



# ANFÖRANDE

DATUM: 2013-09-24  
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén  
PLATS: Swedbank, 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

## ■ Min syn på penningpolitiken och hushållens skuldsättning

Det här är mitt första anförande sedan jag tillträdde som vice riksbankschef före sommaren. Sedan dess har jag deltagit i två penningpolitiska möten. Båda gångerna har jag reserverat mig mot majoritetsbeslutet och förespråkat en lägre ränta. Det är därför naturligt att jag idag utvecklar min syn på penningpolitiken och resonemangen bakom mina reservationer.

Ska penningpolitiken ta hänsyn till hushållens höga och stigande skuldsättning? Det är en fråga som har varit central för penningpolitiken under de senaste åren och även vid mina första penningpolitiska beslut. Jag menar att det är tydligt att Riksbanken har ett ansvar för att värna finansiell stabilitet och förebygga kriser kopplade till kreditgivningen. Däremot är det inte självklart vilka konsekvenser det ansvaret får för hur penningpolitiken bör bedrivas i praktiken. Jag kommer att utveckla hur jag har resonerat vid de senaste penningpolitiska mötena. Jag vill även kommentera hur det nya ramverket för makrotillsynen kan komma att påverka min syn på penningpolitiken. Men låt mig börja med att kortfattat beskriva min och Riksbankens syn på det ekonomiska läget.

### Ljusglimtar men risker kvarstår

De senaste månaderna har vi kunnat se vissa ljusglimtar i den svenska ekonomin, och även internationellt. I Sverige har förtroendet hos hushåll och företag stigit, och det finns vissa tecken på att arbetslösheten faller. I euroområdet ökade BNP under andra kvartalet efter sex kvartal med fallande BNP. Även där ger förtroendeindikatorerna nu mer positiva signaler.

Man ska dock komma ihåg att ekonomierna fortfarande har en lång väg kvar till ett normalläge. I såväl Sverige som euroområdet ligger BNP-tillväxten och inflationen på låga nivåer. Och stora nedåtrisker för den ekonomiska utvecklingen kvarstår. I euroområdet har de svaga offentliga finanserna och problemen i bankernas balansräkningar knappast förbättrats under de senaste månaderna. I USA har vi ännu inte sett de fulla effekterna av de automatiska nedskärningarna i den offentliga budgeten, och dessutom återstår osäkerhet kring hur skuldtaket ska höjas under hösten.

I stora tillväxtekonomier som Kina och Indien har tillväxttakterna sjunkit, dock från mycket höga nivåer. Tidigare har dessutom internationellt kapital sökt sig till tillväxtekonomierna då räntenivåerna har varit låga i de mer utvecklade ekonomierna. Men i och med att räntorna på amerikanska statsobligationer har stigit sedan i våras har kapitalströmmarna vänt. Utflödet av kapital medför att växelkurserna försvagas, vilket kan förbättra ländernas internationella konkurrenskraft och bidra till att upprätthålla deras höga ekonomiska aktivitet. Men de stora omsvängningarna i tillväxttakter, kapitalflöden och växelkurser är i sig problematiska och skapar osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i tillväxtekonomierna.

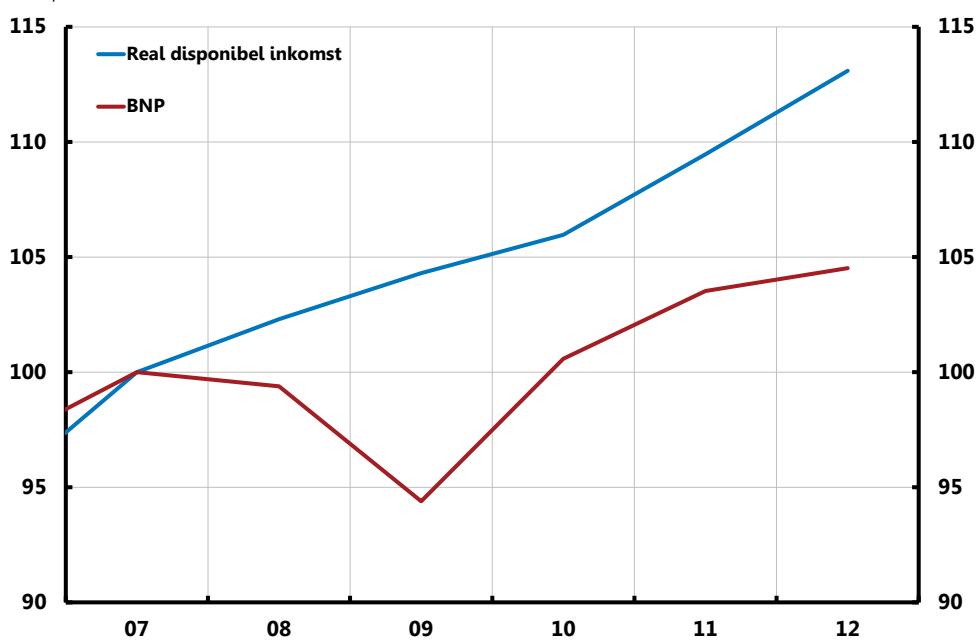
## En tudelad svensk ekonomi

Den svenska ekonomin är beroende av utvecklingen i omvärlden, och har förstås påverkats av de senaste årens finanskris och lågkonjunktur. I en internationell jämförelse har ändå övergripande storheter som BNP och sysselsättning utvecklats väl efter finanskrisen.

