INTELLIGENCE WATCH

Sverige in i dimman – ett obehagligt sannolikt krisscenario

April 2016

Rapportförfattare:
Andersson, Fredrik N.G.
Bergh, Andreas
Olshov, Anders

Innehåll:

Sammanfattning och slutsatser för hållbarheten **2**. Introduktion **4.** Bostadsmarknad, krediter och finansmarknaderna **5.** Flyktingmottagande och offentliga finanser: Några varningar **10.** Spekulation mot Sverige i nästa kris **14**

Sammanfattning och slutsatser för hållbarheten

Sverige har under en längre tid byggt upp obalanser i ekonomin. Hushållens skuldkvot som andel av disponibelinkomst förväntas nå 190 procent 2018, en fördubbling sedan 1995. Den höga privata skuldsättningen kombinerat med högt värderade och stigande fastighetspriser och en av världens största banksektorer gör att en framtida kris riskerar bli än värre än krisen under 1990-talet.

Problemen är kända. Riksbankschefen Ingves varnade 2014 för att om skulderna överstiger 180 procent av disponibel inkomst får vi det han kallade skulddominans, vilket betyder att den ekonomiska politiken helt måste inriktas på skuldproblemen. Trots denna insikt har Riksbanken infört negativ ränta vilket bidragit till att ökningstakten i både fastighetspriser och skulder har accelererat. Politikerna och Finansinspektionen har passivt sett på hur vi för varje dag kommer ett steg närmare en större finansiell krasch.

Parallellt med detta har Sverige tagit emot ett rekordstort antal flyktingar. Det är inget osannolikt scenario att effekten på de offentliga finanserna av flyktinginvandringen blir mer negativ än vad tidigare studier visat på. På kort sikt verkar de ökade utgifterna för mottagandet som en stimulans, vilket betyder att situationen är förrädisk så till vida att ekonomin på kort sikt skenbart ser ut att utvecklas väl.

Kostnaderna för ekonomiskt bistånd/socialbidrag kan komma att stiga betydligt, men eftersom bidraget bantats ligger de stora effekterna på andra transfereringar och den offentliga konsumtionen. Den största faran finns i långsiktiga sociala kostnader av arbetslöshet och fattigdom. Dessa kostnader är svårkvantifierade, men i värsta fall betydande.

Obalanserna gör att Sverige hamnar i finansmarknadernas nålsöga när de av Riksbanken och politikerna uppumpade fastighetspriserna vänder ned, efterfrågan i ekonomin minskar och budgetunderskottet ökar. Hushållens höga skuldsättning, bankernas stora andel marknadsfinansiering i utländsk valuta och en svag regeringsmakt gör Sverige sårbart i ett sådant scenario. Massarbetslöshet bland de nyanlända flyktingimmigranterna hotar, vilket kan skapa sociala spänningar.

Under sämre tider försvagas kronan och kräver investerare högre svenska räntor visavi omvärlden för att investera i Sverige. Under finanskrisen 2008-09 handlades kronan tidvis mer än 20 procent lägre än vad som kan beskrivas som ett jämviktsläge. Riksbankens minusränta kan efteråt framstå som ett kontraproduktivt experiment som destabiliserade ekonomin, bidrog till en svensk ekonomisk kris, förmögenhetsomförflyttningar inom Sverige och mellan Sverige och utländska aktörer samt orsakade deflation.

Vad gäller den ekonomiska hållbarheten kan lågräntepolitiken medföra tvära kast i ekonomin som ökar risken för en fastighets- och bankkris, arbetslöshet och omfördelning av förmögenheterna i samhället. Personer med information och företag med god insyn i de ekonomiska och politiska förhållandena kan dra fördel av de svängningar som sker i den reala ekonomin och på finansmarknaderna. Motsatt missgynnas nyanlända, låginkomsttagare och lågutbildade med informationsunderläge.

En annan effekt av lågräntepolitiken är att låntagare gynnas. Det gäller staten som finansierar statsskulden billigt och fastighetsägare som får en bra hävstång på investerat eget kapital när hyresintäkterna stiger relativt räntebetalningarna. Ägare av villor och bostadsrätter får även göra ränteavdrag och har under lång tid, inklusive värdestegringen, tjänat på att bo medan hyresgäster har fått betala. Sedan 2004 har boendeutgifterna för hushåll med äganderätter fallit med 25 procent i relation till inkomsten. För hushåll med hyresrätt är boendekostnaden stabil. Yngre får allt svårare att komma in på bostadmarknaden och tvingas ta allt högre lån för att kunna få en bostad. Det är ingen bra fördelningspolitik och en bidragande orsak till de växande ekonomiska samhällsklyftorna i Sverige.

Lågräntepolitiken har i kombination med den förändrade beskattningen av fastigheter 2008 även bidragit till regionala förändringar. Bostads- och fastighetspriserna har stigit mer i Stockholm, men även i Göteborg, jämfört med övriga landet.

Pensionskapitalet har genom lågräntepolitiken fått god avkastning så länge börserna och obligationskurserna steg, men riskerar ett antal dåliga år om börsen toppar och vänder ned och räntemarknaden inte ger någon avkastning.

1. Introduktion

För några år sedan drabbades världen av en av historiens största finansiella systemkriser. Det tvingade fram en koordinerad akut räddning från finansministrar och centralbankschefer för att inte det finansiella systemet skulle haverera. Huvudreceptet var lägre räntor, kapitaltillförsel till problembanker och kvantitativa lättnader.

En tid därefter stod det klart att räddningsåtgärderna tillfälligt hade lyckats och oron hejdats. Den ekonomiska återhämtningen tog långsamt fart – inte minst i Sverige där optimismen och ekonomin växte snabbare än i andra länder. Det talades om en svensk tiger. Baksidan av myntet är åtgärdernas pris. De låga räntorna, utan historisk motsvarighet, beskrivs av många som ett experiment. Trots en bättre ekonomisk utveckling än i andra jämförbara länder har Riksbanken gått längre i räntesänkningarna än många andra länder. Skillnaden mellan BNP-tillväxten och Riksbankens reporänta, ett mått på den penningpolitiska stimulansen, har ökat till historiska rekordnivåer. I det avseendet är Sverige närmast unikt.

Parallellt fungerar flyktingvågen till Sverige som en offentligt finansierad efterfrågestimulans som ökar konsumtionen och byggandet. Resultatet är att Sverige löper ifrån i stort sett samtliga övriga EU-länder i ekonomisk tillväxt. Men situationen påminner mindre om Sverige på 1960-talet när industrin behövde arbetskraft och mer om Tyskland efter återföreningen i början av 1990-talet då östtyskarnas levnadsstandard skulle höjas till västtysk nivå, men produktiviteten var lägre och arbetslösheten steg. Efter en tid med stora transfereringar till östra Tyskland och hög ekonomisk tillväxt skulle lånen betalas och tvingades regeringen Kohl höja skatterna. Räntorna steg och drog med övriga Europa i en konjunkturavmattning. Det är intressant att just Tyskland är det land, bredvid Sverige, som har tagit emot flest flyktingar under senare år.

Stämmer våra farhågor står det Sverige som idag framstår som starkt och i vissa delar överhettat inför en utdragen period - ett decennium - med låg produktivitets- och BNP-tillväxt och osedvanligt hög arbetslöshet. De högre offentliga utgifterna skall betalas i ett klimat med högre räntor och nedgångar på fastighetsmarknaderna som gör konsumenterna försiktiga. Svensk ekonomi kan i längden inte avvika från övriga Europa såsom nu sker och lunchen är inte gratis, inte denna gång heller.

2. Bostadsmarknad, krediter och finansmarknaderna

- Sverige lider av det som Riksbankschefen Ingves 2014 kallade skulddominans – att hushållens skulder är så höga att den ekonomiska politiken helt måste inriktas på skuldproblemen.

- Hög privat skuldsättning kombinerat med högt värderade och stigande fastighetspriser samt en stor banksektor gör att en framtida kris riskerar bli än värre än krisen under 1990-talet. Hushållens skuldkvot som andel av disponibelinkomsten förväntas nå 190 procent 2018, mer än dubbelt jämfört med 1995.

- Sedan Riksbanken valde att fokusera på konsumentprisinflationen och införa minusränta har ökningstakten i både fastighetspriser och skulder accelererat. För varje dag kommer vi ett steg närmare en större finansiell krasch.

