



ANFÖRANDE

DATUM: 2013-03-13
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: Svenskt näringsliv, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Penningpolitik, konjunkturstabilisering och makrotillsyn*

Som de flesta av er säkert vet så har jag under de senaste åren förespråkat en mer expansiv penningpolitik än den förda. Att jag har gjort det under den senaste tiden, när tillväxten varit förhållandevis svag i svensk ekonomi, är kanske inte så förvånande. Däremot kan det vara svårare att förstå grunden för mitt ställningstagande under 2010, när svensk ekonomi hade tillväxttakter på över 5 procent. Men som jag tänkte förklara idag så menar jag att efterfrågetrycket har varit för lågt i Sverige, i princip ända sedan den globala finanskrisen påverkade svensk ekonomi på allvar hösten 2008. Det låga efterfrågetrycket bottnar ytterst i en svag utveckling i omvärlden, vilken dämpar efterfrågan på svensk export och gör inhemska hushåll och företag mer pessimistiska. Men denna utveckling hade enligt min uppfattning kunnat motverkas av större penningpolitiska stimulanser.

Idag tänker jag dels beskriva vad det är som jag tycker tyder på att efterfrågetrycket varit alltför lågt under de senaste åren, dels ge min förklaring till varför penning- och finanspolitiken inte använts mer till att motverka det låga efterfrågetrycket. Min förklaring går i stora drag ut på att möjligheten att använda penning- och finanspolitik för att stabilisera efterfrågetrycket har kommit att begränsas av hänsyn till finansiell stabilitet. Även om Sverige klarat sig bra genom finanskrisen så tror jag att den har lämnat kvar en känsla hos beslutsfattarna av att ha haft en nära-döden-upplevelse. Finansiell stabilitet har därför kommit att framstå som långt viktigare än vanlig konjunkturstabilisering. Denna prioritering kan mycket väl vara rimlig. Men min uppfattning är att det är viktigt för svensk ekonomi att vi har en fungerande politik för konjunkturstabilisering, samtidigt som vi bedriver en politik för att främja den finansiella stabiliteten. Hur detta ska gå till tänkte jag diskutera mot slutet av mitt tal.

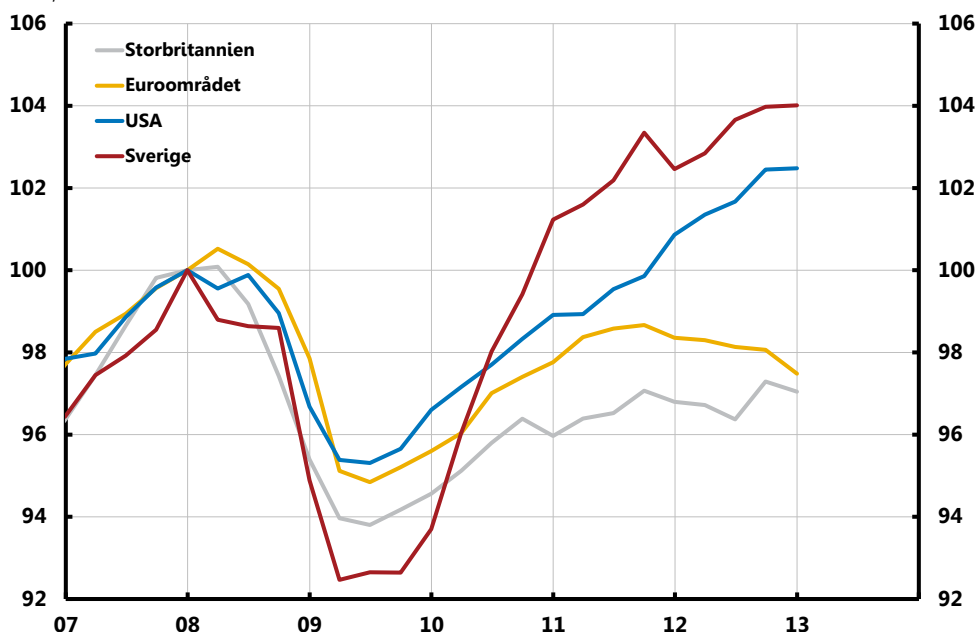
*De synpunkter som framförs i detta tal är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionsledamöter. Jag vill tacka Kerstin Hallsten, Kerstin af Jochnick, Cecilia Roos-Isaksson, Lars E. O. Svensson, Anders Vredin och Barbro Wickman-Parak för kommentarer samt Magnus Wiberg för hjälp med underlag till talet.

■ Lågt efterfrågetryck sedan den finansiella krisen

När Sverige drabbades av ett stort fall i efterfrågan på svenska exportprodukter i slutet av 2008 föll BNP kraftigt. Det tog dock inte lång tid innan BNP steg igen och under 2010 hade vi nästan rekordhöga tillväxtsiffror. I viss mån var förstås dessa höga tillväxtsiffror en naturlig konsekvens av det stora fallet i BNP under slutet av 2008 och början av 2009. Men till skillnad från många andra länder kom svensk BNP att relativt snart överstiga nivån före krisen (se diagram 1).

Diagram 1. BNP-nivån i Sverige och omvärlden

Index, kv. 4 2007=100



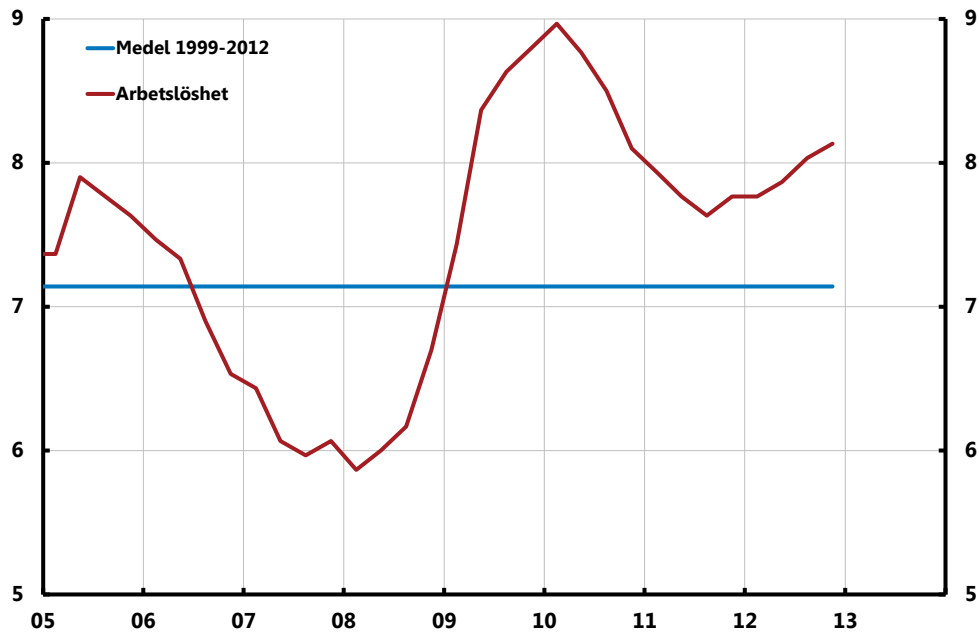
Anm. Säsongsrensad data
Källor: SCB och nationella källor

Trots den relativt gynnsamma utvecklingen av BNP tycks dock arbetslösheten ha bitit sig fast på en hög nivå. Den steg initialt mindre än vad vi väntade oss givet det stora fallet i BNP – den toppade på 9 procent i början av 2010 – men har sedan sjunkit till som lägst 7,6 procent (se diagram 2). Enligt min uppfattning är detta en nivå som ligger betydligt högre än vad som kan anses vara en långsiktigt hållbar nivå.¹

¹ Med den långsiktigt hållbara arbetslösheten avses den nivå på arbetslösheten som förväntas råda när alla konjunkturella störningar klingat av, när pågående strukturella förändringar fått fullt genomslag och när inflationsförväntningarna är lika med den faktiska inflationen. Se till exempel "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad", Penningpolitisk rapport juli 2012. Se också "Korrigerad av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten", appendix 2, Penningpolitiskt protokoll, juli 2012 för en diskussion om förväntningarnas roll i bedömningen av den långsiktigt hållbara arbetslösheten.

