



ANFÖRANDE

DATUM: 2012-12-04
TALARE: Stefan Ingves
PLATS: Länsstyrelsen i Norrland, Luleå

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

■ **Avvägningar i penningpolitiken**

I dag vill jag ta upp några av de svåra avvägningar som penningpolitiken ställs inför och som i mångt och mycket avspeglar de lärdomar vi dragit från finans- och skuldkrisen.

Det har varit ett antal turbulenta år för världsekonomin. Drygt fyra år har nu gått sedan den globala finanskrisens utbrott. Återhämtningen därefter kom dessvärre av sig i och med att finanskrisen utvecklades till en skuldcrisis i Europa.

Den svenska ekonomin har hittills klarat sig ganska väl genom krisen. Vi har givetvis drabbats av den internationella oron och nedgången, men i mycket mindre utsträckning än många andra länder. Det beror bland annat på stabila statsfinanser och en god konkurrenskraft. En ytterligare anledning till att Sverige har klarat sig väl är att vi inte har drabbats av en krasch på bostadsmarknaden. Men hushållens skuldsättning är mycket hög, vilket ökar deras sårbarhet för bland annat prisfall på bostäder. Utvecklingen i flera länder under finans- och skuldkrisen visar att vi måste ta denna typ av risker på allvar.

Eftersom tillväxtutsikterna försämrats har vi sänkt räntan det senaste året för att uppfylla inflationsmålet och stödja konjunkturen. Men samtidigt innebär en lägre ränta ökade risker förknippade med hushållens skuldsättning. Att sänka räntan har därför inte varit självklart.

Lägre ränta i Sverige under det gångna året

I samband med den globala finanskrisen sänktes reporäntan ända ned till 0,25 procent, där den förblev under ungefär ett år: från mitten av 2009 till mitten av 2010. Under den kraftiga återhämtningen efter finanskrisen gick vi mot en normalisering i penningpolitiken; under hösten 2011 var reporäntan uppe på 2 procent. Men finanskrisen blev till en skuldcrisis i Europa, vilket har fått konjunkturutsikterna att åter försämrats. Normaliseringen av ränteläget fick därför avbrytas. Riksbanken har under året i stället i ett antal steg sänkt reporäntan för att stimulera den svenska ekonomin och undvika en alltför låg inflation. I dagsläget är räntan mycket låg sett i ett historiskt perspektiv (se bild 1).

Låt mig nu "backa bandet" och beskriva hur vi har hamnat där vi är i penningpolitiken. Jag tänker också ta upp några viktiga lärdomar av de senaste årens internationella finans- och skuldcrisis.

■ **Finanskrisen blev till en skuldkris i Europa...**

Den globala finanskrisen bröt ut för cirka fyra år sedan. Krisen hade sin upprinnelse i problem på den amerikanska bostadsmarknaden, men i och med Lehman Brothers konkurs i september 2008 övergick förloppet i en global finanskris. BNP i världen som helhet sjönk för första gången sedan 1940-talet (se bild 2). Dessutom föll världshandeln mycket kraftigt (se bild 3). Under ett par år följde sedan en period av återhämtning i världsekonomin, och världshandeln steg igen (se bild 3).

Det dröjde dock inte länge innan orosmolnen åter tornade upp sig. Problemen med stora budgetunderskott och statskulder blev uppenbara i flera länder i euroområdet: främst i Grekland, men även i Irland, Italien, Spanien och Portugal (se bild 4). I Europa följdes finanskrisen av en skuldkris. Anledningarna till att de olika länderna drabbades av problem skilde sig dock åt.

I exempelvis Grekland var statsfinanserna alltför svaga i utgångsläget för att tåla en så djup lågkonjunktur som finanskrisen innebar. Men länder som Irland och Spanien drabbades också av stora problem, trots ett relativt starkt statsfinansiellt utgångsläge. Hur kunde det bli så?

Själva startskottet för den globala finanskrisen var problemen på den amerikanska bostadsmarknaden. Men även i flera andra länder, som Spanien och Irland, uppstod problem på bostadsmarknaden (se bild 5). Statsfinanserna drabbades hårt när banksektorn skulle undsättas i spåren av en sprucken bostadsbubbla, där bostadspriserna och bankutlåningen hade "jagat varandra" i ett ohållbart förlopp. Det var alltså förklaringen till att dessa länder snabbt fick stora problem att hantera statskuldsutvecklingen, trots det relativt goda utgångsläget.

För stor skulduppbyggnad – oavsett om den sker inom den privata eller den offentliga sektorn – leder förr eller senare till problem. Utvecklingen i euroområdet de senaste åren är en skrämmande illustration av det.

Det är tydligt att euroområdet står inför stora utmaningar, inte bara för enskilda länder utan även för eurosamarbetet som helhet. ECB, EU och IMF har satt in en rad olika stödinsatser för att komma tillrätta med de akuta problemen. Dessutom har en rad nya beslut och åtgärder inom eurosamarbetet aviserats det senaste året. Men det är viktigt att poängtera att ansvaret för att hantera problemen i första hand ligger hos politikerna i respektive land. Det krävs beslut på nationell nivå, inte bara för att komma tillrätta med dåliga statsfinanser, utan också för att förbättra konkurrenskraften (se bild 6).

I takt med att problemen har förvärrats har den återhämtning som inleddes efter finanskrisen 2008 stannat upp och enligt vår bedömning i den penningpolitiska rapporten i oktober faller BNP i euroområdet till och med under 2012.

...vilket har stor inverkan på Sveriges ekonomi

Sverige är vad vi brukar kalla en liten öppen ekonomi. Vi påverkas i hög grad av utvecklingen i omvärlden. Detta stora omvärldsberoende har de senaste åren skapat stora svängningar i produktionen. Fallet i BNP 2009 var det största sedan andra världskriget, medan tillväxten 2010 var den högsta på 40 år. Den senaste tidens svaga utveckling i euroområdet har inneburit att tillväxtutsikterna i Sverige återigen dämpats.

■ En viktig förklaring till att svensk ekonomi påverkas så mycket av omvärlden är att vi är så starkt beroende av efterfrågan på de varor och tjänster vi exporterar till andra länder. Euroområdet är vår största exportmarknad och problemen där får därför stor effekt på efterfrågan på svensk export. Ett sätt för svenska exportföretag att dämpa effekterna är att i stället vända sig mot nya marknader, men det är en process som går mycket långsamt (se bild 7). Under överskådlig framtid kommer euroområdet att fortsätta vara den klart största exportmarknaden.

Osäkerheten i omvärlden påverkar hushåll och företag i Sverige. Ett sätt att illustrera detta är att titta på Konjunkturinstitutets barometerindikator, som visar hushållens och företagens sammanvägda förväntningar om den närmaste framtiden. Barometerindikatorn har sammantaget legat på en låg nivå det senaste året, vilket pekar på en sämre framtidstro hos svenska företag och hushåll (se bild 8).