Fastighetspriser och hushållens skulder når kontinuerligt nya rekordnivåer i Sverige. Under 2015 växte hushållens skulder med drygt 7 procent[1] medan fastighetspriserna steg med i genomsnitt 12 procent. Bakom denna utveckling finns många faktorer. Inte minst bostadsbrist, urbanisering och stigande disponibla inkomster har bidragit till prisuppgången på bostäder. Även det historiskt låga ränteläget spelar en viktig roll för både skuldsättningen och utvecklingen av fastighetspriserna. Om räntorna hade varit högre hade hushållen inte haft råd att ta på sig så pass stora skulder som de har idag. Fastighetspriserna hade då varit lägre eftersom hushållens betalningsförmåga hade varit begränsad. Så länge räntorna förblir låga och inkomsterna fortsätter stiga utgör skulderna och fastighetspriserna inget direkt hot mot den ekonomiska utvecklingen, men utvecklingen är inte långsiktigt hållbar. Redan vid en liten försämring av hushållens ekonomi t.ex. genom en höjd ränta eller höjda skatter riskerar många hushåll att få ekonomiska problem. En större ekonomisk kris kan inte uteslutas[2].

Den svenska utvecklingen är på många sätt unik jämfört med andra jämförbara länder. Fram till finanskrisen 2008 följde Sverige ett internationellt mönster med stigande skuldkvot (se Figur 1) och stigande bostadspriser (se Figur 2). Efter 2008 avviker Sverige däremot från det internationella mönstret. Medan skulder och priser föll i andra länder fortsatte prisuppgången och skulduppbyggnaden i Sverige. Enligt Riksbankens senaste prognos förväntas skulderna slå nya rekord under hela dess prognoshorisont till 2018. Skulderna i relation till disponibel inkomst kommer då att vara mer än dubbelt så stora jämfört med 1995. Jämfört med 2008 kommer skuldkvoten ha vuxit med 30 procentenheter.

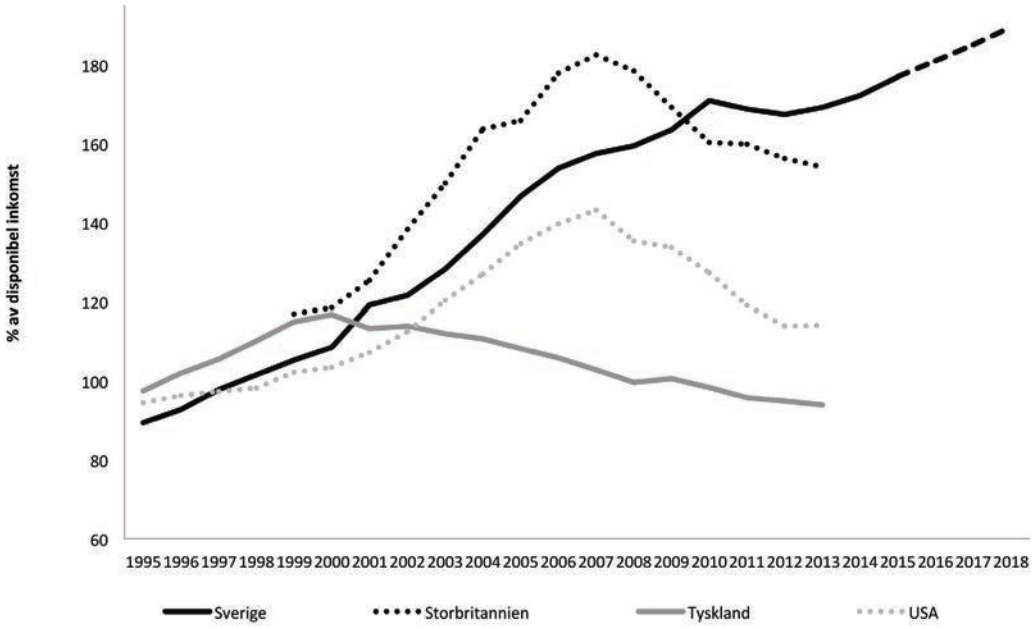
Ingves varning

Riksbanken har vid ett flertal tillfällen varnat för den höga och växande skuldkvoten. Riksbankschefen Ingves varnade 2014 att om skulderna överstiger 180 procent av disponibel inkomst får vi ”*det jag kallar skulddominans, vilket betyder att den ekonomiska politiken helt måste inriktas på skuldproblemen*”[3]. Denna gräns kommer vi att passera under 2016 och Riksbankens prognos visar på en skuldnivå på 190 procent år 2018.

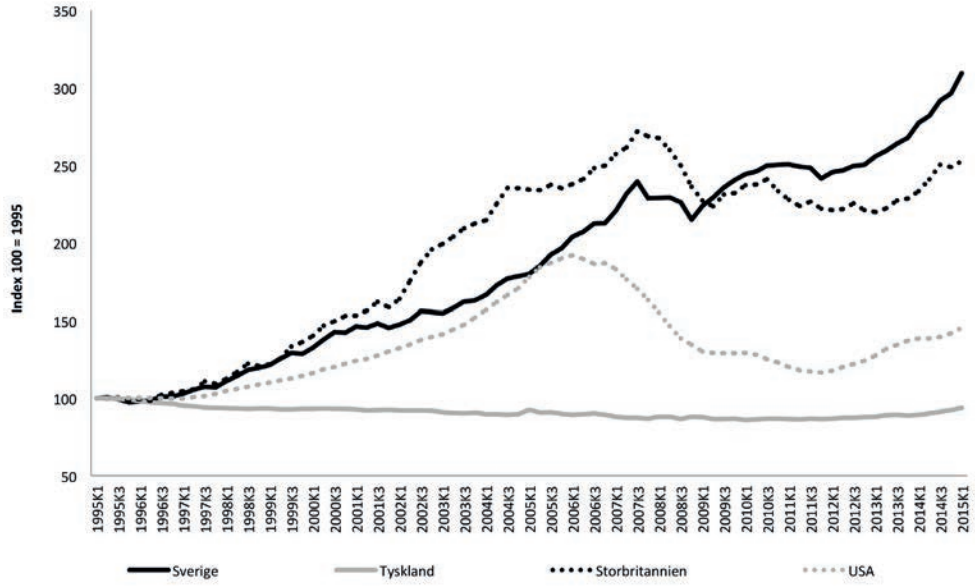
[1] http://www.scb.se/Statistik/_Publikationer/FM5001_2015M12_BR_FM5001BR1601.pdf

[2] Andersson och Jonung (2015) diskuterar kopplingen mellan skuldsättning och finanskriser.

[3] http://www.dn.se/ekonomi/ingves-kritisk-till-svenskars-bolan/



Figur 1. Hushållens skuldsättning i förhållande till disponibel inkomst 1995-2018