Men bakom den samlade bilden syns en tudelad utveckling, där särskilt hushållens ekonomi har varit stark. Deras disponibla inkomster har ökat varje år under och efter krisen (se figur 1). Även konsumtionstillväxten har varit god. Bostadspriserna och krediterna till hushållen har ökat snabbt, förmodligen delvis på grund av hushållens goda ekonomi i kombination med en expansiv penningpolitik (se figur 2 och 3). Utvecklingen för företagen har varit svagare, vilket avspeglas i svag exporttillväxt, låga investeringar och en blygsam tillväxt i krediter till företag (se figur 4).

**Figur 1. BNP och real disponibel inkomst**

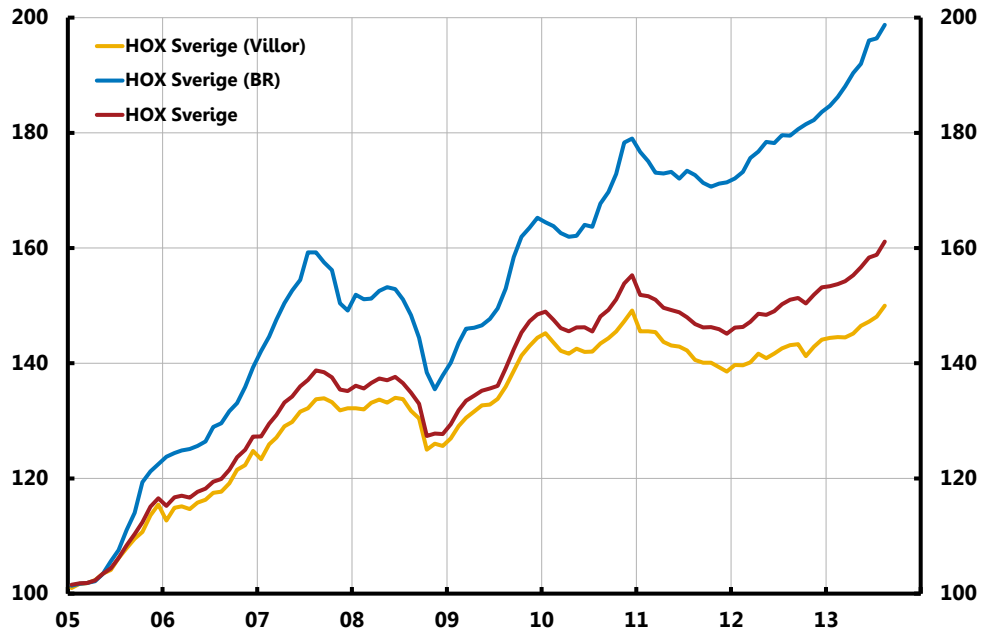
Index, 2007 = 100



Källa: SCB

## Figur 2. Bostadspriser

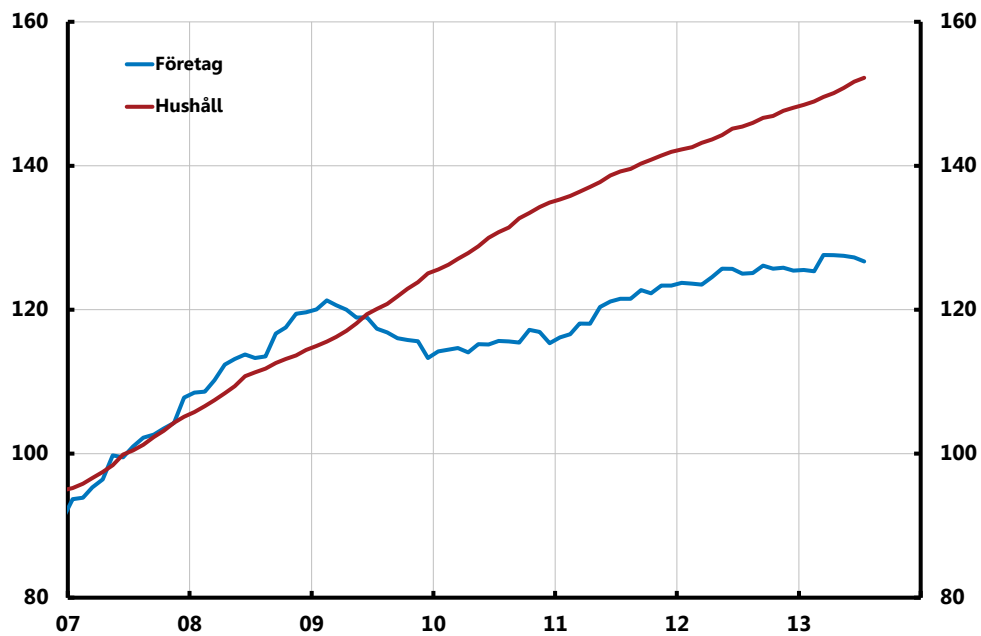
Index, januari 2005 = 100, säsongsrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken

## Figur 3. Utlåning till hushåll och företag

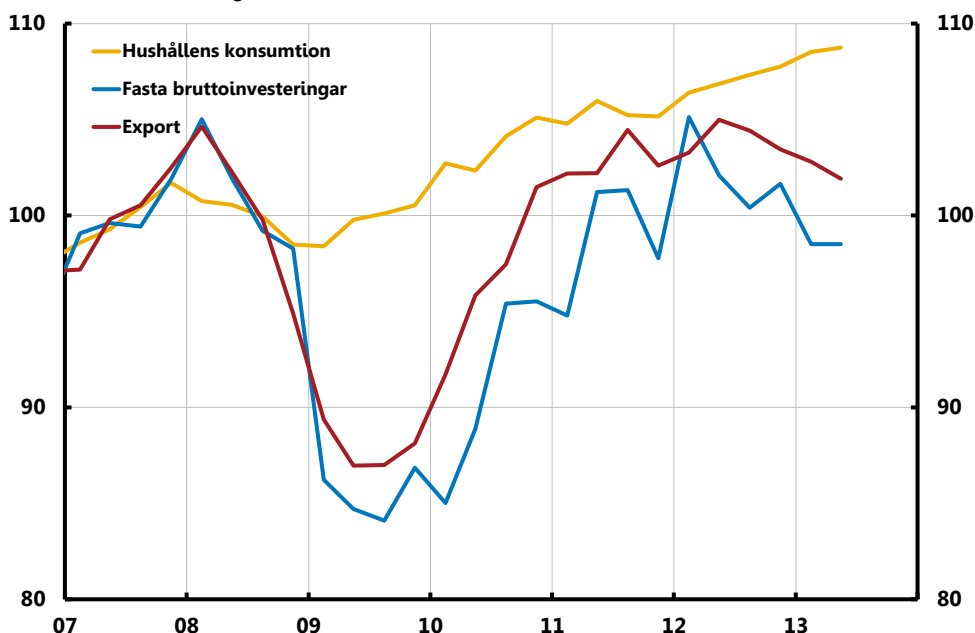
Index, 2007 = 100



Källa: SCB

**Figur 4. Export, investeringar och konsumtion**

Index, 2007 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB

Tudelingen utgör ett problem för penningpolitiken. Med ett enda verktyg, reporäntan, försöker vi att både uppfylla inflationsmålet och uppnå en balanserad konjunkturutveckling. I praktiken är reporäntan ofta tillräcklig som verktyg för att knuffa såväl inflation som konjunktur i rätt riktning.<sup>1</sup> Men under de senaste åren har vi även behövt hantera problemet med att konjunkturutvecklingen ser olika ut i ekonomins olika delar. Vi kan inte med hjälp av reporäntan samtidigt stimulera företagssektorn och begränsa hushållens skulduppbyggnad. I det här läget är det inte alls självklart hur penningpolitiken ska hantera avvägningen mellan inflation, konjunkturläge och risk för en alltför snabb ökning av bostadspriser och hushållskrediter. Låt mig nu utveckla mina tankar i den frågan.

### Penningpolitiken ska ta hänsyn till finansiella risker

Oron för att utlåningen till hushållen ökar alltför snabbt har medfört att en majoritet i Riksbankens direktion har hållit reporäntan på en högre nivå än vad som annars hade varit motiverat. Jag har reserverat mig mot sådana beslut och förespråkat en lägre ränta, av skäl som jag återkommer till. Trots mina reservationer delar jag ändå majoritetens oro för att hushållens skulder ökar snabbt. Och jag menar att penningpolitiken i princip bör ta hänsyn till finansiella obalanser och risker som kan uppstå till följd av den förda penningpolitiken.

På vilket sätt är då denna hänsyn förenlig med det uppdrag Riksbanken har fått?

<sup>1</sup> Att ett verktyg vanligen är tillräckligt för att både uppfylla inflationsmålet och uppnå en balanserad konjunkturutveckling förutsätter att ekonomin huvudsakligen drabbas av efterfrågechocker snarare än utbudschocker. Denna observation kallas ibland *the divine coincidence*, ett uttryck som myntades av Blanchard och Gali (2007).

Enligt Riksbankslagen ska målet för bankens verksamhet vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Dessutom ska banken främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I förarbetena till lagen anges vidare att penningpolitiken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bör stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

I Riksbanken menar vi att uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har en vid innebörd, och att det i praktiken handlar om att främja stabiliteten i det finansiella systemet.<sup>2</sup> Men det är ändå inte den här uppgiften som motiverar att penningpolitiken kan ta hänsyn till hushållens snabba kreditexpansion. Förarbetena till Riksbankslagen betonar nämligen att de penningpolitiska instrumenten endast ska användas för att upprätthålla ett fast penningvärde, och alltså inte för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.<sup>3</sup>

Ibland säger vi att penningpolitiken tar hänsyn till finansiella risker eftersom det kan bli svårt att stabilisera inflationen runt målet om hushållen tvingas att snabbt minska sina skulder.<sup>4</sup> Sådana svårigheter kan förvisso uppstå, men för mig är det inte främst omsorgen om inflationsmålet som gör det motiverat att låta penningpolitiken ta hänsyn till finansiella risker.