Diagram 2. Arbetslösheten i Sverige

Procent av arbetskraften

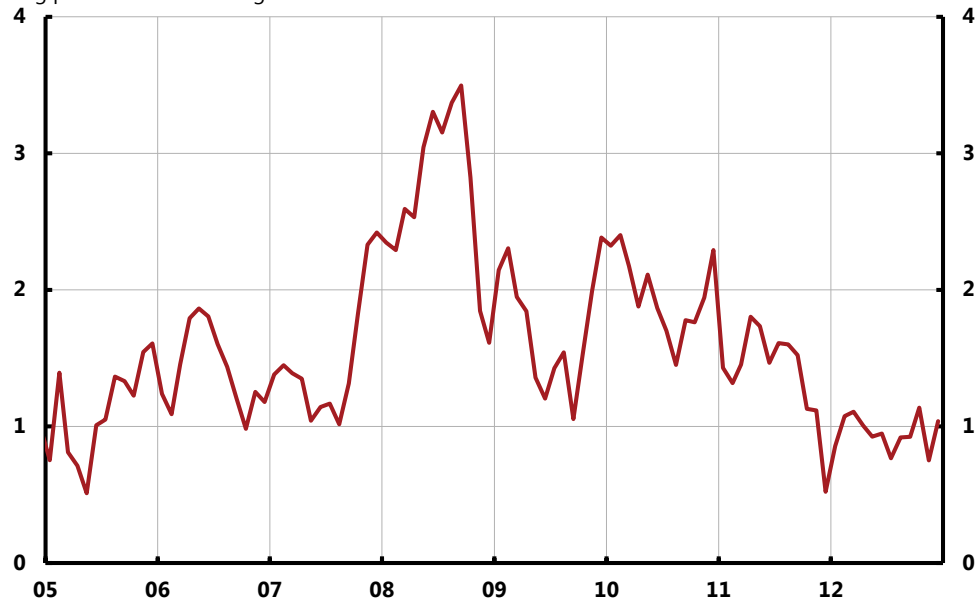


Anm. Säsongsrensad data
Källa: SCB

Under den allra senaste tiden har dessutom arbetslösheten börjat öka igen och i vår senaste prognos väntar vi oss att den ökar ytterligare för att nå 8,2 procent under tredje kvartalet i år.

Diagram 3. Inflationen i Sverige mätt med KPIF

Årlig procentuell förändring



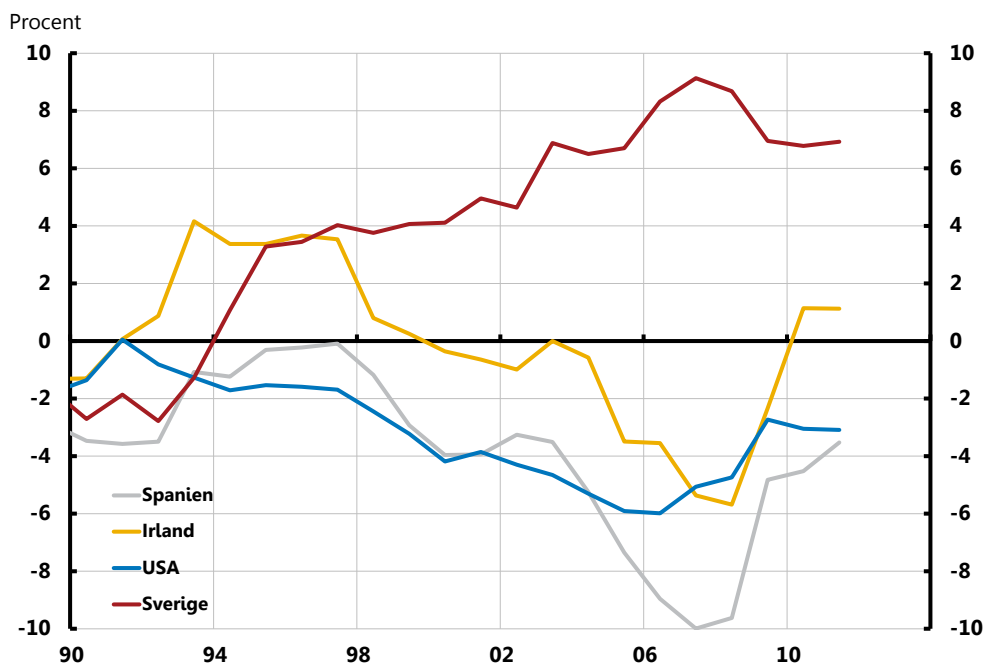
Anm. Serien avser månadsdata.
Källa: SCB

Utvecklingen tyder alltså på att vi sedan 2008 haft lediga resurser på arbetsmarknaden. Det är en bidragande faktor till att inflationen har varit låg de senaste åren. Inflationen tycks dessutom i princip ha fallit trendmässigt sedan 2008. Eftersom Riksbankens ränteförändringar har stort genomslag på inflationen mätt med KPI är det i detta sammanhang mest relevant att titta på inflationen mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta (se diagram 3).

Som framgår av diagrammet var inflationen mätt med KPIF kring 3 procent när svensk ekonomi drabbades av efterfrågefallet i slutet av 2008. Nu är den nere på nivåer kring 1 procent.

Det faktum att Sverige har ett stort överskott i bytesbalansen, vilket framgår av diagram 4, tyder också på ett relativt lågt inhemskt efterfrågetryck.

Diagram 4. Bytesbalansen som andel av BNP



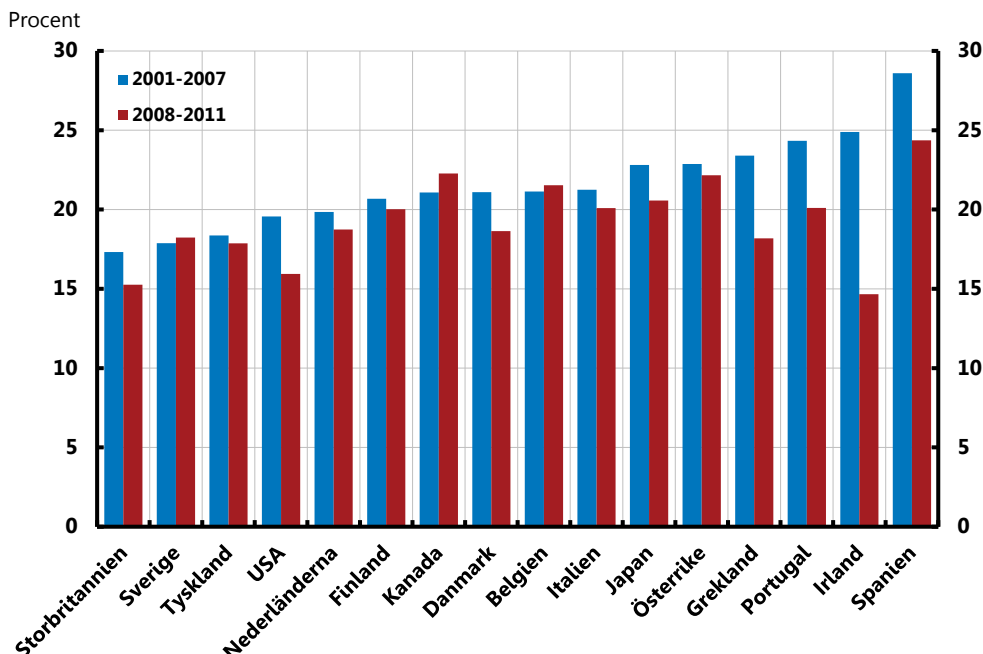
Källa: IMF WEO, oktober 2012

Bytesbalansen speglar skillnaden mellan värdet av det som produceras och värdet av det som förbrukas i ekonomin genom konsumtion och investeringar. Den visar också skillnaden mellan ekonomins samlade sparande och dess samlade investeringar. Att Sverige har ett överskott innebär alltså att det svenska sparandet är högre än vad som behövs för att finansiera de svenska investeringarna.