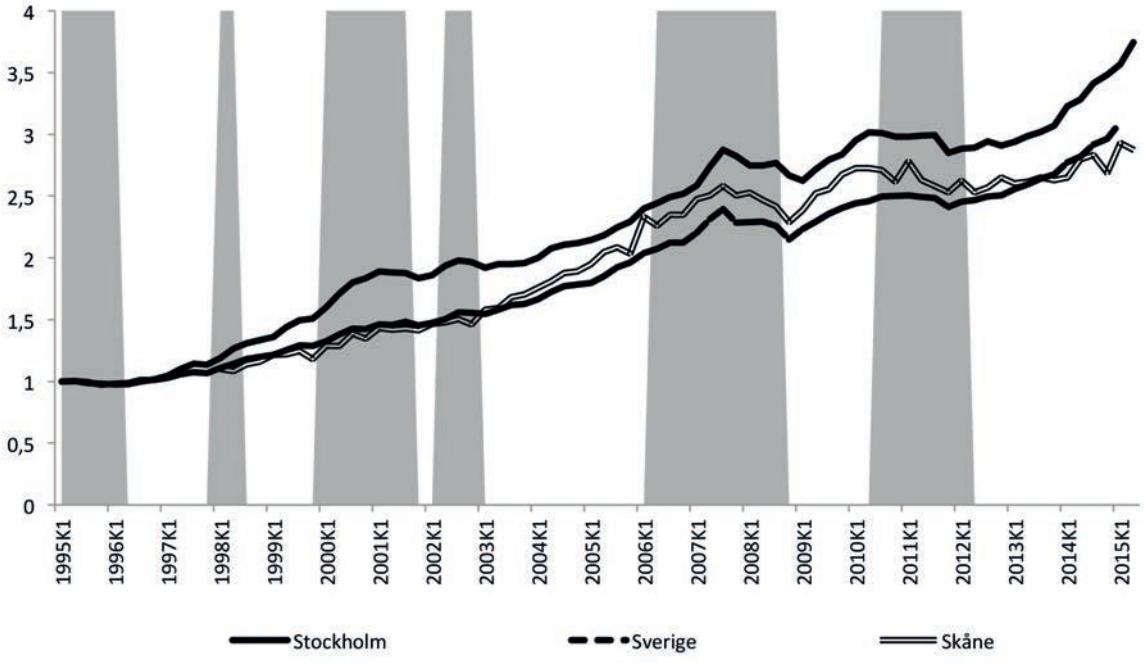


Figur 2. Reala fastighetspriser 1995-2015

Sedan mitten av 1990-talet har de reala fastighetspriserna tredubblats i Sverige som helhet och nästan fyrdubblats i Stockholmsområdet. I Skåne följer priserna i stort utvecklingen i Sverige som helhet om än prisutvecklingen varit något långsammare efter 2010. Sedan 1990-talets mitt har den genomsnittliga långa bostadsräntan fallit från drygt 9 procent till knappt 3 procent[4].

[4] Källa: Thomson Financial Datastream. Dataserie:5DMLHN5P.

Räntefallet har spelat en stor roll för både skuldsättningen och fastighetspriserna vilket illustreras i Figur 3. Figuren visar de svenska reala fastighetspriserna för Sverige, Stockholm och Skåne, samt de perioder när Riksbanken har sänkt (vitt fält i figuren) och höjt (grått fält) reporäntan. Mönstret i figuren är tydligt. Ungefär ett år efter Riksbanken har börjat höja räntan stabiliseras eller t.o.m. faller fastighetspriserna. Ungefär ett år efter Riksbanken har börjat sänka reporäntan stiger fastighetspriserna. Åren från 2005 fram till 2008 när Riksbanken stramade åt ekonomin stabiliserades priserna. I samband med finanskrisen sänkte centralbanker runt om i världen räntan kraftigt och Riksbanken följde efter. Fastighetspriserna tog då ny fart fram till Riksbanken började strama åt under 2011. Riksbanken fick mycket kritik för sina räntehöjningar och slog under 2012 om till att sänka räntan igen. Fastighetspriserna tog då ny fart. Under 2015 avsade sig Riksbanken ansvaret för att stabilisera hushållsskulderna och införde negativ ränta[5]. Sedan dess har fastighetspriserna stigit kraftigt – i många delar av landet med mer än 15 procent.



Figur 3. Reala fastighetspriser i Sverige, Skåne och Stockholm samt perioder av räntehöjningar (grått) och räntesänkningar (vitt) 1995-2015 (Index kv1 1995=1)

Den rekordhöga skuldkvoten betyder att hushållen är mycket känsliga för framtida ekonomiska störningar som fallande disponibel inkomst eller en förändring i bolåneräntan. Redan vid en ränta på 4 procent blir räntebetalningarna större i relation till disponibel inkomst än vid något tillfälle sedan 1970-talet förutom under den svenska finanskrisen i början av 1990-talet. Att många hushåll då skulle få ekonomiska problem är inte svårt att förutspå.

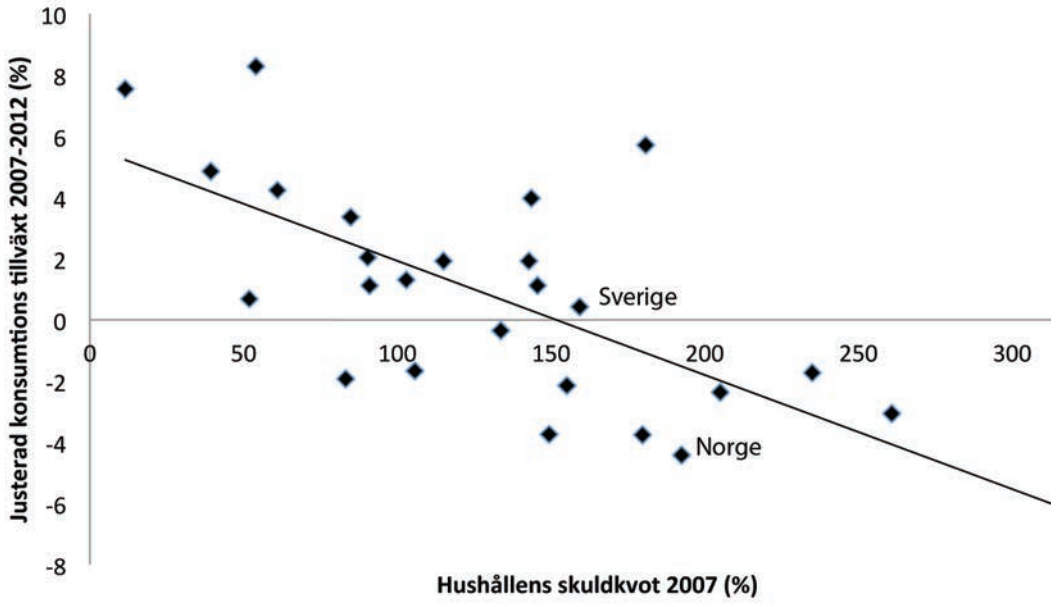
[5] http://www.svd.se/vi-ser-att-inflationen-borjat-vanda-uppat

Dagens skuldnivå är inte hållbar vid ett högre ränteläge. Skattningar i Andersson och Jonung (2015)[6] pekar på att en långsiktigt hållbar skuldnivå för hushållen ligger mellan 120 procent och 130 procent av disponibel inkomst. Dessa skattningar är baserade på en bolåneränta efter skatt på 3 procent vilket fortfarande är en historiskt låg ränta. Vid högre räntor än så blir den hållbara skulden än lägre. En långsiktig skuldkvot på 130 procent betyder att dagens skuldnivå måste sjunka med cirka 60 procentenheter. Detta är en större korrigering än under 1990-talskrisen då hushållens skuldkvot sjönk med cirka 40 procentenheter. Det är även ett större fall i skuldkvoten än vad som har inträffat i USA och Storbritannien efter finanskrisen 2008 (se Figur 1).

Smärtsam korrigering

Det internationella mönstret visar att en hög skuldkvot påverkar resten av ekonomin genom lägre konsumtionstillväxt. Figur 4 visar ett klart negativt samband mellan skuldkvoten 2007 och konsumtionstillväxten mellan åren 2007 och 2012. Varje punkt i figuren är ett land. Detta var en period av låga räntor men trots det påverkade de höga skulderna hushållens konsumtionsbeteende. Även utan stigande räntor eller en finanskris riskerar hushållens skulder att slå mot konsumtionstillväxten i framtiden. Blir det en större kris blir effekten naturligtvis större.

Hur hög tillväxten är påverkar hushållens disponibla inkomster. Om tillväxten faller och arbetslösheten stiger faller konsumtionen ytterligare och än fler hushåll får ekonomiska problem. De höga skulderna riskerar med andra ord att skapa en negativ tillväxtspiral vilket gör en korrigering av skulderna smärtsam.



Figur 4. Samband mellan hushållens skuldkvot 2007 och konsumtionstillväxten 2007-2012.
Källa: Riksbanken (2014)[7]

Så länge räntorna förblir låga och inkomsterna goda utgör hushållens skulder inget större problem. Svenska banker har även förhållandevis goda utsikter att klara av växande kreditförluster så länge dessa inte blir för stora. Skulder och bostadspriser är dock så pass höga att risken för en skuld- och bankkris inte kan uteslutas. Krisen på 1990-talet visar hur kostsam en kris kan bli.

