

Finansiell stabilitet och penningpolitik – diskussion

Norges Bank
2017-04-21

S V E R I G E S R I K S B A N K



Björn Lagerwall

Sveriges riksbank

Avdelningen för penningpolitik

Två teman

- Penningpolitik och skulddynamik
 - Policy-fråga: Vilka möjligheter har penningpolitiken att påverka hushållens skuldsättning?
- När bör penningpolitiken "luta sig mot vinden"?
 - Policy-fråga: Bör penningpolitiken väga in hushållens skuldsättning i räntebesluten?
- De båda policy-frågorna hänger nära samman

Penningpolitik och skulddynamik

- Gelain, Lansing och Natviks uppsats: Penningpolitikens möjligheter att påverka hushållens skuldsättning beror på hur snabbt lånen omsätts
- Utgå från en enkel ekvation för hur hushållens skulder utvecklas
 - De beror på (1) den befintliga lånestocken, (2) amorteringstakten och (3) mängden nya lån

- $D_t = (1 - \alpha) * D_{t-1} + L_t,$

där α = amorteringstakt

$$L_t = \text{mängden nya lån} \approx LTV * H_t = \text{bolånetak} * \text{värde på bostaden}$$

I “standard-makromodell” med huspriser (Iacoviello, 2005), $\alpha=1$:

$$D_t = L_t = LTV * H_t,$$

- Lånestocken bestäms “på nytt” i varje period

- Om hushållens amorteringstakt realistiskt sett är låg, t.ex. $\alpha = 5$ procent per år:

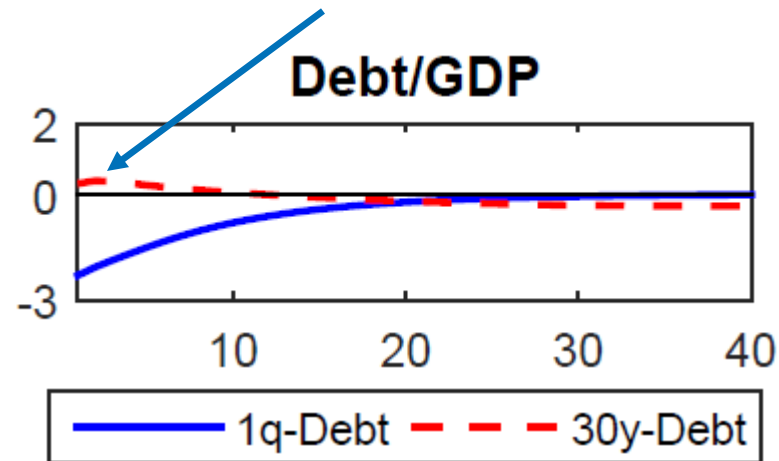
$$D_t = 0.95 * D_{t-1} + L_t$$

Intuitiv tolkning: Skuldstocken bestäms

- till 95 procent av den tidigare skuldstocken
- till 5 procent av nyupplåning
- Huvudpoäng i Gelain, Lansing och Natviks uppsats: Penningpolitiken kan bara påverka nya lån!
- Därför har **penningpolitiken mycket begränsad effekt på hushållens skuldsättning, alltså mängden lån i förhållande till inkomsten (BNP)**

Effekten av en räntehöjning på hushållens skuldsättning med olika amorteringstid

- Effekten går till och med “åt fel håll” med tillräckligt lång amorteringstid
- En räntehöjning gör att skuld/BNP ökar!