Sveriges ekonomi har klarat sig relativt väl...

Tillväxten i Sverige under det senaste året har alltså dämpats betydligt jämfört med den starka återhämtningen under 2010 och inledningen av 2011. Men Sverige har ändå stått emot omvärldsproblemen relativt väl, och den svenska ekonomin fortsatte att växa i god takt under första halvåret i år.¹ Det beror bland annat på att den inhemska efterfrågan utvecklats förhållandevis stabilt.

Det finns flera anledningar till att Sverige har klarat sig så pass väl. Bland annat har de stabila statsfinanserna gjort att finanspolitiska åtstramningar, som ju annars dominerat den ekonomisk-politiska agendan i flera länder, inte varit nödvändiga i Sverige. Dessutom har konkurrenskraften utvecklats väl. Om vi återvänder till bild 6 framgår detta tydligt. Denna goda utveckling har i sin tur sina förklaringar. Vi hade under en följd av år en mycket stark produktivitetstillväxt, och dessutom har inflationen varit låg och stabil samtidigt som lönebildningen har förbättrats betydligt jämfört med tiden före inflationsmålets införande.

Att den svenska ekonomin har visat viss styrka har inneburit att även den svenska arbetsmarknaden har varit motståndskraftig, och antalet sysselsatta har fortsatt att stiga något under året. Men samtidigt har utbudet av arbetskraft ökat mer, vilket har lett till att den nedgång i arbetslösheten som pågått sedan början av 2010 bröts under slutet av 2011. Arbetslösheten i Sverige uppgår nu till knappt 8 procent (se bild 9).

...men hushållens höga skuldsättning utgör en risk

En ytterligare anledning till att Sveriges ekonomi har klarat sig väl är att vi inte har drabbats av en krasch på bostadsmarknaden eller i den finansiella sektorn i övrigt. Ändå har utvecklingen i Sverige gett skäl till oro. Bostadspriserna har stigit markant i Sverige de senaste 15 åren, såväl i ett internationellt som i ett historiskt perspektiv (se bild 5). Detsamma gäller hushållens skuldsättning (se bild 6). Det är inte så konstigt att dessa faktorer hänger ihop, eftersom en stor del av bankutlåningen till hushållen har gått till att finansiera köp av bostäder. Både jag själv och flera av mina tidigare kollegor i direktionen varnade för risker förknippade med hushållens skuldsättning och bostadspriserna i Sverige

¹ Sedan det penningpolitiska beslutet i oktober har vi också fått nationalräkenskaper för det tredje kvartalet. Dessa siffror visade att tillväxten dämpades något, ungefär i linje med vår bedömning i oktober.

■ långt före finanskrisen. Man kan säga att krisen har gjort att frågorna har fått förnyad och ökad aktualitet.

En positiv faktor är visserligen att utlåningen till hushåll har ökat i allt långsammare takt den senaste tiden, efter de mycket höga ökningstalen vi såg åren före finanskrisen. Bostadspriserna har också planat ut den senaste tiden. Både penningpolitiken och bolånetaket har troligtvis spelat en roll för att lugna ned utvecklingen.²

Men skuldkvoten, det vill säga skulderna som andel av de disponibla inkomsterna, är fortfarande på en mycket hög nivå, och högre än i många av de länder som under de senaste åren har hamnat i problem till följd av kraftiga fall i bostadspriser (se bild 12). En hög skuldsättning hos hushållen kan få allvarliga konsekvenser. När hushållen har stora skulder blir de sårbara. Exempelvis kan ett kraftigt bostadsprisfall ge upphov till en omfattande skuldsanering bland hushållen, som riskerar att leda till svag konsumtionsefterfrågan och hög arbetslöshet. I förlängningen ger detta givetvis även risker för högre kreditförluster i bankerna och för den finansiella stabiliteten.³

Hushållens samlade tillgångar överstiger visserligen deras skulder med bred marginal. Men dessa tillgångar är till stora delar illikvida, vilket innebär att de är svåra att omsätta om hushållen snabbt behöver minska sina skulder (se bild 13).

Få andra verktyg finns på plats – penningpolitiken har sin del

Man kan också belysa frågan om skuldsättning mer generellt genom en tillbakablick på Sveriges stabiliseringspolitiska historia. Under perioden med fast växelkurs före 1992, då det stabiliseringspolitiska ansvaret låg på finanspolitiken, ansågs inte statsskulden utgöra någon begränsning för finanspolitiken. Detta ledde till slut till att statsskulden blev ohållbar, och vi fick reformera ramverket för de offentliga finanserna. Så småningom uppnådde vi ett mycket bättre statsfinansiellt läge och en statsskuld som trendmässigt minskat som andel av BNP (se bild 4). Efter att den fasta växelkursen övergavs i november 1992 behövdes också nya spelregler för penningpolitiken. Inflationmålet blev lösningen. Inflationen har varit låg och stabil sedan mitten av 1990-talet, och förväntningarna hos allmänheten och marknadsaktörerna har förankrats kring målet på två procent (se bild 11). Man kan alltså hävda att det nuvarande stabiliseringspolitiska ramverket inneburit att vi fått kontroll över statsskulden och inflationen, men det finns ingen naturlig begränsning av den privata sektorns skuldsättning, vilket blir en aktuell fråga särskilt när räntan är låg.

Vid två tidigare tillfällen har detta förhållande skapat oss stora problem. På 90-talet blev den inhemska kreditexpansionen för hög med mycket utlåning för att finansiera kommersiella fastigheter. Och nu senast importerade vi problem via bankernas för stora utlåning i Baltikum. Idag diskuterar jag mest hushållens skuldsättning men frågeställningen är generell. Skulder och skuldstockar behöver i större utsträckning än tidigare få mera fokus i vår analysapparat.

² Bolånetaket infördes som en allmän rekommendation från Finansinspektionen hösten 2010. Det innebär något förenklat en begränsning om maximalt 85 procents belåningsgrad vid bostadsköp.

³ En ytterligare faktor som vi har lyft fram i såväl vår utredning om riskerna på bostadsmarknaden som våra stabilitetsrapporter gäller bankernas finansiering av bostadslånen, som till allt större del sker via utländska investerare. Bankerna är beroende av deras förtroende för den svenska bostadsmarknaden i sin finansiering. Historiskt sett har det visat sig att utländska investerare är "lättflyktiga" vid marknadsoro. Ett fall i de svenska bostadspriserna skulle därför kunna utgöra en finansieringsrisk för de svenska bankerna.