[6] http://nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/43-8-fngalj.pdf

[7] http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/FSR/2014/FSR_2/rap_fsr2_141204_sve.pdf

En framtida kris riskerar bli värre än krisen under 1990-talet. Hushållens skuldkvot är högre och banksektorn är idag större i relation till BNP än på 1990-talet. Bankernas totala balansräkningar utgör idag nästan 4 gånger BNP om bankernas utländska verksamheter inkluderas. Sverige har därmed en av de största banksektorerna i världen.[8] Som Irland fick uppleva 2008-2009 är ett litet lands möjlighet att själv, utan hjälp utifrån, hantera större problem i en så stor banksektor begränsat. Möjligheten för Sverige att själv kunna hantera en bankkris försvåras av att svenska banker är väl integrerade i det internationella finansiella systemet och en allt större del av deras verksamhet finansieras av lån i utländsk valuta. Ett stigande internationellt ränteläge får därigenom direkt genomslag på bolåneräntor i Sverige. Riksbankens möjlighet att motverka detta är begränsat.

Dagens ekonomiska problem har byggts upp under lång tid. Redan 2003[9] diskuterades skuldfrågan i Riksbankens direktion och det uttrycktes oro för de växande skulderna. Trots detta har få åtgärder tagits för att stabilisera situationen. Sedan 2015 tar Riksbanken inte hänsyn till hushållens skulder eller fastighetspriserna så länge dessa inte direkt påverkar inflationen mätt med konsumentprisindex - fastän Riksbankens uttalade oro för skuldutvecklingen.[10] Det huvudsakliga ansvaret för finansiell stabilitet ligger hos Finansinspektionen. Riksbanken har fråntagits det historiska huvudansvaret som centralbanker har haft, nämligen att värna den finansiella stabiliteten. Sedan Riksbanken valde att fokusera på konsumentprisinflationen och sänka räntan till mindre än 0 procent har ökningstakten i både fastighetspriser och skulder accelererat. Snarare än att långsamt röra oss mot hållbara skulder och bostadspriser kommer vi för varje dag ett steg närmare en större finansiell krasch.

[8] Enbart bankernas svenska verksamhet uppgår till drygt 2 gånger BNP.

[9] http://www.riksbank.se/Press-och-publicerat/Penningpolitiska-protokoll/2003/Sarskilt-protokoll-fran-direktionens-sammantrade-2003-12-04/

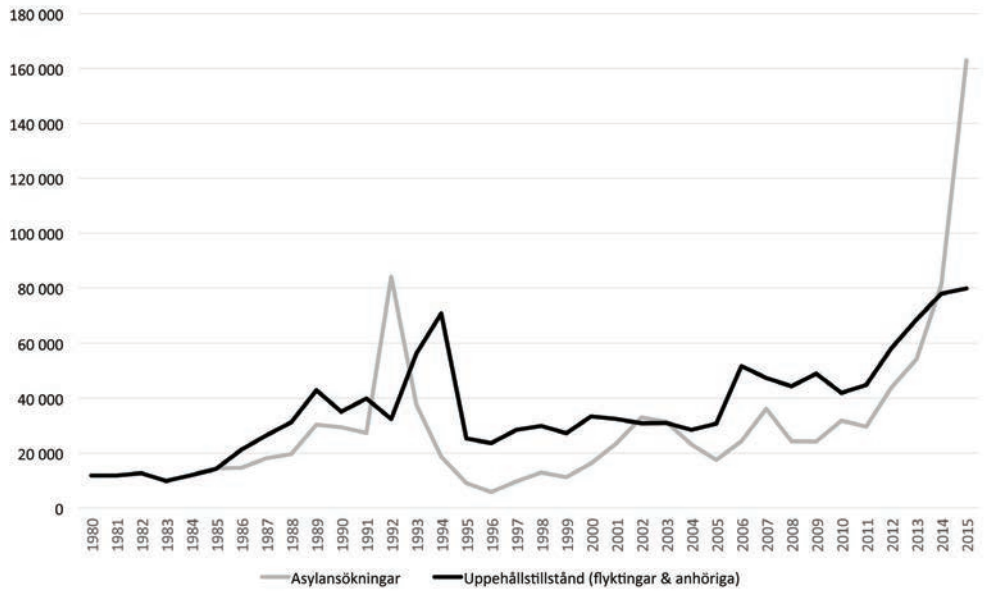
[10] http://www.svd.se/vi-ser-att-inflationen-borjat-vanda-uppat

3. Flyktingmottagande och offentliga finanser: Några varningar

- Det är inget osannolikt scenario att effekten på de offentliga finanserna av flyktinginvandringen blir mer negativ än vad tidigare studier visat på.
- Kostnaderna för ekonomiskt bistånd/socialbidrag kan komma att stiga betydligt, men eftersom bidraget bantats ligger de stora effekterna på andra transfereringar och den offentliga konsumtionen.
- På kort sikt verkar de ökade utgifterna för mottagandet som en stimulans, vilket betyder att situationen är förrädisk så till vida att ekonomin på kort sikt skenbart ser ut att utvecklas väl.
- Den största faran finns i långsiktiga sociala kostnader av arbetslöshet och fattigdom. Dessa kostnader är svårkvantifierade, men i värsta fall betydande.

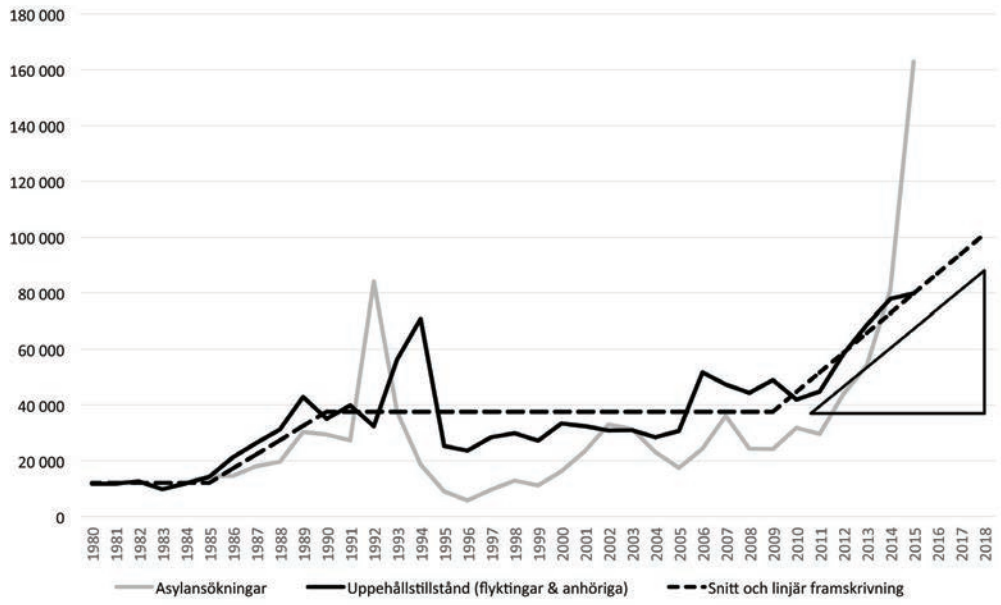
Bakgrund

Det är inte lätt att prognosticera vilka konsekvenser flyktingmottagandet kommer att ha på den offentliga ekonomin. En första utmaning är att kvantifiera hur högt det ovanligt höga söktrycket är.



Figur 5. Antalet asylansökningar och beviljade uppehållstillstånd sedan 1980

De senaste åren har söktrycket i form av asylansökningar och beviljade uppehållstillstånd rakat i höjden (se Figur 5). En nyckelfråga för den ekonomiska utvecklingen är hur uppehållstillstånden kommer att utvecklas framöver. I början av 1980-talet beviljades i genomsnitt 12000 om året, men sedan slutet av 1980-talet har snittet legat betydligt högre, strax under 40000 uppehållstillstånd årligen. Sedan 2010 har emellertid även den siffran överskridits, och vi befinner oss nu i en ökande trend. En enkel prognos kan göras genom att anta att den trend som syns från 2010 kommer att fortsätta. En linjär framskrivning ger resultatet att totalt 317000 personer mer än normalt (triangeln i Figur 6) kommer att få uppehållstillstånd fram till och med 2018.



