

FÖRDJUPNING – Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?

Riksbankens expansiva penningpolitik har bidragit till en hög tillväxt och stigande inflation. I debatten framförs ibland att aktiviteten i ekonomin nu är så hög att den expansiva ekonomiska politiken riskerar att leda till överhettning. Riksbankens bedömning är visserligen att resursutnyttjandet är högre än normalt, men det finns ändå få tecken på att löner och priser generellt är på väg att stiga för snabbt. Faktorer som fortsatt högt sparande och god konkurrenskraft tyder inte heller på stora obalanser generellt i ekonomin. Det betyder dock inte att riskerna med den höga aktiviteten i den svenska ekonomin kan ignoreras. Det finns till exempel en risk att för att bostadsbyggandet avtar snabbt från dagens höga nivåer, vilket kan bidra till eller förstärka en framtida lågkonjunktur. Riksbanken har också länge betonat riskerna kopplade till hushållens skuldsättning. Det finns fortsatt anledning att noga analysera bostads- och bolånemarknaden.

Högt resursutnyttjande reser frågor

Riksbanken har till uppgift att försöka hålla inflationen nära målet på 2 procent och strävar samtidigt efter att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Mot bakgrund av bland annat svag utveckling i omvärlden har det krävts en mycket expansiv penningpolitik för att stimulera efterfrågan och lyfta inflationen och på så sätt säkra trovärdigheten för inflationsmålet.

Inflationen är nu nära målet och Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet är högre än normalt (se diagram 4:12 och 4:14). En fortsatt hög aktivitet i ekonomin behövs för att inflationen ska stabiliseras kring 2 procent. Den starka utvecklingen innebär samtidigt att det är naturligt att olika risker med ett högt resursutnyttjande lyfts fram i debatten.

Ett sätt att analysera riskerna med högt resursutnyttjande är att dela upp riskerna i två kategorier: Hög inflation samt felallokeringar eller obalanser i produktion och efterfrågan. Båda bidrar till större ekonomiska svängningar, ökad osäkerhet och sämre förutsättningar för hushåll och företag att exempelvis planera sparande och investeringar.

Medan det finns en rad olika mått på priser och kostnadstryck är det betydligt svårare att identifiera obalanser i produktion och efterfrågan. Det är svårt att mäta resursutnyttjandet med någon större precision och det är ännu svårare att säga vilken nivå som utgör ett problem. Även om det finns tecken på ökade matchningsproblem såsom bristtal och rekryteringstider är det komplicerat att avgöra i vilken utsträckning den höga sysselsättningen är långsiktigt hållbar eller speglar en obalans. Arbetslösheten inom vissa grupper på arbetsmarknaden är fortsatt hög och det är en positiv utveckling att fler personer har fått tillträde

till arbetsmarknaden utan att det inneburit snabbt stigande löner och priser.

För att analysera felallokeringar och obalanser i produktion och efterfrågan behöver man titta på utvecklingen bakom Riksbankens vanliga mått på resursutnyttjande. Ett lågt och fallande sparande, försämrad konkurrenskraft eller snabbt växande produktion inom en viss sektor kan vara tecken på obalanser som riskerar att fördjupa en framtida lågkonjunktur. I det aktuella ekonomiska läget finns det till exempel anledning att närmare analysera eventuella risker med den snabba tillväxten i bostadsinvesteringarna.

Därutöver kvarstår de finansiella risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning. Även om denna utveckling inte i första hand beror på ett högt resursutnyttjande innebär den en ökad sårbarhet som kan förstärka problemen relaterade till eventuella obalanser i bostadsbyggandet.

Risken för hög inflation bedöms vara låg

En för hög inflation är skadlig för ekonomin bland annat eftersom inflationen brukar variera mycket när den är hög. Osäkerheten ökar och det blir svårare för aktörerna i ekonomin att planera. Därför har Riksbanken till uppgift att stabilisera inflationen nära 2 procent.

Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation är en viktig del i Riksbankens bedömning av hur inflationen kommer att utvecklas. Utgångspunkten är den så kallade Phillipskurvan, som enkelt uttryckt innebär att löner och priser tenderar att öka snabbt när resursutnyttjandet är högt.⁷

Inflationen i Sverige har de senaste åren stigit från låga nivåer och är för närvarande nära målet. Riksbanken bedömer dock att inflationstrycket fortfarande är lågt och att det därför krävs fortsatt hög ekonomisk aktivitet för att

⁷ Se till exempel "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" Penningpolitisk rapport oktober 2016.

inflationen ska ligga kvar kring målet. Det hänger bland annat samman med att omvärldens inflation är låg och att avtalade löner för de kommande tre åren är måttliga (se kapitel 4). Att risken för snabbt stigande löner och priser är liten stöds även av inflations- och löneförväntningarna.

Nivån på sparandet tyder inte på framväxande obalanser

En annan risk med högt resursutnyttjande är att det kan bidra till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Detta står i kontrast med Riksbankens strävan att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Vid sidan av de direkta effekterna som till exempel högre arbetslöshet i lågkonjunkturer innebär större svängningar ökad osäkerhet som normalt dämpar den ekonomiska utvecklingen.

Sambandet mellan högt resursutnyttjande och ökade konjunkturvariationer kan bland annat relateras till sparande- och investeringsbeslut. Riksbanken bedömer att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att hålla uppe efterfrågan och stabilisera inflationen. Samtidigt innebär mer konsumtion och investeringar idag att både behovet och utrymmet blir mindre i framtiden. En alltför hög efterfrågan kan därmed bidra till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Detta kan till exempel ske om aktörers förväntningar i hög grad påverkas av det aktuella läget i ekonomin. I en högkonjunktur kan det bidra till att konsumtions-, sparande- och investeringsbeslut baseras på för optimistiska förväntningar om framtida inkomster och vice versa i en lågkonjunktur. Ett lågt sparande minskar även motståndskraften när konjunkturen försämras och kan därmed öka risken för att lågkonjunkturen blir djup.

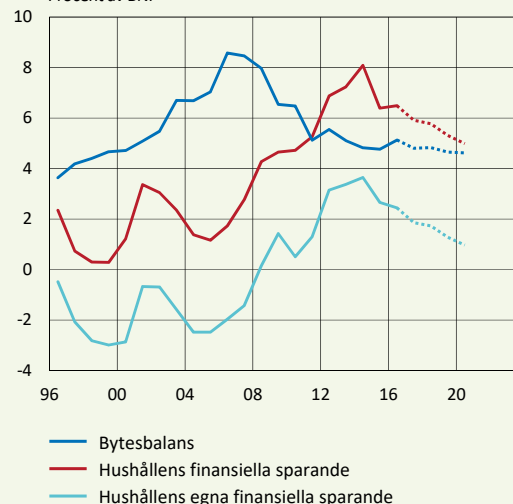
De svenska hushållen har ökat sitt sparande betydligt under den senaste tioårsperioden (se diagram 1:14). Genom att rensa bort kollektivt försäkringssparande från hushållens finansiella sparande kvarstår det egna finansiella sparandet. Denna del speglar hushållens aktiva sparandebeslut och det sparande som hushållen kan anpassa om konjunkturen viker och inkomstutvecklingen dämpas. Det är hushållens egna finansiella sparande som har drivit uppgången i sparkvoten. Även om hushållen nu minskar sitt sparande förblir det högt i ett historiskt perspektiv de kommande åren.

På nationell nivå innebär sparandeunderskott ett beroende av extern finansiering. Under vissa omständigheter, till exempel perioder med finansiell stress, kan möjligheterna till extern finansiering minska och länder med bytesbalansunderskott kan då tvingas till betydande korrigeringar i konsumtion och investeringar. Sverige har haft ett högt bytesbalansöverskott sedan mitten av 1990-talet. Det har minskat något de senaste åren men väntas vara nära 5 procent av BNP de närmaste åren (se diagram 1:14). Det finns alltså ett betydande sparandeöverskott i

svensk ekonomi. Ökade investeringar finansieras med andra ord i stor utsträckning av högre sparande inom landet.

Eftersom bytesbalansen i hög grad är en spegelbild av förhållandet mellan export och import är det stabila överskottet även en indikation på att den höga aktiviteten i den svenska ekonomin inte är förenad med obalanser i form av försvagad konkurrenskraft. Den bilden stöds även

Diagram 1:14. Bytesbalans och hushållens finansiella sparande
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

av andra konkurrensindikatorer. Förhållandet mellan enhetsarbetskostnaderna i Sverige och våra handelspartners har till exempel varit stabilt de senaste åren och exporten har utvecklats ungefär i linje med importefterfrågan på svenska exportmarknader.

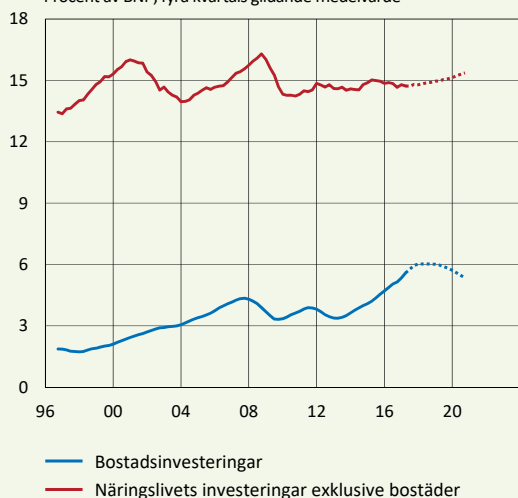
Historiskt höga nivåer på bostadsbyggandet

Den del i ekonomin som ökat särskilt snabbt de senaste åren är bostadsinvesteringarna (se diagram 1:15). Utvecklingen är relevant ur minst två perspektiv. Det finns dels en risk för en direkt effekt där en inbromsning i bostadsbyggandet bidrar till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Därutöver finns det en koppling mellan bostadsbyggande, bostadspriser och risker förenade med hushållens skuldsättning.