I stället uppfattar jag att hänsynen till finansiella risker följer av uppdraget att "stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt". En penningpolitik som medför att det uppstår en osund kreditexpansion eller andra finansiella obalanser är knappast förenlig med hållbar tillväxt.

Men den här uppgiften är, i likhet med uppgiften att stabilisera konjunkturutvecklingen, underordnad inflationsmålet. Penningpolitikens hänsyn till finansiella risker måste därför vägas mot inflationsmålet och konjunkturutvecklingen.

## Från princip till praktik

Frågan är då hur principen om hänsyn till finansiella risker och obalanser ska omsättas i praktisk penningpolitik. Hur ska avvägningen mellan de olika uppgifterna göras?

I en sådan avvägning måste vi överväga om andra verktyg än penningpolitiken är mer lämpade att hantera finansiella risker, om vår oro för hushållens skuldsättning är befogad samt vilka effekter penningpolitiken har på de obalanser och risker som vi oroas av.

Jag tänker idag inte föra någon djupare diskussion kring penningpolitikens koppling till andra verktyg. I likhet med Riksbanken (2010) konstaterar jag att det inte främst är penningpolitiken utan ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn som är viktiga för att förebygga finansiella obalanser. Hur penningpolitiken ska ta hänsyn till finansiella risker kan därför bero på regelverkets och tillsynens utformning. Jag återkommer till den här frågan när jag diskuterar det nya ramverket för makrotillsyn.

---

<sup>2</sup> Se Riksbanken (2013a) s. 3.

<sup>3</sup> Se Prop 1997/98:40 s. 54.

<sup>4</sup> Se till exempel Riksbanken (2013b).

## ■ Hushållens skuldsättning är oroande hög

Jag vill idag inte heller ge mig in i en utförlig diskussion kring om oron för de senaste decenniernas uppgång i bostadspriser och skuldsättning är befogad.<sup>5</sup> Det är tydligt för mig att vi inte fullt ut förstår vilka faktorer som ligger bakom utvecklingen. Vi vet därför inte om uppgången huvudsakligen förklaras av fundamentala faktorer eller om den återspeglar obalanser som har byggts upp i ekonomin.

Fundamentala faktorer som vi knappast kan bortse ifrån är att bostadsbyggandet är och har varit lågt under ett antal år. Lågt byggande i kombination med en växande befolkning och inflyttning till storstäderna bidrar förstås till att bostadspriserna stiger, och i förlängningen till att skuldsättningen ökar. Och ombildning av hyresrätter till bostadsrätter bidrar till ökad skuldsättning. Ytterligare en aspekt är att hushållens sparande är högt och har ökat samtidigt som skuldsättningen har ökat.

Men en hög skuldsättning gör förmodligen att ekonomin blir mer känslig för störningar även om den kan förklaras av fundamentala faktorer. En ekonomisk nedgång kan då förstärkas av att högt skuldsatta hushåll försöker öka sitt sparande genom att skära ner sin konsumtion. Dessutom kan vi knappast utesluta att hushållens ökade skuldsättning under de senaste åren åtminstone till viss del har orsakats av orealistiskt låga förväntningar på de framtida bolåneräntorna. Enligt mig är det därför i princip befogat att penningpolitiken nu tar hänsyn till hushållens höga skuldsättning.

## Risker med en låg ränta

En ytterligare fråga är alltså på vilket sätt penningpolitiken kan medföra att finansiella obalanser byggs upp. I den internationella litteraturen har man diskuterat flera tänkbara problem som kan uppstå om en centralbank håller räntan låg under en längre tid. Det kanske vanligaste problem som brukar nämnas är att investerarna då söker sig mot tillgångar med högre avkastning, men som även har högre risk. En, av flera, anledningar till ett sådant beteende kan vara att vissa förvaltare har krav på en minsta avkastning i sina portföljer. Sådant beteende riskerar att orsaka omotiverade uppgångar i tillgångspriser när räntan är låg.<sup>6</sup>

Ett annat tänkbart problem med låga räntor är att de penningpolitiska stimulanserna kan hjälpa svaga företag att klara sig utan att ta hand om sina problem. På så sätt kan en nödvändig strukturomvandling i ekonomin komma att skjutas på framtiden. Det finns även en risk att stimulanserna hjälper bankerna att stappla fram med svaga balansräkningar, vilket hämmar kreditgivningen i ekonomin.<sup>7</sup>

De problem jag just nämnt ser jag trots allt som mindre relevanta för den nuvarande svenska utvecklingen. Men jag vill nämna två andra tänkbara problem förknippade med låga räntor, problem som jag tycker gör det berättigat att känna en viss oro för den svenska ekonomin.