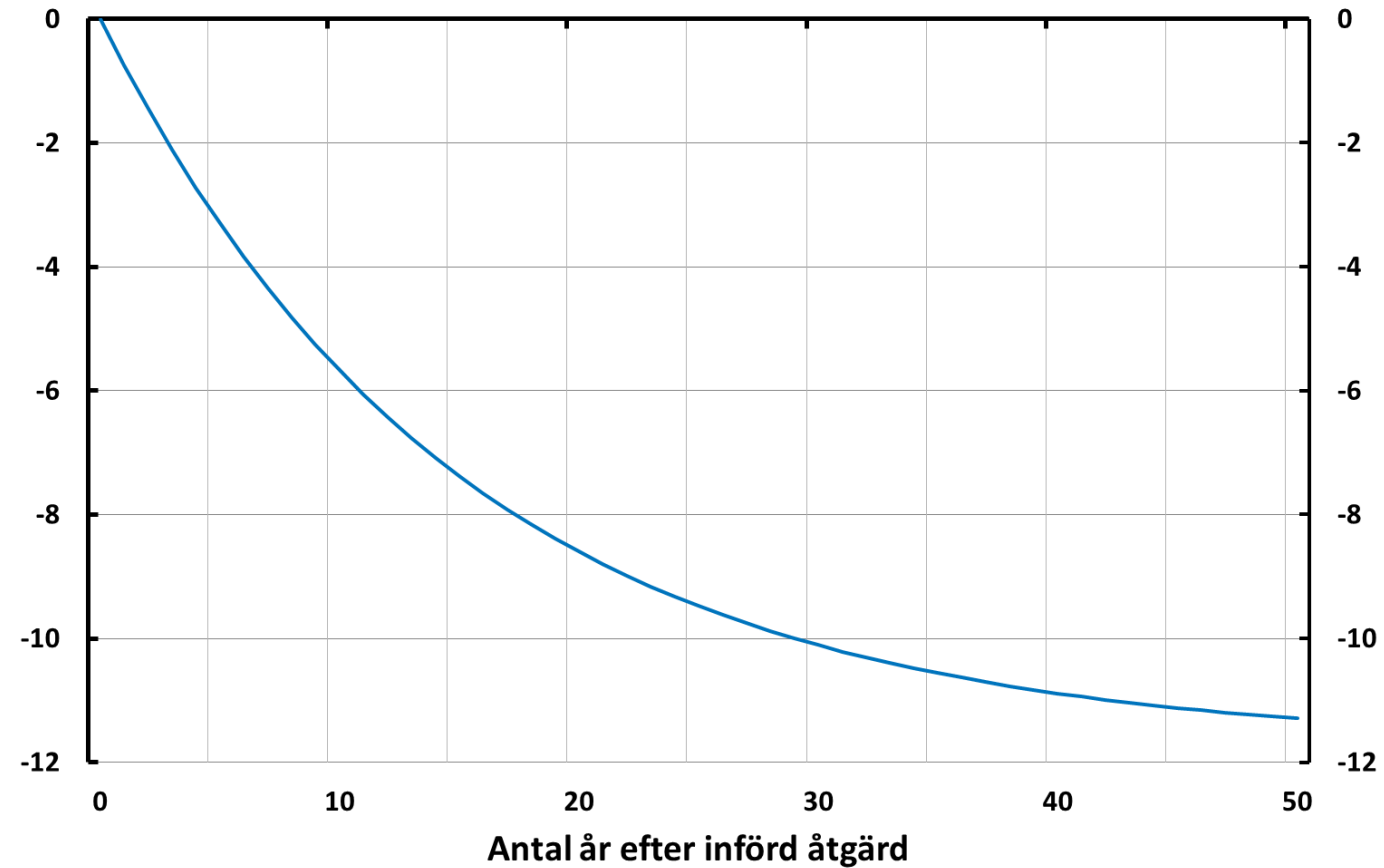


Mina kommentarer kring penningpolitik och skulddynamik

- Jämför med makrotillsynsverktyg
- Ofta antas att **makrotillsynsverktyg** (t.ex. LTV och LTI) är ”förstahandsval” för att påverka hushållens skuldsättning
- Men **samma problem** finns för dessa verktyg: De gäller bara nya lån!

Exempel: Effektberäkningar från 2015 av skuldkvotstak – långsamt genomslag

Effekt i procentenheter på hushållens skuldsättning av ett skuldkvotstak på 600 procent



Anm. Partiella beräkningar där hushållens inkomster inte antas påverkas.

