ANFÖRANDE

DATUM: 2013-12-03

TALARE: Vice riksbankschef Per Jansson

PLATS: SvD Bank Summit, Berns Salonger, Stockholm

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

Hur stoppar vi trenden i hushållens skulder? Ett arbete på flera fronter

Den ursprungliga tanken från arrangörens sida var att jag skulle prata om det aktuella läget från ett penningpolitiskt perspektiv. Jag ville hellre fokusera på principiella frågeställningar och fick klartecken för det. Nu spelar det kanske inte så stor roll i praktiken, eftersom den dagsaktuella penningpolitiska debatten i Sverige i så stor utsträckning kretsar kring just principiella frågor, i varje fall för ögonblicket.

Jag tänkte börja med en tillbakablick, dels på hur den svenska ekonomin utvecklats sedan finanskrisen bröt ut för ungefär fem år sedan, dels på den debatt som förts kring penningpolitiken under den här tiden. Jag tänkte sedan blicka framåt på hur jag ser på det nya politikområdet makrotillsyn och vad jag tror måste till för att vi på ett bra sätt ska kunna ta oss ur den situation som uppstått med en hög och stigande skuldsättning hos hushållen och en till synes ständigt uppåtgående trend i bostadspriserna.

Tillbakablicken är viktig eftersom den ger lärdomar när vi blickar framåt. Om bilden av den förda penningpolitiken exempelvis är att den, något tillspetsat, varit principiellt felaktig och dessutom lett till dåliga ekonomiska resultat så kan det framöver, som jag ser det, bli betydligt svårare att på ett bra sätt komma till rätta med riskerna förknippade med hushållens skulder. Jag tror nämligen att penningpolitiken måste spela åtminstone en viss roll i det här sammanhanget.

En ganska god utveckling sedan krisen

Så, hur har egentligen den svenska ekonomin utvecklats sedan finanskrisen bröt ut för drygt fem år sedan? Av den debatt som förs kan man få lite olika intryck, alltifrån att det har gått bra till att det gått sisådär, eller till och med ganska dåligt.

Om man tittar på data är det dock ingen större tvekan om att Sverige haft en relativt god realekonomisk utveckling. Vi står oss väl i förhållande till de länder vi vanligen brukar jämföra oss med (se figur 1). Sverige är ett av de inte alltför många länder där BNP per capita idag är högre än före krisen. Sysselsättningsgraden – den andel av den arbetsföra befolkningen som är

sysselsatt – har också hållits uppe väl. Bara några få länder har haft en bättre utveckling av både BNP och sysselsättning (det vill säga ligger både ovanför och till höger om Sverige i figur 1).

En del framhåller att utvecklingen av arbetslösheten varit mindre gynnsam. Men här måste beaktas att den svenska arbetskraften har vuxit förhållandevis mycket under perioden (se figur 2). Även om det på kort sikt påverkar arbetslöshetssiffrorna negativt är det i grunden något positivt och bäddar för framtida nedgångar i arbetslösheten.

Länder med rörlig växelkurs verkar överlag ha klarat sig bättre. Men jag vill förstås gärna tro att den relativt gynnsamma utvecklingen inte bara har handlat om den växelkursregim vi valt, utan att den också, åtminstone till en del, berott på den ekonomiska politik vi bedrivit.

Expansiv penningpolitik, men med blick på skuldsättningen

I samband med krisen sänkte Riksbanken reporäntan snabbt och kraftigt. Efter krisen har vi fortsatt att hålla räntan låg för att ge stöd till återhämtningen. Men eftersom vi gjort bedömningen att en alltför låg ränta skulle innebära en risk för en överdriven skuldsättning hos hushållen och alltför uppblåsta bostadspriser har penningpolitiken inte varit riktigt lika expansiv som den annars kunde ha varit. Vi har alltså hållit reporäntan lite högre än vi annars skulle ha gjort och, som jag brukar säga, "gasat lagom" under återhämtningsfasen för att säkerställa att utvecklingen inte bara ser hygglig ut på kort sikt utan också blir hållbar mer långsiktigt.[1]

Det har som jag ser det funnits goda skäl till det. Ett annat förhållande som kännetecknar länderna uppe till höger i figur 1 är nämligen att de hittills inte haft något större fall på bostadsmarknaden och därmed inte heller något kraftigt efterfrågebortfall. Det har däremot de flesta av länderna nere till vänster i figuren haft. Man skulle kunna säga att de länder som hittills klarat sig bra visserligen har känt av krisen via den svaga utvecklingen utomlands, men lyckats undvika större problem på de egna kredit- och bostadsmarknaderna. Däremot står risker med utvecklingen av hushållens skulder och på bostadsmarknaden idag högt på policyagendan i flera av de länder som hittills klarat sig bra, på samma sätt som de gör här hos oss i Sverige.

Reporäntan bara marginellt högre

En sak som är värd att betona är att när jag säger att reporäntan varit lite högre än den annars skulle ha varit så menar jag just *lite* högre. Det har inte handlat om att Riksbanken med höga räntor försökt knäcka en uppgång i utlåningen och bostadspriserna genom att trycka ner hela ekonomin. I så fall skulle vi rimligen ha haft en betydligt sämre utveckling än den figur 1 och 2 indikerar. När allt kommer omkring är reporäntan sedan ungefär ett år tillbaka inte högre än 1 procent. Ibland hävdas att även detta är en hög ränta. Men vanligtvis jämför man då med länder som drabbats betydligt hårdare av krisen, som till exempel USA och Storbritannien, där bostadspriserna redan fallit kraftigt och man därför inte behöver vara lika bekymrad över en fortsatt uppgång från en redan hög nivå. Därtill kommer att sambandet mellan styrräntan och

[1] Även före krisen var det här något som i viss mån påverkade politiken, se till exempel Nyberg (2005), Ingves (2007) och Heikensten (2008).

kredittillväxten, som givetvis är viktig i sammanhanget, inte är rättframt. I figur 3 framgår exempelvis att kredittillväxten i Sverige är ganska mycket högre än den i euroområdet, trots att Riksbankens styrränta är högre än ECB:s.

Riksbankens strategi har varit att kombinera en ganska marginellt högre ränta med en kommunikation som understryker att vi upplever utvecklingen med hög kredittillväxt som oroande. Den lite högre räntan har visserligen en viss effekt i sig men fungerar kanske framför allt som en konkret "påminnelse" om riskerna, och blir därigenom i sig en viktig del av kommunikationen.