<sup>5</sup> Det förs en livlig debatt i frågan. Ett viktigt bidrag till diskussionen är Riksbankens utredning om risker på bostadsmarknaden (Riksbanken 2011). Konjunkturinstitutet (2013) och Svensson (2013a) är exempel på nyare inlägg som menar att bostadspriserna och hushållens skuldsättning inte utgör något tydligt problem.

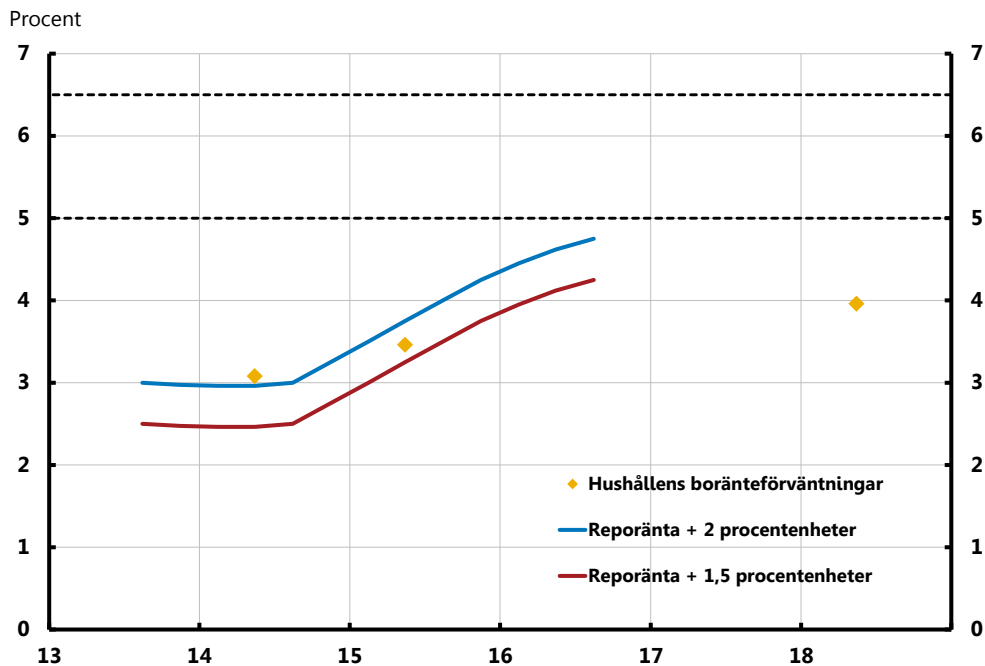
<sup>6</sup> Se Rajan (2005).

<sup>7</sup> Se Rawdanowicz, Bouis och Watanabe (2013).

Min första källa till oro är kanske något långsökt.<sup>8</sup> Säg att vi av någon anledning har hamnat i ett läge där räntan är låg och många hushåll är högt skuldsatta. I det här läget kan en räntehöjning få stora negativa konsekvenser för de skuldsatta hushållen och som en följd för hela ekonomin. Då skulle hushållen kunna tro att den framtida ekonomiska politiken kommer att utformas så att sådana negativa konsekvenser undviks eller mildras. Hushållen kan då välja att ta på sig ännu högre skulder om de – befogat eller inte – tror att den ekonomiska politiken kommer att ta sådan hänsyn. Och den här problematiken riskerar att tillta ju längre tid räntan hålls på en låg nivå.

En mer påtaglig källa till oro är hushållens förväntningar på det framtida ränteläget. Enkätundersökningar visar att hushållen (och för den delen även marknadsaktörerna) förväntar sig betydligt lägre räntor på sikt än vad vi gör på Riksbanken (se figur 5 och figur 6).<sup>9</sup>

**Figur 5. Hushållens boränteförväntningar på ett, två och fem års sikt**



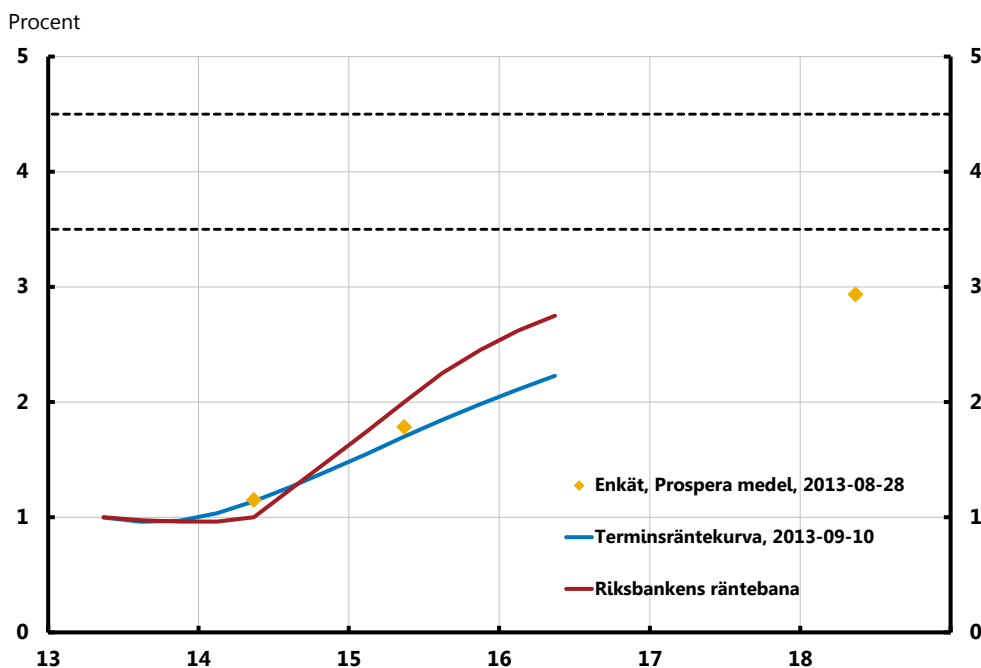
Anm. Prognos för reporäntan från PPU september. Hushållens boränteförväntningar avser förväntningar på den rörliga bostadsräntan. De streckade linjerna visar ett intervall som baseras på dels ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5–4,5 procent, dels ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,5-2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