Källa: Sveriges riksbank

Mina kommentarer kring penningpolitik och skulddynamik

- Dessutom: Räntan påverkar lånekostnaden för alla lån – *potential* att påverka amorteringen i stocken (α i modellen)
- Makrotillsynsverktyg tar dessutom tid eller kan vara svåra att genomföra (jämför situationen i Sverige kring amorteringskrav och legalt mandat)
- Men...
- Mer riktade verktyg (LTV och LTI) har mindre kostnader i termer av BNP
- Enklare att motivera utifrån makrotillsynsmandat än penningpolitiskt mandat
- Mandatet för penningpolitiken: låg och stabil inflation – svårigheter att ta för stor hänsyn till finansiella obalanser med oförändrat mandat
- Mandat för makrotillsyn: motståndskraft i finansiellt system och motverka finansiella obalanser

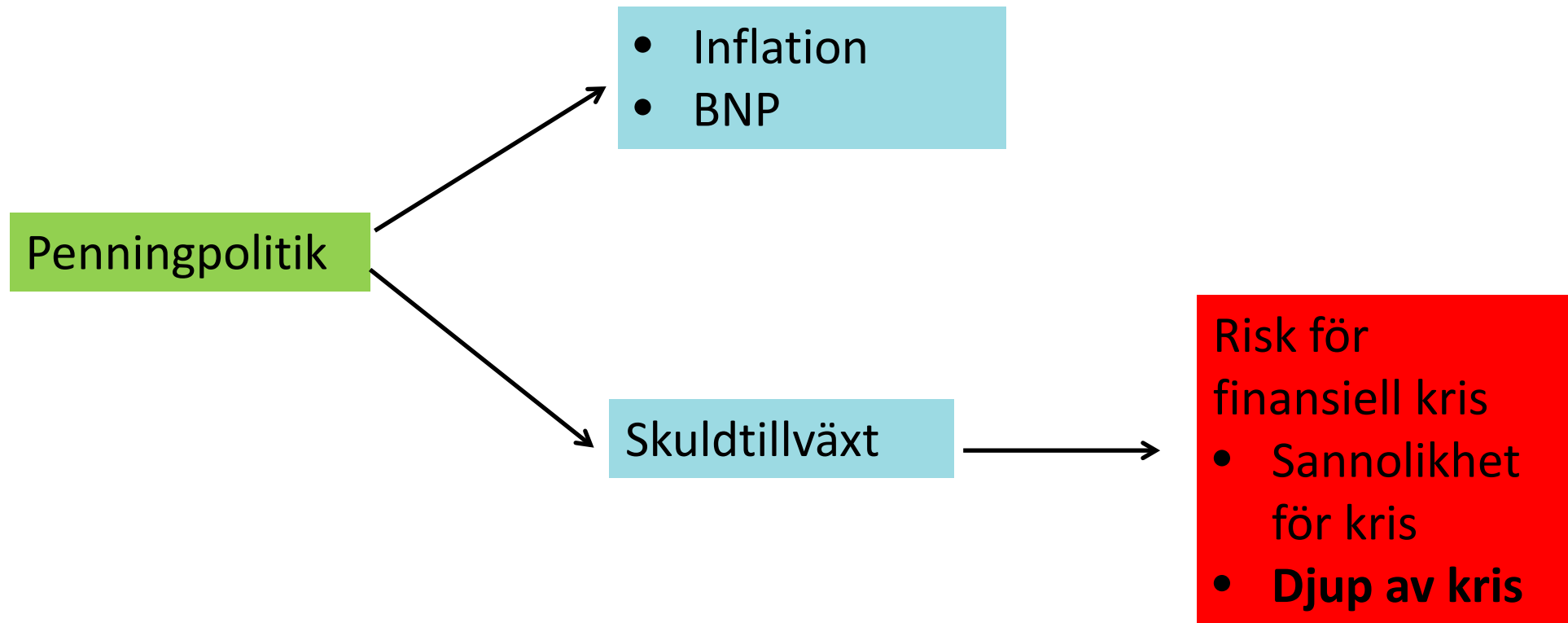
När bör penningpolitiken ”luta sig mot vinden”?