Ett viktigt skäl till att sparandet varit förhållandevis högt i Sverige sedan mitten av 1990-talet är det förhållandevis höga finansiella sparandet i den offentliga sektorn sedan budgetkonsolideringen i samband med 1990-talskrisen. Ett ytterligare skäl är att de svenska hushållens sparande också ökade i samband med 1990-talskrisen. Samtidigt har den svenska investeringsnivån varit relativt

- låg jämfört med andra länder (se diagram 5). Till stor del beror det på relativt låga investeringar i bostäder.²

Diagram 5. Totala investeringar som andel av BNP



Anm. Genomsnittligt värde 2001-2007 respektive 2008-2010.
Källa: IMF WEO, oktober 2012

Bytesbalansöverskottet har visserligen minskat något de senaste åren. Det var cirka 9 procent av BNP 2008 och cirka 7 procent av BNP 2011. Men det ligger fortfarande på en hög nivå både historiskt och jämfört med andra länder. Det är svårt att se att det skulle finnas några stora fördelar för svenska hushåll att en betydande del av inkomsterna används för att finansiera investeringar i utlandet, vilket det i realiteten handlar om. För mig är detta ytterligare ett tecken på att efterfrågetrycket är för lågt i Sverige. Det låga efterfrågetrycket håller tillbaka konsumtionen, så att sparandet blir högt, och det håller också tillbaka investeringarna.

Min tolkning av utvecklingen när det gäller arbetsmarknaden, inflationen och bytesbalansen är alltså att efterfrågetrycket i svensk ekonomi förblivit alltför lågt sedan svensk ekonomi drabbades av fallet i efterfrågan hösten 2008. Såväl penning- som finanspolitiken har visserligen använts för att motverka efterfrågefallet, men har inte kompenserat fullt ut för den svaga utvecklingen i omvärlden och minskade optimismen hos hushåll och företag.

Att arbetslösheten var förhållandevis hög i Sverige redan före finanskrisen (som framgår av diagram 2 har den genomsnittliga arbetslösheten sedan 1999 legat på drygt 7 procent) och bytesbalansöverskottet stort ända sedan andra hälften av 1990-talet väcker frågan om efterfrågetrycket har varit svagt i ett ännu längre perspektiv. Min kollega Lars E. O. Svensson har till exempel hävdats att arbetslösheten varit onödigt hög sedan mitten av 1990-talet till följd av att

² Se till exempel kapitel 3 i Vredin m fl (2012), Konjunkturrådets rapport 2012. Enkla regler, svåra tider: behöver stabiliseringspolitiken förändras?

penningpolitiken inte använts i tillräckligt hög utsträckning för att motverka störningar som pressat ned inflationen.³ Det är visserligen viktigt att reda ut hur resursutnyttjandet såg ut före finanskrisen för att kunna bedöma vilken nivå arbetslösheten borde komma ned till så småningom. Men det är inte den frågan jag hade tänkt fokusera på idag, utan frågan hur den ekonomiska politiken bättre ska kunna användas för konjunkturstabilisering framöver trots risker för den finansiella stabiliteten.

Begränsad stimulans från finanspolitiken

När den globala finanskrisen bröt ut uppvisade Sverige, till skillnad från många europeiska länder och USA, ett betydande överskott i det offentliga finansiella sparandet. I euroområdet och USA hade det offentliga finansiella sparandet som andel av BNP uppvisat ett underskott på i genomsnitt knappt 2 procent under de 10 år som föregick finanskrisen. Motsvarande siffra för Sverige var ett överskott på drygt 1 procent, i överensstämmelse med det så kallade överskottsmålet.⁴ De betydligt starkare offentliga finanserna än i många andra länder var i stor utsträckning en följd av det finanspolitiska ramverk som gradvis utvecklats sedan 1990-talet.⁵ Genom detta hade Sverige ett betydligt bättre statsfinansiellt utgångsläge inför finanskrisen.

Finanspolitiken bidrar till konjunkturstabilisering utan några särskilda beslut genom de så kallade automatiska stabilisatorerna, det vill säga genom att skatteintäkter faller och utgifter för olika bidrag ökar automatiskt när konjunkturen viker och arbetslösheten ökar.⁶ Men utöver det kan det fattas aktiva beslut som påverkar intäkterna och utgifterna. Men trots den mycket kraftiga lågkonjunkturen 2008-2009 sjönk det offentliga finansiella sparandet i Sverige bara till -1 procent av BNP 2009. Det är betydligt mindre än i euroområdet, Storbritannien och USA (se diagram 6).

I såväl USA som många europeiska länder har den offentliga skuldsättningen ökat kraftigt de senaste åren, dels som en följd av de automatiska stabilisatorerna, dels som en följd av statliga ingripanden i den finansiella sektorn för att hantera systemviktiga banker som fått problem. I dessa länder är utrymmet idag att påverka ekonomin genom finanspolitiska stimulanser därför mycket begränsade. De länder som har svagast statsfinanser i Europa tvingas till åtstramning trots ett svagt konjunkturläge, eftersom den höga skuldnivån skapar osäkerhet om ländernas förmåga att återbetala ytterligare lån. I Sverige finns däremot utrymme för aktiv finanspolitisk stimulans om det skulle behövas.

³ Se uppsatsen "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target" eller talet "Penningpolitik och sysselsättning: penningpolitiken alltför stram", 16 januari 2013.

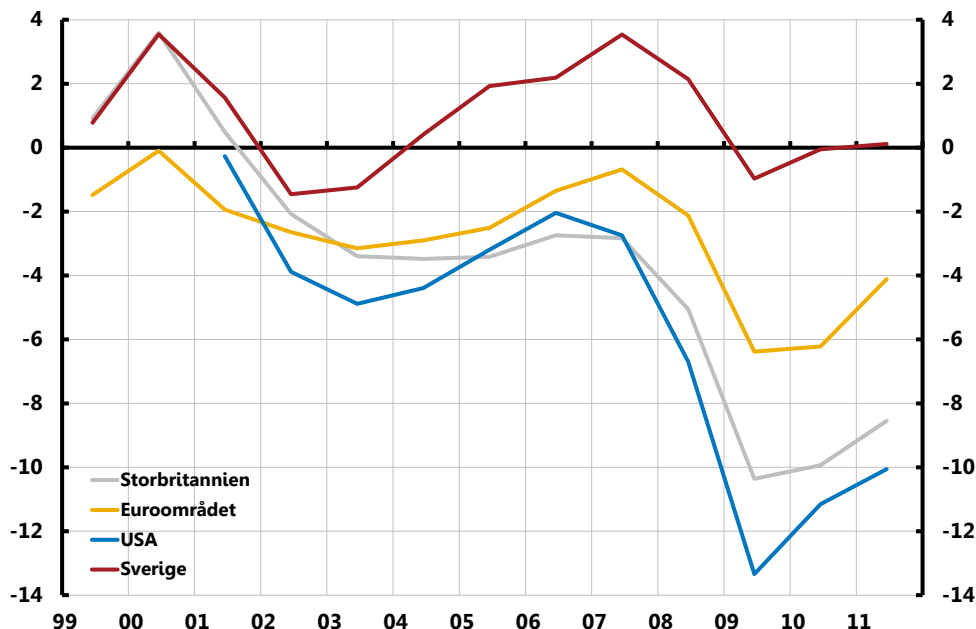
⁴ OECD Economic Outlook, november 2012; IMF WEO, oktober 2012. Överskottsmålet innebär att det offentliga finansiella sparandet ska vara i genomsnitt 1 procent av BNP över en konjunkturcykel.