Mer riktade verktyg är möjligen mer effektiva än reporäntan för att hantera hushållens skuldsättning, exempelvis amorteringskrav och högre riskvikter på bostadslån. Högre riskvikter på bostadslån innebär att bankerna måste hålla mer kapital för sina bostadslån. Detta är en fråga som Riksbanken framhållit tidigare vid olika tillfällen och som vi analyserar närmare i vår senaste stabilitetsrapport. Frågan har också diskuterats i Finansinspektionens och Riksbankens samverkansråd för makrotillsyn. Finansinspektionen har nyligen föreslagit ett golv på 15 procent för riskvikterna på bostadslån i Sverige.⁴

Av tänkbara konkreta åtgärder för att förebygga risker på bostadsmarknaden i Sverige finns dock i stort sett bara bolånetaket på plats idag.⁵ Dessvärre visar erfarenheterna, bland annat från den svenska 1990-talskrisen, att det kan vara svårt att få till praktiska beslut när det gäller åtgärder för att främja finansiell stabilitet.

En sak som jag framhållit i många sammanhang tål att upprepas: Ju mindre andra gör, desto mer faller på penningpolitiken. Riksbanken har som bekant två uppgifter i sin verksamhet: "ett säkert och effektivt betalningsväsende", vilket vi brukar tolka som finansiell stabilitet, och "ett fast penningvärde", vilket Riksbanken har formulerat som ett inflationsmål på 2 procent. Jag menar att en av de stora lärdomarna av finanskrisen är att dessa båda mål hänger ihop. Finansiell stabilitet är en förutsättning för att penningpolitiken ska fungera, samtidigt som penningpolitiken kan påverka den finansiella stabiliteten. Mot den bakgrunden är det ganska naturligt att beakta risker för finansiella obalanser i penningpolitiken.

Samtidigt måste alternativa regleringar och penningpolitik hänga någorlunda ihop. Regleringar kan beskrivas som ett riktat indirekt sätt att höja eller sänka räntan i en viss samhällssektor. Avviker då regleringarna kraftigt ifrån den penningpolitik som förs skapas efter ett tag snedvridningar och "dubbelkommandon" inom den finansiella sektorn. Vi får nya typer av styrproblem, till exempel via tillkomsten av "skuggbanker" eller för stor utlandsupplåning. Som så ofta gäller det att hitta något som är lagom.

Det är motiverat med låg ränta, men hur låg?

De ekonomiska förhållandena under det gångna året, alltså den svaga utvecklingen i omvärlden och det låga inflationstrycket, har gjort det nödvändigt att gradvis sänka reporäntan för att inflationen ska kunna stiga mot målet på 2 procent samtidigt som resursutnyttjandet normaliseras (se bild 1).

Detta innebär att vi har en mycket låg reporänta idag, vilket också återspeglas i lägre räntor för hushåll och företag (se bild 10). Hur låg räntan ska vara är en avvägning. Som framgått anser jag att vi måste väga in risker för finansiella obalanser i räntebesluten, eftersom hushållens skuldsättning är så hög.

⁴ Se "Tuffare krav på banker ger samhällsekonomisk vinst", Finansinspektionens pressmeddelande från 26 november.

⁵ Finansinspektionens förslag om riskvikter på bolån är nu ute på remiss hos berörda myndigheter, och Riksbanken återkommer efterhand med sitt remissvar.

■ **Varför inte sänka räntan mer när arbetslösheten är hög?**

Ett argument för ytterligare räntesänkningar är att arbetslösheten är hög (se bild 14). Jag har stor förståelse för detta argument. Varför då inte sänka räntan ytterligare? Här vill jag åter framhålla att vi har sänkt räntan och ränteprogno- sen vid flera tillfällen det senaste året, bland annat med hänsyn till just arbets- lösheten. Samtidigt visar vår analys att den relativt höga arbetslösheten också avspeglar strukturella problem. Exempelvis finns det tecken på att matchningen mellan arbetssökande och de lediga jobben verkar ha försämrats de senaste åren, vilket gör att det blir svårare att uppnå en lägre arbetslöshet. Bild 15 visar tydligt att medan antalet arbetslösa i icke utsatta grupper fallit tillbaka under de senaste åren har antalet arbetslösa i de mer utsatta grupperna istället ökat.⁶ Detta är en illustration av matchningsproblemen på svensk arbetsmarknad.

Även med arbetslösheten i fokus måste vi tänka långsiktigt i penningpolitiken och undvika problem längre fram. En låg ränta kan ge kortsiktiga vinster, men "kör man på för länge längs den vägen" väntar problem, bland annat även vad gäller arbetslösheten. Bild 16 visar utvecklingen av arbetslösheten i ett antal länder som har drabbats av kraftiga korrigeringar på bostadsmarknaden. Många faktorer har bidragit till dessa korrigeringar, men tillgången på billiga krediter i "uppgångsfasen" är en av dem. Det finns alltså risker med att sätta räntan alltför lågt, och det gäller inte minst med hänsyn till arbetslösheten, men då bortom den ganska korta konjunkturhorisont som normalt drar till sig nästan all uppmärksamhet.

En lämplig avvägning

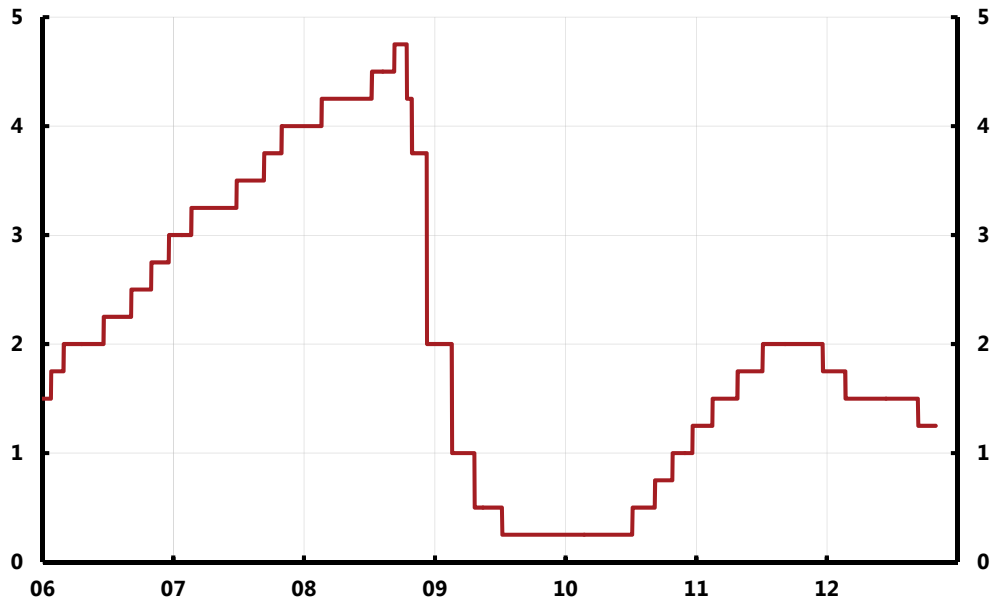
Jag har nu gett en bakgrund till några av de svåra avvägningar vi ställs inför i penningpolitiken. Låt mig avsluta med att illustrera dessa avvägningar med vårt senaste penningpolitiska beslut och prognosen för reporäntan. Vi har där kommit fram till vad jag tycker är en lämplig avvägning. De försämrade kon- junkturutsikterna och det låga inflationstrycket motiverar en fortsatt låg ränta. Det bidrar till att inflationen stiger mot målet på 2 procent och att konjunkturu- ren stärks (se bild 17). Men vi behöver alltså också ta hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning i räntebesluten. Vår avvägning i oktober resulterade i en oförändrad ränta, men en nedjusterad prognos för räntan (se bild 18). En sådan penningpolitik gör att vi dels kan nå inflationsmå- let och stabilisera sysselsättningen i ett långsiktigt perspektiv, dels tar hänsyn till riskerna för finansiella obalanser. Men penningpolitiken kan inte ensam eli- minera de risker förknippade med hushållens skuldsättning som jag diskuterat idag. Det är därför viktigt att ha en bred diskussion bland flera myndigheter i Sverige om behovet av ytterligare åtgärder.