- Aktuell fråga även i Sverige
- Fördjupning i penningpolitisk rapport i juli 2013: En enkel tankeram för hur penningpolitiken kan ta hänsyn till finansiella obalanser
 - Grund för flera artiklar av Lars Svensson, som menar att ”leaning” har mkt större kostnader än intäkter
- Artikeln av Gerdrup, m.fl. visar att **antaganden spelar stor roll för resultaten!**

Grundläggande principer i uppsatsen

- Ekonomin kan befinna sig i en "kris" eller i "normaltillstånd"
- Högre ränta ger
 - lägre inflation och BNP i **normaltillstånd**
 - men också lägre tillväxt av skulder (effekt uppskattad på norska data)
- Lägre skuldtillväxt minskar
 - Sannolikheten för en kris
 - **Konsekvenserna av en kris – viktigt för resultaten**

Penningpolitisk avvägning



Mina generella kommentarer kring om ”penningpolitik ska luta sig mot vinden”

- Antaganden spelar stor roll för resultaten – det är i sig ett viktigt resultat!
- Grundläggande i all analys av att ”luta sig mot vinden”
 - kostnaderna relativt enkla att mäta
 - vinsterna betydligt svårare (speciellt effekten på sannolikheten för kris)
- Ofta baseras sannolikheterna för kriser på internationella data – mycket få observationer i ett givet land
- I ett givet land och en given period är effekten på sannolikheten för en kris av ökad skuldtillväxt därför **mycket osäker**

Mina specifika kommentarer kring om ”penningpolitik ska luta sig mot vinden”

- Vad händer vid en kris?
 - I uppsatsen: djupet beror på skuldtillväxten före krisen
- Annan viktig fråga: påverkas krisen av utgångsläget?
- Arbetslösheten vid en kris
 - I uppsatsen antas: Arbetslöshet vid kris = arbetslöshet före krisen + X procentenheter
=> svagt utgångsläge förvärrar effekten av en kris
 - Alternativt antagande: Arbetslöshet vid kris = NAIRU + X procentenheter (t.ex. arbetslösheten blir ”alltid 10 procent” vid en kris, oavsett utgångsläget)
 - I slutändan en empirisk fråga

Mina kommentarer kring båda ämnena

- Fortfarande begränsade kunskaper kring penningpolitik och finansiella obalanser
- Artiklarna viktiga och mycket högkvalitativa bidrag
- Min främsta fråga kring båda uppsatserna gäller skulddynamiken som ”krisgenerator”
- Även **bostadsprisernas utveckling** har visat sig viktig i samband med finansiella kriser
- Intressant att undersöka penningpolitik som reagerar på bostadspriser i stället för enbart skulder

Penningpolitiken har stora effekter på bostadspriser

Exempel: Robstad (2014)

Table 2: Response to a monetary policy shock

Paper	Country(ies)	Real house prices	Real credit
This paper: Choleski (interest rate last)	Norway	0-3	0-1
This paper: Choleski (House prices last)	Norway	2-5	0.25-0.75
This paper: Long and short run restrictions	Norway	3-14	0.25-1.25
This paper: Sign restrictions	Norway	2-8	0.5-1.75
Bjørnland and Jacobsen (2010)	Norway	2-4	
Assenmacher-Wesche and Gerlach (2008)	Norway	0.5-3	(-2)-2
Assenmacher-Wesche and Gerlach (2008)	OECD	0.5-2	1-2
Carstensen et al. (2009)	OECD	5-15	
Goodhart and Hofmann (2008)	OECD	2-4	1-3
Jarocinski and Smets (2008)	US	2-4	
Musso et al. (2011)	US	1-3	1-3
Musso et al. (2011)	euro area	0.5-1.5	0.5-1.5
Lasèn and Strid (2013)	Sweden	1	1 (only mean is reported)
Aoki et al. (2004)	UK	0.5-2	

Källa: O. Robstad (2014), "House prices, credit and the effect of monetary policy in Norway: Evidence from Structural VAR Models", Norges bank working paper nr. 5.

Några övergripande tankar

- Viktigt att klargöra mandat och ansvarsfördelning mellan penningpolitik och makrotillsyn när det gäller att förhindra finansiella kriser
- Bör penningpolitiken ha som explicit mål att främja finansiell stabilitet?
 - Förutsätter kanske en roll för krediter/bostadspriser för välfärden i ”normala tider”