverkas av skuldsättningen

Det finns flera internationella studier av den första delfrågan som relaterar ökning av bostadspriser och hushållens skuldsättning till sannolikheten för finansiella kriser. Dessa studier har visat att en högre skuldsättning hos hushåll och företag i förhållande till "trend", eller en högre ökningstakt än normalt, kan öka sannolikheten för en finansiell kris.²⁴ Men det är givetvis svårt att kvantifiera hur stora effekterna är. Samtidigt har det visat sig att konsekvenserna av ett bostadsprisfall blir värre vid en hög skuldsättning bland hushållen.

²² Nederländerna utgör ett undantag, genom att bytesbalansen uppvisat överskott och bostadsbyggandet varit relativt lågt åren före den stora korrigeringen av bostadspriserna.

²³ Se till exempel IMF, World Economic Outlook, oktober 2009 samt Armelius, Hanna och Dillén, Hans, Sambandet mellan hushållens sparande och husprisfall. *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2011. Sveriges riksbank.

²⁴ Se M. Schularick och A.M. Taylor (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review* 102, s. 1029-61. Där visas att en procentenhets högre ökningstakt i utlåningen till hushåll och företag under en 5-årsperiod ökar sannolikheten för en finansiell kris med knappt 0,5 procentenheter.

Reporäntans effekt på hushållens skuldsättning en viktig del av bedömningen

När det gäller den andra delfrågan – det vill säga hur stor effekt penningpolitiken har på hushållens skuldsättning – tyder modellskattningar av det kortsiktiga sambandet mellan reporäntan och hushållens skuldsättning på att effekterna i genomsnitt kan vara relativt små.²⁵ Men skattningar av kortsiktiga samband riskerar att underskatta de sammantagna effekterna av reporäntan på skuldsättningen.

Ett exempel på när dessa modellskattningar kan underskatta penningpolitikens effekter är om hushållens förväntningar på den framtida penningpolitiken påverkas så att hushållen överskattar hur länge räntan kommer att vara låg. Räkneexempel indikerar att om den *reala* bolåneräntan *permanent* blir lägre skulle effekterna på skuldsättningen kunna bli betydande.²⁶

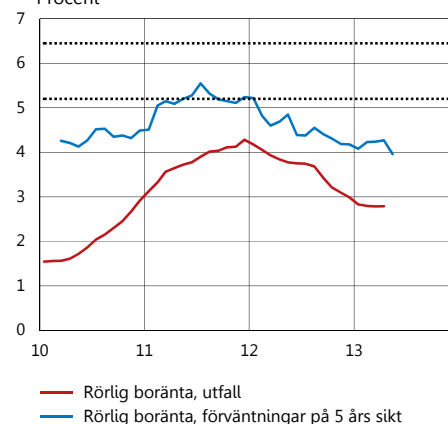
Förväntningar på reporäntan och boräntan tenderar att dikteras av det rådande ränteläget, vilket tyder på att låga räntor i nuläget upplevs som relativt bestående (se diagram A12 och A13). De främsta riskerna förknippade med en låg reporänta skulle alltså kunna vara att hushållen förväntar sig att denna ska vara bestående och därför ökar sin skuldsättning på ett ohållbart sätt.²⁷ Nedgången i de långsiktiga reporänteförväntningarna har dock sammanfallit med en viss nedgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna (se diagram 3:30) och den förväntade realräntan har därför minskat något mindre.

Det är viktigt att framhålla att reporäntan inte är det enda tänkbara eller nödvändigtvis det mest effektiva verktyget för att påverka hushållens skuldsättning. Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas i situationer då hushållens skuldsättning riskerar att bli för hög.

Risken för ett ofördelaktigt scenario längre fram måste vägas mot måluppfyllelsen under prognosperioden

I denna fördjupning har två penningpolitiska alternativ illustrerats: en lägre och en högre räntebana. Under den vanliga 3-åriga prognosperioden ger den lägre räntebanan en bättre förväntad måluppfyllelse i termer av inflation och resursutnyttjande. Genom att en lägre räntebana kan bidra till ökad skuldsättning ökar den dock också risken för ett ofördelaktigt scenario bortom prognoshorisonten, till exempel i form av ett husprisfall vid en hög skuldsättning bland hushållen. Detta scenario innebär stora förluster i termer av bland annat ökad arbetslöshet, som i sig också kan förvärras av en hög skuldsättning i utgångsläget.