⁵ Det finanspolitiska ramverket omfattar ett budgetpolitiskt ramverk, principer för stabiliseringspolitiken, principer för statliga ingripanden på finansmarknaderna och principer kring öppenhet och transparens. Det budgetpolitiska ramverket består i sin tur av ett överskottsmål för hela den offentliga sektorn, utgiftstak för staten, krav på kommunsektorn att ha god ekonomisk hushållning och budgetar i balans och en stram budgetprocess.

⁶ Automatiska stabilisatorer utgörs av de effekter som uppkommer av att skatteintäkter och olika bidrag, utan aktiva beslut, anpassas efter konjunkturläget.

Diagram 6. Det offentliga finansiella sparandet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av BNP



Källa: IMF WEO, oktober 2012

Det är viktigt i sammanhanget att komma ihåg att det finanspolitiska ramverk som vi har i Sverige syftar i första hand till att göra de offentliga finanserna långsiktigt hållbara. Fram till finanskrisen tycktes det största hotet mot den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna vara en åldrande befolkning.⁷ Med en åldrande befolkning ökar kraven på den offentliga sektorn samtidigt som möjligheterna att finansiera den med skatter på arbetsinkomster minskar.

Men erfarenheterna från länder där behovet att rädda systemviktiga banker lett till stora påfrestningar på de offentliga finanserna har gett oss ett annorlunda perspektiv. För ett land som Sverige, som har ett stort bankväsende i förhållande till storleken på ekonomin, skulle en bankkris snabbt kunna skjuta de offentliga finanserna i sank. I ljuset av det framstår risken för en finanskris som kanske det allra största hotet mot den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna. Behovet av att samla i ladorna i förväg framstår dessutom förmodligen som ännu större, eftersom det blir betydligt lättare att hantera en finansiell kris om de offentliga finanserna är starka i utgångsläget. Av detta skäl tror jag att viljan att använda finanspolitik för att stimulera efterfrågan i ekonomin begränsas av hänsyn till den finansiella stabiliteten.

Man kan nog alltså inte vänta sig att finanspolitiken i dagsläget ska bidra med mycket mer än med de automatiska stabilisatorerna för att stimulera svensk ekonomi. Enligt Riksbankens prognos väntas det offentliga finansiella sparandet visserligen bli negativt och hamna på -1,1 procent av BNP i år. Men i takt med att konjunkturen förbättras väntas det gradvis öka till 0,3 procent av BNP 2015.

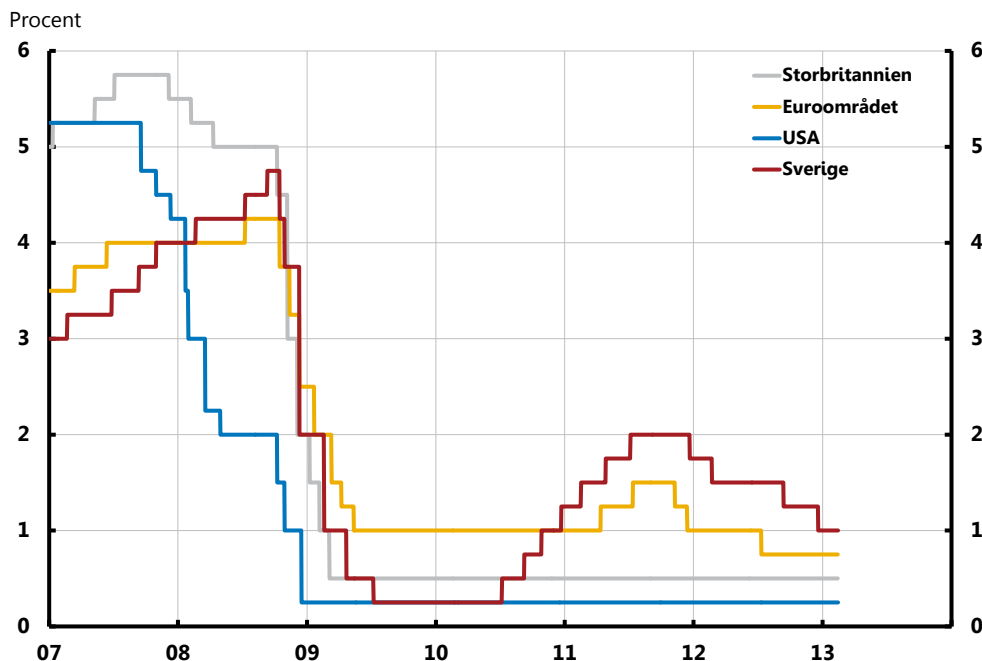
⁷ Se till exempel Konjunkturinstitutets beräkningar: "Offentliga finanser på längre sikt – fler arbetade timmar behövs för att möta utvecklingen", Konjunkturläget december 2005.

■ Att finanspolitiken inte bidrar mer aktivt till att stimulera efterfrågan i ekonomin är dock helt i linje med den ordning för den konjunkturstabiliserande politiken som jag uppfattar att vi har i Sverige. Som jag ser det har huvudansvaret för aktiv konjunkturstabilisering legat på penningpolitiken sedan 1990-talskrisen.⁸ Denna uppfattning bygger dock på en flexibel tolkning av vårt inflationsmål i betydelsen att målet innefattar en stabilisering av den realekonomiska utvecklingen.⁹

För lite stimulans från penningpolitiken

Penningpolitiken kom också att bli mycket expansiv när efterfrågan i svensk ekonomi föll snabbt i slutet av 2008 och början av 2009. Mellan oktober 2008 och juli 2009 sänktes den svenska styrräntan med sammanlagt 4,5 procentenheter till rekordlåga 0,25 procent och låg sedan kvar där i ett år (se diagram 7).

Diagram 7. Styrräntan i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien



Källor: Riksbanken och nationella källor

I juli 2010 började reporäntan höjas och i juli 2011 låg den på 2,0 procent. Reporäntan har därefter sänkts i ett antal steg till 1,0 procent i takt med att den svaga utvecklingen i euroområdet påverkat svensk ekonomi negativt. Som framgår av Diagram 7 har styrräntorna i USA och Storbritannien legat kvar nära noll under hela denna period. Euroområdets styrränta började höjas under 2011, men fick snabbt sänkas igen.

⁸ I Vårpropositionen 2008 anges lägen då diskretionär finanspolitik är motiverad som "krissituationer eller vid utbudsstörningar där finanspolitiken kan behöva stötta penningpolitiken". Finanspolitiska rådet gör tolkningen att regeringens skrivelse i Vårpropositionen 2008 ger uttryck för uppfattningen att Riksbanken har huvudansvaret för konjunkturstabilisering. Se Finanspolitiska rådets rapport 2011, "Svensk finanspolitik", kapitel 1.

⁹ I skriften "Penningpolitiken i Sverige" beskrivs Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik (Riksbanken 2010).