⁶ Enligt Arbetsförmedlingen är det fyra grupper som relativt sett har en utsatt position på arbetsmark- naden och som har svårare att få ett nytt jobb om de blir arbetslösa: utomeuropeiskt födda, personer med enbart förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55-64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga.

■ Diagram

Bild 1. Reporänta

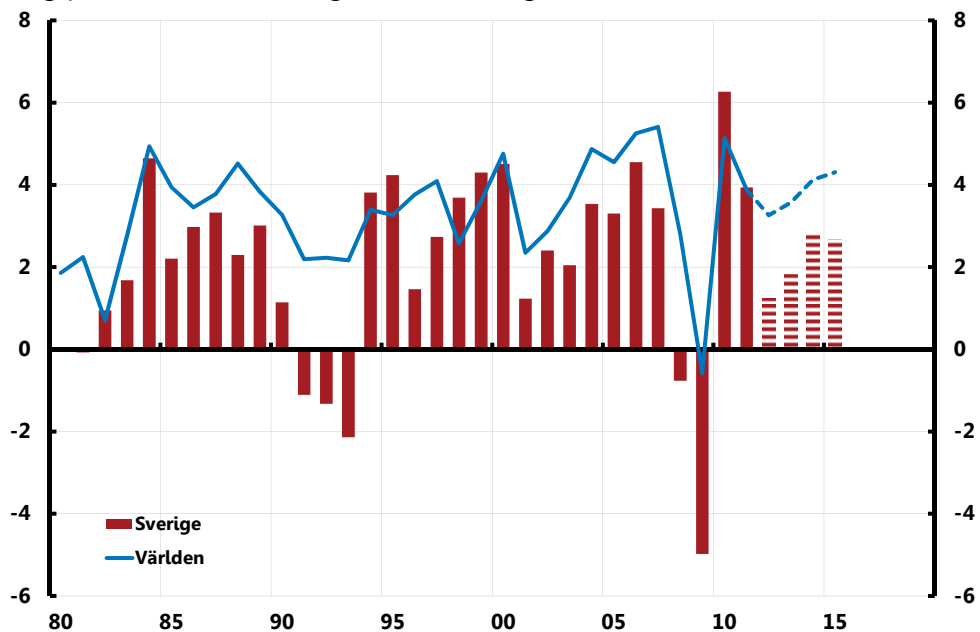
Procent, dagsdata



Källa: Riksbanken

Bild 2. BNP-tillväxt i Sverige och i världen

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Streckad linje och staplar avser prognosen i PPR oktober 2012.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

Bild 3. Världshandelsindex

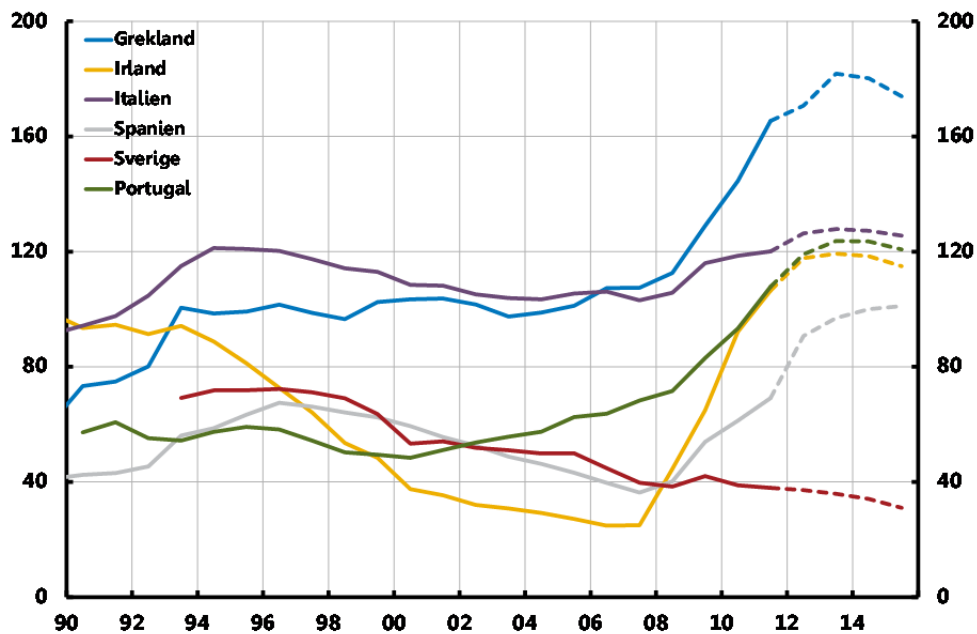
Index, 2000 = 100, säsongjusterad



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Bild 4. Statsskuldens utveckling i olika länder

Offentlig bruttoskuld i procent av BNP

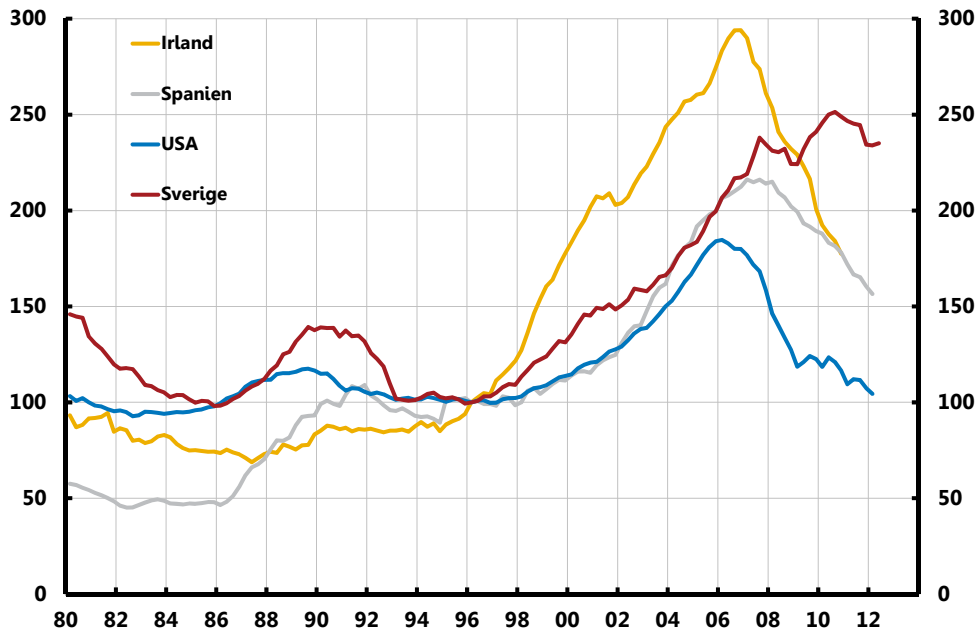


Anm. Streckad linje avser prognos från IMF.