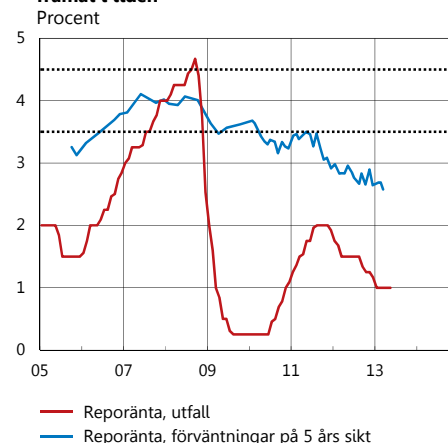
Diagram A12. Ränteförväntningar bland hushåll avseende rörlig boränta 5 år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på den rörliga boräntan. Intervallet baseras på dels ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5-4,5 procent, dels ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,7-2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram A13. Ränteförväntningar bland penningmarknadsaktörer avseende reporäntan 5 år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan på 3,5-4,5 procent.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

²⁵ Sådana skattningar indikerar att 1 procentenhets lägre styrränta under ett år, och som gradvis går tillbaka, ger upphov till cirka 4 procentenhets högre skuldsättning som andel av den disponibla inkomsten. Liknande skattningar av sambandet mellan bostadspriser och reporäntan visar också små effekter; se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, kapitel 2.1.

²⁶ Räkneexemplen visar att om den *reala* bolåneräntan permanent blir 1 procentenhet lägre skulle hushållens skuldsättning som andel av disponibel inkomst kunna bli upp till 25 procentenheter högre, alltså en avsevärd effekt. Detta är beräknat med en allmän jämviktsmodell för den svenska bostadsmarknaden; se Walentin, Karl och Sellin, Peter (2010), Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism. Working Paper nr 239. Sveriges riksbank

²⁷ Studier tyder även på att förväntningarna på bostadspriserna dikteras av den senaste tidens prisutveckling; se till exempel K. Case, R.J. Shiller och A. Thomson (2012), "What Have They Been Thinking? Home Buyer Behavior in Hot and Cold Markets", NBER Working Paper No. 18400

Att penningpolitiken beaktar finansiella obalanser innebär därför att valet mellan de två räntebanorna i detta fall blir en avvägning mellan måluppfyllelsen på kort och lång sikt: Inflationens avvikelse från 2 procent och arbetslöshetens avvikelse från en normal nivå under den normala 3-årsperioden vägs mot den förväntade utvecklingen bortom prognoshorizonten (se diagram A5).

Såra penningpolitiska avvägningar utan enkla svar

I den penningpolitiska bedömningen måste alltså flera såra frågor analyseras. Vilken typ av ofördelaktigt scenario skulle en hög skuldsättning kunna leda till? Med hur mycket bidrar en minskning av hushållens skuldsättning till att minska risken för det ofördelaktiga scenariot, och hur mycket mindre blir effekterna på ekonomin vid en lägre skuldsättning om scenariot ändå skulle slå in? Vilka effekter har penningpolitiken på hushållens skuldsättning? Slutligen: Hur ska vinster på kort sikt vägas mot minskade risker på längre sikt?

En ytterligare fråga är hur långsiktiga inflationsförväntningar påverkas. Ett syfte med att ta hänsyn till den längre sikten är att måluppfyllelsen för inflationen även på längre sikt ska vara god. Det bör leda till att långsiktiga inflationsförväntningar fortsatt är väl förankrade vid inflationsmålet.

I den slutliga penningpolitiska avvägningen måste alla dessa frågor analyseras i ett sammanhang, och valet mellan olika räntebanor är inte självklart eller enkelt.

Åtgärder inom andra politikområden kan underlätta avvägningarna i penningpolitiken

I den mån som penningpolitiken kan påverka hushållens skuldsättning kan den även bidra till att minska de långsiktiga riskerna för ekonomin. Men penningpolitiken kan inte ensam hantera dessa risker. Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas. Inom den så kallade makrotillsynen erbjuds flera skraddarsydd verktyg som skulle kunna vara mer effektiva än reporäntan för att hantera risker förknippade med hushållens skuldsättning, exempelvis bolånetak, sektorsvisa kapitalkrav, amorteringskrav och höjda riskvikter på bolån. Flera externa observatörer har påpekat behovet av sådana åtgärder i Sverige.²⁸ Det är därför angeläget att ett ramverk för makrotillsynen så fort som möjligt kommer på plats i Sverige. Åtgärder inom andra politikområden skulle kunna minska behovet av att ta hänsyn till hushållens skuldsättning i räntebesluten och underlätta avvägningarna i penningpolitiken.

²⁸ "Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission", IMF, 31 maj, 2013.
"Council Recommendation (COM(2013) 377 final)", European Commission, 29 maj, 2013.
"Recommendation of the ESRB of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1)", ESRB, 20 juni, 2013.
"Economic Survey of Sweden", OECD, 2012.