

Felaktig beskrivning av debatten om bostadspriserna, skulderna och penningpolitiken

LARS E O SVENSSON

I Ekonomisk Debatt nr 5 2014 har Roland Andersson en intressant artikel om bostadspolitiken (Andersson 2014). Men det korta avsnittet ”Risker för en bostadsbubbla”, inklusive hänvisningarna till mina bidrag, innehåller tyvärr så många fel att jag känner mig tvungen att rätta dem, för att förhoppningsvis undvika att missförstånd sprider sig. Andersson skriver följande (s 75):

På Finansinspektionen, Riksbanken och Boverket tror man att det finns risker för en bostadsbubbla mot bakgrund av de starkt ökade bostadspriserna under senare år. Regeringen har därför velat gardera sig mot detta. År 2010 införde den ett bolånetak. De nya bolånen får inte överstiga 85 procent av bostadens marknadsvärde. Regeringen överväger också att införa en amorteringsplikt. Riksbanken har varit försiktig med att sänka styrräntan av hänsyn till risker för en bostadsbubbla.

Professor Lars E O Svensson, tidigare vice riksbankschef, har däremot avfärdat tanken på att det finns sådana risker. Med Riksbankens försiktiga räntepolitik blir det enligt Svensson (2014a) lägre investeringar och ca 38 000 fler arbetslösa år 2013 jämfört med att man hade haft en lägre ränta, 0,25 procent sedan år 2010. Hans beräkningar ifrågasätts av Andersson och Jonung (2014) såsom icke robusta genom att baseras på ett antagande om konstanta inflationsförväntningar. Slutsatserna blir enligt dem alltför kategoriska. De menar dessutom att Riksbanken

inte bör fokusera på sysselsättningen utan på inflation, penningmängd och kreditvolym.

Här finns det flera saker att rätta till.

För det *första* anser varken Finansinspektionen eller Riksbanken att det finns någon bostadsbubbla i den meningen att priset på bostäder skulle vara högre än vad som motiveras av fundamentala faktorer, t ex ökande disponibla inkomster, sänkt sammanlagd fastighetsbeskattning, global trend mot lägre räntor samt lågt bostadsbyggande. Såvitt jag vet är det bara Boverket som anser att det finns en bostadsbubbla. Riksbankens stora utredning 2011 av riskerna på bostadsmarknaden drog slutsatsen att det inte fanns någon bostadsbubbla (Sveriges riksbank 2011). Peter Englund's (2011) uppsats i utredningen är ett viktigt bidrag till detta. (Man kan också komma ihåg att sedan hösten 2007 har bostadspriserna i genomsnitt ökat långsammare än disponibel inkomst, vilket jag har visat i Svensson 2013, 2014b.)

Däremot finns det på Riksbanken en stor oro över hushållens skuldsättning – dock utan ordentlig analys av frågan – medan det på Finansinspektionen finns betydligt mindre oro – och bättre analys, särskilt den i Finansinspektionens bolånerapport. Så här skriver Finansinspektionen i sin rapport om den finansiella stabiliteten (Finansinspektionen 2014, s 6):

FI anser att de olika åtgärder som har vidtagits för att minska riskerna med hushållens skuldsättning i dagsläget är tillräckliga. Det är emellertid viktigt att följa hur utlåningen till hushållen utvecklar sig. I den fortsatta uppföljningen är FI:s årliga bolåneundersökning en viktig del. Om situationen tydligt försämrats kan ytterligare åtgärder bli aktuella.

Det var inte heller regeringen utan Fi-

REPLIK

Lars E O Svensson är gästprofessor vid Handelshögskolan i Stockholm och forskar om penningpolitik. lars.svensson@hhs.se

nansinspektionen som införde bolånetaket.

För det *andra* är det inte så att jag ”avfärdar tanken på att det finns sådana risker”. Jag har såvitt jag vet aldrig uttryckt mig så om hushållens skulder. Min inställning är att man noga ska granska ett antal indikatorer på risker och inte bara utan analys och med hänvisning till skuldkvoten hävda att det finns sådana risker. Jag har i flera Ekonomistas-inlägg hävdat att skuldkvoten är ett olämpligt mått på eventuella risker och att andra mer relevanta indikatorer, t ex de i Finansinspektionens bolånerapport, visar på en ganska betryggande situation. Att studera och diskutera de mest relevanta indikatorerna på risker är *inte* att ”avfärda tanken” på att det finns sådana risker.

För det *tredje* är den siffra jag kommit fram till på antalet fler arbetslösa under 2013, jämfört med om Riksbanken inte hade höjt räntan sommaren 2010 utan låtit den ligga kvar på 0,25 procent sommaren 2010, 60 000, inte 38 000, som Andersson säger. Detta är vad som behandlas i Svensson (2014a). Enligt Riksbankens standardmodell, Ramses, som jag har använt, har arbetslösheten blivit 1,2 procentenheter högre under 2013 jämfört med om Riksbanken inte hade börjat höja räntan sommaren 2010. Med 5 miljoner personer i arbetskraften motsvarar det 60 000 fler arbetslösa.

För det *fjärde* avser den siffra på 38 000 fler arbetslösa som Andersson nämner i stället den genomsnittligt högre arbetslöshet som Riksbanken förorsakat under den långa perioden 1997–2011, genom att den genomsnittliga KPI-inflationen under denna period

blev 1,4 procent i stället för 2 procent (genomsnittet från 1995 till nu ligger för övrigt ännu lägre, på bara 1,2 procent). Detta diskuteras i Svensson (2014c).

Denna högre arbetslöshet gäller således hela perioden 1997–2011 och har inte främst med bostadspriser och hushållsskulder att göra; det är bara under senare år som penningpolitiken alltmör har motiverats och dominerats av en önskan om ”att luta sig mot vinden” och ha högre ränta än vad som motiveras av inflationsmålet.

För det *femte* gäller den kritik från Fredrik Andersson och Lars Jonung som Roland Andersson nämner främst den fjärde saken ovan, dvs frågan om hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten var under 1997–2011. Den gäller således inte frågan om bostadspriser och hushållsskulder.¹

För det *sjätte* är mitt främsta argument i debatten om penningpolitiken och hushållens skulder att styrräntan är ett mycket olämpligt instrument för att försöka påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, med kostnader som vida överstiger intäkterna. Med hjälp av Riksbankens egna siffror kan man beräkna att kostnaden blir ungefär 250 gånger större än intäkterna. Detta kommer tyvärr inte fram i Anderssons redogörelse.

En kostnads- och intäktsanalys av att luta sig mot vinden diskuteras i Svensson (2014h), med användande av Riksbankens egna siffror för styrräntans effekt på arbetslösheten, de reala skulderna och skuldkvoten. Slutsatsen är att intäkten (i form av en mindre risk för en framtida kris, lägre uppgång i arbetslösheten vid en framtida kris och därmed

¹ Dock är det så att Andersson och Jonung (2014) av allt att döma har fel på alla punkter – se t ex mitt svar i Svensson (2014d). Ett mer detaljerat svar finns på min hemsida (Svensson 2014e). Nyligen har det visat sig att Andersson och Jonung får annorlunda resultat i sina ekonometrisk skattningar på grund av att de gör ett elementärt fel i sin metod (Svensson 2014f). Min beräkning för hur mycket högre den genomsnittliga arbetslösheten blev under 1997–2011 är robust och beror inte på om inflationsförväntningarna antas vara konstanta eller inte. Robustheten diskuteras också utförligt i Svensson (2014g).

| | |
|---|--------|
| Kostnad: Ökad arbetslöshet under de närmaste åren, procentenheter | 0,5 |
| Intäkt: Minskad förväntad framtida arbetslöshet, procentenheter | |
| 1. På grund av minskad sannolikhet för en framtida kris | 0,001 |
| 2. På grund av mindre uppgång i arbetslösheten vid en kris | 0,0009 |
| Summa intäkt, procentenheter | 0,0019 |
| Summa intäkt som andel av kostnaden | 0,0038 |

Tabell 1
Kostnad och intäkt i arbetslöshet av en procentenhet högre styrränta i fyra kvartal

Källa: Svensson (2014h).

sammantaget lägre förväntad framtida arbetslöshet) är ungefär 0,4 procent av kostnaden (i form av högre arbetslöshet de närmaste åren), se tabell 1. Intäkten borde förstås vara mer än 100 procent av kostnaden för att det ska vara motiverat att luta sig mot vinden. Om intäkten är ungefär 0,4 procent av kostnaden blir således kostnaden ungefär 250 gånger större än intäkten.

Sammanfattningsvis är det således en hel del fel i Anderssons korta redogörelse för debatten, fel som jag härmed har försökt rätta till.

REFERENSER

Andersson, F N G och L Jonung (2014), "Riksbanken och inflationen 1995-2014 - missar Svensson målet?", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 3, s 36-48.

Andersson, R (2014), "Perspektiv på bostadspolitiken", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 5, s 70-76.

Englund, P (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i Sveriges riksbank, *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, www.riksbank.se.

Finansinspektionen (2014), *Stabiliteten i det finansiella systemet*, rapport, www.finansinspektionen.se.

Svensson, L E O (2013), "Husprisbubbla en-

ligt Roubini och Shiller? Fakta om bostadspriserna och disponibel inkomst", blogginlägg, www.ekonomistas.se.

Svensson, L E O (2014a), "Arbetslösheten och penningpolitiken - uppdatering för året 2013", blogginlägg, www.ekonomistas.se.

Svensson, L E O (2014b), "Avgörande faktafel i IMF-rapport om Sverige", blogginlägg, www.ekonomistas.se.

Svensson, L E O (2014c), "De senaste årens penningpolitik - 'leaning against the wind'", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 3, s 6-24.

Svensson, L E O (2014d), "Svar till Andersson och Jonung", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 5, s 77-79.

Svensson, L E O (2014e), "Svar till Andersson och Jonung - de misstar sig på alla punkter", www.larseosvensson.se/files/papers/svar-till-andersson-och-jonung.pdf.

Svensson, L E O (2014f), "Andersson och Jonungs annorlunda resultat beror på ett elementärt fel i deras metod", blogginlägg, www.ekonomistas.se.

Svensson, L E O (2014g), "Hur robust är beräkningen av den högre arbetslösheten?", blogginlägg, www.ekonomistas.se.

Svensson, L E O (2014h), "Why Leaning Against the Wind Is the Wrong Monetary Policy for Sweden", manuskript, www.larseosvensson.se.

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, www.riksbank.se.