<sup>8</sup> Resonemanget bygger på Farhi och Tirole (2012).

<sup>9</sup> På Riksbanken brukar vi säga att den genomsnittliga reporäntan på sikt kan förväntas ligga i intervallet 3,5 till 4,5 procent (se till exempel Riksbanken 2013b, s. 47). Korta bolåneräntorna brukar vara 1,5 till 2 procentenheter högre. Hushållens förväntningar på den korta bolåneräntan om fem år ligger nu kring 4 procent. Och marknadsaktörers förväntningar på reporäntan om fem år ligger kring 3 procent. Se figur 5 och figur 6.

■ **Figur 6. Förväntningar på reporäntan**



Anm. Prognos för reporäntan från PPU september. Reporänteförväntningar enligt penningmarknadens aktörer på 1 års, 2 års och 5 års sikt. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan på 3,5-4,5 procent.

Källor: Konjunkturinstitutet, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

En möjlig tolkning av dessa förväntningar är att hushållen lägger en alltför stor vikt vid de senaste årens låga räntenivåer när de funderar på den framtida ränteutvecklingen. I så fall riskerar ytterligare räntesänkningar att förstärka skillnaden mellan hushållens och Riksbankens förväntan på framtida räntor. Och sådana felaktiga förväntningar kan då medföra omotiverade uppgångar i bostadspriser och hushållens skuldsättning.

Men jag vill påpeka att det är genuint svårt att veta vad som kommer att vara en "normal" eller genomsnittlig nivå på framtida bolåneräntor. Det är inte alls säkert att Riksbankens långsiktiga bedömningar av reporäntan är mer korrekta än hushållens eller andra marknadsaktörers.

### En låg ränta behövs trots riskerna

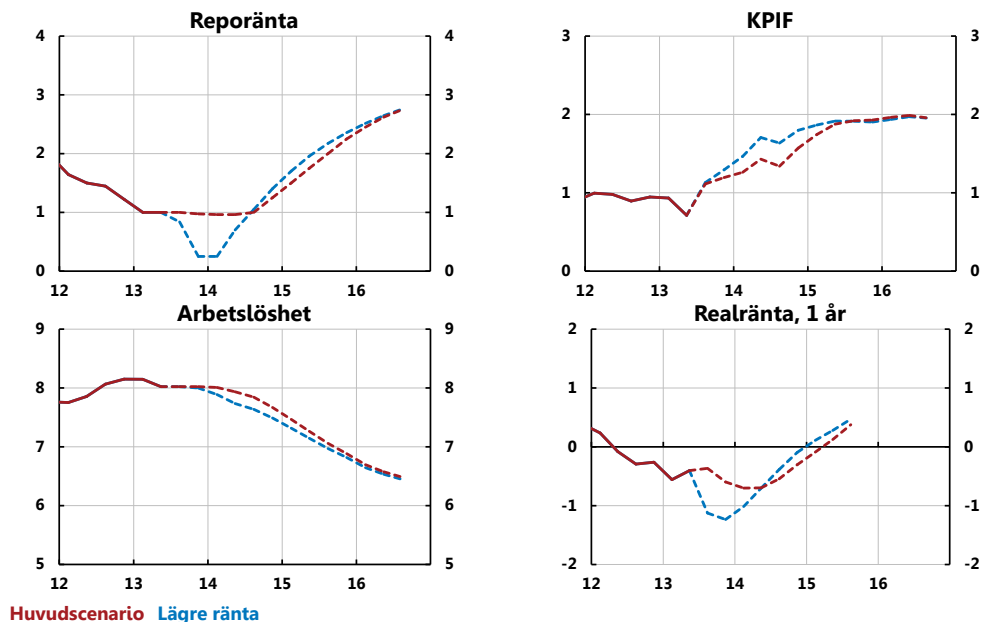
Jag har konstaterat att det finns risker förknippade med en låg ränta under lång tid, och att penningpolitiken i princip bör ta hänsyn till sådana risker. Men vid de senaste penningpolitiska mötena har jag ändå förespråkade att reporäntan bör sänkas till ännu lägre nivåer.