Källa: IMF

Bild 5. Reala bostadspriser i olika länder

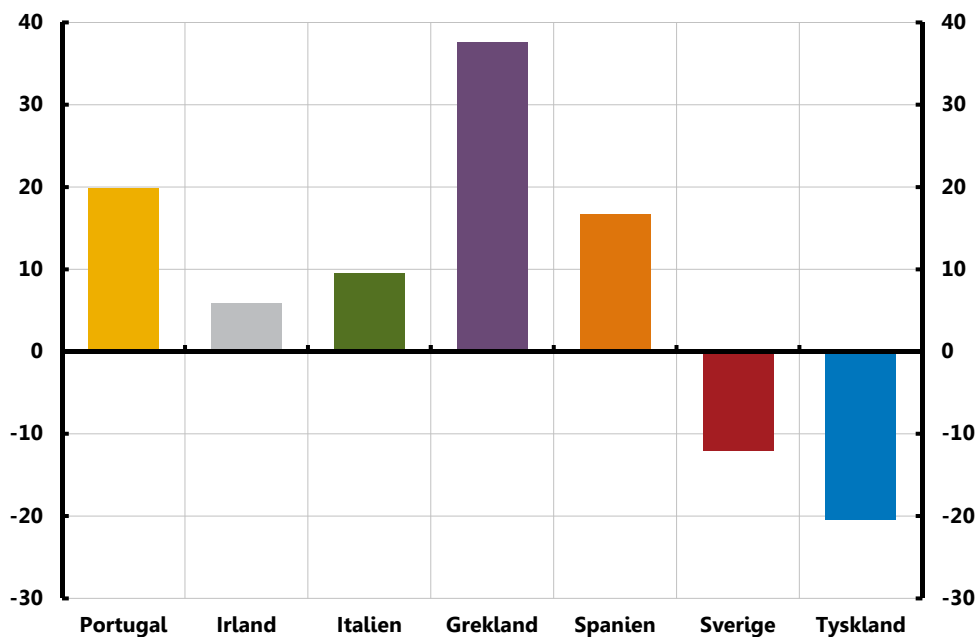
Index, 1996 kvartal 1 = 100



Källa: Reuters EcoWin

Bild 6. Utveckling av arbetskostnad per producerad enhet i förhållande till eurogenomsnittet

Procentuell förändring sedan 1997

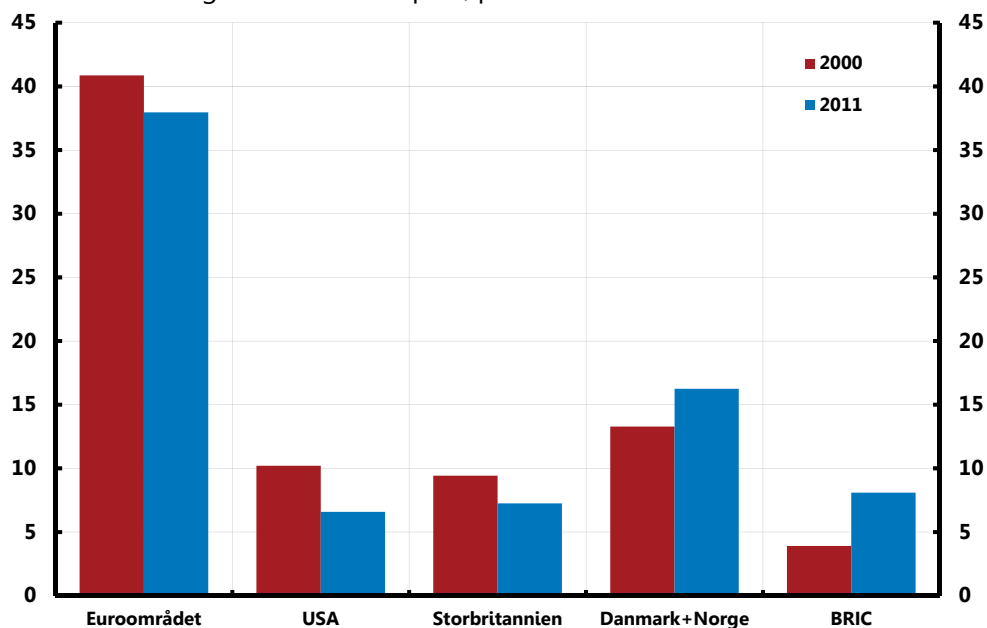


Anm. För Sverige är arbetskostnaderna omräknade till euro.

Källor: OECD och Riksbanken

Bild 7. Sveriges exportmarknader

Andelar av Sveriges totala varuexport, procent



Anm. BRIC avser Brasilien, Ryssland, Indien och Kina. Andelarna summerar inte till 100 procent eftersom inte alla länder redovisas.

Källa: SCB

Bild 8. Konjunkturinstitutets barometerindikator

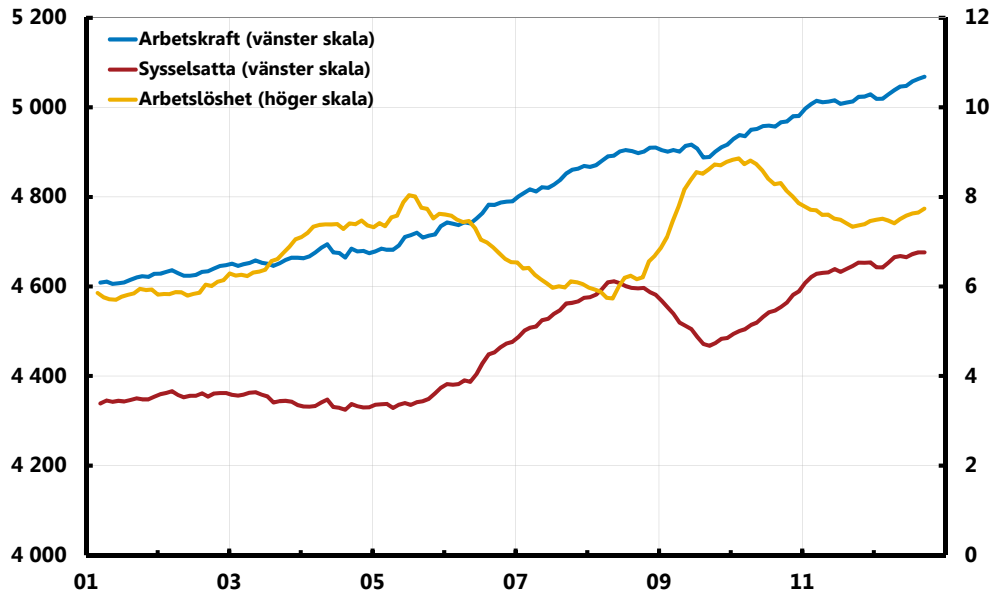
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