Man kan givetvis diskutera hur effektiv en sådan politik är. Jag är dock ganska säker på att den, tillsammans med de åtgärder som Finansinspektionen vidtagit, i varje fall fått vissa effekter i den riktning vi önskat – att både skuldsättningen och huspriserna de senaste åren annars hade ökat mer och snabbare än vad de faktiskt har gjort. Jag är ännu mer övertygad om att politiken och kommunikationen kring den har gjort att medvetenheten om problemen har ökat en hel del. Min bild är att riskerna med utvecklingen på kredit- och bostadsmarknaden har fått ett allt större utrymme i medierna och den allmänna ekonomiska debatten på sistone, vilket figur 4 förefaller bekräfta.

Trots att utvecklingen i Sverige de senaste åren alltså har varit relativt god och att reporäntan idag alltjämt är låg har den politik som Riksbanken bedrivit lett till en hel del debatt. En del argument i den debatten har varit förståeliga och naturliga. Hur stora risker hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden egentligen innebär är exempelvis en fråga som i allra högsta grad kan och bör diskuteras. Det är något som är genuint svårt att sätta siffror på och analysen och diskussionen kring detta behöver fortsätta. Här har jag full förståelse för att man kan göra olika bedömningar – det har vi ju också gjort inom Riksbankens direktion.

Krisränta i fyra år ingen realistisk jämförelse

Men det har också funnits inslag i debatten som åtminstone jag har lite svårare att förstå. Ett argument har varit att man i stort sett kan bortse helt och hållet från de här riskerna och att räntan därför inte hade behövt höjas över huvud taget sedan krisen. I stället, heter det, borde den fram till nu – och förmodligen längre än så – ha blivit kvar på de 0,25 procent som den sänktes till i juli 2009. Det här antagandet har sedan använts för att beräkna hur mycket lägre arbetslösheten kunde ha varit om Riksbanken låtit bli att höja räntan.[2]

Det går givetvis aldrig att med säkerhet veta vad som hade hänt om vi hade gjort något annat än det vi faktiskt gjorde. Men vad det här argumentet bland annat verkar bortse ifrån är att när Riksbanken började höja räntan i mitten av 2010 var läget sådant att den svenska ekonomin överraskande snabbt hade återhämtat sig från krisen (se figur 5). Tillväxten var rekordsnabb, cirka 6 procent för första kvartalet i uppräknad årstakt, och landade också på över 6 procent för helåret. I stort sett alla indikatorer på den ekonomiska aktiviteten pekade uppåt och inflationstakten enligt KPIF var nära 2 procent. Enbart de traditionella skälen, utan någon hänsyn till risker med hushållens skuldsättning, talade alltså starkt för att det var lämpligt att börja höja räntan. Därtill ska läggas att utlåningen till hushållen visserligen hade minskat från tvåsiffriga tal före krisen, men den ökade fortfarande med 9 procent, betydligt snabbare än hushållens inkomster.

[2] Se Svensson (2013).

Det hade skickat mycket märkliga signaler om Riksbanken i ett sådant läge skulle ha deklarerat att räntan inte kommer att höjas utan ligga kvar på 0,25 procent under flera år framåt. Trots att Sverige ganska snabbt återhämtat sig från krisen skulle alltså reporäntan ha behållits på krisnivå. Även idag, med de höjningar som gjorts efter krisen, finns vissa tecken på att hushållens ränteförväntningar ligger i underkant för vad som kan förväntas vara en rimlig långsiktig nivå på bolåneräntan (se figur 6). Läget hade med all säkerhet varit betydligt värre om Riksbanken i mer än fyra år hade legat kvar med en reporänta på 0,25 procent. Jag tror att förväntningarna hos hushållen och på kredit- och bostadsmarknaderna då hade blivit väldigt svåra att hantera. I min värld skulle en sådan politik helt enkelt inte vara realistisk och den faller därmed också bort som en meningsfull jämförelsenorm. Det är därför ganska olyckligt, och lite förvånande, att beräkningarna om antal "förlorade jobb" baserade på detta antagande fått ett relativt stort genomslag i debatten.[3] Såvitt jag känner till har det i de länder som befinner sig i en liknande situation som Sverige när det gäller hushållens skuldsättning och bostadsmarknaden, till exempel Norge och Kanada, inte funnits någon motsvarande debatt om att styrräntan borde ha varit kvar på den nivå den sänktes till i samband med krisen.

Politiken klart inom mandatet

Ett annat argument som jag tycker är ganska svårt att förstå är det att Riksbanken i och med den politik den bedrivit skulle ha agerat utanför sitt mandat och gjort något den inte borde göra. Ibland har vår politik beskrivits som att vi infört ett nytt mål eller börjat bedriva bostadspolitik. Om vi bara förstått att hålla oss till vårt uppdrag skulle politiken ha varit mer expansiv, vi skulle ha hamnat närmare inflationsmålet och allt hade varit mycket bättre, heter det.

Men som jag redan varit inne på har syftet med politiken de senaste åren varit att skapa förutsättningar för en långsiktigt stabil utveckling i svensk ekonomi genom att minska risken för en överdriven skuldsättning och alltför uppblåsta bostadspriser. I många andra länder har det nämligen efter ett antal år av snabbt stigande bostadspriser och skulduppbyggnad bland hushållen blivit uppenbart att utvecklingen byggt på alltför optimistiska kalkyler. När bostadspriserna fallit har hushållens tillgångar minskat kraftigt i värde, men storleken på lånen förblivit densamma. Hushållen har i detta läge dragit ner på sin konsumtion och börjat spara för att få en bättre balans mellan tillgångar och skulder. Detta har i sin tur gett ett bortfall i efterfrågan som tenderat att bli ganska långvarigt.[4] På många håll har hushåll och företag dessutom fått svårt att klara sina låneåtaganden och bankerna har därmed gjort kreditförluster. Den kraftigt försvagade konjunkturen och ett banksystem i behov av understöd har i sin tur lett till att de offentliga finanserna försämrats påtagligt.

Slutresultatet av den höga skuldsättningen och den överhettade bostadsmarknaden har blivit makroekonomisk instabilitet i form av en djup och långvarig recession. I den här vevan har också penningpolitiken i många länder blivit mindre verkningsfull, dels eftersom styrräntan nått sin nedre gräns och man tvingats övergå till nya och oprövade metoder att bedriva politiken, dels

[3] I Jansson (2013) diskuterar jag denna fråga mer utförligt.
[4] Se till exempel Mian och Sufi (2011), Dynan (2012) och Jauch och Watzka (2013). Många menar idag att hushållens skuldöverhäng orsakat väl så stora problem för makroekonomin som krisen i banksystemet (se till exempel Krugman, 2013).

■ därför att hushållen reagerat mindre än normalt på penningpolitiska stimulanser eftersom de prioriterat att få ordning på sina balansräkningar.[5] Att försöka förhindra den här typen av utveckling med betydande makroekonomisk instabilitet måste rimligen ingå i Riksbankens uppdrag.

Man kan, som jag redan konstaterat, göra olika bedömningar av hur stora riskerna för detta dåliga scenario är och därmed vilken politik som bör föras. Men att det utifrån ett *principiellt* perspektiv inte skulle rymmas inom vårt mandat att försöka ta hänsyn till den här typen av risker och minska dem efter bästa förmåga – det har jag svårt att se. Det hade varit mycket märkligt om vi hade ignorerat dem med motiveringen att det i alla lägen är viktigare att försöka uppfylla inflationsmålet kortsiktigt – oavsett vad konsekvenserna sedan blir. För den som faktiskt upplever att riskerna med hushållens skulder allvarligt hotar stabiliteten i den svenska samhällsekonomin blir det lite som att se sig tvungen att trampa på gaspedalen trots att man hör att motorn håller på att skära.

Det handlar inte bara om "bubblor"

En sak som jag tycker är viktig att poängtera är att den här politiken inte nödvändigtvis handlar om att förhindra det man brukar kalla "bubblor", även om läget givetvis kan bli särskilt allvarligt om det till exempel finns orealistiska ränteförväntningar hos hushållen.[6] Alldeles oavsett om en uppgång i bostadspriserna har naturliga ekonomiska eller, som man brukar säga, fundamentala förklaringar eller inte är det problematiskt om skulderna under mycket lång tid ökar snabbare än inkomsterna, och det finns få tecken på att trenden kommer att brytas. Hushållen blir då gradvis allt mer sårbara och likviditetsmarginalerna allt mindre. Till slut når man en punkt då även ganska små störningar till exempelvis inkomster, tillgångspriser eller räntor kan utlösa anpassningar som ger ganska betydande effekter på makroekonomin. Danmark och Nederländerna är exempel på annars ganska välskötta ekonomier som råkat ur för just detta under senare år.[7]

En riskfaktor som kanske är särskilt utmärkande för Sverige är att bankernas bostadsutlåning i hög grad är marknadsfinansierad och i stor utsträckning dessutom utomlands. Om förtroendet av någon anledning skulle rubbas kan investerare välja att minska sin exponering mot den svenska banksektorn. Bankernas möjlighet till marknadsfinansiering skulle därmed försämras. Det skulle kunna driva på en negativ utveckling ytterligare eller till och med i sig vara en faktor som utlöser en nedgång.

Politiken inte problemfri

Givetvis är den typ av politik vi bedrivit inte fri från komplikationer och problem. Även om politiken syftat till att åstadkomma en god ekonomisk utveckling och måluppfyllelse på längre sikt så är konsekvensen som sagt att den, i varje fall på marginalen, bidrar till att inflationen närmar sig målet långsammare än vad som skulle ha skett med en mer expansiv politik. Det här

[5] Bech, Gambacorta och Kharroubi (2012) finner att expansiv penningpolitik har svårare att bidra till en återhämtning efter en finansiell kris än efter en normal konjunkturnedgång.
[6] Att hänsyn till risker inte handlar om att "sticka hål på bubblor" poängteras av till exempel Woodford (2012).
[7] I Nederländerna uppgick hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten till som högst omkring 250 procent, innan en krasch inträffade. I Danmark var motsvarande siffra omkring 300 procent.

kan skapa en spänning mellan kortsiktiga och långsiktiga perspektiv som inte är alldeles lätt att hantera.

Som penningpolitisk beslutfattare har man att väga de mer konkreta och näraliggande nackdelarna med en lite större avvikelse från inflationsmålet och en något svagare ekonomi på kort sikt, mot den mer abstrakta och osäkra, men potentiellt betydligt större kostnaden för en riktigt dålig utveckling längre fram. Detta är ingen lätt avvägning, men det är viktigt att inse att det handlar om just en avvägning, där svaren inte är givna, varken generellt sett eller från gång till gång.

En särskilt svår situation uppstår om inflationen är låg och sjunkande och tillväxten svag samtidigt som hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden snarast går åt andra hållet. Man kan kanske tycka att en sådan situation inte borde vara speciellt vanlig, men det är faktiskt ungefär det läget vi har i Sverige idag. Samtidigt som inflationen blev överraskande låg och BNP-utvecklingen mycket måttlig enligt den senaste statistiken, verkar fler än på mycket länge räkna med att bostadspriserna kommer att öka framöver, och bostadsmarknaden beskrivs inte sällan som "glödhet".[8]

Bra med klarhet kring makrotillsynen – men ingen "quick fix"

Det är mot den här bakgrunden ganska uppenbart att det är svårt för penningpolitiken att ensam utkämpa striden när det gäller att minska riskerna med hushållens upplåning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Det är både välkommet och nödvändigt med understöd. Det var därför positivt när regeringen den 26 augusti satte ner foten när det gäller fördelningen av ansvaret för den så kallade makrotillsynen – det nya politikområde som är tänkt att utgöra det främsta försvaret mot den här typen av problem.[9] En del detaljer återstår att precisera och det kommer att dröja ännu en tid innan ett färdigt ramverk är på plats, men klart är att Finansinspektionen kommer att få det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen.

Att osäkerheten kring ramverket för makrotillsynen till stor del har skingrats har förstås förbättrat förutsättningarna för att kunna hantera riskerna med hushållens höga och stigande skulder. Riskerna kommer rimligen att minska i takt med att åtgärder vidtas och makrotillsynen, så att säga, hittar sin roll och sina arbetsmetoder. I den meningen kan också trycket på penningpolitiken förväntas lätta. Men exakt hur penningpolitiken kommer att påverkas är idag svårt att säga. Det får visa sig efter hand.

Däremot tror jag att det finns en risk med att nu luta sig tillbaka och tro att alla problem i och med detta automatiskt kommer att lösa sig, eller kanske till och med redan är lösta. Det här är inte en "quick fix". Att fatta beslut inom makrotillsynen är inte enkelt och den uppgift som Finansinspektionen står inför är långtifrån trivial. Många har ifrågasatt räntans effektivitet och ändamålenlighet i detta sammanhang. Men makrotillsynen omgärdas förstås också av en hel del frågetecken.

En uppenbar komplikation är givetvis att makrotillsynen är ett nytt politikområde. Det finns ganska begränsad praktisk erfarenhet av effekterna av makrotillsynsåtgärder och inte heller den akademiska forskningen kan än så

[8] Exempelvis nådde SEB:s Boprisindikator i november 2013 sin högsta nivå sedan juli 2007 (SEB, 2013) och SKOP:s enkät i november pekar på "nya rekordförväntningar" (SKOP, 2013).
[9] Finansdepartementet (2013).

länge ge någon tydlig vägledning. Detta kommer att innebära att det åtminstone under en övergångsperiod kommer att råda ganska stor osäkerhet kring effekterna av vidtagna åtgärder.

Målet för makrotillsynen – att förebygga risker för det finansiella systemet som helhet – är dessutom tydligare på papperet än i praktiken. Det är förstås inte lätt att veta när systemet har tillräckligt med motståndskraft eller om någon obalans håller på att byggas upp, vilket krisen tydligt illustrerade. Här finns inga siffersatta mål och att avgöra när en viss avvikelse börjat bli onormal är allt annat än enkelt.[10]

Finansinspektionen kommer sannolikt också att stundtals behöva brottas med den allmänna opinionens skepsis till behovet av makrotillsynsåtgärder. Det finns lite olika skäl till det. Anta att Finansinspektionen de kommande decennierna bedriver en klok politik och lyckas förhindra en eller flera finansiella kriser som annars skulle ha inträffat. Det kommer då givetvis att vara svårt att leda i bevis att detta berott på just en framgångsrik makrotillsyn – allt som kan observeras är ju att inga kriser inträffat. Jag kan mycket väl tänka mig att den allmänna uppfattningen i efterhand kommer att vara att Finansinspektionen "sett spöken" och därför helt i onödan stramat åt makrotillsynen. Paradoxalt nog kan det därmed vara så att ju mer framgångsrik makrotillsynen är, desto mindre funktion upplevs den fylla. Över tiden kan detta sannolikt bygga upp ett ganska starkt tryck på Finansinspektionen att inte agera.

Till detta kommer givetvis att det, på samma sätt som inom penningpolitiken, kommer att finnas kritik mot att man "tar bort bålskålen när partyt börjar komma igång". Det är dessutom möjligt att makrotillsynsåtgärder upplevs som mer dramatiska och som ett större ingrepp än en höjning av räntan, och trycket på att inte agera kan därmed bli extra starkt inom makrotillsynen.

Även makrotillsynen behöver stöd

Lika lite som penningpolitiken kan lämnas att på egen hand försöka hantera riskerna med hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden kan makrotillsynen lämnas utan understöd. Jag tror att det är viktigt att det finns en viss grad av samstämmighet mellan makrotillsynen och penningpolitiken – att de, så att säga, inte drar för mycket åt olika håll utan hjälper varandra.

Det finns flera skäl till detta. Ett är att det mycket väl kan visa sig svårt att utforma ett system för makrotillsyn som fungerar tillräckligt effektivt och som uppfinningsrika marknadsaktörer inte kan kringgå. Räntan är visserligen ett trubbigt instrument eftersom den slår brett i ekonomin. Men samtidigt kan detta vara en styrka jämfört med makrotillsynsverktygen just eftersom det är svårt att "komma undan" en räntehöjning.[11]

Ett annat skäl är att om penningpolitiken under en längre tid är mycket expansiv så kan detta bidra till att skapa felaktiga förväntningar i samhället om hur höga räntorna kommer att vara i framtiden, och om hur bostadsmarknaden

[10] För att mildra dessa problem rekommenderar European Systemic Risk Board (ESRB) att EU-länderna använder en uppsättning intermediära mål, se ESRB (2013). Detta är en hjälp på vägen men löser inte de grundläggande problemen.

[11] Jeremy Stein vid den amerikanska centralbankens, Federal Reserves, Board of Governors har uttryckt det som att penningpolitikens fördel är att den "kryper in i alla sprickor" (Stein, 2013, s. 17). Riksbanken har också lyft fram detta argument i olika sammanhang, se till exempel Ingves (2010) och Nyberg (2011).

kommer att utvecklas framöver.[12] I en sådan miljö kan det vara svårt för makrotillsynen att ensam göra jobbet.

Att politikområden behöver samspela och understödja varandra – och att det kan gå dåligt om de inte gör det – är i sig inte särskilt konstigt. Ett för svensk del uppenbart exempel på att alltför divergerande politik kan orsaka problem är utvecklingen som ledde fram till 1990-talskrisen. Den stabiliseringspolitik som bedrevs var då överlag för expansiv för att den dåvarande penningpolitiska regimen, den fasta växelkursen, skulle kunna upprätthållas.

Jag vill poängtera att det här inte är några egna, hemsnickrade funderingar. Internationellt pågår en diskussion, som inte fått särskilt stort utrymme i den svenska debatten, om att styrräntan kan ha en roll att spela, även när makrotillsynen är på plats.[13] Det är också värt att understryka att i flera av de länder som klarat krisen bra – de som tillsammans med Sverige ligger uppe till höger i figur 1 och 2, och i dagsläget brottas med ungefär samma problem vad gäller skuldsättningen och bostadsmarknaden – är man ganska tydlig med att styrräntan är en viktig variabel i sammanhanget.[14]

Men även utbudssidan på bostadsmarknaden är central

Men frågan är om ens en makrotillsyn och penningpolitik i samverkan är tillräckligt för att lösa problemen varaktigt. Det är troligt att ett ännu bredare grepp måste till.

Makrotillsynen och penningpolitiken fokuserar på efterfrågesidan av bostadsmarknaden – genom att försöka dämpa hushållens efterfrågan på krediter eller genom att få bankerna att hålla tillbaka sin utlåning. Men även utbudssidan av bostadsmarknaden är givetvis central i sammanhanget. Den kraftiga ökningen av hushållens skulder de senaste femton åren sammanfaller i hög grad med att bostadspriserna har stigit (se figur 7). Ett viktigt skäl till detta är att utbudet av bostäder varit litet i förhållande till efterfrågan. Efter 1990-talskrisen har bostadsbyggandet i Sverige varit påfallande lågt, lägre än i de flesta jämförbara länder. Orsakerna är inte helt klarlagda, men det finns ett antal förklaringar som brukar lyftas fram, till exempel höga byggkostnader, krävande byggregler och reglerade hyror. Jag tänkte inte gå in på dessa här, utan nöja mig med att konstatera att om utbudet hade anpassats på ett bättre sätt hade prisökningen på bostadsmarknaden varit mer begränsad och därmed också skuldsättningen hos hushållen mindre bekymmersam.[15]

---

[12] I en studie av 18 OECD-länder 1921-2011 visar Bordo och Landon-Lane (2013) att expansiv penningpolitik har en signifikant effekt på tillgångpriser, i synnerhet under perioder då tillgångspriserna ökat snabbt följt av en senare kraftig korrigering nedåt. Maddaloni och Peydró (2013) finner i en studie med data för euroområdet att banker lättar på lånevillkoren under perioder med låga styrräntor, även då låntagarnas kreditrisk hålls konstant.

[13] Se till exempel Blanchard, Dell'Ariccia och Mauro (2013), Borio (2013), Carney (2013), Smets (2013) och Stein (2013).

[14] Exempel på detta är Norges Bank (2013), s. 8: "Weight was also given to the fact that house prices and debt have risen faster than income for a long period. A lower key policy rate may increase the risk of a renewed acceleration in house prices and debt accumulation and of build-up of financial imbalances.", Bank of Canada (2013): "[T]he Bank must also take into consideration the risk of exacerbating already-elevated household imbalances." och Reserve Bank of New Zealand (2012): "In addition, the PTA's stronger focus on financial stability makes it clearer that it may be appropriate to use monetary policy to lean against the build-up of financial imbalances, if the Reserve Bank believes this could prevent a sharper economic cycle in the future."

[15] En studie av Jahnson och Lundberg (2013) uppskattar att priserna på den svenska bostadsmarknaden idag är ungefär en tredjedel högre än om byggandet hade utvecklats på samma sätt som i Finland de senaste femton åren. Det finns relativt få studier på svenska data av betydelsen av olika regleringar för

Att enbart bromsa på efterfrågesidan utan att försöka få utbudssidan att fungera bättre är förmodligen inte hållbart i längden – det känns i varje fall inte som en långsiktigt särskilt klok strategi. Även bostadspolitiken behöver sannolikt plockas in i ekvationen för att man ska kunna få till stånd en varaktig lösning. Vad makrotillsynen kan åstadkomma, med möjligt understöd av penningpolitiken, är att "överbrygga" problemen – att försöka se till att läget inte förvärras i väntan på att bostadsmarknadens utbudssida ska fås att fungera på ett bättre sätt. Med en lite drastisk liknelse skulle man kunna säga att vad makrotillsynen kan göra är att ge första hjälpen på plats i väntan på ambulansen. En första hjälpen-insats kan visserligen vara nödvändig för att rädda livet på patienten, men utan fortsatt vård är det ändå väldigt osäkert om den olycksdrabbade överlever.

Att bostadsbyggandet varit lågt är visserligen en så kallad fundamental förklaring till att priserna ökat så pass mycket. Men det är i sig inte någon särskilt stor tröst. En stor del av problemet är, som jag redan varit inne på, att vi sedan ett par decennier verkar vara inne i en process där bostadspriser och skuldsättning bara bromsar in något i svagare konjunkturlägen men sedan på nytt fort-sätter uppåt när det blir bättre tider. Detta gör hushållen – och därmed ekonomin som helhet – successivt allt sårbarare, och det är i längden helt enkelt inte hållbart.

Flera politikområden måste samverka

För att vända skutan, eller så att säga omprogrammera systemet, tror jag många behöver hjälpas åt. En betydande utmaning är att vidta åtgärder på ett sådant sätt att man så långt det är möjligt undviker en snabb och dramatiskt anpassning av skuldsättningen och bostadspriserna. Man skulle kunna säga att vad vi behöver åstadkomma är en "pyspunka", där vi gradvis återgår till ett långsiktigt mer hållbart läge, och där risken har minskat avsevärt för att ett skuldöverhäng hos hushållen ska ställa till med problem. Det är förstås en formidabel utmaning och kan knappast klaras om inte ett flertal politikområden samverkar i processen.

Jag har hittills talat om bostadsmarknaden utifrån ett i huvudsak penningpolitiskt perspektiv – där huvudproblemet är att stigande bostadspriser avspeglas i ökande skulder som gör ekonomin mer sårbar för störningar. Men det finns förstås även andra, mer strukturella skäl till att det är önskvärt att bostadsmarknaden fungerar på ett bra sätt. Ett är att en dåligt fungerande bostadsmarknad kan leda till en sämre geografisk rörlighet, vilket kan sätta käppar i hjulet för arbetsmarknaden. Därigenom försämras förutsättningarna för tillväxt.[16] Ett annat skäl är att utbudsrestriktioner på bostadsmarknaden resulterar i en omotiverad omfördelning av förmögenhet från framtida bostadköpare till befintliga bostadsägare. Problemen på den svenska bostadsmarknaden har debatterats i decennier med omväxlande styrka, men jag upplever att diskussionen under senare tid har varit särskilt intensiv.[17] Kanske börjar tiden nu bli mogen för ett helhetsgrepp från politiskt håll?

---

bostadspriserna. I en studie på amerikanska data finner Paciorek (2013) att skillnader i omfattningen av regleringar mellan olika städer förklarar en stor del av skillnaderna i svängningarna i bostadspriserna.

[16] En annan intressant hypotes om hur förutsättningarna för tillväxt kan påverkas är att stigande huspriser kan medföra att bankers utlåning till företag "trängs ut" till förmån för en ökad utlåning till bostadsmarknaden. Detta kan göra att investeringarna minskar. För en studie på amerikanska data, se Chakraborty, Goldstein och MacKinlay (2013).

[17] För några exempel, se Dagens Industri (2013), Swedbank (2013) och Lindbeck (2013).

Låt mig avslutningsvis sammanfatta vad som varit mina viktigaste budskap här idag. För det första menar jag att den svenska ekonomin klarat den finansiella krisen relativt väl i ett internationellt perspektiv. För det andra anser jag att den politik Riksbanken bedrivit, där vi försökt minska riskerna med hushållens upplåning och på bostadsmarknaden, väl ryms inom det mandat vi har. För det tredje menar jag att det faktum att makrotillsynen börjat ta form visserligen är ett steg i rätt riktning, men inte någon "quick fix" som kommer att lösa alla problem. Slutligen, och delvis på samma tema, anser jag att många politikområden måste samverka för att komma till rätta med problemet med en hög och stigande skuldsättning hos hushållen. Det räcker exempelvis inte att fokusera på att dämpa hushållens efterfrågan på bostäder. Om "omprogrammeringen" av systemet ska lyckas så behövs även reformer som ökar bostadsbyggandet.

Referenser

Bank of Canada (2013), Bank of Canada maintains overnight target rate at 1 per cent. Press release, 23 October 2013.

Bech, Morten L., Gambacorta, Leonardo och Kharroubi, Enisse (2012), Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? BIS Working Papers No. 388.

Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni och Mauro, Paolo (2013), Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund.

Bordo, Michael D. och Landon-Lane, John (2013), Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms? NBER Working Paper No. 19585.

Borio, Claudio (2013), Central-Banking Post Crisis: What Compass for Uncharted Waters? – Postscript. Mimeo. Under publicering i Goodhart, Charles, Gabor, Daniela, Ertürk, Ismail och Vestergaard, Jakob (red.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond,* Anthem Press, London.

Carney, Mark (2013), Monetary Policy After the Fall. Anförande vid University of Alberta 1 maj 2013. Bank of Canada.

Chakraborty, Indraneel, Goldstein, Itay och MacKinlay, Andrew (2013), Do Asset Price Bubbles have Negative Real Effects? University of Pennsylvania Working Paper.

Dagens Industri (2013), Bostadskrisen kräver flera lösningar. Ledare 1 november.

Dynan, Karen (2012), Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption? Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012.

ESRB (2013), Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1).

Finansdepartementet (2013), Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet, promemoria, 26 augusti.

Heikensten, Lars (2008), More To It than Just 'Leaning Against the Wind'. Artikel i *Financial Times*, 5 juni 2008.

Ingves, Stefan (2007), Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank. I *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium Conference Proceedings, 433-443, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Ingves, Stefan (2010), Penningpolitik och finansiell stabilitet – några utmaningar framöver. Anförande vid Nationalekonomiska Föreningen, Stockholm, 17 maj. Sveriges riksbank.

Jahnson, Daniel och Lundberg, Jacob (2013), Fördelningseffekter av utbudsrestriktioner på bostadsmarknaden. Reforminstitutet, september 2013.

Jansson, Per (2013), Perspektiv på Riksbankens penningpolitik. Anförande SNS, Stockholm, 7 juni. Sveriges riksbank.

Jauch, Sebastian och Watzka, Sebastian (2013), The Effect of Household Debt Deleveraging on Unemployment Evidence from Spanish Provinces. Conference

paper, Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2013: Wettbewerbspolitik und Regulierung in einer globalen Wirtschaftsordnung.

Krugman, Paul (2013), What Janet Yellen – And Everyone Else – Got Wrong. Blogg i The New York Times, 8 augusti.

Lindbeck, Assar (2013), Hyreskontrollen måste bort för att få fart på byggandet. DN Debatt, 24 november.

Maddaloni, Angela och Peydró, José-Luis (2013), Monetary Policy, Macroprudential Policy, and Banking Stability: Evidence from the Euro Area. International Journal of Central Banking 9(2), s. 121-169.

Mian, Atif och Sufi, Amir (2011), Consumers and the Economy, Part II: Household Debt and the Weak U.S. Recovery. *FRBSF Economic Letter*, January 18. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Norges Bank (2013), Monetary Policy Report with financial stability assessment 3/13, september.

Nyberg, Lars (2005), Husprisutvecklingen och penningpolitiken. Anförande vid Evli Bank, Stockholm, 19 december. Sveriges riksbank.

Nyberg, Lars (2011), Penningpolitik och finansiella kriser – några reflektioner. Anförande vid Danske Bank, Stockholm, 21 december. Sveriges riksbank.

Paciorek, Andrew (2013), Supply constraints and housing market dynamics. Journal of Urban Economics 77, s. 11-26.

Reserve Bank of New Zealand (2012), News release announcing 2012 Policy Targets Agreement, 20 september.

SEB (2013), Allt fler tror på högre bostadspriser. Information till media, 11 november.

SKOP (2013), Hushållens förväntningar om bostadsmarknaden, 7 november 2013, pressmeddelande.

Smets, Frank (2013), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely interlinked? Penning- och valutapolitik 2013:3. Jubileumsnummer.

Stein, Jeremy C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Anförande vid "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter", forsknings-symposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

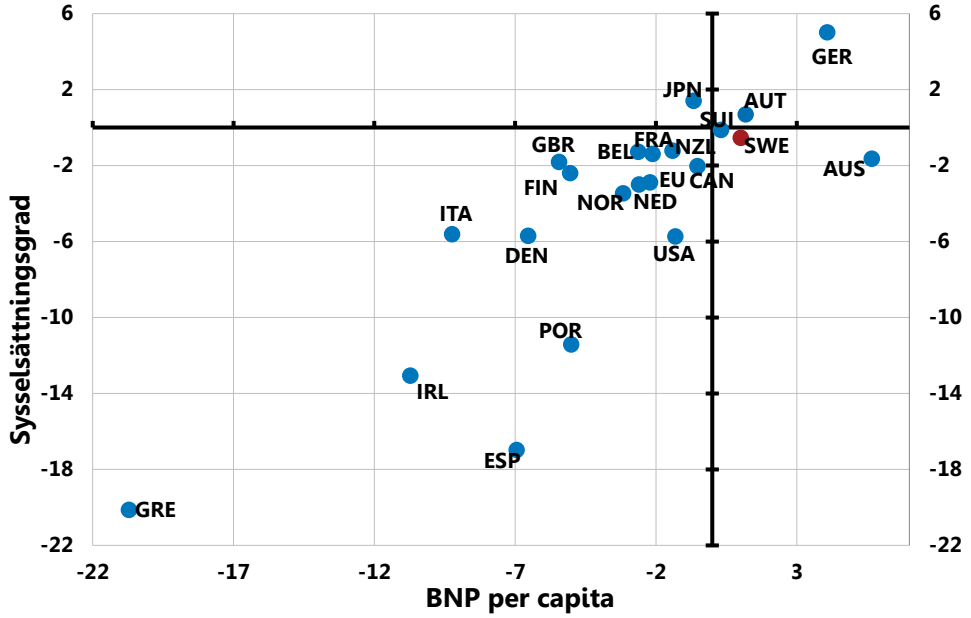
Svensson, Lars E. O. (2013), Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting. Penning- och valutapolitik 2013:3. Jubileumsnummer.

Swedbank (2013), Bostadsbristen kostar 21 miljarder per år. Makrofokus Sverige, Makroanalys 11 november 2013.

Woodford, Michael (2012), Inflation Targeting and Financial Stability. Penning- och valutapolitik 2012:1.

Figur 1. BNP per capita och sysselsättningsgrad jämfört med före krisen

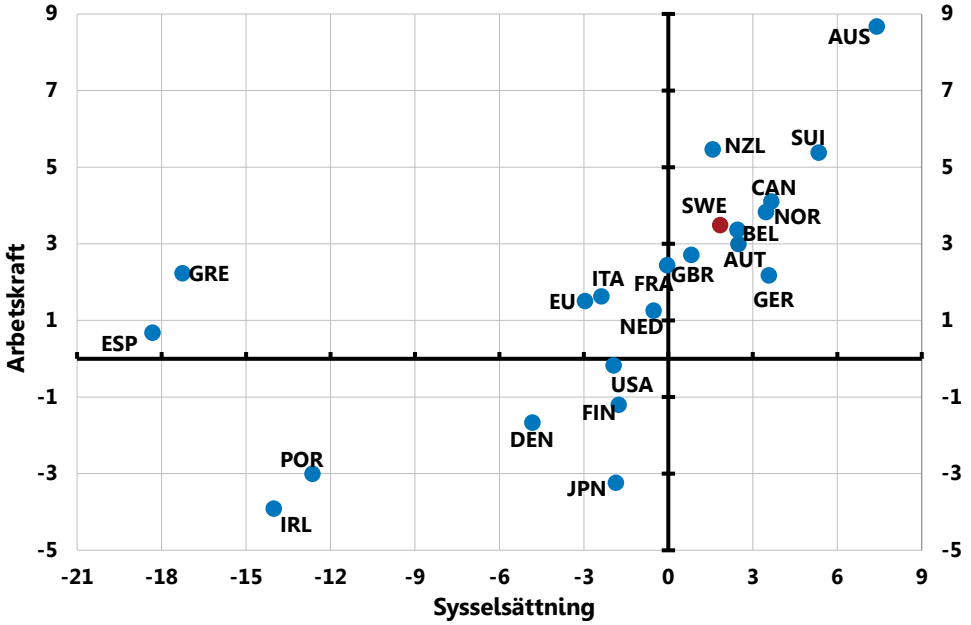
Förändring i procent 2007–2012 respektive 2008Q1–2013Q2 (alt. senaste utfall)



Anm. BNP per capita, årsdata, konstanta 2005 års USD. Sysselsättningsgrad 15-64 år, säsongsrensade data.
Källor: OECD och Världsbanken WDI

Figur 2. Sysselsättning och arbetskraft jämfört med före krisen

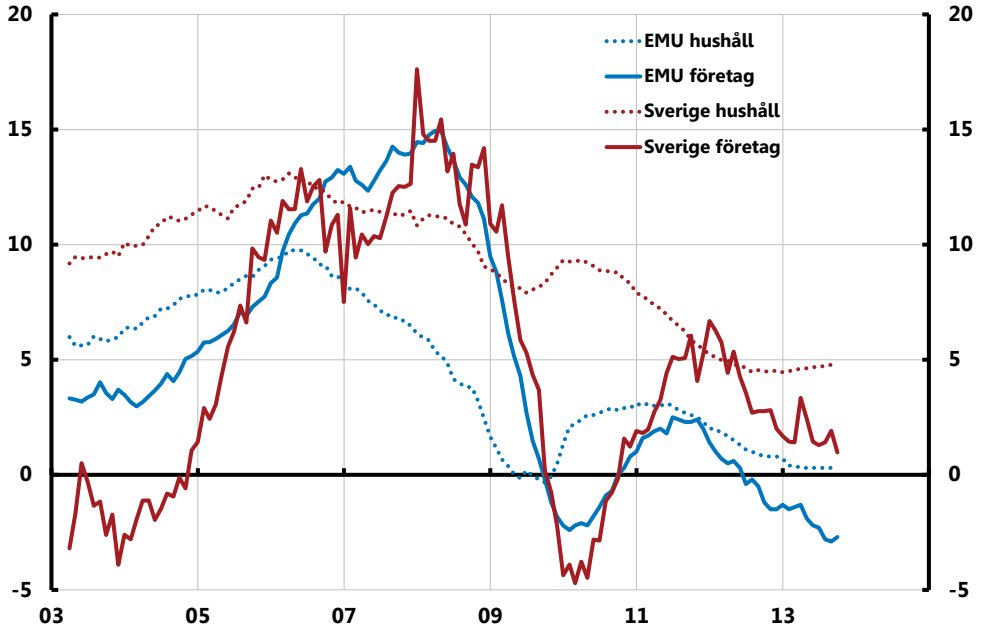
Förändring i procent 2008Q1–2013Q2 (alt. senaste utfall)



Anm. Sysselsättning, total, säsongsrensade data. Arbetskraft, 15-64 år, säsongsrensade data.
Källa: OECD

Figur 3. Kreditutvecklingen i Sverige och euroområdet

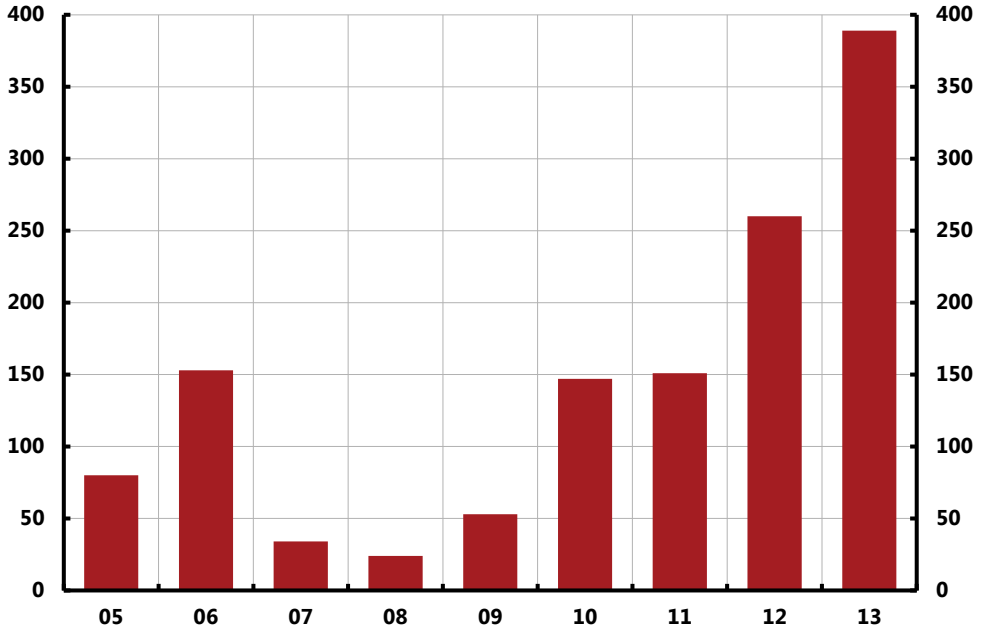
Hushåll och företag, årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige, MFI:s utlåning till hushåll och företag.
Källor: ECB SDW och SCB

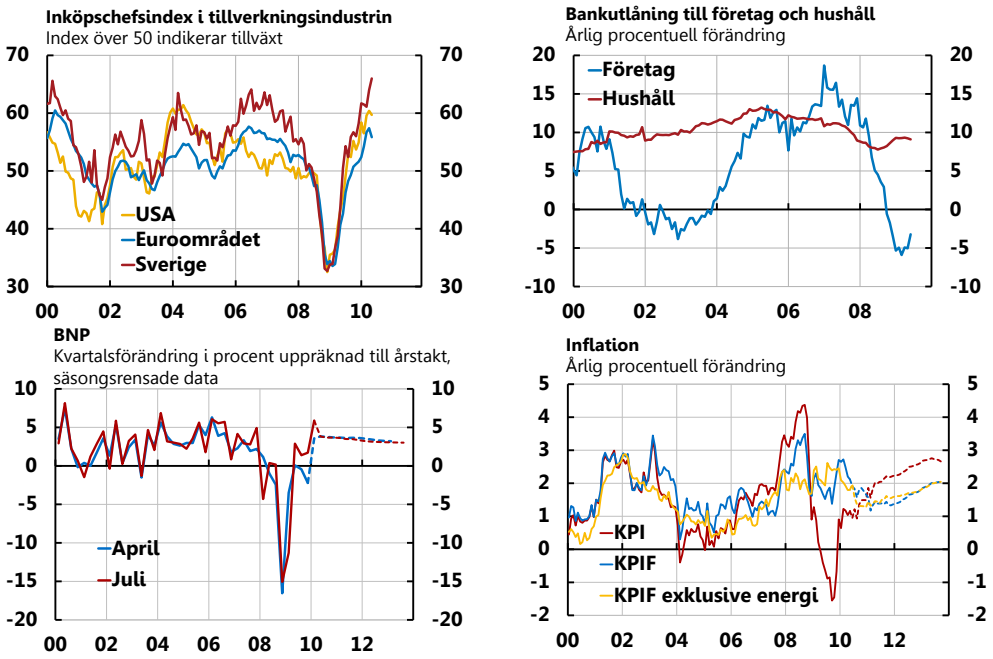
Figur 4. Antal förekomster av "hushållens skulder" i ett 80-tal tidningar och tidskrifter

Antal träffar 2005-2013



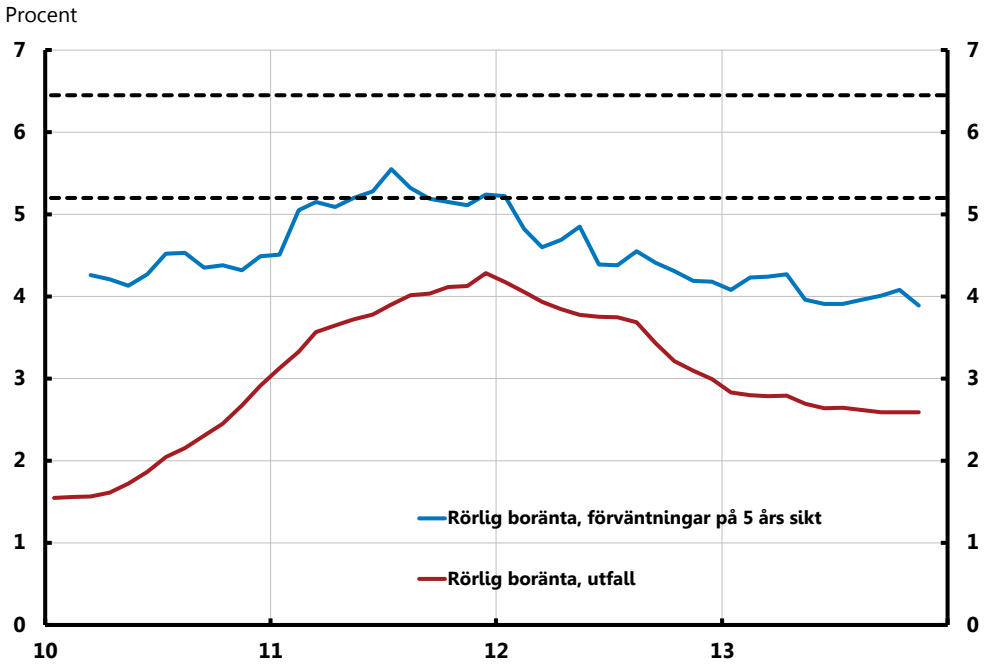
Källor: TNS Sifo och Riksbanken

Figur 5. Det ekonomiska läget i juli 2010



Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics, SCB, Swedbank och Riksbanken

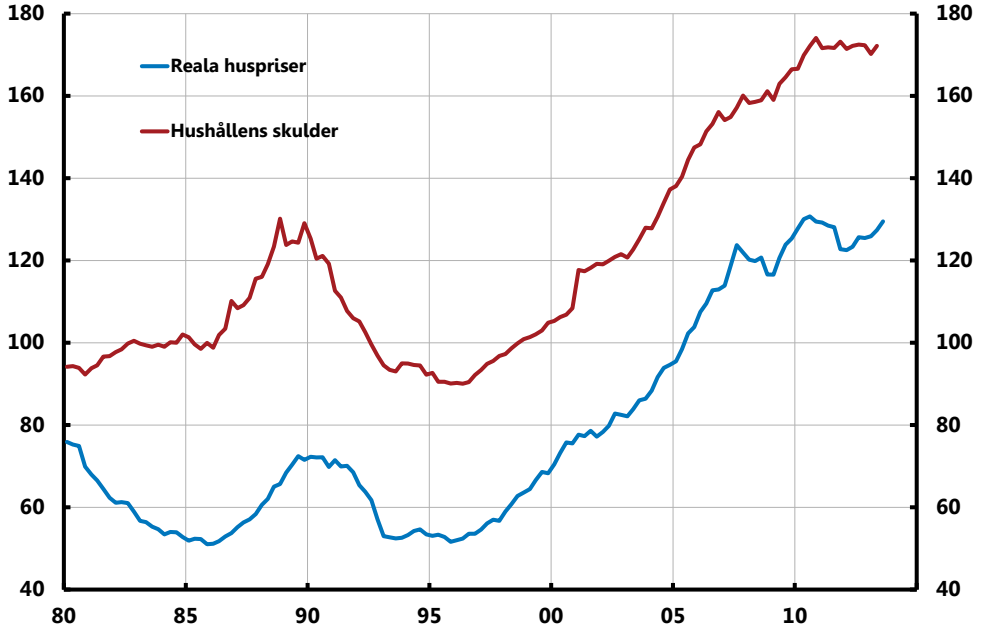
Figur 6. Hushållens ränteförväntningar och uppskattad långsiktig räntenivå



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på den rörliga boräntan. Intervallet beräknas som summan av ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5-4,5 procent och ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,7-2 procentenheter.
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Figur 7. Hushållens skulder och bostadspriser

Procent av disponibel inkomst respektive index 2005=100



Källa: SCB