■ Många centralbanker har också bedrivit så kallad okonventionell penningpolitik genom att köpa tillgångar eller på andra sätt tillföra likviditet på längre löptider än normalt.¹⁰ Sammantaget har det lett till en mer expansiv penningpolitik i stora delar av omvärlden jämfört med i Sverige, trots att reporäntan ligger på en historiskt sett låg nivå.

Att svensk penningpolitik har varit mindre expansiv än i många andra länder kan tyckas rimligt med tanke på att svensk ekonomi också utvecklats betydligt bättre än många andra länder. Det gäller särskilt jämfört med länder i Europa, vilket framgår av diagram 1. Samtidigt är det ett problem att penningpolitiken inte varit tillräckligt expansiv för att hålla inflationen kring 2 procent och få ned arbetslösheten till en långsiktigt hållbar nivå.¹¹

Varför har inte penningpolitiken varit tillräckligt expansiv? Ett skäl är att vi i viss mån överskattade styrkan och varaktigheten i den tillfälliga återhämtningen i svensk ekonomi 2010 och därför överskattade inflationstrycket. Ett annat är att en mer expansiv penningpolitik har ansetts leda till ökade risker förknippade med hushållens skuldsättning. Här är det återigen erfarenheterna i andra länder under finanskrisen som förskräcker. I flera länder med hög skuldsättning hos hushållen och höga bostadspriser har stora fall i bostadspriserna lett till minskad konsumtionsefterfrågan, vilket bidragit till en svag realekonomisk utveckling. På vissa håll har det dessutom lett till högre kreditförluster och risker för den finansiella stabiliteten.

Risker med hushållens skuldsättning

Själv anser jag dock inte att riskerna förknippade med hushållens skuldsättning har varit ett tungt vägande argument mot en mer expansiv penningpolitik under senare tid. Det finns förstås all anledning att undvika en utveckling där bostadspriserna faller dramatiskt. Men jag har svårt att se att utvecklingen idag när det gäller bostadspriser och hushållskrediter i Sverige är sådan att den motiverar ytterligare åtgärder.

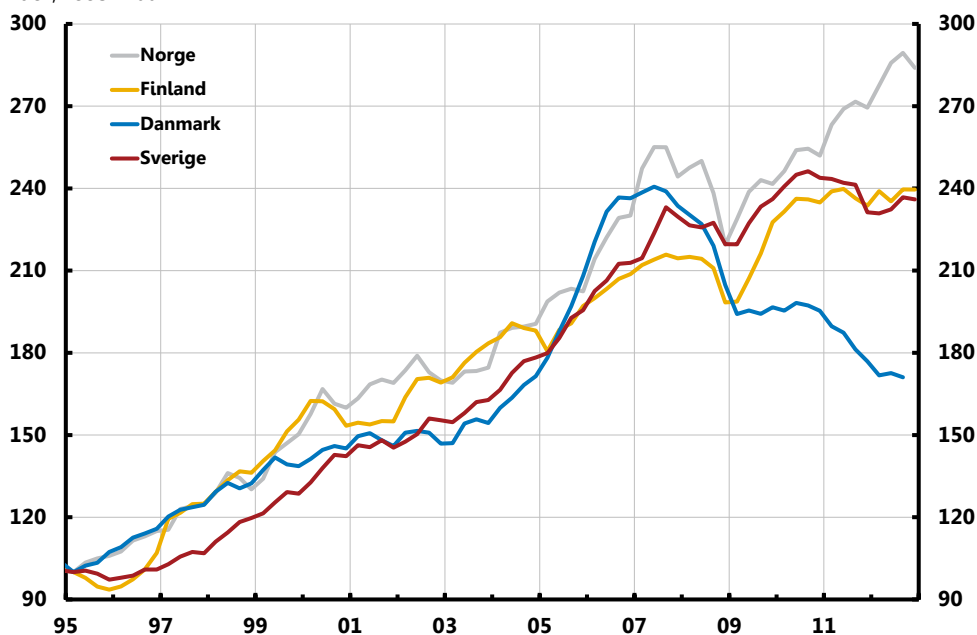
Bostadspriserna och hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster steg kraftigt i Sverige från mitten av 1990-talet fram till finanskrisen. Som framgår av diagram 8 steg de reala huspriserna kraftigt, också i de andra nordiska länderna under denna period. Men under de senaste åren har utvecklingen sett annorlunda ut. Tillväxten i hushållskrediter har fallit markant och skuldkvoten har därför planat ut, om än på en historiskt hög nivå (se diagram 9). Bostadspriserna har också uppvisat en betydligt mer dämpad utveckling de allra senaste åren. Liksom i Finland tycks de reala huspriserna ha planat ut. Detta skiljer sig från utvecklingen i Norge, där priserna fortsatt uppåt och i Danmark, där det skett ett betydande prisfall.

¹⁰ I USA har centralbanken tillfört marknaderna likviditet genom köp av obligationer. Centralbankerna i Storbritannien och Japan har också lanserat omfattande program för tillgångsköp. ECB har bland annat erbjudit europeiska banker lån i form av treåriga så kallade LTRO-lån. ECB har också annonserat ett nytt stödprogram, Outright Monetary Transactions, OMT, som möjliggör obegränsade köp av statsobligationer i länder som ansöker om nödlån och därmed underkastar sig villkoren för dessa.

¹¹ I den Penningpolitiska rapporten i juli 2012 gjorde Riksbanken bedömningen att den långsiktiga arbetslösheten ligger i intervallet 5-7,5 procent. Mitten av det skattade intervallet är alltså 6,25 procent. Det finns också andra bedömningar av den långsiktiga arbetslösheten. I Konjunkturinstitutets senaste Lönebildningsrapport bedöms den långsiktiga arbetslösheten vara kring 7 procent i dagsläget, men faller till cirka 6 procent de närmaste åren (se Konjunkturinstitutets Lönebildningsrapport 2012). Enligt en beräkning av Lars Svensson om hur avvikelsen mellan den faktiska inflationen och inflationsmålet påverkar arbetslösheten hamnar mitten av Riksbankens skattade intervall på 5,5 procent (se "Korrigerig av Riksbankens skattning av den långsiktigt hållbara arbetslösheten", appendix 2, Penningpolitiskt protokoll, juli 2012).

Diagram 8. Reala huspriser

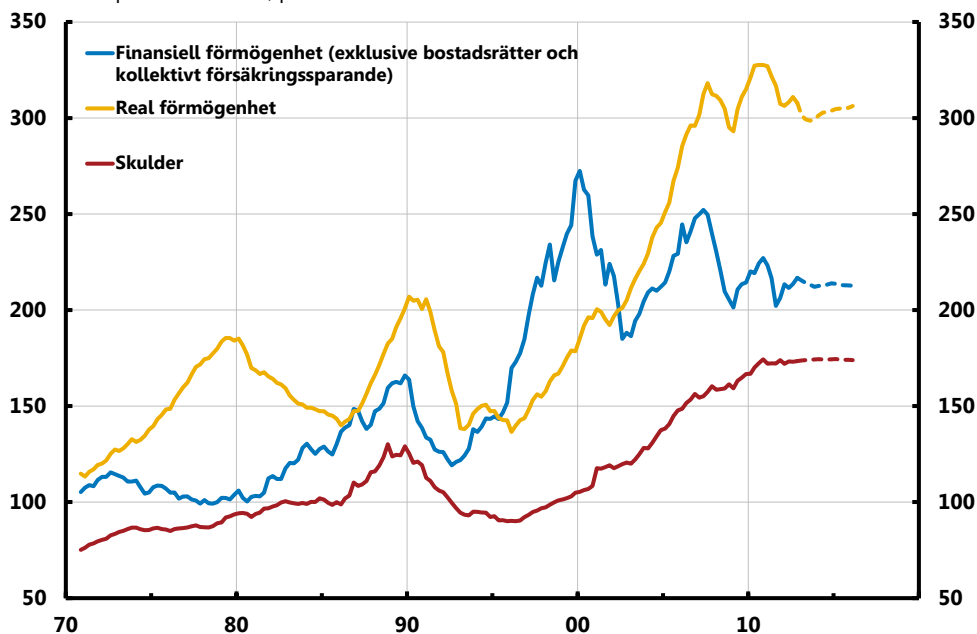
Index, 1995=100



Källor: SCB och nationella källor

Diagram 9. Hushållens förmögenhet och skulder

Andel av disponibel inkomst, procent



Anm. Den streckade linjen är Riksbankens senaste prognos (från Penningpolitisk rapport februari 2013)

Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen på svensk bostadsmarknad ser alltså betydligt lugnare ut nu än före finanskrisen. Samtidigt är det naturligtvis viktigt att löpande analysera om utvecklingen kan bidra till risker för den finansiella eller makroekonomiska stabiliteten. Utvecklingen när det gäller hushållens skuldsättning skulle kunna

leda till problem om priserna på bostäder av någon anledning börjar falla eller arbetslösheten ökar kraftigt i samband med en vikande konjunktur. För att bedöma i vilken utsträckning detta utgör en risk behöver man dels analysera risken för bostadsprisfall, dels i vilken utsträckning skuldnivån gör hushållen sårbara. När det gäller det senare spelar det roll vilka övriga tillgångar utöver bostäder hushållen har. Här är det relativt höga privata sparandet i Sverige en fördel, eftersom det lett till att hushållen har förhållandevis stora finansiella tillgångar (se diagram 9).

Att analysera risken för bostadsprisfall är inte lätt, men en naturlig utgångspunkt är att försöka hitta bra indikatorer på bostadsprisfall utifrån erfarenheterna i andra länder. Enligt en studie av IMF ökar sannolikheten för ett bostadsprisfall om tillväxten i krediter som andel av BNP är hög, bytesbalansen uppvisar underskott och bostadsinvesteringarna är höga i förhållande till BNP.¹² Lite förenklat kan man säga att risken för bostadsprisfall är hög i ekonomier där det råder en kreditfinansierad byggboom och där krediterna i stor utsträckning finansieras av utlandet istället för med inhemskt sparande.

Kredittillväxten har visserligen varit relativt hög i Sverige under ett antal år, så baserat på just den indikatorn finns det viss anledning att tro att risken för bostadsprisfall är förhöjd. Men utvecklingen när det gäller bytesbalansen och bostadsinvesteringarna har snarast varit den motsatta till den som är förknippad med förhöjda risker för bostadsprisfall. Som jag redan nämnt uppvisar den svenska bytesbalansen ett stort överskott och har gjort så under många år. Diagram 4 visade även utvecklingen för ett antal länder där bostadspriserna fallit, som Irland, Spanien och USA, och där ser vi just att underskotten i bytesbalansen varit relativt stora. En förklaring till de relativt låga investeringarna i Sverige, som är en faktor bakom bytesbalansöverskottet, är just låga investeringar i bostäder (se diagram 10). Det finns således inga tecken på att den kredittillväxt som vi har haft har finansierat en byggboom eller att den skulle vara förknippad med ett lågt inhemskt sparande.

De senaste åren har antalet nybyggda bostäder i Sverige legat runt 20 000 per år, en historiskt låg nivå.¹³ Ett lågt nybyggande är således en viktig faktor bakom de stigande bostadspriserna.¹⁴

Andra indikatorer på bostadsprisfall har också föreslagits, till exempel bostadsprisernas positiva avvikelse från en långsiktig trend, vilken i dagsläget är relativt hög i Sverige.¹⁵ Men poängen är att bilden när det gäller typiska indikatorer på bostadsprisfall är blandad för Sverige. Vissa framstår som alarmerande, medan andra är närmast motsatt vad som typiskt sett är fallet före ett bostadsprisfall. Det innebär förstås inte att vi kan vara säkra på att priserna inte kommer att falla, men det är ändå viktigt att ha denna bakgrund klar för sig för att kunna bedöma riskerna på bostadsmarknaden.

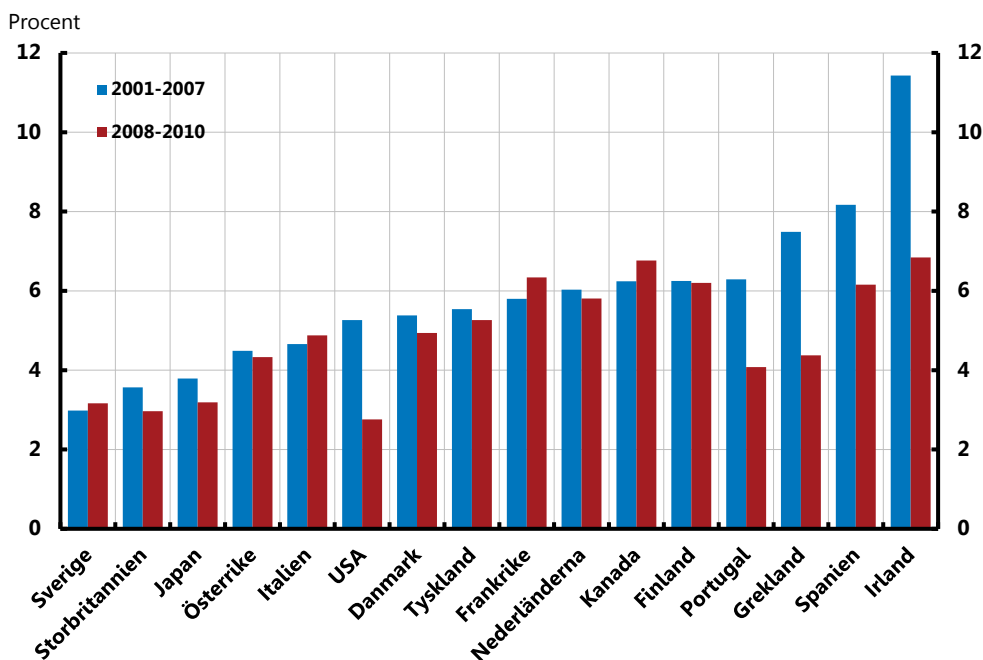
¹² När alla dessa tre faktorer samtidigt uppvisat stora avvikelser från normala mönster inträffade ett stort husprisfall med 56 procents sannolikhet. Se IMF (2009), World Economic Outlook, oktober.

¹³ Det är en nivå som de senaste 50 åren endast underskridits under några år på 1990-talet (SCB, 2012 "Bostadsbyggandet lågt under lång tid", *SCB-indikatorer*, nr 2012:92).

¹⁴ Bland andra Peter Englund lyfter fram det låga bostadsbyggandet i Sverige som ett skäl till de kraftiga prishöjningarna i Sverige; se Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", kapitel 1.1 i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*.

¹⁵ Borio och Drehmann (2009) presenterar till exempel en indikator på finansiell kris baserad på trendavvikelsena för privata krediter som andel av BNP och fastighetspriser i uppsatsen "Assessing the risk of banking crises – revisited". Den senare komponenten ska fånga sannolikheten för och storleken på ett fall i fastighetspriserna.

Diagram 10. Bostadsinvesteringar som andel av BNP



Anm. Genomsnittligt värde 2001-2007 respektive 2008-2010. För Irland och Japan saknas 2010 års värde; därför avser röd stapel endast 2008-2009.

Källa: Vredin m fl (2012), *Konjunkturrådets rapport 2012. Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?*

Om utvecklingen framöver skulle bli sådan att det framstår som motiverat att vidta åtgärder för att dämpa bostadspriserna och hushållens skuldsättning är jag dock tveksam till att använda reporäntan för detta ändamål. Det vore bättre att sänka nivån på det bolånetak som Finansinspektionen rekommenderar bankerna att hålla sig under eller höja bankernas riskvikter för bolån.¹⁶ Ett annat alternativ vore att minska ränteavdragen något. Dessa åtgärder riktas direkt mot bostadslånen, till skillnad från höjningar av reporäntan. Det här är förstas åtgärder som Riksbanken inte beslutar om, men det ligger i allas intresse att eventuella risker förknippade med svensk bostadsmarknad hanteras på ett effektivt sätt.

Så varför är jag emot att använda reporäntan för att påverka bostadspriserna och hushållens skuldsättning? Huvudskälet är att kostnaden - i form av inflation under målet och arbetslöshet - framstår som hög i jämförelse med oklara vinster. De flesta analyser pekar på att den penningpolitiska styrräntan har mycket små effekter på bostadspriserna och därmed också på hushållens skuldsättning.¹⁷ Att använda styrräntan skulle vara motiverat om det vi observerade var en kraftig kreditexpansion generellt sett i svensk ekonomi. Men det är inte det vi observerar. Hushållen ökar sin skuldsättning i ungefär samma takt som disponibla inkomster ökar. Tillväxten i bankernas utlåning till företagsvarierar typiskt sett med konjunkturen och är i dagsläget låg (se

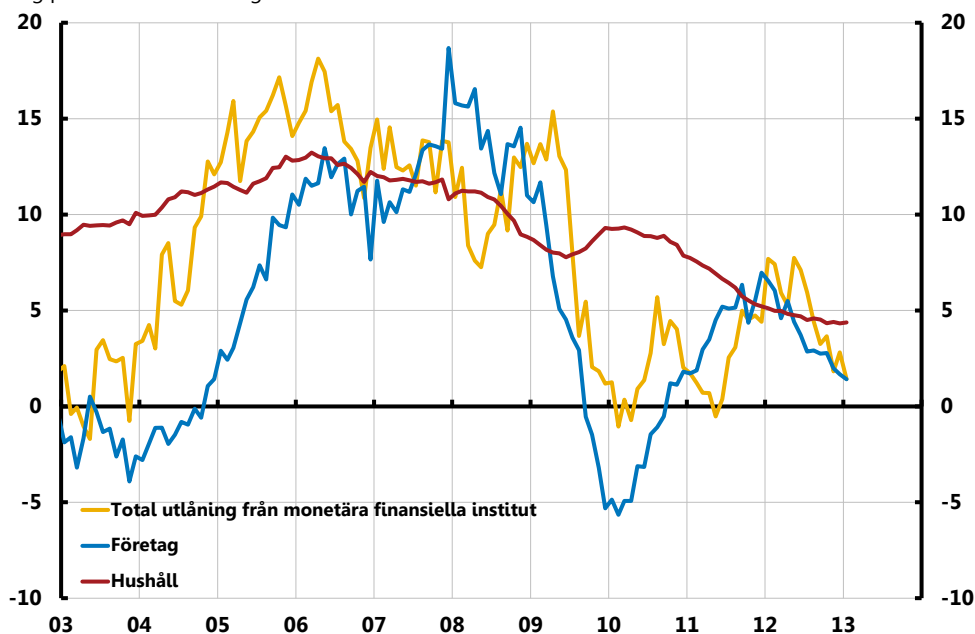
¹⁶ Finansinspektionen har nyligen föreslagit ett golv för riskvikterna för bolån på 15 procent. Detta golv skulle kunna höjas om det verkar finnas behov av att dämpa bankernas utlåning för bostadsändamål.

¹⁷ Se till exempel Kuttner, Kenneth (2012), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun", under publikation i *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has it Changed?*, och Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", kapitel II.1 i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*.

- diagram 11). Sammantaget är kreditväxten förhållandevis låg i svensk ekonomi.

Diagram 11. Utlåning till hushåll och företag från monetära finansiella institut

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

Ett ytterligare problem med att använda penningpolitiken för att påverka hushållens skuldsättning är att den också får effekter på växelkursen. Högre räntor leder allt annat lika till starkare valuta, och en starkare valuta leder allt annat lika till lägre inflation och lägre resursutnyttjande.

Det finns alltså tydliga kostnader med att använda penningpolitiken på detta sätt. Alternativet – ett bättre sådant – är att separera penningpolitiken från den politik som syftar till att främja finansiell stabilitet. Det skulle man kunna göra om man fick till ett fungerande ramverk för så kallad makrotillsyn, det vill säga en politik som syftar till att motverka risker i det finansiella systemet som helhet.

En separat politik för makrotillsyn

I januari 2013 kom Finanskriskommittén med ett delbetänkande som bland annat handlar om hur finansiella kriser ska kunna förebyggas i Sverige. Kommittén föreslår att det ska inrättas ett makrotillsynsråd. Detta råd innebär att det samverkansråd mellan Riksbanken och Finansinspektionen som finns idag lagfästs samt kompletteras med fristående experter och en observatör från Finansdepartementet. Rådet ska dessutom arbeta för att det ska utvecklas makrotillsynsverktyg samt analysera risker och diskutera lämpliga åtgärder. Ansvar för beslutet om att tillämpa ett makrotillsynsverktyg är tänkt att ligga på Finansinspektionens eller Riksbankens bord.

Kommitténs förslag är genomtänkt och bra, men har som jag ser det en svaghet, nämligen att det är oklart vem som ytterst bär ansvaret för att bedriva makrotillsyn. Eftersom det vanligtvis handlar om att vidta åtgärder som är impopulära – till exempel att begränsa hushållens möjligheter att låna på ett sätt som får konsekvenser för var de kan bo eller att begränsa de finansiella företagens möjligheter att tjäna pengar – så krävs det att någon känner ansvar för att åtgärderna kommer på plats. Det kan, som Finanskriskommittén är inne på, vara Riksbanken eller Finansinspektionen. Men jag är skeptisk mot en lösning där båda myndigheterna har ett ansvar, eftersom det då blir alltför lätt att skylla på den andre när krisen är ett faktum.¹⁸

Det är visserligen naturligt att Riksbanken spelar en central roll när det gäller makrotillsyn, eftersom finansiell stabilitet är en förutsättning för makroekonomisk stabilitet och risker för den finansiella stabiliteten därför analyseras löpande.¹⁹ Men ett ansvar för makrotillsynen kommer i potentiell konflikt med det oberoende som Riksbanken har på det penningpolitiska området. Det är ett oberoende som grundas på insikten att en politiskt styrd penningpolitik tenderar att bli inflationistisk, eftersom det av politiska skäl kan vara frestande att revidera ett löfte om låg inflation och föra en mer inflationistisk penningpolitik som på kort sikt minskar arbetslösheten.²⁰ Men oberoendet går hand i hand med ett tydligt definierat mål för penningpolitiken som går att utvärdera kontinuerligt. Makrotillsyn är till sin natur annorlunda, eftersom målet är att förebygga kriser. Det går naturligtvis att löpande konstatera om en kris har inträffat, men givet att en kris inte har inträffat så är det svårt att avgöra om de åtgärder som har vidtagits har varit ändamålsenliga eller inte. Eftersom det handlar om impopulära åtgärder kan man kanske tycka att det är en fördel att de fattas av personer som i praktiken inte kan avsättas. Men det framstår inte som en särskilt god ordning ur ett demokratiskt perspektiv.

Samtidigt så kan makrotillsyn handla om makroekonomisk stabilitet på ett sätt som gör att den hamnar nära vad penningpolitiken syftar till att uppnå. De svenska hushållens historiskt höga skuldsättning utgör kanske inte i första hand en risk för en finansiell kris, utan för den makroekonomiska utvecklingen i ett mer långsiktig perspektiv. Ett fall i bostadspriserna i samband med en konjunkturförsvagning med ökad arbetslöshet skulle kunna leda till en kraftigt fördjupad konjunkturförsvagning om hushållen reagerade med att öka sitt sparande markant för att kompensera fallande förmögenhetsvärden.²¹ Den risken handlar om finansiella och makroekonomiska obalanser snarare än risken för en finansiell kris. Det är också obalanser som måste ses i ett avsevärt längre perspektiv än det som vi vanligtvis anlägger när vi fattar beslut om reporäntan.

Finansiella och makroekonomiska obalanser av denna typ kan förstås resultera i finansiella kriser, men gör det inte med automatik. Därför bör man skilja

¹⁸ Liknande kritik har framförts av min kollega Kerstin af Jochnick i talet "Penningpolitik och makrotillsyn", 25 januari 2013.

¹⁹ Den Europeiska systemriksnämnden (ESRB) trycker på centralbankens ledande roll i sina rekommendationer om institutionella ramverk för nationell makrotillsyn (se Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities.).

²⁰ Se till exempel Kydland, Finn och Edward Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, sid. 473-490.

²¹ I den Penningpolitiska rapporten från i februari diskuteras konsekvenserna av ett bostadsprisfall på den makroekonomiska utvecklingen i fördjupningsrutan "Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen".

■ mellan att undvika sådana obalanser och att undvika kriser som hotar det finansiella systemet. I båda fallen anser jag att det krävs en aktiv politik vid sidan av den vanliga stabiliseringspolitiken. Att Riksbanken har en central roll när det gäller att analysera uppkomsten av finansiella och makroekonomiska obalanser är nog alla överens om. Men vad Riksbankens roll ska vara när det gäller att besluta om åtgärder för att motverka obalanser i ett långsiktigt perspektiv är i dagsläget oklart. För mig är dock det viktiga att makrotillsyn som ett separat politikområde kommer på plats. Det vore bra för den finansiella stabiliteten, men det vore också bra för konjunkturstabiliseringen. Finanskriskommitténs förslag är nu ute på remiss och vi i Riksbankens direktion ska formulera vår samlade syn på förslaget i ett remissvar under våren.

Slutsatser

Jag tycker alltså att det finns mycket som tyder på att efterfrågetrycket i svensk ekonomi är för svagt och att det i princip har varit det ända sedan hösten 2008. Man ska inte ha överdrivna förväntningar på vad penningpolitik kan åstadkomma när det gäller att få ned den relativt höga arbetslösheten i Sverige. Men så länge som inflationen väntas ligga klart under målet på 2 procent anser jag att det finns utrymme att använda penningpolitiken för att försöka bidra till en bättre utveckling på arbetsmarknaden.

Jag har drivit tesen att ett skäl till att finans- och penningpolitiken inte använts mer aktivt för att öka efterfrågetrycket i svensk ekonomi är hänsynen till finansiell stabilitet. Risken att de offentliga finanserna försämras radikalt om staten tvingas gå in och stödja krisande banker framstår som ett argument för att nu vara försiktig med de offentliga finanserna. Risken att låga räntor spår på hushållens skuldsättning och att detta ökar sårbarheten om till exempel bostadspriserna av någon anledning skulle falla har framhållits som ett argument mot lägre reporänta.²² Självt tror jag visserligen att den senare risken inte är så stor i dagsläget eftersom utvecklingen när det gäller hushållskrediter har dämpats betydligt sedan före finanskrisen. Men icke desto mindre är risken en faktor som vägs in i de penningpolitiska besluten. Sammantaget har alltså den ekonomiska politiken inte tillräckligt motverkat effekterna av en svag omvärldsutveckling och pessimistiska hushåll och företag.

Hur ska vi få till en fungerande politik för konjunkturstabilisering i Sverige samtidigt som vi inte utsätter oss för betydande risker när det gäller finansiell stabilitet? Ett viktigt steg är att etablera ett separat politikområde med explicit ansvar för att förebygga finansiella kriser. Om vi lyckas skapa ett välfungerande ramverk för ett sådant politikområde skulle penningpolitiken bättre kunna fokusera på sin huvuduppgift: att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en långsiktigt hållbar nivå. Finanskriskommitténs delbetänkande med dess förslag om ett makrotillsynsråd är i det sammanhanget välkommet. Men som jag har varit inne på idag är ansvarsfördelningen inte särskilt tydlig i förslaget och det är oklart vilken myndighet som ska göra vad. För mig är det inte viktigt att det just är Riksbanken som har ansvaret och verktygen för att bedriva makrotillsyn. Men det är viktigt att någon har det, för annars har vi inte åstadkommit ett ramverk som är tydligare än det vi har idag. Exakt hur ansvarsfördelningen bör göras

²² Se till exempel Apel, Mikael och Carl-Andreas Claussen (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande", *Penning- och valutapolitik* 2012:2, sid. 66-80, för en översikt av sambandet mellan låga räntor, ökad kreditexpansion och den boom på fastighetsmarknaden i många länder som krisen i mångt och mycket kretsade kring.

tydligare är jag inte beredd att uttala mig om idag. Det är en fråga som får vänta tills Riksbanken lämnar sitt remissvar på Finanskriskommitténs delbetänkande senare i vår.

Referenser

af Jochnick, Kerstin (2013), "Penningpolitik och makrotillsyn", tal, Länsförsäkringar, Stockholm, 25 januari 2013, Sveriges riksbank.

Apel, Mikael och Claussen Carl-Andreas (2012), "Penningpolitik, ränta och risktagande", *Penning- och valutapolitik* 2012:2, sid. 66-80.

Borio, Claudio och Mathias Drehmann (2009), "Assessing the risk of banking crises – revisited", *BIS Quarterly Review*, mars, sid. 29-46.

Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*.

European Systemic Risk Board (2011), Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3).

Finanskriskommittén, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*, delbetänkande, SOU 2013:6, 23 januari 2013.

Finanspolitiska rådet (2011), *Svensk finanspolitik*, Finanspolitiska rådets rapport 2011.

IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2009.

IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2012.

Konjunkturinstitutet, "Offentliga finanser på längre sikt – fler arbetade timmar behövs för att möta utvecklingen", *Konjunkturläget* december 2005.

Konjunkturinstitutet, *Lönebildningsrapport 2012*.

Kuttner, Kenneth (2012), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun", under publikation i Douglas Evanoff (red.), *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has it Changed?*, World Scientific (Hackensack, NJ).

Kydland, Finn och Prescott Edward (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-490.

OECD Economic Outlook, november 2012.

Proposition 2007/08: 100, "2008 års ekonomiska vårproposition".

Proposition 2012/13: 1, "Budgetpropositionen för 2013".

Riksbanken, *Penningpolitisk rapport*, februari 2012.

Riksbanken, *Penningpolitisk rapport*, juli 2012.

Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll*, juli 2012.

Riksbanken, *Penningpolitisk uppföljning*, december 2012.

SCB, 2012 "Bostadsbyggandet lågt under lång tid", *SCB-indikatorer*, nr 2012:92.

■ Svensson, Lars E.O. (2012), "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", Working Paper, nedladdningsbar på <http://people.su.se/~leosven/papers/Phillipsa.pdf>.

Svensson, Lars E.O. (2013), "Penningpolitik och sysselsättning: penningpolitiken alltför stram", tal, LO, Stockholm, 16 januari 2013. Sveriges riksbank.

Vredin, Anders, Martin Flodén, Anna Larsson och Morten Ravn (2012), *Konjunkturrådets rapport 2012. Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?*, SNS Förlag (Stockholm).