Bild 9. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

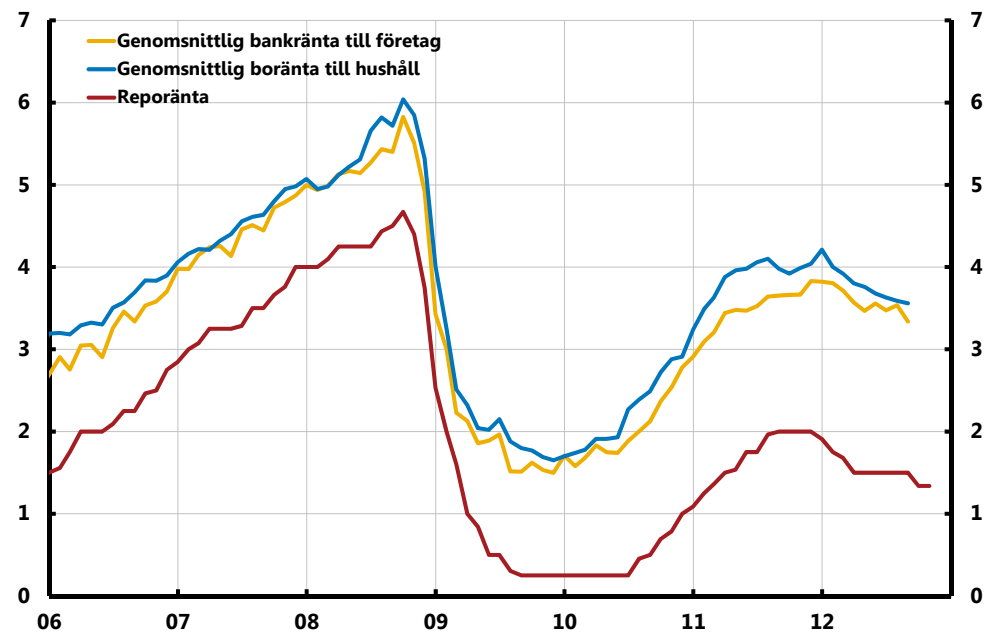
Tusental personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år



Källa: SCB

Bild 10. Reporänta, boräntor till hushåll och bankräntor till företag

Procent

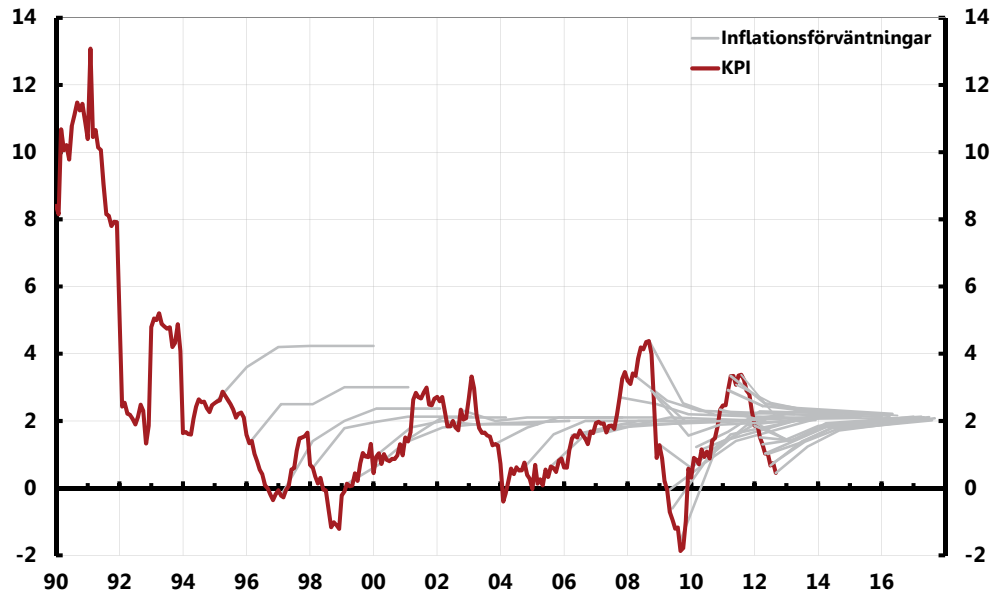


Anm. Procent, månadsmedelvärden. Genomsnittliga boräntor till hushåll och bankräntor till företag på nya avtal samt reporäntan.

Källor: SCB och Riksbanken

Bild 11. Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer

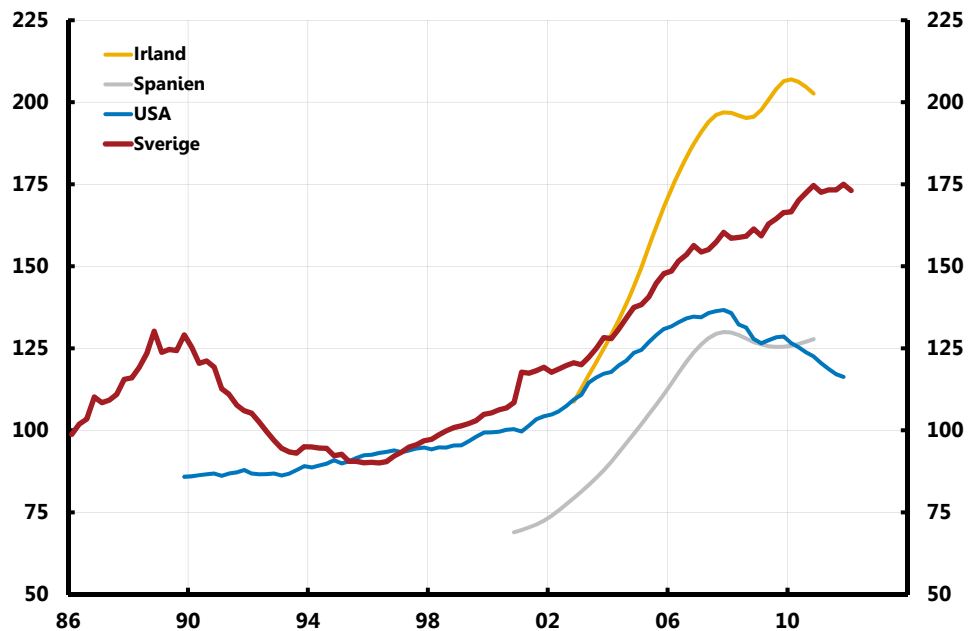
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och TNS SIFO Prospera