Figur 6. Framskrivning av uppehållstillstånd t.o.m. 2018

Effekter på offentliga finanser

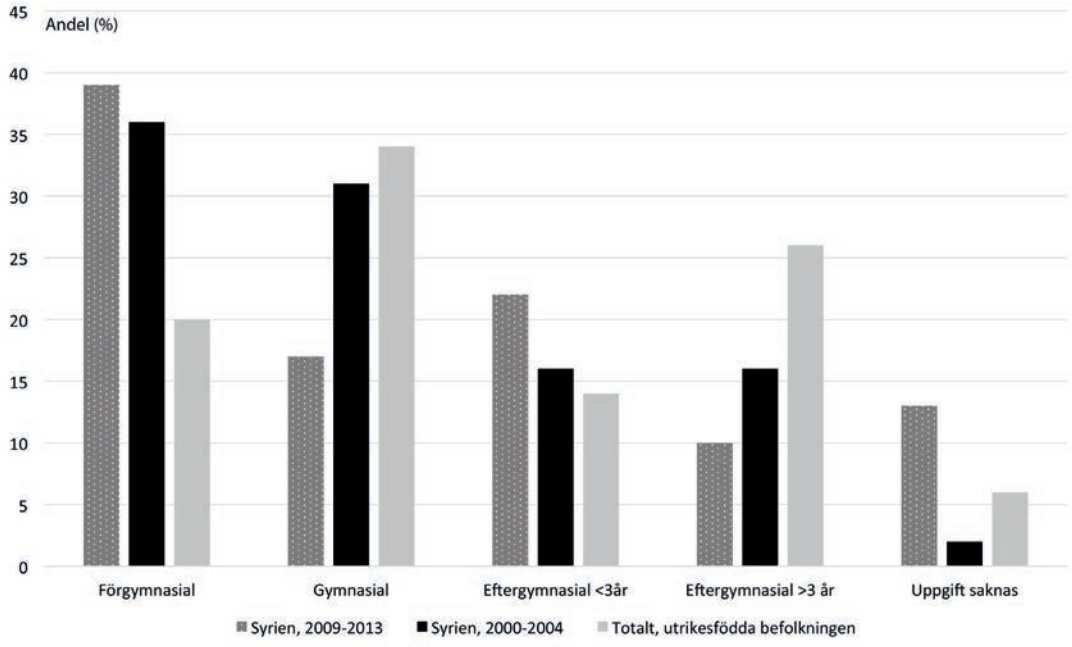
Vad betyder drygt 300000 extra flyktinginvandrare för de offentliga finanserna? Det finns ett antal studier som estimerat effekten för Sverige genom en så kallad livscykelanalys, där nettokostnader beräknas från invandringstillfället fram till förväntad dödsdag. Enligt Storesletten (2003) innebär en genomsnittlig invandrare till Sverige ett minus motsvarande 20500 dollar (ca 160000 kronor) för den offentliga ekonomin under sin livstid. I en bilaga till Långtidsutredningen 2015 gör Flood och Ruist (2015) också livscykelanalyser och kommer fram till att motsvarande siffra för utomeuropeiska invandrare är ca –370000 kronor. Det bör dock beaktas att de syrier som anlänt de senaste åren har en annan utbildningsprofil än utrikesfödda i genomsnitt. Figur 7 visar hur de syrier som invandrade 2000-2004 skilde sig från de som invandrade 2009-2013, och hur dessa skiljer sig från genomsnittet för utrikesfödda i Sverige.[11]

Ur arbetsmarknadsperspektiv är det således troligt att det förhöjda mottagandet är förknippat med en betydligt mer utmanande utbildningsprofil än tidigare invandring. Det finns också en risk att etableringsprocessen går långsammare när den skalas upp till för Sverige ovanligt höga nivåer. Mot denna bakgrund är det knappast ett överdrivet pessimistiskt scenario att räkna med en siffra på –500000 kronor per individ under livet. Detta motsvarar alltså 317000 personer x 500000 kronor=158 miljarder kronor. Utslaget på 40 år motsvarar detta en kostnad på ungefär 4 miljarder årligen.

Försörjningsstödet

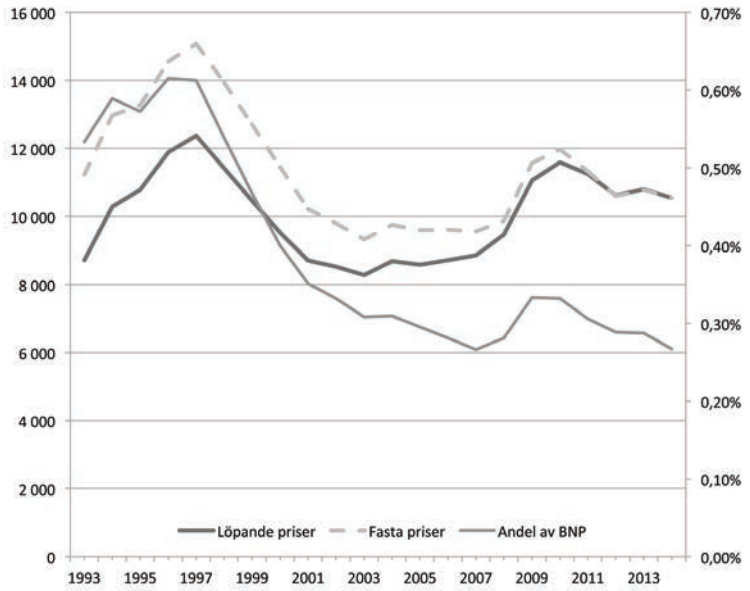
Misslyckad integration av nyanlända på arbetsmarknaden kan alltså skapa betydande kostnader för de offentliga finanserna. För många av de nyanlända kommer ekonomiskt bistånd (tidigare socialbidrag) att vara avgörande. Går det att säga något om hur specifikt dessa kostnader skulle påverkas?

[11] Uppgifter för hela befolkningen är från SCB:s register Befolkningens utbildning version 2015-01-01. Data för syrier är från rapporten ” Utbildningsbakgrund bland utrikes födda” (2014:6), länk: http://www.scb.se/Statistik/_Publikationer/UF0506_2013A01_BR_A40BR1406.pdf

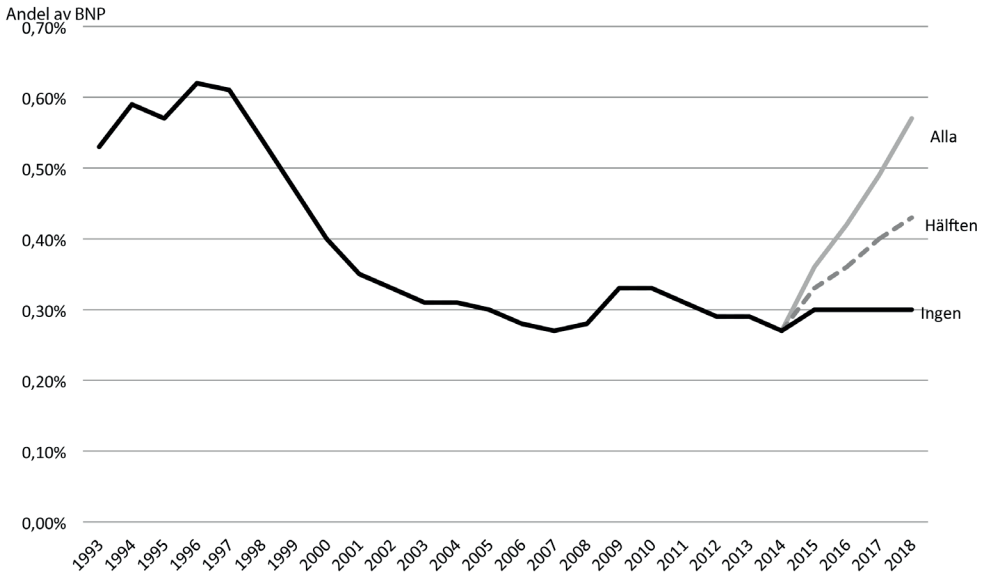


Figur 7. Utbildning för syrier jämfört med snittet för utrikesfödda. Källa: SCB.

Det är inte helt enkelt eftersom kostnaderna för socialbidrag (som det hette tidigare) och försörjningsstöd under lång tid har fallit. Antalet biståndsmottagare har länge legat runt eller strax ovanför 400000, med en uppgång efter 90-talskrisen, till 721000 mottagare (i 387000 biståndshushåll) år 1996. 2014 betalades totalt ut 10,5 miljarder i ekonomiskt bistånd. I denna storleksordning har stödet legat under lång tid. Eftersom inkomstutvecklingen efter 1990-talskrisen har varit god i Sverige har stödet som andel av hela ekonomin minskat. Detta är en följd av att stödet ska garantera en viss köpkraft, snarare än en viss andel av genomsnittsinkomsten.