Flera faktorer har haft betydelse för mitt ställningstagande. För det första skulle en lägre ränta medföra att KPIF-inflationen snabbare återgår till 2 procent och att resursutnyttjandet blir mer balanserat än i våra prognoser (se figur 7).



## Figur 7. Mer expansiv penningpolitik

Effekter enligt Riksbankens makromodell Ramses



Källor: SCB och Riksbanken

För det andra har jag sett ett begynnande trovärdighetsproblem och velat utforma penningpolitiken så att den framstår som välavvägd även i kombination med bedömningar gjorda utanför Riksbanken. De problem jag har sett grundas i kombinationen av att inflationen har legat klart under målet, att Riksbankens inflationsprognoser har varit mer optimistiska än andras, att direktionens räntebanor har indikerat en stramare penningpolitik än vad marknaden och prognosmakarna har förväntat sig och att räntebanorna upprepade gånger har fått revideras ner. Jag har menat att det i ett sådant läge är bättre att omedelbart sänka räntan snarare än att fortsätta att presentera en räntebana som av utomstående inte upplevs som helt trovärdig. Men den här problematiken har blivit lite mindre betydelsefull under de senaste månaderna då andras prognoser på inflationen och på reporäntan har reviderats upp.

För det tredje är det inte självklart att hänsyn till hushållens skuldsättning medför att vi bör sätta en högre ränta än annars. Den nuvarande reporäntan, 1 procent, är onekligen låg. På sikt kommer räntan att höjas till betydligt högre nivåer. Men vi kan inte höja räntan innan vi ser att inflationen tydligt börjar röra sig mot målet på 2 procent. Och när detta sker beror förstås på penningpolitiken. Om vi sänker räntan idag kommer inflationen att röra sig snabbare mot målet. Med en oförändrad ränta tar det längre tid innan inflationen börjar stiga, och det är då också risk att det tar lång tid innan räntan kan höjas. Det är inte ens självklart att inflationen på sikt återgår till inflationsmålet om penningpolitiken hålls för stram.

Om vi oroas av att en lång period med låg ränta ger upphov till en omotiverad uppgång i huspriser och skuldsättning bör vi kanske se till att bedriva en penningpolitik som gör att vi snabbt rör oss mot inflationsmålet, och som fungerar även om den ekonomiska utvecklingen skulle bli mindre gynnsam än den i huvudscenariot i vår prognos. En sådan penningpolitik skulle kunna vara

■ att sänka reporäntan nu för att öka inflationen och sedan höja räntan något snabbare framöver när inflationen tar fart (se figur 7).

Preliminära bedömningar inom Riksbanken, baserade på modellberäkningar i kombination med empiriska samband, tyder visserligen på att en kraftig räntesänkning nu följt av snabbare räntehöjningar i framtiden skulle medföra något högre risker förknippade med hushållens skuldsättning än om majoritetens räntebana följs. Men skillnaden i riskbild mellan dessa alternativ blir nästan försumbar. En lägre ränta idag och snabbare räntehöjningar framöver framstår för mig som en bättre penningpolitik när riskerna vägs mot möjligheten att snabbare återgå till inflationsmålet och få ett mer balanserat resursutnyttjande (se figur 7).<sup>10</sup>

De bedömningar och beräkningar jag hänvisat till här bygger på den tankeram som presenterades i vår penningpolitiska rapport i juli.<sup>11</sup> Hur den tankeramen ska översättas i rekommendationer för den praktiska penningpolitiken är inte självklart. Arbete med den frågan pågår inom banken. Det behöver knappast sägas att de bedömningar och beräkningar som jag antytt idag är osäkra, och att de kommer att förbli osäkra även när arbetet med dessa frågor har rört sig framåt.<sup>12</sup>

## Det behövs ytterligare åtgärder för att stärka den finansiella stabiliteten

Avslutningsvis vill jag diskutera hur det nya ramverket för makrotillsyn påverkar min syn på hur penningpolitiken bör bedrivas.

Det är bra att en enda myndighet, Finansinspektionen, får ett tydligt ensamt ansvar att fatta beslut om tillsynsåtgärder. På så sätt undviker vi problemet att olika myndigheter försöker lägga ansvaret hos någon annan, ett problem som kunde ha uppstått om ansvaret hade delats mellan flera myndigheter.

Samtidigt är det positivt att flera myndigheter, bland andra Riksbanken, får en roll i arbetet med makrotillsyn via det nya finansiella stabilitetsrådet. Att identifiera och analysera faktorer som kan ge upphov till finansiella obalanser är och kommer att förbli en viktig del av Riksbankens arbete. Riksbanken behöver denna analys av flera skäl. Som jag nämnde tidigare har ju Riksbanken ett ansvar för att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Vi måste också förstå om penningpolitiken riskerar att bidra till att finansiella obalanser uppstår. Och dessutom kan en ekonomisk utveckling som visar sig inte vara hållbar påverka inflationsutvecklingen och den lämpliga penningpolitiken. Med stabilitetsrådet får vi en plattform där vi öppet kan och ska presentera våra analyser av finansiella risker och rekommendationer om tillsynsåtgärder.