Bild 12. Hushållens skuldkvot

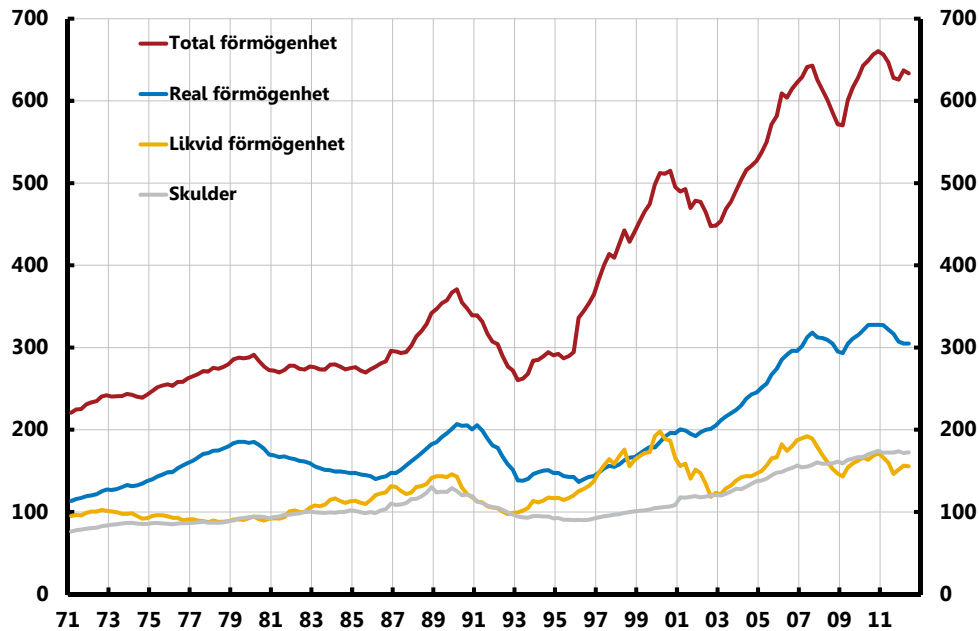
Procent av disponibel inkomst



Källor: Eurostat, Nationella centralbanker och Riksbanken

Bild 13. Hushållens tillgångar och skulder i Sverige

Procent av disponibel inkomst

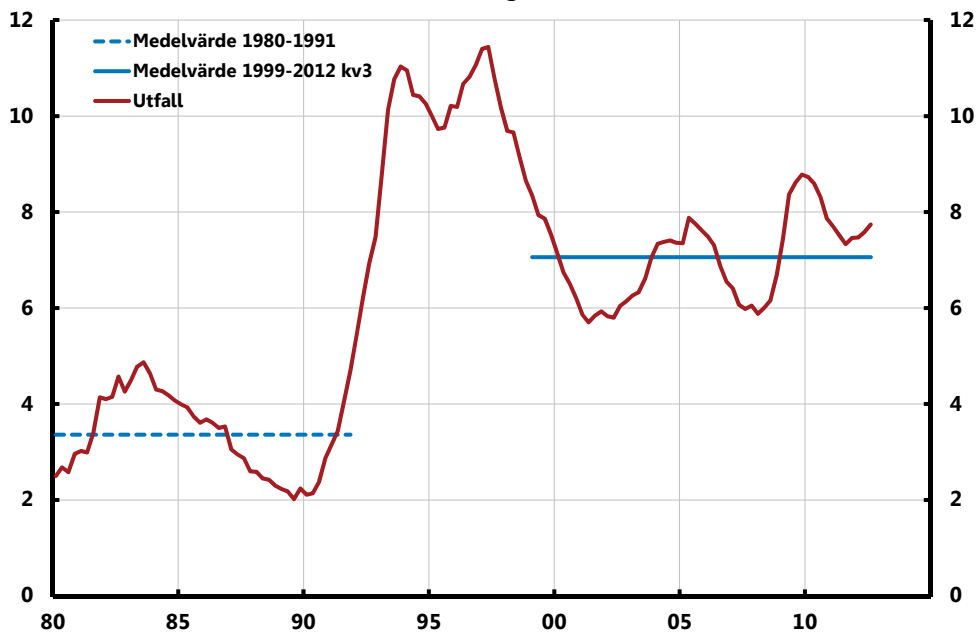


Anm. Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data för hushållens totala förmögenhet och dess beståndsdelar. Serierna baseras på Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella och reala förmögenheter. Real förmögenhet är hushållens förmögenheter i bostäder. Likvid förmögenhet är i huvudsak hushållens tillgångar i kontanta medel, bankinlåning, obligationer och aktier.

Källor: SCB och Riksbanken

Bild 14. Arbetslöshet

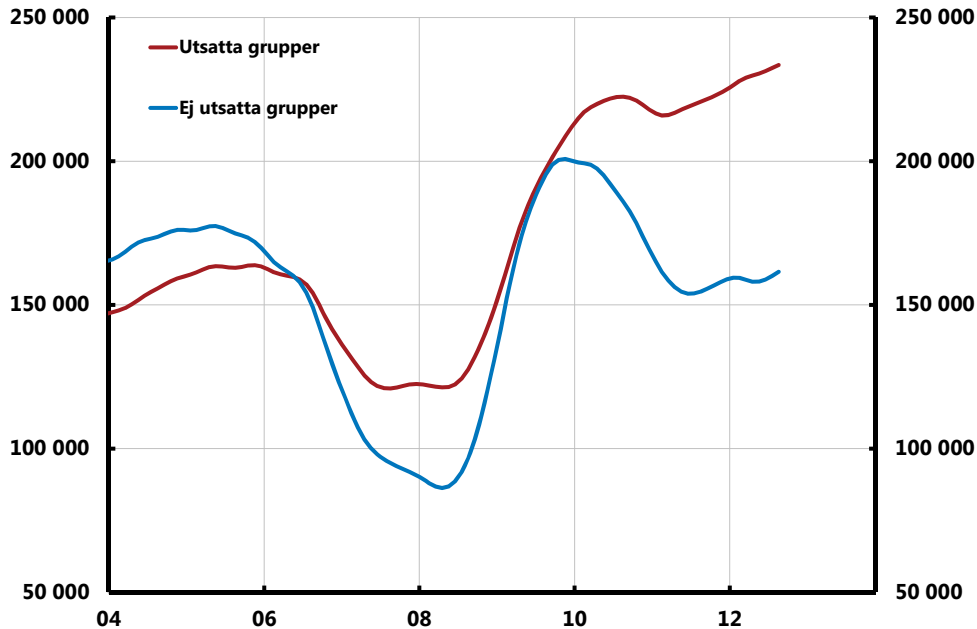
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Källa: SCB