Figur 8. Utveckling av försörjningsstöd 1993-2014 (Mkr vänster skala och % av BNP höger skala)



Figur 9. Tre scenarier för totala kostnader för ekonomiskt bistånd t.o.m. 2018 (andel av BNP, %)

Ett bra sätt att få grepp om stödets storlek är att sätta det i relation till folkmängden. Det motsvarar då 1080 kronor per invånare och år. BNP per capita år 2014 var 404 000 kronor, vilket innebär att ekonomiskt bistånd motsvarade 0,27 procent av BNP. Som andel av BNP har stödet fallit kontinuerligt under lång tid. Toppnoteringen 1996 var 0,62 procent av BNP. Ett värsta tänkbart utfall är att alla 317000 flyktingimmigranter hamnar i försörjningsstöd. Det skulle innebära att vi redan 2018 är tillbaks på 90-talskrisnivåer när det gäller ekonomiskt bistånd som andel av BNP. Notera att detta scenario är pessimistiskt även så till vida att den trendmässiga minskningen av utgifterna (som pågått sedan 1997 med undantag för finanskrisen) antas avstanna. Om alla 317000 får jobb ligger utgifterna kvar på 0,3 procent av BNP.

Effekter på kort och lång sikt

Det är viktigt att skilja på kortsiktiga och långsiktiga effekter av mottagandet. Ökade offentliga utgifter i samband med mottagandet fungerar som en stimulans för den svenska ekonomin. Även om finansieringen på marginalen kommer från ökad upplåning är den offentliga skuldsättningen och räntorna i dagsläget mycket låga. Det skapar en förrädisk situation där ett misskött mottagande inte får märkbara negativa konsekvenser förrän på längre sikt – när problemen är svårare eller omöjliga att korrigera. Detta gäller inte bara offentlig skuldsättning utan även arbetslöshet. Konjunkturinstitutet har noterat att den prognosticerade ökningen av andelen utomeuropeiskt födda i befolkningen medför en mekanisk sammansättningseffekt som får arbetslösheten att stiga till över 9 procent 2030 (jämfört med 7,2 procent 2015), förutsatt att arbetsmarknadsutfallen ligger kvar på dagens nivåer. Om situationen för utomeuropeiskt födda på den svenska arbetsmarknaden försämras kan det med andra ord ta Sverige tillbaks till tvåsiffriga arbetslöshetstal.

Slutligen ska understrykas att den sannolikt största faran på lång sikt ännu inte har berörts, nämligen de sociala konsekvenserna av arbetslöshet och fattigdom. Dessa är naturligtvis svårkvantifierade, men vi vet att sambanden finns. Socialbidragstagande och boendesegregation har exempelvis kopplats till bilbränder i Sverige.[12] Även om de finansiella effekterna av misslyckad integration är allvarliga, är det i de sociala konsekvenserna de största riskerna finns.

[12] Malmberg, Bo, Eva Andersson and John Östh. 2013. "Segregation and Urban Unrest in Sweden." Urban Geography 34(7): 1031-46.

4. Spekulation mot Sverige i nästa kris

- Sverige riskerar att hamna i en problematisk situation i en kommande fjärde fas efter 2007-08 års finanskris. Skälet är att Sverige hamnar i finansmarknadernas nålsöga när de av Riksbanken och politikerna uppumpade fastighetspriserna vänder ned, efterfrågan i ekonomin minskar och budgetunderskottet ökar.

- Hushållens höga skuldsättning, bankernas stora andel marknadsfinansiering i utländsk valuta och en svag regeringsmakt gör Sverige sårbart i ett sådant scenario. Massarbetslöshet bland de nyanlända
- flyktingimmigranterna hotar, vilket kan skapa sociala spänningar.

- Investerarna vet av historien att den svenska kronan försvagas i sämre tider och kommer att spekulera i en kronförsvagning och kräva kompensation i form av en högre räntedifferens visavi omvärlden. Under finanskrisen 2008-09 handlades kronan tidvis mer än 20 procent lägre än vad som kan beskrivas som ett jämviktsläge.

- Riksbankens minusränta kan i efterhand komma att framstå som ett kontraproduktivt experiment som destabiliserade ekonomin, bidrog till en svensk ekonomisk kris, förmögenhetsomförflyttningar och orsakade deflation.

Finanskrisen som inleddes 2007 är inte över. Istället är vi på väg in i en fjärde fas som riskerar att drabba svensk ekonomi hårt. Under den första fasen 2007-08 då det internationella finansiella systemet höll på att kollapsa klarade sig Sverige bra. Eurokrisen, fas två, och strukturkrisen i BRIC-länderna, fas tre, har påverkat vår export och tillväxt, men effekten har varit förhållandevis liten. Den fjärde fasen riskerar däremot att slå emot några länder som har klarat sig väl genom de tre första faserna men samtidigt har ackumulerat obalanser i sina ekonomier. Det gäller Sverige som successivt sänkt sin styrränta till negativt territorium, inte för att ekonomin är svag, utan för att globaliseringen, digitaliseringen och de internationella kriserna medfört lägre internationella räntor och ett lägre inflationstryck som gör att inflationen i Sverige understiger Riksbankens mål på 2,0 procent. De extremt låga räntorna är huvudorsaken, men ränteavdragen som subventionerar låntagande, inlåsningseffekter på grund av reavinstskatten, hyresregleringarna och begränsad nybyggnation har bidragit till att elda på fastighetspriserna till den grad att de utgör en risk för den ekonomiska stabiliteten framöver.

Sverige kan i det avseendet jämföras med länder som Irland, Portugal och Spanien som fick oförtjänt låga räntor efter att ha infört euron, vilket förde upp fastighetspriserna och stimulerade de inhemska ekonomierna. Det var under en period glada dagar och ekonomiskt högtryck - även bygget av höghastighetståg på den iberiska halvön - men tillväxten orsakades delvis av en ränta som inte var anpassad efter de inhemska förhållandena, som inte förtjänades. Politikerna förstod inte faran, saknade förmåga att presentera åtgärder för att säkra stabiliteten eller valde frankt att leva i nuet. När kraschen kom, fastighetspriserna föll och bankerna fick problem drabbades invånarna av arbetslöshet och åtstramningar.

Risk för spänningar

Liksom skedde i Spanien, Portugal, Irland, Grekland och Danmark leder ett fall i bostadspriserna till en konjunkturnedgång som gör att hushållen konsumerar mindre, att den inhemska efterfrågan dämpas, arbetslösheten stiger och statens moms- och skatteintäkter minskar. Det är stor risk att konjunkturnedgången kommer en kort tid efter att de nyanlända flyktingarna beviljats asyl och har blivit klara med sina svenskstudier således att de når arbetsmarknaden i ett läge när jobben blir färre. Resultatet kan bli större budgetunderskott, men också sociala och politiska spänningar och regeringskriser då det kommer att finnas behov av nedskärningar i de offentliga utgifterna och skattehöjningar.

Det har gått tjugofyra år sedan Sverige attackerades av världens finansmarknader på bred front. Den dåvarande bank- och fastighetskrisen 1990-93 ökade budgetunderskottet till som mest drygt 12 procent av BNP och statsskulden växte till närmare 75 procent av BNP. Konkurserna ökade och arbetslösheten fyrdubblades till nästan 9 procent. I september 1992 höjde Riksbanken räntan till 500 procent för att försvara kronans fasta växelkurs och vid denna tid genomförde de två politiska blocken ett antal krispaket för att ”rädda” Sverige. De reformer som då beslutades skulle stärka den svenska ekonomin under de kommande två decennierna, men de räckte inte för att rädda den fasta växelkursen från finansmarknadernas attacker. Den 19 november 1992 övergavs fastkurspolitiken motvilligt och kronan fick flyta fritt.