I den senaste penningpolitiska uppföljningen utgick vår prognos från att det inte införs några nya makrotillsynsåtgärder. Men hur skulle min syn på den lämpliga penningpolitiken påverkas om sådana åtgärder genomförs?

<sup>10</sup> De scenarier som visas i figur 7 ska främst ses som en illustration av olika alternativ. Räntebanan där sammanfaller inte med den jag har förespråkat vid de penningpolitiska mötena.

<sup>11</sup> Riksbanken (2013c).

<sup>12</sup> Ett centralt osäkerhetsmoment är hur reporäntan påverkar hushållens skuldsättningsgrad. Riksbankens skattningar tyder på att skuldsättningsgraden ökar när räntan sänks, men att ökningen är liten. Svensson (2013b) menar däremot att en lägre ränta skulle medföra en *lägre* skuldsättningsgrad. Men i hans modell finns egentligen ingen anledning att oroas av hushållens skuldsättning oavsett hur reporäntan påverkar hushållens skuldsättningsgrad. Till exempel tillåter han inte för att hushållens ränteförväntningar kan bli omotiverat låga om räntan sänks.

■ Svaret beror helt på vilka åtgärder som då genomförs och vilka effekter de får.

Tillsynsåtgärder kan ha direkta effekter på finansiella risker och obalanser genom att begränsa särskilt utsatta hushålls, företags eller bankers möjligheter att fatta vissa beslut. Men åtgärder kan även ha indirekta effekter på risker och obalanser, eller sidoeffekter på ekonomin genom att påverka kostnaden på kapital eller det allmänna efterfrågeläget.

Exempel på en åtgärd som förmodligen främst har direkta effekter är bolånetaket. Bolånetaket påverkar främst en mindre grupp högt skuldsatta hushåll och kan tänkas bidra stort till att förhindra att finansiella obalanser uppstår. Men taket har knappast några stora effekter på ekonomins allmänna efterfrågeläge eller på kapitalkostnaden för typiska hushåll.

Exempel på en åtgärd som däremot kan påverka kostnaden på kapital är höjda riskvikter för bolån. En sådan åtgärd skulle troligen höja bolåneräntorna i förhållande till andra utlåningsräntor. Och förmodligen skulle höjda riskvikter även pressa upp de genomsnittliga utlåningsräntorna vid en given reporänta, åtminstone på kort sikt.

Eftersom jag i praktiken inte har låtit oro för hushållens snabba skulduppbyggnad påverka min syn på hur reporäntan bör sättas idag skulle åtgärder av det första slaget, det vill säga åtgärder som direkt begränsar utsatta hushålls möjligheter att bli eller förbli högt skuldsatta, förmodligen även ha liten effekt på mitt val av reporänta och räntebana. Däremot skulle åtgärder som medför att de genomsnittliga utlåningsräntorna ökar eller att det allmänna efterfrågeläget försvagas motivera att reporäntan sänks. Syftet skulle då vara att motverka tillsynsåtgärdens effekter på den sammantagna konjunkturutvecklingen. Men tillsynsåtgärden skulle ändå kunna motverka finansiella obalanser, till exempel genom att ändra nivån på hushållens bolåneräntor i förhållande till företagens låneräntor.

Ytterligare makrotillsynsåtgärder behöver alltså inte förändra min syn på vilken penningpolitik som är lämplig idag. Men sådana åtgärder är ändå viktiga för penningpolitiken eftersom de kan minska risker och osäkerhetsfaktorer. Penningpolitiken blir enklare att bedriva om den finansiella stabiliteten är god.

## ■ Referenser

Blanchard, Olivier och Galí, Jordi (2007), Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit, and Banking* 39(s1), s 35-62.

Farhi, Emmanuel och Tirole, Jean (2012), Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts. *American Economic Review* 102(1), s 60-93.

Konjunkturinstitutet (2013), Lånar hushållen för mycket? Fördjupningsruta i Konjunkturläget juni 2013.

Rajan, Raghuram (2005), Has Financial Development Made the World Riskier? NBER Working Paper No. 11728. National Bureau of Economic Research.

Rawdanowicz, Lukasz, Bouis, Romain och Watanabe, Shingo (2013), The Benefits and Costs of Highly Expansionary Monetary Policy. OECD Economics Department Working Paper No. 1082. OECD.

Riksbanken (2010), Penningpolitiken i Sverige.

Riksbanken (2011), Utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.

Riksbanken (2013a), Riksbanken och finansiell stabilitet.

Riksbanken (2013b), Reporäntan oförändrad på 1 procent. Pressmeddelande 5 september 2013.

Riksbanken (2013c), Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. Fördjupningsruta i Penningpolitisk rapport, juli 2013.

Svensson, Lars (2013a), Skuldhyperi I: Att bara titta på skulderna duger inte. *Ekonomistas*, 15 september 2013.

Svensson, Lars (2013b), 'Leaning Against the Wind' Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio, manuskript, Stockholms universitet.