Bild 15. Antal arbetslösa i utsatta grupper och övriga totalt inskrivna arbetslösa

Totalt antal arbetslösa personer inskrivna vid arbetsförmedlingen

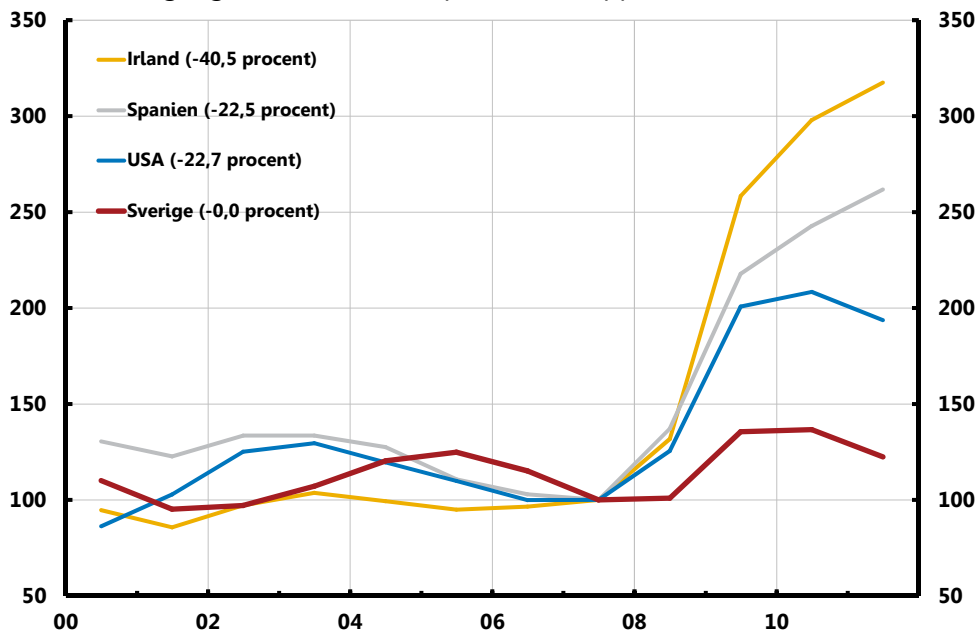


Anm. Trendrensade värden. Antal kvarstående sökande vid månadsens slut.

Källa: Arbetsförmedlingen.

Bild 16. Arbetslösheten och utvecklingen på bostadsmarknaden

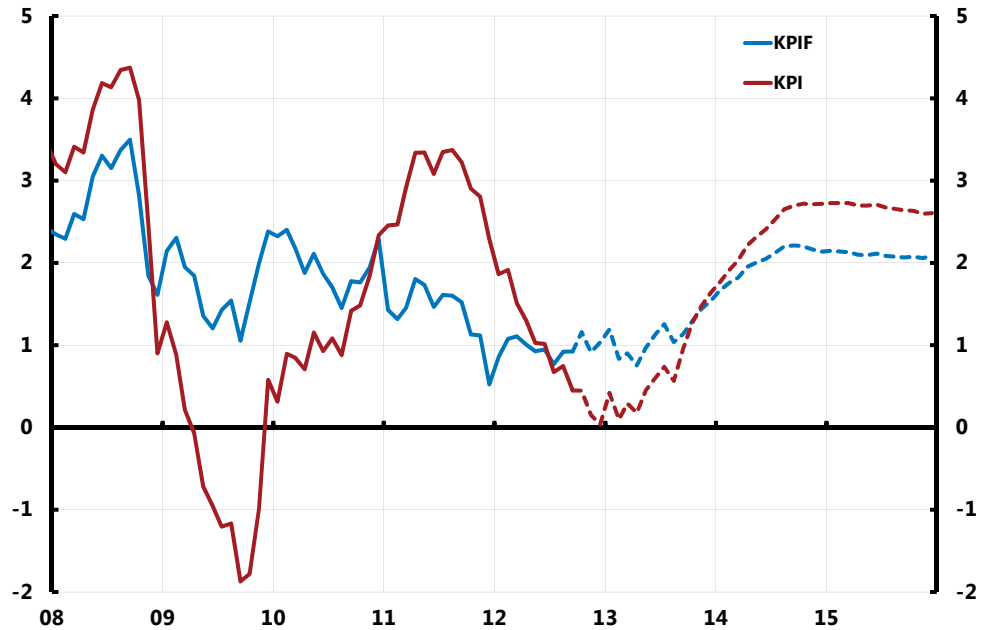
Arbetslösa som andel av arbetskraften, index 2007= 100. Siffrorna inom parentes avser nedgången i reala bostadspriser från topp till botten.



Källa: OECD

Bild 17. Inflationen i Sverige

Årlig procentuell förändring. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

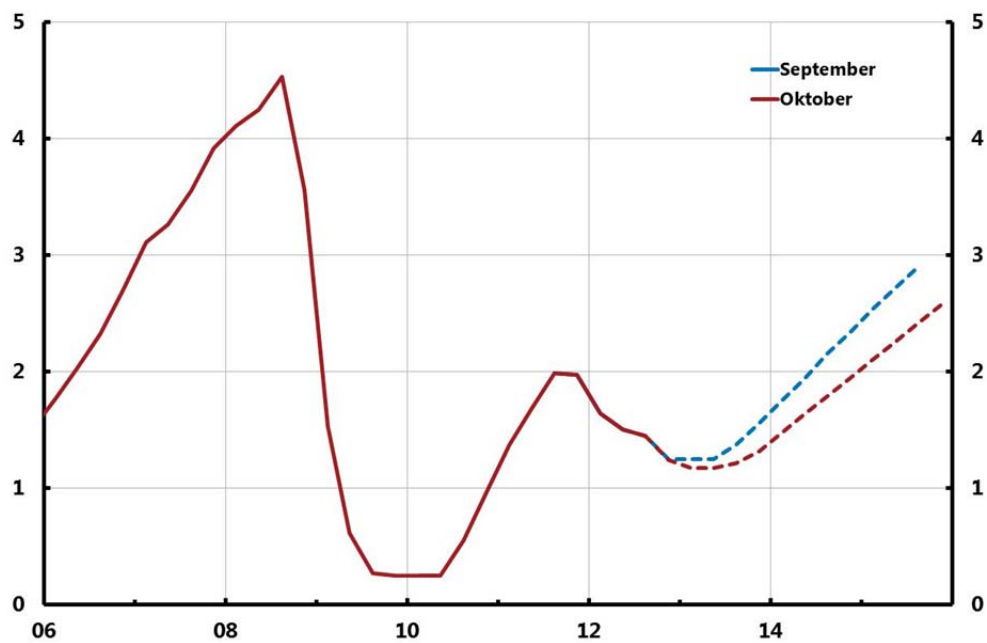


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Bild 18. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken