

■ Sammanfattning av Sveriges riksbanks seminarium om "Bostadsmarknader, penningpolitik och finansiell stabilitet"

MICHAEL THORNLEY*

Som ett led i den utredning av riskerna på den svenska bostadsmarknaden som Riksbankens direktion tillsatte i februari 2010, höll Riksbanken ett seminarium på temat "Bostadsmarknader, penningpolitik och finansiell stabilitet" i Stockholm den 12 november 2010. Över 100 personer och 14 inbjudna talare – däribland Charles Goodhart, Franklin Allen och Kenneth Rogoff – deltog i konferensen, som öppnades av riksbankschef Stefan Ingves.

Nedan följer en sammanfattning av de anföranden och diskussioner som hölls under var och en av seminariets fyra sessioner.

* Michael Thornley är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet, Sveriges riksbank.

Session 1: Fastighetsmarknader och finansiell stabilitet

Philip Davis (National Institute of Economic and Social Research) inledde sessionen med ett anförande under rubriken "Den internationella utvecklingen på bostadsmarknaderna – lärdomar för Sverige". Han analyserade den senaste utvecklingen i tolv OECD-länder (och poängterade att man måste vara försiktig med att dra slutsatser, eftersom strukturella skillnader mellan länderna gör att bostadsmarknaderna inte är homogena). Han konstaterade att bostadspriserna i vissa OECD-länder har haft en likartad "boom-bust"-utveckling under de senaste åren. Uppgången inför det senast raset (*bust*) var större och mer ihållande än under en genomsnittlig uppgång (*boom*). Davis visade att bolåneskulden i förhållande till inkomsten på lång sikt har stigit i de flesta av de utvalda länderna, medan bostadsinvesteringarna i förhållande till BNP i allmänhet sjunkit. Han visade att det finns ett nära samband mellan utvecklingen för bostadsinvesteringarna i förhållande till BNP och bostadsprisutvecklingen. Han redogjorde även för forskning som visar bostadsprisernas förklaringsvärde för konsumtionen, länders offentliga finanser och bankkriser, vilket talar för att bostadspriserna kan vara en viktig faktor för den makroorienterade tillsynen och regleringen av det finansiella systemet (macroprudential policy).

Opponenten Peter Englund (Handelshögskolan i Stockholm) reflekterade över om centralbanker bör intressera sig för bostadspriser. En regression gjord på panel-data för 14 OECD-länder under 17 år (och tolv kriser) visar att bostadspriserna kan användas för att förutse bankkriser. Englund menade dock att det inte finns någon klar direkt koppling mellan bostadspriser och kriser (och att det därför inte står alldeles klart att bostadsprisutvecklingen kan orsaka kriser). Forskning tyder emellertid på att det finns en indirekt koppling genom bostadsprisernas påverkan på konsumtionen. Englund menade att politiska beslutsfattare därför kan ha ett intresse av att påverka bostadspriserna för att på så sätt kunna kontrollera cykliska variationer i värdet på den tillgång som hushållen huvudsakligen använder som säkerhet när de lånar.

Nancy Wallace (University of California, Berkeley) höll ett anförande under rubriken "Mätning av fastighetspriser och stabilitetskriser", i vilket hon bedömde potentiella implikationer på den finansiella stabiliteten av att bolånggivare använder sig av de fyra stora amerikanska fastighetsprisindexen (två för bostäder och två för kommersiella fastigheter) för riskhanteringsändamål. Hon visade att indexen ger upphov till systematiska underskattningar av fastighetsprisernas förväntade ökningstakt och volatilitet, och att de också leder till felaktiga beräkningar av korrelationen mellan fastighetspriser och räntor, samt av fastighetsprisernas statistiska fördelning (t.ex. skevhet). Detta kan ha implikationer för den finansiella stabiliteten eftersom bolånggivare utgår från dessa beräkningar när de gör riskbedömningar. Resurser måste därför satsas på att förbättra fastighetsprisindexen i USA. Det är framför allt viktigt att komma bort från index baserade på upprepade försäljningar

(och istället använda den hedoniska metoden). Svenska bostadsprisindex ansågs, på grund av att de är hedoniska, vara bättre än de amerikanska indexen, men det finns utrymme för ytterligare förbättringar (de bör t.ex. inte baseras på taxeringsvärden).

Opponenten Kristopher Giradi fokuserade på (i) hur stor den systematiska underskattningen av den förväntade bostadspristillväxten blir om man beräknar den med hjälp av index som baseras på upprepade försäljningar och (ii) vilka effekter en underskattning av bostadsprisernas volatilitet kan få för uppskattningen av risken att bolånetagare ställer in betalningarna på sina lån. Han redovisade resultaten av en nyligen publicerad uppsats, som visade att underskattningarna i den förväntade bostadspristillväxten är betydande när dessa beräkningar görs utifrån index baserade på upprepade försäljningar. Flera orsaker till detta nämndes. Nyligen har det också gjorts beräkningar som visar på att även bostadsprisernas volatilitet i stor utsträckning har underskattats när index baserade på upprepade försäljningar har använts. Det är emellertid oklart vilken effekt detta får på beräkningen av risken för att bolånetagarna ställer in betalningar på sina lån – en beräkning som är av stor betydelse för långivarnas riskbedömningar. Underskattningar av bostadsprisernas volatilitet kan leda till att risken för betalningsinställelse antingen underskattas (på grund av att man underskattar sannolikheten att låntagarna hamnar i en situation där deras bolån överstiger bostadens marknadsvärde (s.k. negative equity)) eller överskattas (på grund av att man underskattar sannolikheten att högre bostadspriser i framtiden kan lyfta låntagaren ur en situation med "negative equity").

Session 2: Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik

Kenneth Rogoff (Harvard University) höll ett anförande om "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik", som bygger på slutsatserna i en artikel som han nyligen skrev tillsammans med Franklin Allen (som under session 3 presenterade fler slutsatser från uppsatsen). Han menade att skuldsättningsgraden kan vara en viktig grogrund för finanskriser och att bostadspriserna bara är en aspekt av detta problem. Under perioden före den senaste krisen bidrog låga långräntor och låg volatilitet till stigande tillgångspriser och till att skuldsättningsgraden hamnade över sin normala jämviktsnivå. Ett problem för politiska beslutsfattare är att det är svårt att föra in finansiella friktioner i ekonomiska standardmodeller och att deras icke-linjäritet – när de väl förs in – gör dem svåra att uppskatta. Det var inte så att man missade de potentiella problemen: 2004 och 2008 konstaterade IMF förekomsten av risker på flera bostadsmarknader som därefter drabbades av stora nedgångar. Men det är svårt för politiska beslutsfattare att agera mot händelser som har låg sannolikhet, varför det finns en risk att myndigheter kommer att försöka vältra över ansvaret för policyåtgärder på varandra. Rogoff menade att det kan vara lämpligt

att centralbanker ansvarar för makrotillsynen, och till den hörande verktyg, eftersom de har erfarenhet av att identifiera de grundläggande risker som det är fråga om.

Opponenten Jean Rochet (Universitet Zürich) kommenterade Allens och Rogoffs artikel som helhet. Han menade att det behövs en tydligare hållning i viktiga frågor, till exempel när det gäller vilka olika verktyg som krävs och om man bör ha instrument som "lutar sig mot cykeln". Rochet ansåg att man, med tanke på hur svårt det är att förutse finansiella kriser, även bör fundera över om uppdraget för de myndigheter som ansvarar för makrotillsynen bör vara att jämna ut cykeln snarare än att förhindra uppbyggnaden av systemrisker. Han gjorde också en allmän genomgång av metoder för att modellera uppkomsten av finansiella bubblor och för att förhindra sådana bubblor. Medan bubblor är nästintill oförenliga med hypotesen om rationella förväntningar, är det möjligt att generera bubblor i modeller med överlappande generationer. Bubblor kan även orsakas av ett irrationellt beteende. Rochet menade att den mest övertygande förklaringen är att bubblor uppstår på grund av dålig reglering eller låga refinansieringsräntor och att de spricker på grund av någon yttre händelse. Han beskrev tre sätt att se på hur penningpolitiken kan användas för att påverka bubblor: 1) att centralbanker bör reagera på tillgångsprisernas utveckling om den förväntas påverka inflationen, 2) att penningpolitiken bör "luta sig mot vinden" för att motverka tillgångsbubblor och 3) att penningpolitiken inte behöver reagera på prisbubblor om instrumenten för att hantera systemövergripande risker (macroprudential tools) används på ett effektivt sätt.

Claudio Borio (Bank for International Settlements) höll ett anförande under rubriken "Krediter i penningpolitik och (makro-)tillsyn och reglering". Han menade att det var krediter som var orsaken till den senaste krisen och att de politiska beslutsfattarna på senare tid därför har riktat in sig på att utforma en makroorienterad tillsyn- och reglering. Borio tog upp problemet med att hitta bra indikatorer som kan användas i makrotillsynen. Det är svårt att hitta en enskild indikator som kan användas för att förutse uppbyggnaden av systemrisker och signalera när det uppstår finansiell stress. De mest lovande ledande indikatorerna för finansiell stress utgår från det faktum att de sedvanliga finansiella indikatorerna ser som starkast ut när systemrisker håller på att byggas upp (t.ex. när riskpremier och volatilitet är låga). Han nämnde en sådan indikator: samtidiga positiva avvikelser ("gap") från det historiska genomsnittet i 1) kreditvolym i förhållande till BNP (som är ett mycket grovt mått på skuldsättningsgraden i ekonomin som helhet) och 2) tillgångspriser (som är ett mycket grovt mått på sannolikheten för och omfattningen av en nedgång i tillgångspriserna). Han visade att om denna indikator hade använts som rättesnöre för att bygga upp kontracykliska kapitalbuffertar (buffertar vars frigörande bestäms utifrån stressindikatorer, såsom t.ex. förändrade kreditvillkor och kreditförluster), skulle sådana buffertar ha byggts upp i USA och vissa europeiska länder före den senaste krisen. Det är emellertid inte troligt att verktygen för att hantera system-

övergripande risker (macroprudential tools) kommer att vara tillräckliga, med tanke på att det är oklart om de kan förhindra uppbyggnaden av finansiella obalanser. Även penningpolitiken kan därför behöva spela en roll, eftersom den har en tydlig inverkan på kreditvillkor och tillgångspriser och inte är lika lätt att kringgå som nyss nämnda verktyg. Ett sätt kan vara att förlänga den penningpolitiska horisonten.

Opponenten Stefan Gerlach (Goethe Universität) instämde i mycket av det som sagts i anförandet, men inriktade sig på områden där det kan finnas olika meningar. Han började med att ifrågasätta informationsinnehållet i de indikatorer som mäter kreditvolym/BNP och tillgångspriser i förhållande till historiska genomsnitt. En färsk studie har visat att dessa indikatorer minskar den prediktiva förmågan i vissa ekonometriska modeller för beräkning av inflation och produktion i 18 OECD-länder mellan 1986 och 2008. Det är därför oklart om de kan vara användbara i makrotillsynen. Han ifrågasatte dessutom om penningpolitiken bör användas som ett komplement till denna tillsyn. Som verktyg är penningpolitiken alltför trubbigt och att föra en politik som stävjar en skenande kredit- eller tillgångsprisutveckling skulle förmodligen vara förbundet med stora kostnader. Gerlach menade att tonvikten i stället bör ligga på att utveckla en fungerande struktur för makrotillsyn.

Session 3: Bostadsmarknader och alternativa offentliga åtgärder

Franklin Allen (Wharton) inledde sessionen med sitt anförande "Verktyg för makrotillsyn och reglering – ett internationellt perspektiv", som kompletterade Kenneth Rogoffs tidigare anförande om deras gemensamma uppsats med titeln "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik". Globala obalanser och en expansiv penningpolitik har påståtts vara viktiga orsaker till den bostadsbubbla som uppstod före den senaste finanskrisen, men Allen menade att vi behöver mer fördjupade kunskaper om hur bubblor uppstår som kan ligga till grund för policy. Han beskrev fyra allmänna teorier som används för att förklara varför bubblor uppstår: modeller med oändliga tidshorisonter, modeller baserade på asymmetrisk information, agentproblemmodeller och beteendemodeller. Teorierna måste emellertid förfinas ytterligare om de ska kunna bidra till policydebatten. Eftersom bubblor är svåra att hantera när de väl är ett faktum bör strategin vara att förebygga dem, varför det är viktigt att förstå hur bubblor uppstår. Penningpolitik och kontroll av kreditgivningen kan spela en roll för att motverka bubblor i små och homogena länder, men i stora och heterogena ekonomier är det förmodligen nödvändigt att ha en makroorienterad tillsyn och reglering. Några av de verktyg som kan användas för att motverka en potentiell bostadsbubbla är obligatoriska begränsningar av belåningsgraden, högre skatt på fastighetsöverlåtelser, högre årlig fastighetsskatt och direkta restriktioner av utlåning för bostadsändamål. Allen konstaterade dock att en del av dessa åtgärder tidigare har använts i Kina, men inte tycks ha varit effektiva i större städer.

Opponenten Lucy Ellis (Reserve Bank of Australia) presenterade sin bedömning av fem huvudpunkter som hon hade valt ut från Allens och Rogoffs artikel. Ellis menade att det inte fanns mycket empiriskt stöd för att en expansiv penningpolitik är en viktig grogrund för bostadsbubblor. Att den faktiska penningpolitiken avvek från Taylor-regeln tycks till exempel inte ha varit tillräckligt betydelsefullt för att ha orsakat systemproblemen i USA. Det står heller inte klart vilken betydelse globala obalanser hade för bubblans uppkomst. Ellis lade i stället fram en alternativ förklaringsmodell, enligt vilken systemriskerna uppstod till följd av en dålig mikrotillsyn (dvs. tillsyn på institutnivå) som tillät att "dåliga" tillgångar skapades, fick stor spridning och finansierades kortsiktigt. Det rätta sättet att bemöta krisen måste därför vara att inte bara införa en makroorienterad tillsyn och reglering, utan även förbättra tillsyn och reglering på mikronivå.

Nästa anförande hölls av Cho-hoi Hui (Hong Kong Monetary Authority), som sammanfattade Hongkongs erfarenheter av det tak för belåningsgraden som infördes 1991. En ekonometrisk studie av fyra länder som tillämpar tak för belåningsgraden och nio länder som inte gör det visade att belåningstak är effektiva för att minska den effekt en nedgång i fastighetspriser och BNP får på graden av betalningsinställelser på bolån. Den visade även att det bolåneförsäkringsprogram som infördes i Hongkong 1999 för att skydda bankerna mot kreditförluster på den del av bolånen som ligger över belåningstaket på 70 procent inte har minskat belåningstakets effektivitet. Hui menade därför att ett tak för belåningsgraden är ett effektivt verktyg för att motverka en uppbyggnad av systemövergripande risker och att bolåneförsäkringsprogram kan minska den likviditetsbegränsning som ett belåningstak medför, utan att takets effektivitet minskar.

Opponenten John Hassler (Stockholms universitet) kommenterade resultaten av den ekonometriska studien. Hassler menade att det finns många faktorer som kan påverka graden av betalningsinställelser på bolån (bl.a. regler om personlig konkurs) och att det kunde vara meningsfullt att undersöka närmare om resultaten har påverkats av sådana faktorer. Beträffande teorin ansåg han att även om ett belåningstak förmodligen skulle minska bankernas riskexponering, skulle det sannolikt vara en bättre idé att rikta in verktygen på hushållens återbetalningsförmåga snarare än på huspriserna. Belåningstak kan emellertid även användas för att skydda konsumenterna eller begränsa kredittillväxten. Det finns dock verktyg som sannolikt är effektivare än ett belåningstak för att begränsa kredittillväxten, såsom penningpolitiken, stämpelskatter eller fastighetsskatter.

Sessionens sista anförande hölls av Howell Jackson (Harvard Law School) under rubriken "Vem bör ansvara för verktyg att hantera systemövergripande risker (macroprudential tools)?". Han började med att gå igenom definitionen av systemövergripande risker, de olika transmissionskanaler genom vilka systemriskerna kan uppstå till följd av att ett institut går omkull och vilka verktyg som skulle kunna användas för att

hantera systemriskerna. Han fortsatte med en genomgång av de olika sätt som tillämpas för att organisera makrotillsynen i USA, Storbritannien och EU. Jackson avslutade med att diskutera det legala ramverket i Sverige. Han visade att Finansinspektionen har få anställda (per capita) jämfört med tillsynsmyndigheter i andra utvecklade ekonomier och med tanke på sitt breda mandat har relativt begränsade resurser att lägga på mikrotillsynen (dvs. tillsynen av enskilda institut). Relativt få av de anställda har dessutom någon högre utbildning i ämnen som är relevanta ur tillsynssynpunkt. Relevant expertis finns ofta på andra svenska myndigheter, men det är Finansinspektionen som förfogar över informationen och verktygen.

Opponenten Charles Goodhart (London School of Economics) beskrev några av svårigheterna när man ska utforma och tillämpa makroorienterad tillsyn och reglering. Han konstaterade att Finansinspektionen i Sverige har för små resurser och inte kan erbjuda konkurrenskraftiga löner, vilket leder till en hög personalomsättning. Under idealiska förhållanden bör de som har behörighet att bedriva tillsyn även ha den analyskapacitet som krävs för att utöva denna behörighet. Som det ser ut i Sverige idag är det emellertid Riksbanken som har analyskapaciteten, medan det är Finansinspektionen som förfogar över verktygen. När det gäller frågan om utformningen av den makroorienterade tillsynen och regleringen mer generellt bör det talas mer om hur vi kan se till att det finns tillräckliga incitament att utnyttja de verktyg som står till förfogande. Detta är problematiskt, eftersom det är svårt att identifiera potentiella risker och bedöma när de kan bli verklighet. De nuvarande indikatorerna på systemriskerna är komplicerade och osäkra. Det kommer dessutom att vara lätt att kritisera utnyttjandet av verktygen, eftersom det kommer att vara svårt att bevisa om de har bidragit till att förebygga en risk eller bara bromsat en gynnsam konjunktur. Det faktum att kontracykliska buffertar inte har införts med stöd av pelare II i Basel II visar hur svårt det är att använda sådana verktyg. En lösning kan vara att fastställa konkreta tröskelvärden för när myndigheter måste agera, alternativt förklara sitt beslut att inte agera.

Session 4: Paneldiskussion – Hur undviker vi att fastighetspriserna orsakar finanskriser i framtiden?

Konferensens sista session var en paneldebatt mellan Claudio Borio, Lucy Ellis, Stefan Gerlach och Nancy Wallace. Lucy Ellis inledde diskussionen genom att tala om var riskerna för det finansiella systemet uppstår. Hon menade att det normalt är affärsfastighets- och byggsektorn som utgör de största riskerna för den finansiella stabiliteten (även om detta inte var fallet i USA i samband med den senaste krisen). Hushållen ställer normalt inte in betalningarna på sina bolån i stor omfattning såvida inte arbetslösheten stiger väsentligt. Därför brukar sårbarheter i hushållens balansräkningar inte ge upphov till kriser, men kan däremot förvärra dem. Ellis menade att en effektiv mikrotillsyn spelar en avgörande roll för att förebygga risker inom affärs-