Den direkta effekten kan förenklat relateras till att bostäder som byggs idag inte behöver byggas imorgon. Riksbanken bedömer att det finns ett strukturellt underskott efter många år med för lågt byggande men omställningen kan ske i olika takt. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP har ökat i snabb takt under senare år och nivån är idag nästan dubbelt så hög som genomsnittet 1993–2013. Stigande bostadsinvesteringar har därmed haft en betydande direkt effekt på BNP-utvecklingen. Bostadsinvesteringar utgör fortsatt en begränsad del av ekonomin men enligt historiska mönster är svängningarna betydligt större

än i BNP. Det omfattande byggandet idag innebär därför en ökad risk för större svängningar i konjunkturen.

Diagram 1:15. Näringslivets investeringar
Procent av BNP, fyra kvartals glidande medelvärde



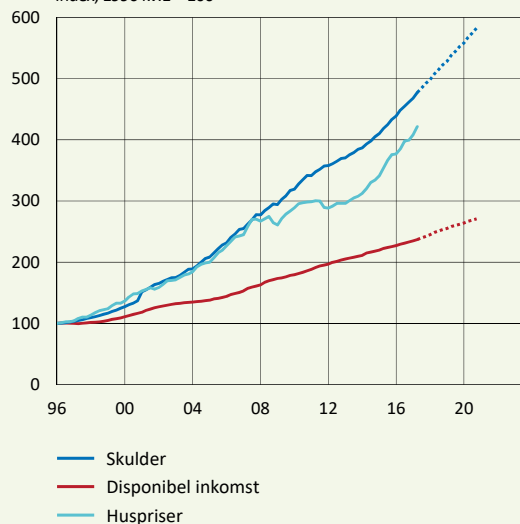
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Nivån på bostadsbyggandet hänger också samman med bostadspriserna. Den snabba ökningen av bostadspriser indikerar att det har funnits ett stort underskott av bostäder på marknaden. Boverket bedömer också att det fortsatt finns ett demografiskt behov att fylla efter många år med alltför lågt bostadsbyggande. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP i Sverige är heller inte särskilt hög i ett internationellt perspektiv. Riksbankens prognos innebär en succesiv nedtrappning av bostadsbyggandet med begränsade tillväxteffekter och en gradvis dämpning av tillväxttakten i bostadspriserna.

Utvecklingen på bostadsmarknaden behöver följas även framöver, inte minst eftersom det finns en koppling till bostadspriser och riskerna förenade med hushållens skuldsättning. Utöver det demografiska behovet påverkas efterfrågan på bostäder bland annat av inkomster, boendekostnader och bostadspriser, både faktiska och förväntade. Skattelättnader, generösa lånevillkor och det låga ränteläget har till exempel bidragit till högre efterfrågan och stigande priser på bostäder. Incitamenten att bygga bostäder påverkas i sin tur av prisutvecklingen. I Sverige avspeglas detta i en hög samvariation mellan bostadspriser och byggvolymer. Det finns en risk att både efterfrågan och utbudet baseras på för optimistiska förväntningar om inkomster och priser, vilket kan bidra till att det byggs för många eller för dyra bostäder i relation till hushållens långsiktiga inkomstutveckling. De ekonomiska konsekvenserna av en sådan utveckling blir både fallande bostadsinvesteringar och fallande bostadspriser.

Risker och konsekvenser förenade med överproduktion och bostadsprisfall hänger även nära samman med kredittillväxt och skuldsättning. En hög belåningsgrad innebär till exempel en ökad sårbarhet vid ett bostadsprisfall eftersom det ökar risken för att värdet på bostaden understiger lånet. Hög belåningsgrad och hög skuldsättning gröper även ur hushållens konsumtionsutrymme samt minskar motståndskraften i en konjunkturförsvagning, vilket ökar risken för större konjunktursvängningar. Historiska erfarenheter visar att lågkonjunkturer som föregås av snabbt stigande kredittillväxt och huspriser tenderar att vara både djupare och längre än andra konjunkturdgångar.⁸

Diagram 1:16. Disponibel inkomst, huspriser och skulder
Index, 1996 kv.1 = 100



Anm. Disponibel inkomst avser fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen av belåningsgrad och hushållens skulder är dock inte främst ett resultat av konjunkturläget. Såväl huspriser som skulder har vuxit snabbare än hushållens inkomster under en lång period oavsett konjunkturläge (se diagram 1:16). Det är också relevant att skilja mellan ökad skuldsättning till följd av att bostadsstocken växer och fler äger sitt boende och en ökning som drivs av stigande huspriser och stigande belåningsgrad.

⁸ Se till exempel Jordá, O. Schularick, M. och Taylor, A. "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles", NBER Working Paper No. 20501, September

2014 och Drehmann, M. Borio, C. och Tsatsaronis, K. "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", BIS Working Papers No 380, juni 2012.