Mycket talar för att Sveriges sårbarhet åter har ökat och att nya spekulationsattacker mot Sverige är att vänta inom en snar framtid. Sedan 2010 har såväl den ekonomiska politiken som penningpolitiken varit svag. Minoritetsregeringar har styrt och enkla, kortsiktiga beslut har skjutit de svåra strukturreformerna på framtiden. Exempelvis har bostadsmarknaden under lång tid varit i behov av reformer efter beslutet att avskaffa fastighetsskatten och höja reavinstskatten från 20 till 22 procent 2008 samt att införa en ränta på uppskjuten reavinstskatt för bostäder. De nya skatterna gjorde det billigt att bo och dyrt att flytta. För lite har byggts. Men inte heller penningpolitiken har fungerat som avsett. Professor Lars E. O. Svensson, f.d. ledamot av riksbanksdirektionen, vann debatten mot riksbankschefen Stefan Ingves och sedan dess har penningpolitiken styrts strikt mot att uppnå inflationsmålet på 2,0 procent och ett ”surrealistiskt” matematiskt modelltänk[13] som bortser från den komplexa verklighet som den politiska ekonomin utgörs av.

Under senare år har kombinationen av ännu lägre räntor och ännu högre fastighetspriser bidragit till ett ganska gott svenskt konjunkturläge som har resulterat i det närmaste full sysselsättning bland svenskfödda. Trots den ganska gynnsamma konjunkturen har statsbudgeten varit expansiv och gått med underskott sedan 2011.

Sverige har sammantaget tills vidare överbryggat kriserna genom en svagt expansiv finanspolitik och en extremt expansiv penningpolitik.[14] Att ekonomin ser stark ut i nuläget är dock inte detsamma som att den kommer att vara det imorgon.

Det blir inte vackert

Tvärtom har den förda politiken lett till obalanser som med stor sannolikhet gör Sverige till måltavla under en kommande fjärde fas av finanskrisen. Världens finansiella investerare letar länder med obalanser som måste korrigeras och har sedan länge Sverige under lupp då obalanserna är välkända långt utanför Sveriges gränser. Citigroups chefekonom Willem Buiter kallar det vårdslöst och farligt av övervakningsmyndigheterna och politikerna att tillåta den kraftiga prisuppgången på bostadsmarknaden att fortsätta och förstår inte varför de inte avbryter festen: ”Hela situationen är så förutsägbar och kan bara sluta på ett smärtsamt sätt.”[15] Analyshuset Gavekal liknar de negativa räntorna vid en fälla: ”Det kanske hjälper till att stimulera tillväxt men i slutändan är ekonomin svagare. Det är svårt att säga när uppgången kommer att ta slut men när den gör det kommer det definitivt inte att bli vackert.”[16]

---

[13] I sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010-2015 kritiserar författarna Marvin Goodfriend och Mervyn King detta: ”Det är något surrealistiskt över den precision med vilken enskilda direktionsledamöter uttalade sig om den framtida reporäntabanan med tanke på hur oviss framtiden var och det faktum att marknaden i sina egna förväntningar inte fäste särskilt mycket avseende vid den publicerade räntebanan.”

[14] Riksbankens omsvängning från att hålla emot kraven på räntesänkningar med hänvisning till den finansiella stabiliteten till att helt fokusera på en ökning i KPI med 2,0 procent och införa minusränta kan jämföras med omsvängningen av finanspolitiken på 1970-talet där idiotstoppet stramade åt ekonomin, men överbryggningspolitiken 1973-76 stimulerade i ett försök att överbrygga den internationella lågkonjunkturen. Resultatet blev bl.a. hög inflation, stigande statsskuld och devalveringar.

[15] Dagens Industri, 12 januari 2016.

[16] Dagens Industri, 3 mars 2016.

EU-kommissionen varnar i sin senaste landrapport om Sverige[17] för att ”övervärderade bostadspriser medför risker för en okontrollerad och skadlig korrigering som kan påverka banksektorn och den reala ekonomin”. Den varnar även för att det kan slå mot grannländerna: ”Om den svenska banksektorn utsätts för chock skulle även grannländerna påverkas. De svenska bankgrupperna är systemviktiga i alla länder på den nordisk-baltiska finansmarknaden.” Även IMF betonar de snabbt stigande huspriserna och hushållens höga skuldsättning som några av Sveriges stora utmaningar, men också de stora immigrantflödena och dess effekter på arbetsmarknaden och de offentliga finanserna samt den låga inflationen.[18] Moody´s varnar för att ”den ihållande starka tillväxten i bolån och huspriser riskerar att leda till en (till slut ohållbar) tillgångsbubbla”.[19] Finansinspektionens generaldirektör Erik Thedéen kallar de svenska hushållens skuldsättning en internationell snackis och vill ge myndigheten utökade befogenheter att agera mot kraftig kredittillväxt, bland annat möjligheten att införa ett skuldkvotstak.[20]

Kronan som krockkudde

Det är nu när den svenska ekonomin växer i snabb takt och fastighetspriserna stiger kraftigt som riskerna är som störst. Finansiella aktörer ser hur obalanserna i den svenska ekonomin växer och avvaktar tidpunkten då de upptrissade fastighetspriserna vänder ned och svensk ekonomi råkar ut för samma inbromsning som har skett i andra länder där fastighetspriserna först har stigit kraftigt och sedan fallit. Det kryddas med kostnaderna för flyktingmottagningen. När nedgången sker utsätts Sverige för spekulativa attacker på finansmarknaderna. Genom att staten i utgångsläget har budgetunderskott och räntan är negativ återstår växelkursen som främsta krockkudde när krisen utlöses. Det gör att kronan om några år riskerar att försvagas kraftigt och svenska företag att realiseras på den internationella kapitalmarknaden.

Det politiska systemet har agerat kortsiktigt och har inte tagit sitt ansvar för den ekonomiska hållbarheten på medellång sikt. Det har inte som i Danmark fattat ett beslut om att trappa ned ränteavdragen och bortsåg från kapacitet och ekonomiska realiteter i flyktingfrågan för att sedan tvärvända i panik. De ansvariga myndigheterna som skall säkra den finansiella stabiliteten, Riksbanken och Finansinspektionen, har nöjt sig med att varna för riskerna med de stigande fastighetspriserna och hushållens skuldsättning, men har varit påfallande passiva, trots kännedom om det politiska systemets ovilja att komma med åtgärder. Riksbanken har därutöver förvärrat situationen genom att införa minusränta, vilket gjort det billigt att låna och fått fastighetspriserna att skjuta i höjden. En ny svensk kris inom en snar framtid är ett obehagligt sannolikt scenario.

Ekonomiska risker

Räntorna normaliseras: De internationella räntorna bör vid någon tidpunkt normaliseras och stiga. Centralbankernas extrema stimulanser sedan 2008 kan inte fortgå utan att få negativa effekter såsom lägre produktivitet på grund av ökat risktagande och lågt avkastningskrav, obefintlig avkastning på pensionskapitalet (vilket slår mot pensionärerna), försämra bankernas räntenetto och tillgångsinflation som skapar volatila finansmarknader och förmögenhetsomförflyttningar. Liksom de internationella räntorna sjönk i ett läge då Sverige inte behövde det kan de komma att stiga i ett läge då Sverige heller inte önskar det.

[17] Europeiska kommissionen: Landrapport Sverige 2016, 26 februari 2016.

[18] IMF: Country Report Sweden No. 15/329, december 2015.

[19] Moody’s: Pressmeddelande 16 mars 2016.

[20] Dagens Industri, 26 februari 2016.

Ohållbara bostadspriser: De svenska bostadspriserna har stigit i stort sett oavbrutet sedan 1995. En korrigering med ett prisfall på minst 20-30 procent kommer alldeles oavsett allt närmare, men skulle direkt utlösas om räntorna steg ett par procentenheter och kan också följa av ökat utbud - bostadsbyggande som minskar bristen eller skatteändringar som gör det dyrare att äga sin bostad och billigare att sälja. Det skulle dra med sig privatkonsumtionen nedåt och minska statens intäkter, men också öka arbetslösheten och på andra sätt försvaga statsfinanserna. Hushållens skuldkvot är på rekordhöga 176 procent av BNP, vilket gör dem känsliga för räntestegringar eller en sämre konjunktur med stigande arbetslöshet. När den uppåtgående spiralen bryts och hushållen blir försiktiga kan en konjunkturavmattning bli självförstärkande.

Bankfinansiering: Skulle svensk ekonomi hamna i en djupare lågkonjunktur finns risker med bankernas finansiering, bland annat avseende utlandsupplåningen, för kreditförluster och en kreditåtstramning som kan förstärka en lågkonjunktur.

Flyktinginvandringen kostar: Flyktinginvandringens kostnader kommer under följande år att märkas av efter att den initiala effekten med ökad ekonomisk aktivitet och högre skatteintäkter klingar av. Många skall ha bostad, skolgång, tolk, assistentstöd, sjukvård, tandvård och försörjningsstöd, vilket ger stigande offentliga utgifter. Utan långtgående reformer av arbetsmarknad och bostadsmarknad kommer detta i en sämre konjunktur att sätta välfärdsstaten under press.

Politiska och sociala risker

Risk för regeringskris: Det politiska systemet är sedan 2010 i ökad utsträckning splittrat och svagt. Det finns ett växande missnöje och tillitsproblem med minoritetsregeringarnas förmåga att hantera Sveriges utmaningar. Med tre block i konfrontation finns en kontinuerlig risk för regeringskris.

Utanförskapet växer: Polisen pekar i en rapport ut 53 bostadsområden i Sverige som de mest otrygga med gängkriminalitet, våld, öppen narkotikahandel, religiös extremism och lågt förtroende för polisen.[21] Femton beskrivs som särskilt utsatta områden där kriminaliteten har gått ännu längre och parallella samhällsstrukturer vuxit fram.

Skolresultaten viker: Skolresultaten har försämrats löpande i Pisa-undersökningarna [22] och gruppen som står svag på arbetsmarknaden eller helt utanför växer. Problemet förvärras av de senaste årens stora flyktingströmmar med en stor andel lågutbildade från utomeuropeiska länder. Skolresultaten är på flera håll alarmerande låga.

[21] Polisen: Utsatta områden, december 2015.

[22] PISA (Programme for International Student Assessment)

Strukturproblem

Stängd arbetsmarknad: Den solidariska lönepolitiken har bidragit till att effektivisera bort låglönejobb i den privata servicesektorn och globaliseringen till att flytta ut industrijobb. Som följd finns det få jobb för lågutbildade *outsiders* och lågutbildade nyanlända i synnerhet. Massarbetslöshet inom denna grupp utgör en risk för sammanhållningen och välfärdsstatens långsiktiga finansiering.

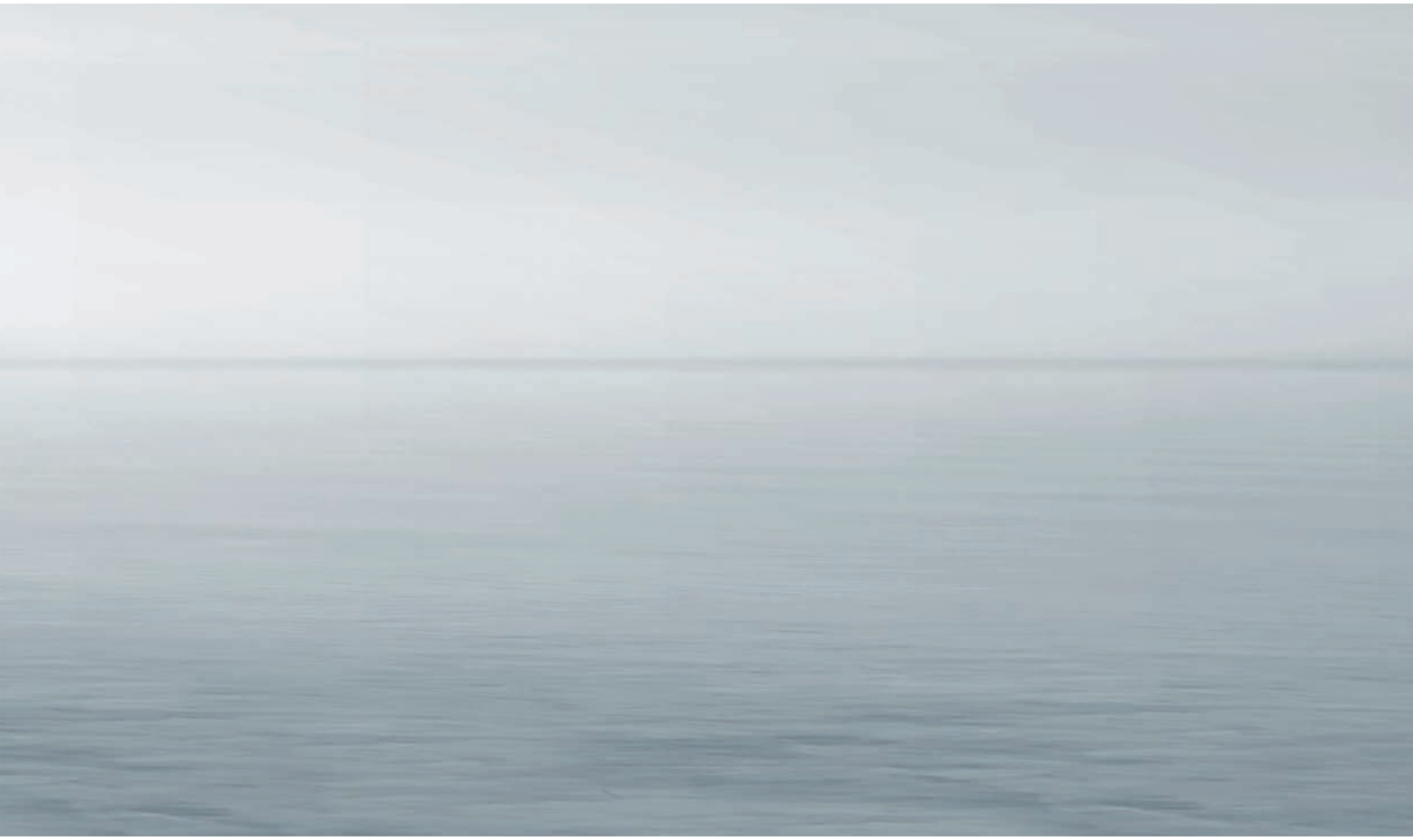
Riksbankens inflationsmål: Målet på strikt 2,0 procent ökning av KPI är obsolet i en globaliserad och digitaliserad transparent ekonomi och måste omdefinieras och bli mer flexibelt.

Om författarna

Fredrik N.G. Andersson är docent i nationalekonomi, verksam vid Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet och medlem av Intelligence Watch ekonomiska råd. Hans forskning studerar drivkrafterna bakom långsiktig utveckling och hur en omställning till ett hållbart samhälle kan gå till.

Andreas Bergh är välfärdsforskare och docent i nationalekonomi. Han är lektor vid Ekonomihögskolan i Lund, forskare på Institutet för Näringslivsforskning i Stockholm och medlem av Intelligence Watch ekonomiska råd. Han har gett ut flera böcker, däribland Den kapitalistiska välfärdsstaten, Modern mikroekonomi och Blir vi sjuka av inkomstskillnader? (alla på Studentlitteratur).

Anders Olshov är chef för och grundare av Intelligence Watch. Han har tidigare grundat Öresundsinstitutet 2002 och var dess chef till 2014. Han utsåg till årets ekonom i Skåne av Ekonomiforum Skåne/EFL 2010. Han har arbetat som makroekonom på Carnegie Fondkommission 1992-1994 och på Nordea 1994-2002. Han är utbildad ekonom vid Handelshögskolan i Stockholm och har en post-graduate degree från Amsterdam School of International Relations. Hans bok ”Öresundsregionen – Köpenhamns outnyttjade möjlighet” utgavs av Gyldendal förlag 2013.

Intelligence Watch

Intelligence Watch är en allmännyttig, oberoende tankesmedja för hållbar utveckling med fokus på miljö, ekonomi och sociala frågor. Genom kvalificerad analys och forskning, framtidsspaning och opinionsbildning inom dessa områden och därtill hörande tvärvetenskapliga områden som stadsbyggnad, hälsa och kommunikation med mera bidrar tankesmedjan till ett bättre Sverige och en bättre värld. Intelligence Watch har sin bas i södra Sverige och drivs som ett offentligt-privat samarbete utan vinstintresse och med finansiering från företag, offentliga organisationer och universitet och högskolor.