fastighetssektorn och byggsektorn, och även kan bidra till att förhindra en bostadspriskollaps. Det är viktigt att det finns tillsyn och konsumentskyddsregleringar som är heltäckande, att man förbjuder tillgångsbaserad utlåning och undviker att föra en skattepolitik som främjar bostadsägande. Centralbankerna bör ha en roll i tillsynen eftersom de har ett annat perspektiv på statistiken än myndigheterna som ansvarar för mikrotillsynen och dessutom är respekterade offentliga organ som kan bidra till att styra allmänhetens förväntningar på bostadsprisutvecklingen. Ellis ansåg också att de instrument för att hantera systemövergripande risker (macroprudential tools) som nu diskuteras till största delen är samma instrument som redan används inom mikrotillsynen, och att det inte är säkert att länder som bestämmer över sin egen penningpolitik har något behov av sådana tillsynsverktyg.

Claudio Borio menade att centralbankerna måste ha en offensiv och långsiktig hållning i sitt agerande vid bankkriser. Det kostar emellertid att agera eftersom penningpolitiken är ett trubbigt verktyg som kan få oavsedda effekter på andra delar av ekonomin (bl.a. på växelkursen). Vad som är ett optimalt agerande från myndigheternas sida varierar av nödvändighet beroende på vilken typ av recession eller kris som de står inför. I samband med många tidigare recessioner, som inte utvecklades till någon finanskris, har inflationen varit hög, men den här gången var inflationen låg när krisen började och fortsatte sedan att ligga på låg nivå. Den finansiella kris som präglade denna kris kommer troligen att leda till en större och mer långvarig recession eftersom uppgången före krisen var av en sådan omfattning att det har skapats ett "skuldöverhäng" och dessutom orsakat störningar i det finansiella systemet, vilket har gjort penningpolitiken mindre effektiv. En återhämtning från krisen förutsätter att balansen i ekonomin återställs, en process som emellertid bromsas av de låga räntorna.

Nancy Wallace tog upp en rad frågor som gällde den amerikanska bolånemarknaden. Hon framhöll de åtgärder som nu vidtas för att förbättra konsumenternas kunskaper om riskerna i läneprodukter genom att uttrycka dessa risker med hjälp av en riskindikator. Även om det för närvarande inte finns någon tillräcklig marknad i USA för att konvertera bolånefordringar till ett ägarintresse i bostaden genom s.k. debt-to-equity swaps, kommer husägare – om denna typ av skuldsanering blir vanligare – att behöva ha kunskaper om denna komplicerade finansiella transaktion. Hon konstaterade vidare att boräntor är avdragsgilla i USA precis som i Sverige, vilket gynnar höginkomsttagare i oproportionerligt hög grad. Wallace tog även upp att några av de största bolåneinstituten i Kalifornien inte står under reglering och tillsyn.

Stefan Gerlach sammanfattade några av de viktigaste slutsatser som han hade dragit av konferensen. Det krävs för det första en starkare mikrotillsyn för att göra det finansiella systemet "skottsäkert". Politiken bör anpassas gradvis allt eftersom sårbarheter uppkommer, eftersom det är lättare att upptäcka sårbarheter än att förutse kriser. Penningpolitiken är inte rätt verktyg att hantera systemomfattande

risker, varför det behövs en makroorienterad reglering och tillsyn, vilken bör införas gradvis. De institutionella arrangemangen kring tillsynen är viktiga – de måste vara tydliga och välgrundade. Det måste finnas en insikt om att det finns en koppling mellan den makroorienterade regleringen och tillsynen och penningpolitiken och att de därför inte kan föras oberoende av varandra. Låga räntor kan skapa risker för den finansiella stabiliteten, men är ibland motiverade. Den finansiella tillsynen och regleringen bör skärpas när riskerna är små. Vi får slutligen inte glömma bort att icke-finansiella faktorer kan vara betydelse, såsom t.ex. konkurslagstiftning, förekomsten av s.k. recourse-lån¹ och skattepolitik.

1 Lån där långivaren vid en betalningsinställelse har rätt att framföra betalningsanspråk på låntagaren som går utöver de tillgångar som lämnats som säkerhet för lånet.